



جامعة قاصدي مرباح ورقلة
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في علوم التسيير

التخصص: تجارة دولية

بعنوان:



أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على تنمية أسواق الأوراق المالية

دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015

من إعداد المترشح: مختاري عبد الجبار

نوقشت و أجزت علنا بتاريخ 01 فيفري 2017

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة ورقلة	أستاذ	الأستاذ الدكتور: دادن عبد الوهاب
مشرفا و مقورا	جامعة ورقلة	أستاذ	الأستاذ الدكتور: زرقون محمد
مناقشا	المركز الجامعي ياليزي	أستاذ	الأستاذ الدكتور: سويسي هواري
مناقشا	جامعة غرداية	أستاذ	الأستاذ الدكتور: مصيطفي عبد اللطيف
مناقشا	جامعة الوادي	أستاذ محاضر أ	الدكتور: عبد اللاوي عقبة
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر أ	الدكتور: علاوي محمد لحسن

السنة الجامعية 2016 / 2017

إهداء

إلى من ارتبط رضا الله برضاهما أهدي ثمرة هذا العمل إلى أغلي ما في الوجود، من كانا لي دعماً وسندا الوالدين الكريمين اللذين أنارا دربي و أتمنى لهما دوام الصحة والعافية.

إلى زوجتي رفيقة دربي التي وقفت إلى جانبي وكانت سنداً لي.

إلى هبة الله إبنتي نسرين نور الهدى، التي أنارت حياتي.

راجيا من الله عز وجل أن يحفظهم جميعهم وأن يجعلهم قرة عين لي.

إلى إخوتي وأخواتي.

وإلى كل من جمعني بهم أواصر الأخوة والصدقة إلى جميع الأصدقاء من قريب ومن بعيد.

عبد الجبار 

كلمة الشكر

قبل كل شيء أشكر الله العلي القدير الذي أعانني و وفقني لإنجاز هذا العمل المتواضع، كما أتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف الدكتور زرقون محمد الذي لم يبخل عنا بمساعداته وتوجيهاته وكذا نصائحه القيمة سائلا المولى سبحانه وتعالى أن يحفظه و يجزيه عنا خير الجزاء وأكملة وأوفاه.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ الفاضل الدكتور بن بلغيث مدني راجيا المولى عز وجل بأن يحفظه، وأن يجعله ذخرا لهذه الأمة، كما أشكر أعضاء لجنة الخبرة الموقرين الأستاذ الدكتور دادن عبد الوهاب، والأستاذ الدكتور سويسي هواري، على ملاحظتهما القيمة والمفيدة والتي ساعدتني كثيرا على إتمام هذا العمل.

عبد الجبار 

الملخص:

تتطلب عملية التمويل البديلة عن المديونية توفر سوق للأوراق المالية تعمل ضمن محيط قانوني و إقتصادي منظم يحفظ حقوق جميع المتعاملين المحليين و الأجانب، ويوفر لهم أحدث التقنيات لمباشرة عملهم، وهذا ما توفره إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، في إطار المنظمة العالمية للتجارة، حيث تعالج هذه الأطروحة العوامل الأساسية التي توفرها الإتفاقية، وكذا العوامل الداعمة لها، وفق معايير مقترح للتنمية في شكل مجموعة من المؤشرات، متكاملة من الناحيتين القانونية و الإقتصادية، وفق ما هو مطبق في الأسواق المتطورة.

للقوف على إمكانية الاستفادة من مزايا الاتفاقية قمنا باختيار بورصة الجزائر كدراسة حالة باعتبارها سوق مبتدئة حسب تصنيف مؤشر (msci)، و التي يمكنها الاستفادة مما يتوفر لها من تجارة للخدمات المالية على المستوى الدولي، دون شرط الانضمام للمنظمة العالمية للتجارة، وذلك عن طريق تحليل مجموعة من المؤشرات الممثلة لبيئة نشاطها.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية، مؤشر (msci)، تجارة الخدمات المالية، عوامل أساسية، عوامل داعمة.

ABSTRACT:

Alternative funding process that requires all indebtedness the availability stock market operates within the vicinity of a legal and an economic regulator, It maintains all local and foreign investors' rights, provides them with the latest technics to do their work, Which is provided by the liberalization of financial trade services treaty, within the framework of the World Trade Organization, This thesis is concerned with the fundamental factors afforded by the Convention and the supporting factors, through a proposed development model in the form of a set of standards, legally and economically integrated according to what is practiced in developed markets.

To determine the potential benefits of the agreement we have chosen the Algerian Stock Exchange as a study case as a beginner market according to the classification index (MSCI), and that can take advantage of what is available with the financial trade services at the international level, to join the World Trade Organisation unconditionally, through the analysis of a set of representative environmental activity indicators.

key words: Stock market, index(msci), Trade in Financial Services, basic factors, supporting factors.

قائمة المحتويات

III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VI	قائمة الأشكال البيانية.....
أ	المقدمة العامة.....
1	الفصل الأول: العوامل الأساسية والداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية.....
3	المبحث الأول: قراءة تحليلية لإتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية.....
13	المبحث الثاني: العوامل الأساسية لتنمية أسواق الأوراق المالية.....
38	المبحث الثالث: العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية.....
46	الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع.....
48	المبحث الأول: تقديم وتحليل الدراسات السابقة باللغة العربية.....
59	المبحث الثاني: تقديم وتحليل الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.....
67	المبحث الثالث: مساهمة الأطروحة.....
73	الفصل الثالث: دراسة تحليلية للعوامل الأساسية و الداعمة لتنمية بورصة الجزائر.....
76	المبحث الأول: تحليل مؤشرات العوامل الأساسية.....
190	المبحث الثاني: تحليل مؤشرات العوامل الداعمة.....
194	الخاتمة العامة.....
206	المصادر والمراجع.....
214	الفهرس.....

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	يظهر نسبة وقيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي لعينة من الدول النامية أعضاء (G20) 2015.	03
02	يظهر نسبة وقيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي للدول الأكثر تصنيعا في العالم 2015.	04
03	يظهر القيمة الإجمالية (% من إجمالي الناتج المحلي) لمعاملات الأسواق المالية الناشئة (G20) 2015.	07
04	يظهر القيمة الإجمالية (% من إجمالي الناتج المحلي) للأوراق المالية في الأسواق المتطورة 2015.	08
05	يبين متطلبات معايير مؤشر (MSCI) لتصنيف أسواق الأوراق المالية 2015.	11
06	يظهر القيمة الإجمالية للإلتيمان (% من إجمالي الناتج المحلي) ، فروع البنوك، القروض غير العاملة بالبلدان النامية 2015 (G20) .	30
07	يظهر القيمة الإجمالية للإلتيمان (% من إجمالي الناتج المحلي) ، فروع البنوك، القروض غير العاملة بالبلدان المتقدمة 2015.	31
08	تطور قيمة الإصدارات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	103
09	عدد الشركات النشطة بسوق التداول في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	104
10	تغيرات سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال الفترة 2004-2015.	106
11	الناتج المحلي الإجمالي مقوما بالدينار الجزائري خلال الفترة 2004-2015.	107
12	معدل رأس المال السوقي في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	108
13	تطور نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر في الفترة 2004-2015.	109
14	تطور قيمة وحجم نشاط التداول في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	110
15	معدل التغير في رأس المال السوقي في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	113
16	تطور معدل الدوران في سوق التداول الجزائري خلال الفترة 2004-2015.	114
17	"تجهيزات عمومية لـ 1000 نسمة (مقاهي الإنترنت، الأكشاك المتعددة الخدمات، مخادع عمومية للهاتف)	116
18	المؤشر الثاني: "الكثافة الهاتفية بالنسبة لـ 100 نسمة".	117
19	المؤشر الثالث: "تجهيزات الإعلام الآلي و الاتصال".	117
20	المؤشر الرابع: "تجهيزات الإعلام الآلي لقطاع التربية".	118
21	المؤشر الأول: النفاذ إلى الإنترنت المشتركين المهنيين (مؤسسات)".	118
22	المؤشر الثاني: "أسعار النفاذ إلى الإنترنت".	119
23	المؤشر الأول: "الاستعمال الشخصي للإنترنت ذي التدفق المنخفض"ترنت".	119
24	ترتيب الجزائر العالمي من خلال مؤشر تنمية تكنولوجيا المعلومات و الاتصال خلال الفترة 2004-2015.	120

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
122	تطور الاستثمار في تكنولوجيا الاتصالات خلال الفترة 2004-2015.	25
123	نسبة الاستثمار في تكنولوجيا الاتصالات إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	26
127	سعر الفائدة المطبق في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	27
129	هيكل الودائع في البنوك الجزائرية خلال الفترة 2004-2015.	28
131	الاستثمار في حافظة أسهم رأس المال بالجزائر خلال الفترة 2004-2015.	29
132	نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	30
134	تحويلات الأرباح من الاستثمارات الأجنبية المباشرة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2004 - 2015.	31
136	هيكل الودائع في البنوك التجارية الجزائرية خلال الفترة 2004-2015.	32
138	هيكل القروض في الجزائر حسب مدة الإستحقاق بين سنتي 2004 - 2015.	33
140	هيكل القروض في البنوك الجزائرية حسب القطاع بين سنتي 2004 - 2015.	34
142	نسبة إجمالي الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سنتي 2004 - 2015.	35
143	تطور نسبة الائتمان المحلي إلى الادخار الإجمالي في الجزائر بين سنتي 2004 - 2015.	36
144	فائض السيولة لدى البنوك الجزائرية خلال الفترة 2004 - 2015.	37
146	مؤشر قوة الحقوق القانونية في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	38
147	مؤشر عمق المعلومات الائتمانية في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	39
148	مؤشر تغطية مكاتب المعلومات الائتمانية الخاصة في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	40
149	مؤشر تغطية السجلات العامة للمعلومات الائتمانية في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	41
153	تطور عدد المشاريع ونسبتها وقيمتها من الإجمالي خلال 2002 - 2015.	42
154	نوع الاستثمار ونسبته وقيمتها من الإجمالي في الجزائر خلال سنتي 2002 - 2015.	43
155	إجمالي توزيع الاستثمارات ونسبتها وقيمتها من الإجمالي بالجزائر خلال سنتي 2002 - 2015.	44
157	الحالة القانونية للاستثمار بالمشاريع ونسبتها وقيمتها من الإجمالي بالجزائر خلال سنتي 2002 - 2015.	45
168	إجمالي الاستثمار الأجنبي بالجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	46
169	نسبة إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي PIB خلال الفترة 2004 - 2015.	47
170	تطور أسعار خام مزيج برنت بين سنتي 2003-2015.	48
172	نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	49
173	نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	50
174	تطور نسبة الاستثمار الإجمالي إلى الادخار الكلي في الجزائر بين سنتي 2004 - 2015.	51
176	البلدان المستثمرة في الجزائر بين سنتي 2002 - 2015.	52

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
177	توزيع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر بين سنتي 2002 - 2015.	53
179	الاستثمار في حافظة أسهم رأس المال ببورصة الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	54
184	يبيّن نسب التعريفة الجمركية في الجزائر بين سنتي 1992 - 2015.	55
185	تطور نسبة الحماية الجمركية إلى إجمالي الضرائب في الجزائر للفترة 2004-2015.	56
187	تطور الإيرادات الجمركية بالعملة الصعبة للفترة 2004-2015.	57
188	تطور نسبة الإيرادات الجمركية إلى إجمالي الصادرات في الجزائر للفترة 2003-2015.	58
191	إجمالي الضرائب، الحماية البترولية، الحماية خارج قطاع المحروقات ونسبتها في الجزائر بين 2003 و 2015.	59
192	الضغط الجبائي المطبق في الجزائر من سنة 2004 إلى سنة 2015.	60

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	يبين متطلبات معايير مؤشر (MSCI) لتصنيف أسواق الأوراق المالية.	12
02	المعلومات وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية.	16
03	أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق المال.	24
04	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.	78
05	تطور قيمة الإصدارات في سوق الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	104
06	يظهر تطور عدد الشركات النشطة بسوق التداول في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	105
07	تغيرات سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال الفترة 2004-2015.	106
08	معدل رأس المال السوقي في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	109
09	تطور قيمة نشاط التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	111
10	إجمالي الأوراق المالية التي جرى عليها التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	112
11	ترتيب الجزائر العالمي من خلال مؤشر تنمية تكنولوجيا المعلومات و الاتصال خلال الفترة 2004-2015.	121
12	تطور الاستثمار في تكنولوجيا الاتصالات خلال الفترة 2004-2015.	122
13	تطور نسبة الاستثمار في تكنولوجيا الاتصالات إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.	124
14	سعر الفائدة المطبق في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	138
15	حصة البنوك العمومية والخاصة من إجمالي الودائع بين سنتي 2004 - 2015.	130
16	نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في الجزائر نحو الخارج خلال الفترة 2004-2015.	133
17	قيمة تحويلات الأرباح من الاستثمارات الأجنبية المباشرة نحو الخارج 2004 - 2015.	134
18	توزيع الودائع على المدخرات في البنوك التجارية الجزائرية خلال الفترة 2004-2015.	137
19	نسبة القروض في البنوك الجزائرية حسب مدة الإستحقاق بين سنتي 2004 - 2015.	138
20	قيمة القروض في البنوك الجزائرية حسب مدة الإستحقاق بين سنتي 2004 - 2015.	139
21	تطور نسبة القروض في البنوك الجزائرية حسب القطاع بين سنتي 2004 - 2015.	140
22	تطور قيمة القروض في البنوك الجزائرية حسب القطاع بين سنتي 2004 - 2015.	141
23	نسبة إجمالي الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سنتي 2004 - 2015.	142
24	تطور نسبة الائتمان المحلي إلى الادخار الإجمالي في الجزائر بين سنتي 2004 - 2015.	144
25	فائض السيولة لدى البنوك الجزائرية خلال الفترة 2004 - 2015.	145

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
154	تطور عدد المشاريع في الجزائر خلال الفترة 2002 - 2015.	26
155	قيمة الإستثمار المحلي والأجنبي بالجزائر بين سنتي 2002 - 2015.	27
156	عدد المشاريع حسب الفرع الإقتصادي بالجزائر بين سنتي 2002 - 2015.	28
156	قيمة المشاريع حسب الفرع الإقتصادي بالجزائر بين سنتي 2002 - 2015.	29
157	الحالة القانونية للمشاريع الإقتصادية بالجزائر بين سنتي 2002 - 2015	30
158	قيمة المشاريع الإستثمارية بالمليون دينار جزائري بين سنتي 2002 - 2015	31
170	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر بين سنتي 2004 - 2015	32
171	تطور متوسط أسعار بترول مزيج برنت بين سنتي 2004 - 2015	33
171	نسبة الإستثمار الأجنبي إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سنتي 2004 - 2015	34
173	نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.	35
175	تطور نسبة الاستثمارات الكلية إلى إجمالي الادخار في الجزائر بين سنتي 2004 - 2015.	36
176	عدد المشاريع حسب البلدان و الشركات المستثمرة في الجزائر بين 2002 - 2015	37
177	قيمة المشاريع حسب البلدان و الشركات المستثمرة في الجزائر بين 2002 - 2015	38
178	عدد مشاريع الإستثمار الأجنبي حسب القطاع في الجزائر بين 2002 - 2015	39
178	قيمة مشاريع الإستثمار الأجنبي حسب القطاع في الجزائر بين 2002 - 2015	40
186	قيمة الضرائب الإجمالية والبتروولية وكذا الجمركية بين 2003 - 2015	41
186	نسبة الجباية البتروولية والجمركية إلى الجباية الكلية بين 2003 - 2015	42
188	حجم الصادرات و الواردات و إجمالي التجارة الخارجية للجزائر بين 2003 - 2015	43
189	الإيرادات الجمركية الجزائرية بين سنتي 2003 - 2015	44
191	تطور الضريبة خارج المحروقات في الجزائر بين سنتي 2003 - 2015	45

المقدمة العامة

أولاً: الإشكالية

تعتمد مختلف المؤسسات الاقتصادية الحكومية منها والخاصة في تمويل عملياتها بشكل أساسي على السوق المالي، حيث يكون لها الإختيار والمفاضلة بين الإقتراض المباشر من البنوك التجارية، وبين اللجوء إلى سوق الأوراق المالية، وذلك بطرح جزئ من رأس مالها للإكتتاب العام في شكل أسهم، أو إصدار سندات دين مقابل فائدة ثابتة.

يقوم القطاع البنكي في البلدان النامية بدور كبير وأساسي، في إطار ما يعرف باقتصاديات المديونية، إذ تعتمد عليه في تمويل مختلف برامجها التنموية الإقتصادية والإجتماعية، باعتبارها مؤسسات تعمل على تعبئة المدخرات الوطنية لأصحاب الفوائض المالية من أشخاص طبيعيين أو معنويين، و تمويل هذه الفوائض إلى الأطراف الإقتصادية التي تعاني عجزاً في التمويل، وذلك وفق ما يتوفر لها من إمكانيات خاصة تتيح لها هذه السيولة المطلوبة.

وفي حالة عدم القدرة على توفير الأموال المطلوبة تلجأ هذه الدول إلى الإستدانة من العالم الخارجي، باللجوء إلى الحكومات، أو إلى المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، وفي الحالتين يكون الإقتراض مقابل شروط مسبقة يتم الإتفاق عليها.

أثقلت هذه الشروط كاهل الدول النامية حيث عجزت في كثير من الأحيان على تسديد ديونها و الفوائد المترتبة عليها، وهو ما أدى بها للبحث عن بدائل لتمويل مشروعاتها، خاصة أن الدول المانحة أعادة النظر في شروط إقراضها هذه الدول لضمان أموالها، نتيجة انخفاض قدراتها الائتمانية، وعدم تمكنها من سداد ما عليها من ديون، وذلك بعد أزمة المديونية في بداية الثمانينات، حيث توقفت المكسيك عن السداد لتأكدها من إستحالة تسديد ديونها وفق الشروط المفروضة، وما أحدثه هذا القرار من أزمة على الصعيد العالمي.

وللتخلص من تبعات الإستدانة عملت الدول النامية على استقطاب الإستثمار الأجنبي، وذلك بتوفير المناخ الإقتصادي المساعد على جلبه، وتكمن أهمية الإستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة للدول النامية في كونه وسيلة تمويل بديلة تلجأ إليها الكثير من هذه الدول التي تعاني من عجز في تمويل مشاريعها الإقتصادية لبلوغ مستوى النمو المستهدف، بحيث تعمل الحكومات على استقطاب الشركات الأجنبية التي تمتلك الخبرة الكبيرة والتكنولوجيا العالية والأموال اللازمة لإقامة مشاريع إقتصادية تعود بمنافع كبيرة على البلد المضيف لهذه الإستثمارات.

كما يوفر الإستثمار في سوق الأوراق المالية باعتباره مصدر خارجي لتمويل المشاريع الإقتصادية كوسيلة بديلة للتمويل، بحيث تقوم الحكومات والمؤسسات الخاصة والعامة بإصدار الأوراق المالية للحصول على سيولة تمكنها من رفع رأس مالها عن طريق جلب التدفقات المالية الأجنبية لزيادة الإدخارات المحلية من دون اللجوء إلى الإستدانة، يساهم الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تطوير القواعد المحاسبية ونظم التقارير في سوق رأس المال المحلي، ويعمل على رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات، وذلك نتيجة لطلب المستثمر الأجنبي لمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية للتعامل و نظم المعلومات، وأيضاً طلبه توافر مستوى متقدم من الخدمات التي تساعد على التداول، مثل شركات السمسرة، الحفظ والإيداع والتسوية، والمقاصة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة درجة نمو وكفاءة أسواق الأوراق المالية.

سعت الدول النامية بالنهوض بأسواقها، وذلك بخلق المناخ المناسب لنموها وتنميتها بتوفير الأجواء القانونية و الإقتصادية الهادفة إلى تطويرها وذلك على المستويين الكلي والجزئي، حيث لا توجد طريقة معينة تجعل منها مؤهلة خلال فترات زمنية معينة، وذلك لإختلاف البنية الإقتصادية ومقوماتها من دولة لأخرى، لذلك هناك رؤى مختلفة للنهوض بها وجعلها أسواق ناشئة في مرحلة أولى، على أن تتطور في مراحل لاحقة، ومع تطور تكنولوجيا المعلومات والاتصال، تطورت آلية التداول بين الدول، و أصبحت المعلومات متوفرة عن كل أسواق رأس المال العالمية على اختلاف مستويات تطورها، ومتابعة عمليات التداول بشكل مباشر مما سهل تحرك المستثمرين عبر مختلف الأسواق الدولية للتنويع إستثماراتهم.

إن إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، والتي اتضحت معالمها سنة 1997 في إطار المنظمة العالمية للتجارة، تطرقت بنودها وبشكل مباشر لمختلف العمليات التي تتعلق بسوق الأوراق المالية، حيث يمكن أن تستفيد منها الدول النامية من خلال ما توفره لها من إمكانيات خدمية كبيرة متوفرة لدى كبريات الأسواق العالمية لتنمية أسواق أوراقها المالية، والتي لا تمتلكها هذه الدول، وعلى إثر ذلك قمنا بقراءة تحليلية لإتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية من جانبها القانوني و الإقتصادي، وكانت نتائج التحليل تركزت على ثلاث مستويات أساسية، وهي:

- خدمات التأمين، وكل الخدمات المرتبطة بها ؛
- الخدمات البنكية بمختلف أنواعها ؛
- الخدمات الموجهة لسوق الأوراق المالية.

تمثل هذه المستويات وحدة متكاملة ومترابطة في السوق المالي، ركزت في الدراسة على الخدمات التي تمس سوق الأوراق المالية و التي اتضحت معالمها في ما توفره الإتفاقية وبشكل مباشر، وصنفناها على أنها العوامل الأساسية.

و لتحقيق هذه العوامل الأساسية يجب أن يكون لها أرضية اقتصادية خصبة تعمل من خلالها بشكل فعال مهدتا لها عبر مجموعة من العوامل وصنفناها على أنها العوامل الداعمة، و التي تركز بشكل كبير على أدوات الإقتصاد الحر و المنفتح، وفق ضوابط النظام الرأس مالي، والذي يتيح مجالات حرية كبيرة في المعاملات الإقتصادية، وبناء على ما سبق نطرح التساؤل الجوهرى لهذه الأطروحة، و هو:

- ما هي العوامل الأساسية والداعمة، الإقتصادية والقانونية التي تساهم في بناء و تنمية سوق للأوراق المالية، وفقا لما توفره إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية ؟

ويمكن تقسيم هذا التساؤل الجوهرى إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي الخدمات التي توفرها إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية ؟
- ما هي العوامل الأساسية التي توفرها إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية و بشكل مباشر لتنمية سوق الأوراق المالية ؟
- ما هي العوامل الداعمة التي توفر الأرضية التي تعمل من خلالها العوامل الأساسية ؟
- ما مدى إستفادة الجزائر مما توفره لها إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية ؟ وهل هيأت لها المناخ الإقتصادي الملائم لتطبيقها و الإنتفاع من مزاياها ؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

للقوف على مختلف جوانب الدراسة قمنا بصياغة عدة فرضيات و التي سنحاول الإجابة عنها، والتأكد من صحتها ضمن فصول هذه الأطروحة، و المتمثلة فيما يلي:

- توفر إتفاقية تحرير تجارة الخدمات تقنيات متطورة في مجال الخدمات المالية ؛

- لا يتطابق القانون الجزائري المنظم للإستثمار مع المعايير الدولية المعمول بها ؛

- تعتمد الجزائر سياسة الكبح المالي ؛

- لا يساهم الإستثمار الأجنبي بالجزائر في تمويل المشروعات بشكل كبير.

ثالثا: مبررات اختيار الموضوع

وقع اختياري لهذا الموضوع وبحته لعدة أسباب، والتي يمكن إيجازها من فيما يلي:

- إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية يمكن أن توفر خدمات متطور جدا على المستوى الدولي، منذ سنة 1997 دون شرط الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، وهو ما يمكن أن تستفيد منه الجزائر ؛

- الأهمية الكبيرة التي تمثلها سوق الأوراق المالية في عملية التمويل كبديل إستراتيجي عن المديونية، في حين أن هذه السوق شبه معطلة في الجزائر ولا تؤدي دورها الإقتصادي ؛

- تسعى الجزائر إلى الإندماج إلى المنظمة العالمية للتجارة، الأمر الذي يحتم عليها فتح أسواقها، ومواجهة منافسة دولية قوية جدا، وبالتالي أردت من خلال الأطروحة إظهار البيئة التي تنشط من خلالها بورصة الجزائر، و إظهار مكانم الضعف لديها، والعمل على استدراكها قبل التوقيع على الانضمام للمنظمة ؛

- الاستفادة من تجارب الدول النامية، التي سبق وأن وقعت على إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، والتي وصلت بأسواقها إلى مصاف الناشئة، خاصة فيما يتعلق بالمرحلة الانتقالية.

رابعاً: أهداف الدراسة

بالإضافة للإجابة على التساؤل الرئيسي في إشكالية البحث، و اختبار صحة الفرضيات المتبناة، نهدف من خلال هذه الأطروحة للوصول إلى الأهداف التالية:

- إظهار أهمية قطاع الخدمات بصفة عامة، والخدمات المتعلقة بالقطاع المالي بصفة خاصة، و الذي يعتبر المحرك الأساسي لكل إقتصاد مهما كان توجهه أو حجمه ؛

- محاولة تقديم نموذج متكامل (في شكل معايير) من الناحيتين القانونية و الإقتصادية، يتم من خلاله وضع الأسس اللازمة لإقامة سوق للأوراق المالية؛

- إظهار أهمية الجانب القانوني ودوره في تنظيم مختلف العمليات المتعلقة بسوق الأوراق المالية، سواء ما تعلق بالسوق بحد ذاته، أو بالمؤسسات المدرجة فيه، أو البيئة التي ينشط من خلالها؛

- التطرق لحالة الجزائر، و مقارنة واقع البيئة الإقتصادية والقانونية التي تعمل من خلالها بورصة الجزائر مع النموذج المقترح و إظهار جوانب التقصير المتسببة في تخلفها.

خامساً: أهمية الدراسة

يشكل سوق الأوراق المالية مصدر مهم من مصادر التمويل في الدول المتقدمة، لذلك تسعى الدول النامية إلى تطوير أسواقها ومحاولة مواكبة التطورات العالمية في هذا المجال، حيث أن تنميتها وتنظيمها بشكل جيد من شأنه أن يقوي العلاقة بين الإدخار والإستثمار، وبالتالي الاستخدام الجيد للموارد المتاحة و الوصول إلى قدرة كبيرة من التمويل، كبديل لاقتصاد المديونية، وأمام التوجه العالمي نحو الانفتاح وتحرير حركة رؤوس الأموال في ظل مبادئ وقوانين المنظمة العالمية للتجارة، أصبح الاهتمام بتحرير تجارة الخدمات المالية يتزايد يوماً بعد يوم، وأولت دول العالم اهتمام كبيراً بهذا القطاع، والذي خاضت لأجله مفاوضات شاقة تأجلت مرات كثيرة بسبب حساسيته، ورغبة كل دولة في حماية مصالحها، إلى أن تم الوصول إلى اتفاق يراعي مصالح جميع الأطراف و تلتزم به كل الدول، وتكمن أهمية هذه الدراسة في ما يمكن أن توفره الإتفاقية من خدمات مالية للبورصة، و المتمثلة في ما يلي:

- المساهمة في إصدار المشتقات المالية ومنها على سبيل المثال الخيارات والأدوات الآجلة ؛
- تقديم الإستشارة المتعلقة بسوق المبادلات و سوق النقد ؛
- المساهمة في إصدار جميع الأوراق المالية القابلة للتداول ؛
- إدارة المحافظ المالية ؛
- خدمات التسوية والمقاصة والمتعلقة بالأصول المالية، ومنها الأوراق والمشتقات المالية ؛
- إمداد وتحويل المعلومات المالية، ومعالجة البيانات المالية، والبرامج المتعلقة بها ؛
- خدمات الإستشارات والوساطة والخدمات المالية الأخرى المساعدة لجميع الأنشطة ومنها: مستوى الائتمان والتحليل المالي والأبحاث والاستشارات المتعلقة بالإستثمارات والودائع و الإستشارات الخاصة بحيازة وإعادة هيكلة وإستراتيجية المشروعات.

سادسا: تحديد إطار الدراسة

شملت إتفاقيات تحرير تجارة الخدمات المالية مختلف عمليات القطاع المالي، حيث غطت جميع خدمات التأمين، وما يتصل بها من تأمين مباشر (على الحياة، و الحوادث، و الصحة)، إعادة التأمين، والوساطة، والسمسرة، و الخدمات الإستشارية في كل المجالات المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها، كما تطرقت لمختلف الخدمات البنكية، والخدمات المتعلقة بسوق الأوراق المالية.

إن تجارة الخدمات المالية موضوع واسع لا يمكن حصره في دراسة واحدة، ولذلك حاولنا من خلال هذه الدراسة التركيز على أثر تحرير الخدمات المالية على سوق الأوراق المالية، وذلك لما له من أهمية بالغة في تحقيق إستراتيجية هذه الدول، والمتمثلة في تنويع مصادر التمويل بعيدا عن المديونية.

تطرقت العديد من الدراسات إلى الأسس النظرية لقيام سوق للأوراق المالية، ولكن بصفة عامة بناءا على مجموعة من المعطيات تشمل بيئات إقتصادية مختلفة، مركزين على المقارنة بين ما حققته هذه الدول، ومحاولة الوصول إلى عناصر موحدة تشترك فيها، رغم الاختلافات الهيكلية فيما بينها، وهو ما أفرز تناقض في السياسات المتبعة من قبل كل حكومة للنهوض بسوقها.

إن الأطروحة التي نحن بصدد الشروع بعرضها تنطلق من مبدأ أساسي، وهو أن الدول المتقدمة وبحكم تطور أسواقها والتي وصلت لمرحلة الترابط العضوي، و العولمة المالية بكل ما تحمله الكلمة من معنى، بإمكانها تقديم خدمات مالية تمكن أسواق الأوراق المالية المتدئة من تحقيق تقدم ملموس وعلى كل الأصعدة التي تبني عليها الأسس الصحيحة لقيام أي سوق، وللوقوف على ما يمكن أن تقدمه هذه الدول في إطار الإتفاقية قمنا ببناء نموذج نظري (معايير للتنمية) على المستوى الكلي، إنطلاقا من تحليل الجوانب القانونية و الإقتصادية لإتفاقية تحرير الخدمات المالية، وبعد ضبط النموذج من الجانبين الإقتصادي والقانوني سيطبق على حالة الجزائر، بحيث يتم التطرق إلى ما توفره البيئة الجزائرية في إطار جهودها الرامية لتطوير سوقها للأوراق المالية، وسعيها الحثيث إلى الإنضمام للمنظمة العالمية للتجارة من خلال درجة إنفتاح الإقتصاد الجزائري ومدى تخلصه من تبعات الإقتصاد الموجه، وركزنا على النقاط التالية:

- الجهود الرامية إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر ؛
- القوانين التي تحكم البورصة ومدى حمايتها للمستثمر المحلي و الأجنبي ؛
- تكنولوجيا المعلومات والإتصال المستعملة، ومدى توفر المعلومات المالية التي تهم المستثمر المحلي والأجنبي ؛
- مدى إستعمال البورصة للتقنيات المستعملة في عمليات التحليل والتنبؤ (التحليل المالي، المحاسبة التحليلية، التقنيات الكمية، خدمات الاستشارات المالية...) ؛
- الإصلاحات التي شملت القطاع المالي، و الهادفة إلى تحرير حركة رؤوس الأموال ؛
- مدى توفر السيولة على مستوى الجهاز البنكي ؛
- مدى توفر المعلومات المالية وتوثيقها ؛
- القوانين التي تنظم عملية الخوصصة و إنشاء الشركات في الجزائر ؛
- الإصلاحات الإقتصادية و القانونية الرامية لجذب الإستثمار الأجنبي (قانون الضرائب، قانون الجمارك...) ؛
- فترة الدراسة التطبيقية كان أساسها بين 2004 - 2015 أين ارتفعت أسعار الحروقات بشكل مما جعل الجزائر تحقق فوائض مالية كبيرة.

سابعاً: منهجية الدراسة وأدواتها

للإجابة عن الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة واختبار مدى صحة الفرضيات المتبناة استعملنا المنهج الوصفي في الجزء النظري والتطبيقي للبحث، وذلك لتوضيح مفهوم تحرير تجارة الخدمات المالية المرتبطة بأسواق الأوراق المالية، كما اعتمدنا أسلوب دراسة حالة لإظهار وتحليل البيئة الاقتصادية التي تعمل من خلالها بورصة الجزائر.

ومن بين أدوات البحث المستعملة كذلك أسلوب المسح المكتبي وذلك لبناء الإطار النظري للدراسة، كما اعتمدنا في جمع المعلومات وتحليل البيانات المتعلقة بالفصل التطبيقي والذي تناولنا فيه دراسة حالة البيئة الاقتصادية والقانونية التي تنشط بها بورصة الجزائر على التقارير الرسمية التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالجزائر، وكذا تقارير بنك الجزائر، المركز الوطني للإعلام الآلي و الإحصاء التابع للحمارك (CNIS)، وزارة التجارة، وزارة المالية، مديرية الضرائب، البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، الديوان الوطني للإحصائيات، المنظمة العالمية للتجارة، والتي تعتبر في مجملها مواقع متخصصة ورسمية.

ثامناً: هيكل البحث

للوصول إلى الأهداف المرجوة من هذا البحث قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة فصول، خصصنا الفصلين الأول و الثاني إلى الجانب النظري، والذي أظهرنا فيه كل ما يتعلق بالاتفاقية على مستوى المنظمة العالمية للتجارة، أما الفصل الثالث فخصّصناه للجانب التطبيقي المتعلق بالجزائر، تسبقهم مقدمة وتعقبهم خاتمة عامة تضمنت ملخص للبحث، واختبار للفرضيات التي طرحناها في المقدمة، ثم عرض لأهم النتائج المتوصل إليها من خلال الفصل التطبيقي، كما اقترحنا مجموعة من التوصيات بناء على النتائج المتوصل إليها، وسنستعرض أهم ما احتوته الفصول من خلال ما يلي:

- الفصل الأول: العوامل الأساسية والداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية، تناولنا فيه أهم بنود اتفاقية تحرير الخدمات المالية في إطار اتفاقيات تحرير الخدمات (GATS)، والتي تشمل مختلف العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية ؛

- الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع، حيث تطرقنا إلى مجموعة من البحوث من مقالات وكتب، و رسائل جامعية، والتي تتناول الموضوع من زوايا مختلفة، من خلال إظهار أهمية تحرير تجارة الخدمات المالية من جهة، و إلى المكاسب التي يمكن تحصيلها وأثرها على القطاع المالي من جهة ثانية ؛

- الفصل الثالث: دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر، يتناول هذا الفصل البيئة الاقتصادية والقانونية التي تعمل من خلالها بورصة الجزائر، و مدى الإصلاحات التي بلغتها وكذا آفاق تطورها، وذلك فيما يتعلق بالجانب القانوني والتقني، و تطرقنا من خلاله إلى القانون التجاري الجزائري، والذي ينظم إنشاء شركات المساهمة، و هيكلها الإداري، وكذا إصدار القيم المنقولة، وأنواعها، والقوانين التي تنظم الاستثمار فيها، كما تطرقنا بالتحليل المفصل لمختلف المؤشرات الاقتصادية المكونة للعوامل السابقة الذكر، و التي تمثل بيئة نشاط بورصة الجزائر.

الفصل الأول

العوامل الأساسية والداعمة لتنمية

أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

إن تحرير تجارة الخدمات المالية سوف يوفر لأسواق الأوراق المالية للدول النامية، التكنولوجيا المتقدمة المستعملة في مجال البورصات، والخدمات التي يقدمها خبراء في مجال المعلوماتية المالية، والحاسبة بكل أنواعها، والتحليل المالي، وكذا الإستشارات اللازمة التي تحتاجها المؤسسات والأفراد على مستوى السوق، على أن تُضمن حماية هذه التكنولوجيا المقدمة، والخبرات المتخصصة وفق الإتفاقيات الدولية الملزمة، والمتفق عليها تحت مظلة المنظمة العالمية للتجارة، وهذا لإستقطاب المستثمرين الأجانب وحثهم على العمل، وحفظ حقوقهم.

إن **العوامل الأساسية لتنمية أسواق الأوراق المالية** هو ما يمكن أن توفره لنا الدول المتقدمة في إطار إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، من خلال إمكانيتها التكنولوجية الكبيرة والمتطورة والمتجددة بإستمرار عن طريق البحث العلمي وفق جهود منظمة ومدعومة، هذا التقدم التكنولوجي وفّر بيئة تليي جملة من الإحتياجات الهامة في السوق، فالمعلومات تستعمل التكنولوجيا وتقنياتها المتطورة في أن تكون فعالة، وسهلت الوصول إلى كل من يحتاج إليها وفي أوقات قياسية تكسبها قيمة كبيرة، كما أن الخبراء في مجال الحاسبة والمالية والتحليل المالي يستفيدون من برامج معلوماتية تسهل عملهم، وتسرع في تسجيل مختلف عملياتهم اليومية الحاسوبية بشكل يرفع من كفاءة السوق، ويقدم للنخبير المالي المادة الأولية لإبداء رأيه في معاملات السوق والتنبؤ بحركته، ولتحقيق العمل الفعال والمثمر الذي توفره **العوامل الأساسية** يجب أن يكون لها أرضية إقتصادية خصبة تعمل من خلالها بشكل فعال، ممهدة لها عبر مجموعة من العوامل والمتمثلة في **العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية** والتي تركز بشكل كبير على أدوات الإقتصاد الحر المنفتح وفق ضوابط النظام الرأس مالي.

المبحث الأول: قراءة تحليلية لإتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية

يعتبر الاتفاق بشأن تحرير تجارة الخدمات من أهم الانجازات التي حققتها المنظمة العالمية للتجارة، لما لهذه التجارة من أهمية كبيرة على المستوى العالمي، حيث تم الاتفاق على مجموعة من الإجراءات والقوانين الملزمة لجميع الأطراف وفق المبادئ العامة للمنظمة، وفي هذا الصدد كانت المفاوضات بشأن الخدمات المالية شاقة وطويلة، لأن قطاع الخدمات المالية حساس وتسعى مختلف الدول إلى حمايته، وبالرغم من ذلك تم التوصل إلى إتفاق بشأن تجارة الخدمات المالية ينظم القطاع على المستوى الدولي، ويراعي مصالح مختلف الدول وخاصة النامية والأقل نمواً.

المطلب الأول: إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية

سنتناول من خلال هذا المطلب تلخيص أهم ما تم الإتفاق عليه في ما يخص تجارة الخدمات المالية على المستوى الدولي، والتي طرحت بالتفصيل من خلال مئات الوثائق، و لكن قبل التطرق إلى عناصر الإتفاقية سنحاول إبراز أهمية قطاع الخدمات على المستوى العالمي، وذلك من خلال:

جدول رقم: (01) يظهر نسبة وقيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي كمتوسط لعينة من الدول النامية أعضاء (G20) لسنة 2015.

تجارة الخدمات (دولار أمريكي)	إجمالي الناتج المحلي (دولار أمريكي)	تجارة الخدمات كنسبة من إجمالي الناتج المحلي (%)	البلد
128.081.681.822,028	2.416.635.506.076,00	5,3	البرازيل
55.671.658.529,019	1.294.689.733.233,00	4,3	المكسيك
59.022.540.857.238,	10.354.831.729.340,00	5,7	الصين الشعبية
227.071.661.167,176	1.410.382.988.616,00	16,1	كوريا الجنوبية
281.999.538.789,664	307.859.758.504,00	91,6	سنغافورة
303.180.580.953,352	2.048.517.438.874,00	14,8	الهند
56.866.444.865,60	888.538.201.025,00	6,4	إندونيسيا
75.850.777.138,42	798.429.233.036,00	9,5	تركيا
33.963.658.570,291	350.140.810.003,00	9,7	جنوب أفريقيا
109.305.601.333,285	753.831.733.333,00	14,5	العربية السعودية
117.828.713.852,946	1.454.675.479.666,00	8,1	أستراليا
18.035.538.618,292	290.895.784.166,00	62,5	هونغ كونغ

المصدر، من إعداد الباحث اعتماد على:

<http://data.worldbank.org/indicator/BG.GSR.NFSV.GD.ZS> 15/04/2016 11:00AM.

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD> 15/04/2016 11:00AM.

يظهر الجدول السابق لنا نسبة وقيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي لعينة من الدول النامية أعضاء مجموعة (G20)، بالإضافة إلى مركزين ماليين دوليين (سنغافورة، هونغ كونغ) وتظهر البيانات أعلاه أن هذه النسبة تتراوح بين 4,3 % و 91,6 % بقيمة إجمالية تراوحت بين 55671658529,019 مليار دولار و 281999538789,664 مليار دولار، على التوالي، إذن نحن نتكلم هنا عن صناعة بملايير الدولارات وهو ما يستوجب الإهتمام بها بشكل كبير، هذا بالنسبة للدول النامية، أما بالنسبة للدول الأكثر تصنيعاً في العالم فسنبوضح أهميتها من خلال التالي:

جدول رقم: (02) يظهر نسبة وقيمة الخدمات من إجمالي الناتج المحلي كمتوسط للدول الأكثر تصنيعاً في العالم

لسنة 2015.

البلد	تجارة الخدمات كنسبة من إجمالي الناتج المحلي (%)	إجمالي الناتج المحلي (دولار أمريكي)	قيمة الخدمات (دولار أمريكي)
ألمانيا	15,7	3.868.291.231.824	607.321.723.396,368
الولايات المتحدة الأمريكية	6,8	17.419.000.000.000	1.184.492.000.000
اليابان	7,7	4.601.461.206.885	354.312.512.930,145
روسيا الاتحادية	10,0	1.860.597.922.763	186.059.792.276,30
فرنسا	18,5	2.829.192.039.172	523.400.527.246,82
إيطاليا	10,7	2.141.161.325.367	229.104.261.814,269
المملكة المتحدة	19,2	2.988.893.283.565	573.867.510.444,48
كندا	10,8	1.785.386.649.602	192.821.758.157,016

المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على:

<http://data.worldbank.org/indicator/BG.GSR.NFSV.GD.ZS> 02/03/2016 10 :00 am.

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD> 02/03/2016 10 :30 am.

في ما يخص الدول المتقدمة والتي تعتبر الأكثر تصنيعاً في العالم، فإن صناعة الخدمات تمثل ما بين 6,8 % و 19,2 % بقيمة إجمالية تتراوح بين 1184492000000,00 مليار دولار، و 573867510444,48 مليار دولار على التوالي، إذن نحن أمام صناعة تقدر بمئات الملايير من الدولارات، الأمر الذي يجعلنا نقف عند هذه المعطيات الاقتصادية المهمة جداً، لنحاول التطرق إلى هذه الصناعة العالمية وتعريفها، والوقوف على الإتفاقيات التي تحكمها، وإمكانية الإستفادة منها، وذلك من خلال ما يلي:

أولاً: أقسام اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية

إن المفاوضات التي تمت بخصوص المعاملات المتعلقة باتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية تعتبر من أصعب المناقشات التي أجريت ضمن إتفاقية الخدمات العامة (الجاتس)، وذلك لأهمية القطاع وحساسيته، و تم التوقيع عليها سنة 1997، أين تم التوافق على مجموعة من المعايير المتعلقة بتجارة الخدمات المالية، سنقوم بطرحها من خلال ثلاثة مجموعات¹:

¹ - صالح أحمد صالح، عولمة أسواق رأس المال في إطار اتفاقية تحرير الخدمات المالية، المخاطر وأساليب مواجهتها، بحث مقدم إلى مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية لإتفاقيات منظمة التجارة العالمية، المنعقد من 09-11 ماي 2004، دبي، ص2.

- المجموعة الأولى:

شملت هذه المجموعة النصوص الخاصة المكملة لمواد الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات، أين تم توضيح التعريفات والشروط الخاصة، مع التركيز على خصوصية القطاع المالي وهو ما تم توضيحه من خلال ملحق الخدمات المالية، والذي تم التركيز فيه على خصوصية القطاع المالي وأهميته الإستراتيجية ؛

- المجموعة الثانية:

تم تخصيص هذه المجموعة للتعهدات الخاصة بالإتفاقيات المالية، و إشتتمل على التعهدات النوعية في مجال الخدمات المالية بأسلوب يختلف عن أسلوب الإتفاقية العامة، تماشيا مع خصوصية القطاع، كما تم من خلاله توضيح الحالات التي يمكن أن تؤثر عليه وبالتالي حمايته بشكل مؤقت حتى يزول الخطر ؛

- المجموعة الثالثة:

تم من خلال هذه المجموع تبين نصوص الاتفاقية التي كانت تحمل الطابع المؤقت عن النتائج التي تم التوصل لإتفاق حولها، وتحدد بعض الإلتزامات الواجبة على أعضاء إتفاقية تجارة الخدمات المالية خلال بعض الفترات الزمنية التي كانت تؤجل إلى فترات زمنية أخرى، بسبب اختلاف وجهات النظر، على أن يتم تطبيق ما تفق عليه مطلع سنة 1997.

ثانيا: الملحق الخاص بتجارة الخدمات المالية

تطرق الملحق الخاص بتجارة الخدمات المالية إلى النصوص الواردة في الإتفاقية العامة للخدمات مع بعض الخصوصيات المتعلقة بالقطاع المالي، بحيث نوجز أهم عناصرها في ما يلي¹:

- الخدمات المالية تم توسيع تعريفها لتشمل الآتي: جميع خدمات التأمين والخدمات المتصلة به، والمتتمثلة في التأمين المباشر على الحياة وإعادة التأمين والوساطة المالية والخدمات المحاسبية وتقدير الضرائب والرسوم ؛

- الخدمات البنكية بدون استثناء ، من ودائع وقروض وإيجار تمويلي وخدمات الدفع والإئتمان والأوراق المالية والعملات الصعبة والمشتقات، والمساهمة في إصدار الأوراق المالية وخدمات التسوية والمقاصة، وخدمة توفير المعلومات المالية والخدمات الإستشارية المتعلقة بها ؛

- تحديد الخدمات التي تؤدى في نطاق ممارسة الدولة لسلطاتها، وتعريفها بدقة والتي تستثنى من نطاق تطبيق الإلتزامات والتعهدات الواردة في إطار تحرير الخدمات، وقد تم ضبطها حتى يمكن إستبعاد نشاط البنوك المركزية والسلطات النقدية، والأنشطة التي تمثل جزء من التأمينات الإجتماعية المنشأة بنظام المعاشات العامة ؛

- مختلف الإلتزامات والتعهدات الواردة في إتفاقية تحرير الخدمات لا تمنع الدول الأعضاء من أن تتخذ الإجراءات التي تراها مناسبة لأسباب يستوجبها الحذر والحيطه، وأن التعريف المعطي لتلك الأسباب هو تعريف موسع وقد ورد على شكل أمثلة موضحة لها.

¹ - مختاري عبد الجبار، أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على مصادر تمويل التجارة الخارجية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر 2009، ص: 19.

ثالثاً: تحليل نص الملحق الخاص بتجارة الخدمات المالية

إن الملحق الخاص بتحرير تجارة الخدمات المالية المذكور أعلاه أبرز الملامح العامة التي تشملها الإتفاقية، وكيفية تطبيقها مع تحديد الإستثناءات المتعلقة بالحيطة والحذر، وكذا المسؤولية عن الفصل فيها ولكن بشكل عام، وسنحاول التفصيل في عناصرها وتحليل مضمونها من خلال العناصر التالية:

1. التعريف والمضمون: الملحق الخاص بتجارة الخدمات المالية نص على تطبيق الإجراءات المتعلقة بأداء الخدمات المالية، ومفهوم أداء الخدمة المالية في هذا الملحق يعني أداء الخدمة وفقاً لتعريفها الوارد في الفقرة 2 من المادة الأولى للإتفاقية، " مع العلم بأن الفقرة المشار إليها تنص على أن تعرف تجارة الخدمات وفقاً لهذا الاتفاق بأنها أداء خدمة¹:

- تنشأ من موطن بلد عضو ويتم أداؤها في موطن أي عضو آخر؛
- على أرض أي بلد عضو لمصلحة مستهلك الخدمة في أي بلد عضو آخر؛
- بواسطة مؤدي الخدمة لبلد عضو بفضله تواجده تجاري على أرض أي بلد عضو آخر؛
- بواسطة مؤدي الخدمة لبلد عضو بفضله تواجده أشخاص طبيعيين على أرض أي بلد عضو آخر.

وفي الفقرة 3 ب من المادة الأولى للإتفاقية فإن الخدمات التي تؤدي في إطار ممارسة السلطة الحكومية تتحدد في ما يلي:

- الأنشطة التي يقوم بها البنك المركزي أو السلطة النقدية أو أي هيئة عامة في إطار تطبيق السياسة النقدية ؛
- الأنشطة التي تمثل جانبا من نظام التأمين الإجتماعي والمنشأة بقانون أو نظام المعاشات العامة ؛
- الأنشطة الأخرى التي تقوم بها هيئة عامة لحساب الدولة أو باستخدام مواردها المالية ؛
- الفقرة 3 ج من المادة الأولى من الاتفاق لا تطبق على الخدمات المنصوص عليها في الملحق الحالي.

" مع العلم بأن الفقرة المشار إليها في الإتفاق تنص على أن الخدمة التي تؤدي في نطاق ممارسة الدولة لسلطتها تضم كل خدمة لا تؤدي على سبيل الاتجار ولا بالمنافسة مع واحد أو العديد من مؤدي الخدمات المالية".

2. التنظيم الداخلي: يمكن لأي عضو من أن يتخذ الإجراءات التي يراها مناسبة بدافع الحيطة والحذر، أو لحماية المستثمرين والمودعين وحملة وثائق التأمين، أو الأشخاص الذين يحتاجون إلى نوع من الحماية من جانب مؤدي الخدمات المالية، أو من أجل تأمين وتوفير النزاهة والاستقرار للنظام المالي، وفي حالات عدم توافق تلك الإجراءات مع نصوص الإتفاق فلا يحق للعضو إستخدامها كوسيلة لتجنب الوفاء بتعهداته أو التزاماته المترتبة على الإتفاق².

¹ - Annex on financial services, Disponible sur le site Internet : http://www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/10-anfin_e.htm. 08/04/2008 09:45 AM.

² - مختاري عبد الجبار، مرجع سبق ذكره، ص:20.

3. حل المنازعات: إن المجموعات الخاصة المكلفة بفحص المنازعات المتعلقة بالمسائل التحفظية والبت فيها وكذا المسائل المالية الأخرى محل الخلاف، تكون لها الصلاحية اللازمة والملائمة لتحديد طبيعة الخدمات المالية محل النزاع.

المطلب الثاني: الخدمات المالية الموجهة للسوق المالي

أولاً: الخدمات المالية الموجهة للسوق وفق إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية

تم الإتفاق في هذا الصدد حول مجموعة من العمليات موجهة في مجملها نحو السوق المالي (البنوك، سوق الأوراق المالية)، ولكن وقبل التطرق إلى الخدمات الموجهة لسوق الأوراق المالية، سنحاول إظهار أهمية هذه المؤسسات على المستوى العالمي وذلك بإبراز مكائنها على الصعيدين المحلي و العالمي وذلك كالتالي:

جدول رقم (03): يظهر القيمة الإجمالية (% من إجمالي الناتج المحلي) لمعاملات الأسواق المالية الناشئة (G20)

لسنة 2015.

سوق الأوراق المالية	الأوراق المالية المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي	إجمالي الناتج المحلي (دولار أمريكي)	القيمة (دولار أمريكي)
البرازيل	26,7	2.416.635.506.076	645.241.680.122,292
المكسيك	9,9	1.294.689.733.233	128.174.283.590,067
الصين الشعبية	115,5	10.354.831.729.340	11.959.830.647.387,70
كوريا الجنوبية	91,0	1.410.382.988.616	1.283.448.519.640,56
سنغافورة	65,2	307.859.758.504	200.724.562.544,608
الهند	35,7	2.048.517.438.874	731.320.725.678,018
إندونيسيا	10,2	888.538.201.025	90.630.896.504,55
تركيا	46,3	798.429.233.036	369.672.734.895,668
جنوب أفريقيا	70,2	350.140.810.003	245.798.848.622,106
العربية السعودية	75,3	753.831.733.333	567.635.295.199,749
أستراليا	48,4	1.454.675.479.666	704.062.932.158,344
هونغ كونغ	498,8	290.895.784.166	1.450.988.171.420,008

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على :

- <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS> 15/05/2016 15 :30 pm

- <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD> 15/05/2016 15 :30 pm

تظهر بيانات الجدول رقم (03) الأوراق المالية المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، والتي تراوحت بين 9,9 % و 498,8 %، بقيمة إجمالية تراوحت بين 128174283590,067 مليار دولار و 1450988171420,008 مليار دولار على التوالي، شكلت هذه القيمة بين المئات و الآلاف من ملايين الدولارات، إذن نحن أمام أسواق تفرض وجودها في إقتصاديات الدول النامية بمبالغ كبيرة جدا الأمر الذي أهلها لتشكيل نواة هذه الإقتصاديات وعصبها الأساسي، تعمل هذه

الفصل الأول **العوامل الأساسية والداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية**

الدول على تنمية هذه الأسواق وتطويرها بما يؤهلها للإندماج في الإقتصاد العالمي، وذلك لاستقطاب أموال وخبرات الدول المتقدمة في هذا المجال، والتي سنبين أهمية هذه الصناعة لديها من خلال التالي:

جدول رقم (04): يظهر القيمة الإجمالية (%) من إجمالي الناتج المحلي) للأوراق المالية في الأسواق المتطورة لسنة 2015. الوحدة: دولار أمريكي.

القيمة	إجمالي الناتج المحلي	الأوراق المالية المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي (%)	سوق الأوراق المالية
1.268.799.524.038,272	3.868.291.231.824	32,8	ألمانيا
38.983.722.000.000,00	17.419.000.000.000	223,8	الولايات المتحدة
4.845.338.650.849,905	4.601.461.206.885	105,3	اليابان
160.011.421.357,618	1.860.597.922.763	8,6	روسيا الاتحادية
1.168.456.312.178,036	2.829.192.039.172	41,3	فرنسا
2.055.514.872.352,32	2.141.161.325.367	96,0	إيطاليا
2.358.236.800.732,785	2.988.893.283.565	78,9	المملكة المتحدة
1.344.396.147.150,306	1.785.386.649.602	75,3	كندا

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على :

- <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS> 17/04/2016 15 :30 pm.
- <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD> 17/04/2016 16 :30 pm.

في ما يخص الدول المتقدمة وحسب الجدول السابق فإن الأوراق المالية المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي تتراوح بين 32,8% و 223,8%، (باستثناء روسيا التي يعتمد إقتصادها على المحروقات بشكل كبير كما أنها لا تزال تتبنى المنهج الإشتراكي الموروث عن الإتحاد السوفييتي) بقيمة مالية إجمالية تتراوح على التوالي بين 1268799524038,272 مليار دولار أمريكي و 38983722000000,00 مليار دولار، وبناء على ما سبق فإن هذه الأسواق المتقدمة يتم التعامل من خلال بالآلاف من الملايير، الأمر الذي يجعلها أمام مسؤولية كبيرة جداً سواء في ما يخص المستثمرين المحليين أو الأجانب، أو فيما يتعلق باقتصادياتها الوطنية، والتي ترتبط ارتباطاً عضوياً مع هذه الأسواق، وأي مشاكل بها ستحدث لا محالة مشاكل كبيرة على مستوى الإقتصاد الوطني، لذلك تعمل جاهدة على حمايتها، وتطويرها بما يخدم مصالحها العليا.

هذه المسؤولية الكبيرة تجعل الدول المتقدمة أمام مصطلحتين متناقضتين، فالأولى تقضي بحماية أسواقها المالية من أي مشاكل قد تحدث لها أزمات مالية، والثانية هي الحفاظ على حرية التعامل من خلالها وفق ضوابط النظام الرأسمالي، الأمر التي تطلب

الفصل الأول العوامل الأساسية والداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية

منها سن قوانين تعمل على التوفيق بين هذين المتناقضين، بشكل رسمي تحت غطاء إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، والتي نظمت هذه المعاملات من خلال النقاط التالية¹:

- قبول الودائع والأصول المالية الأخرى المتعلقة بالجمهور؛

- القروض بكافة أشكالها، والتي تشمل الائتمان من أجل الإستهلاك، والرهن الحيازي وإدارة الديون، وتمويل العمليات التجارية، و الإيجار التمويلي؛

- كل عمليات الدفع والتحويل النقدي، ومنها قروض الائتمان والدفع والشيكات السياحية والكمبيالات؛

- عمليات الحساب الخاص وحساب الزبائن، سواء في البورصة أو في السوق خارج البورصة وخلافه بالنسبة لـ²:

• أدوات سوق النقد، ومنها الشيكات وشهادات الودائع؛

• العملات الصعبة؛

• المشتقات، ومنها على سبيل المثال الخيارات والأدوات الآجلة؛

• سوق المبادلات وسوق النقد؛

• الأوراق المالية القابلة للتداول؛

• الأدوات الأخرى، والأدوات المالية القابلة للتفاوض.

- المساهمة في إصدار جميع الأوراق المالية، ومنها الضمان والإيداع، بوصفه وكيل سواء للعامة أو بشكل خاص، ووظيفة مؤدي الخدمة المتصلة بهذه الإصدارات ؛

- السمسرة في النقد (الصرافة) ؛

- إدارة الأموال، مثل إدارة المحافظ المالية وكل نوع أنواع إدارة الاستثمار الجماعي، إدارة أصول المعاشات، خدمات الحراسة، خدمات تلقي الودائع، خدمات الائتمان ؛

- خدمات التسوية والمقاصة المتعلقة بالأصول المالية، ومنها الأوراق المالية والمشتقات والأدوات الأخرى المتبادلة ؛

- إمداد وتحويل المعلومات المالية، ومعالجة البيانات المالية والبرامج المتعلقة بها ؛

- خدمات الإستشارات والوساطة والخدمات المالية الأخرى، ومنها³:

¹ - James Gillespie, **financial services liberalisation in the WTO**, Harvard Law School, Prepared for Professor .Howell Jackson, 29 April 2000, p 10. <http://cyber.law.harvard.edu/rfi/papers/WTO.PDF>.

² - James Gillespie, **Op cit**, P:p 10.

³ - James Gillespie, **Op cit**, P: 10.

الفصل الأول **العوامل الأساسية والداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية**

- مستوى الائتمان والتحليل المالي والأبحاث والاستشارات المتعلقة بالاستثمارات والودائع والاستشارات الخاصة بمجازة وإعادة هيكلة وإستراتيجية المشروعات؛
- يقصد بمؤدي الخدمة المالية كل شخص طبيعي أو معنوي لأي بلد عضو يرغب في أن يؤدي الخدمات المالية، إلا أن تعبير مؤدي الخدمة لا يشمل الهيئات العامة.

بناء على ما سبق يمكن أن نستنتج من خلال عناصر الإتفاقية أعلاه أنه أصبح في مقدور أية دولة أن تحصل على كل الخدمات المتعلقة بمختلف عمليات البنوك التجارية، أو ما تعلق بسوق الأوراق المالية سواء بالجانب التقني أو التكنولوجي المرتبط بهذه التقنيات، بشكل يمكنها من مواكبة التطورات الحديثة على المستوى العالمي، مما يسهل عليها الإدماج في النظام المالي العالمي، ونشير هنا أن عملية انتقال الخدمات المالية يكون بطريقتين أساسيتين:

- يتم الاستفادة من الخدمة المراد تقديمها للمؤسسة المعنية عن طريق الخبراء و المتخصصين الذين يعملون على تجسيدها على أرض الواقع وفي هذه الحالة لا يشترط أن تكون الدولة عضوا في المنظمة العالمية للتجارة ؛

- أن تنتقل الخدمة المالية بشكل مؤسسي، أي عن طريق الإستثمار الأجنبي المباشر بمؤسسات مالية قائمة بذاتها متمثلة في بنوك تجارية أو مؤسسات استشارة مالية تدير أموال المستثمرين، في إطار إتفاقيات المنظمة العالمية للتجارة.

ثانيا: معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية

قبل التطرق إلى العوامل الأساسية والداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية، سوف نتطرق إلى المرجعية التي تم على أساسها تقسيم هذه العوامل وترتيبها، والتي تمت بناء على معايير مؤشر (MSCI).

إن أهم معيار دولي يتبنى تصنيف أسواق الأوراق المالية وبشكل دوري (سنوي) هو مؤشر مورجان ستانلي المالية العالمية (Morgan Stanley Capital International (MSCI)، حيث يعتبر مؤشر (MSCI) للأسهم كمرجع عالمي للتقييم لأكثر من 500 بورصة للأوراق المالية، ويغطي أكثر من 70 بلدا من البلدان المتقدمة و الناشئة، والسائرة في طريق النمو، يعتمد الخبراء القائمون عليه على منهجية ثابتة لبناء المؤشر المتعلق بتصنيف السوق بصفة سنوية على أساس المراجعة (يتغير التصنيف من سنة لأخرى) معتمدين على ثلاثة معايير رئيسية وهي¹:

أ- **معيار التنمية الاقتصادية:** يستعمل فقط في تقييم الدول المتقدمة (يركز على مدى استقرار التنمية الاقتصادية)، نظرا لاختلاف مستويات التنمية في البلدان النامية، ويشترط أن يتجاوز متوسط الدخل الفردي السنوي 25 % من حد البنك الدولي المرتفع لثلاث سنوات متتالية.

ب- **معيار الحجم والسيولة:** و المعتمد أساسا على عدد الشركات المدرجة، حجمها، قيمة السهم، و سيولته.

ج- **معيار إمكانية الوصول إلى السوق:** والذي يبين مدى انفتاح السوق أمام المستثمرين الأجانب، حيث يشكل أهم عنصر لتصنيف السوق من مبتدئة إلى ناشئة وذلك بعد استيفائها كل الشروط أعلاه، وسنبين طريقة مراجعة مورغان ستانلي كايبتال إنترناشونال للدخول إلى الأسواق العالمية من خلال الجدول التالي:

¹ - للإطلاع وبشكل مفصل أنظر:

جدول رقم (05): يبين متطلبات معايير مؤشر (MSCI) لتصنيف أسواق الأوراق المالية.

المعيار	المبتدئة	الناشئة	المتطورة
معيار التنمية الاقتصادية: مدى استقرار التنمية الاقتصادية:	غير مطلوب	غير مطلوب	و يشترط أن يتجاوز متوسط الدخل الفردي السنوي 25 % من حد البنك الدولي المرتفع لثلاث سنوات متتالية.
- معيار الحجم والسيولة: يعتمد هذا المعيار على: عدد الشركات المدرجة (الحد الأدنى) والتي تستوفي معايير ستاندرد:	2	3	5
حجم الشركة (رسملة السوق الكامل) الحد الأدنى:	516 مليون دولار	1032 مليون دولار	2065 مليون دولار
قيمة السهم (القيمة السوقية) الحد الأدنى:	23 دولار	516 دولار	1032 دولار
سيولة السهم:	2,5 %	15 %	20 %
- معيار إمكانية الوصول إلى السوق: - إمكانية تملك المستثمرين الأجانب:	البعض على الأقل	ذو أهمية	عالي جدا
- تدفقات رأس المال (دخول الأموال وتحويلها للخارج):	جزئيا على الأقل	ذو أهمية	عالي جدا
- كفاءة الإطار التشغيلي:	متواضع	جيد	عالي جدا
- استقرار الإطار المؤسسي:	متواضع	متواضع	عالي جدا

المصدر:

ملاحظة:

- 1- معيار التنمية الاقتصادية:** يستعمل فقط في تقييم الدول المتقدمة (يركز على مدى استقرار التنمية الاقتصادية)، نظرا لاختلاف مستويات التنمية في البلدان النامية، و يشترط أن يتجاوز متوسط الدخل الفردي السنوي 25 % من حد البنك الدولي المرتفع لثلاث سنوات متتالية (مثلا حدد ب: 12475 لثلاث سنوات سابقة، بناء على سنة 2015).
- 2- فتح السوق أمام المستثمرين الأجانب:** ويشكل أهم عنصر لتصنيف السوق من مبتدئة إلى ناشئة، وذلك بعد استيفائها كل الشروط أعلاه، وسنوضح طريقة مراجعة مورغان ستانلي كابيتال إنترناشونال للدخول إلى الأسواق العالمية وعملية التنقيط بالتفصيل من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم(01): يبين متطلبات معايير مؤشر (MSCI) لتصنيف أسواق الأوراق المالية.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على جدول التنقيط الخاص بمؤشر (MSCI).

يتم تصنيف أسواق الأوراق المالية من طرف خبراء المشرفين على مؤشر (MSCI)، حيث تمنح إحدى العلامات التالية، أمام كل عنصر من العناصر السابقة الذكر في الشكل (01)، و تمنح : ++ : لا توجد مشاكل؛ + : لا توجد مشاكل كبيرة، التحسينات ممكنة؛ -/؟ : التحسينات مطلوبة المدى المطلوب تقييمه. المناخ التنافسي لبعض الأسواق المتدئة والمستقلة لا يزال تحت التقييم. وبناء على ما سبق سنعمل على تقسيم المعايير المتعلقة بتنمية أسواق الأوراق المالية وذلك من خلا الباحث التالية.

المبحث الثاني: العوامل الأساسية لتنمية أسواق الأوراق المالية

تطرقنا في المبحث السابق إلى تحليل ما تضمنته اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، وكذا إلى تصنيف مؤشر (MSCI)، وبناء على ما توفره الإتفاقية من خدمات تمس مختلف الجوانب المالية و القانونية المتعلقة بالأسواق المالية ارتأينا الاستفادة منها وطرح معايير تركز على قوانين دولية لبناء سوق للأوراق المالية وذلك من خلال الآتي.

المطلب الأول: القوانين المنظمة لإقامة الإطار المؤسسي لسوق الأوراق المالية

يتطلب العمل من خلال سوق الأوراق المالية وجود إطار مؤسسي مبني على قوانين واضحة تحمي طالي وعارضي الأموال وفق نظام محكم يسوده جو من الشفافية، محصن ضد مختلف المشاكل التي تعرقل العمل به، وتحمي أموال المتعاملين من الإحتيال والمضاربة ومختلف الأنشطة غير القانونية التي تضر بمصلحة المستثمرين، فوجود هذه الضمانات القانونية من خلال هيئات رقابية مختصة تسهر على تسيير مختلف المعاملات ومراقبتها وفق مخطط مؤسسي واضح تحدد فيه كل المسؤوليات على مختلف مستوياتها، يقدم المستثمرين على الإستثمار مطمئنين على أموالهم من عدم الضياع، ويكمن أن نبين شكل هذا الإطار المؤسسي المبني على قوانين واضحة صارمة لضرورة لقيامه وفق المعايير الدولية، من خلال ما يلي:

أولاً: تنظيم سوق الأوراق المالية

يعتبر تنظيم سوق الأوراق المالية أول وأهم خطوة في قيامه، ويهدف من خلالها إلى التأسيس لسوق قوي تحكمه القوانين التي تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب و الإحتيال، ويوفر أساليب و وسائل تمكن الجمهور من الحصول على المعلومات اللازمة والكافية لعملية التحليل والتوقع، ومن جهة ثانية إن كان التنظيم جيد ومحكم فإن السوق تكون له سمعة قوية و يثق فيه المستثمرون، مما يساعد في جذب رأس المال المحلي والأجنبي، تحتلف عملية التنظيم من دولة إلى أخرى، لكنها تشترك في الحد الأدنى الذي يضمن العمل بشكل منظم، من خلال وضع هيكل تنظيمي يسهر على تطبيق القانون و ينظم عمليات السوق ويراقب مختلف خطواتها، وذلك عن طريق الهيئات التالية¹:

- **الجمعية العامة:** حيث يكون الأعضاء العاملين والمنظمين في السوق ما يعرف بالجمعية العامة والتي يرأسها رئيس لجنة البورصة، يعين نائباً له، الهدف من إنشاء الجمعية العامة هو أنه من خلالها يتم التحضير الجيد للموازنة، والتصديق على الميزانية المقترحة، بالتطرق إلى حساب الإيرادات والنفقات، ولها أن تبدي رغبتها في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة، وبالأخص فيما يتعلق بتعديل اللوائح وإصدار القرارات يكون بأغلبية الأصوات.

¹ - محسن أحمد الخيزري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، إشتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006، ص: 54.

- **لجنة البورصة:** تتألف من مجموعة أعضاء يتم إختيارهم من بين السماسرة الذين يكونون معتمدين من قبل الهيئات الرسمية (الوزارة الوصية)، تسهر هذه اللجنة على السير الحسن لحركة السوق، وتقييمها وإصدار نشرات يومية تخص مختلف الأسعار التي تم معالجتها في كل جلسة.

- **المقصورة:** هي المكان الذي تتخذه اللجنة لتنفيذ أوامر البيع و الشراء وبمنع الدخول إليها، باستثناء الوسطاء المقيدون في جدول السوق، أما غرفة المقاصة فيتم بها تسوية كافة المعاملات التي أبرمت بين الوسطاء الدائنين والمدئين، ويجب تنفيذ الأوامر الصادرة عن الوسطاء في المقصورة وإلا أعتبرت باطلة.

- **مجلس التأديب:** يقوم مجلس التأديب بالنظر فيما يقع من قبل السماسرة في أحكام وقوانين البورصة، وتقوم هيئة التحكيم بالنظر في المنازعات التي تقع بين التعاملين بالبورصة وحلها.

تشرف الهيئات الرسمية الممثلة للحكومة على جميع عمليات السوق عن طريق وضع ممثل لها مهمته مراقبة القوانين واللوائح، ويكون حضوره واجب في إجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة ومجلس التأديب وهيئة التحكيم، وإلا كانت قراراتها باطلة، وله الحق في الإعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة إذا أصدرت قرارات مخالفة لقوانين أو لوائح البورصة¹.

ثانيا: العضوية في سوق الأوراق المالية

تتطلب العضوية في سوق الأوراق المالية تحقيق مبادئ أساسية تتفق عليها معظم الدول، إذ من الواجب والضروري أن يترتب على الإنضمام لإلتزامات قانونية، الهدف منها حماية الحقوق والحفاظ على أموال المستثمرين خاصة في ما تعلق بالجانب المعلوماتي، لكنها قد تختلف في التفاصيل الجزئية وتطبيقاتها، وبناء على ما سبق فإن أي مؤسسة تريد الإنضمام والتعامل في السوق عليها أن تلتزم بما يلي²:

- **الإلتزامات القانونية:** عادة ما تحدد القوانين المنظمة للمؤسسات نسبة مئوية من رأس المال الواجب وضعه تحت تصرف الجمهور، وبعد إستفتاء هذا الشرط، تقدم المؤسسة طلب إلى الهيئة المشرفة على السوق والتي تقوم بدراسته، وتلتزم المؤسسات بما يلي:

- تسليم تقرير عن كل الجمعيات العامة العادية وغير العادية ؛
- إعلام هيئات البورصة عن كل التعديلات التي تطرأ على أنظمتها الداخلية ؛
- أخذ موافقة الهيئات الوصية في السوق من أجل تحديد رزنامة الإصدار و الإكتتاب، وما يتعلق بها من حقوق إكتتاب مثلا ؛
- تسلم لبيئات السوق كافة النشرات والمنشورات وكافة الوثائق التي تهم المستثمرين ؛
- إلى جانب ذلك تلتزم المؤسسة بالتقيد بكامل بالتدابير التنظيمية المحددة في السوق.

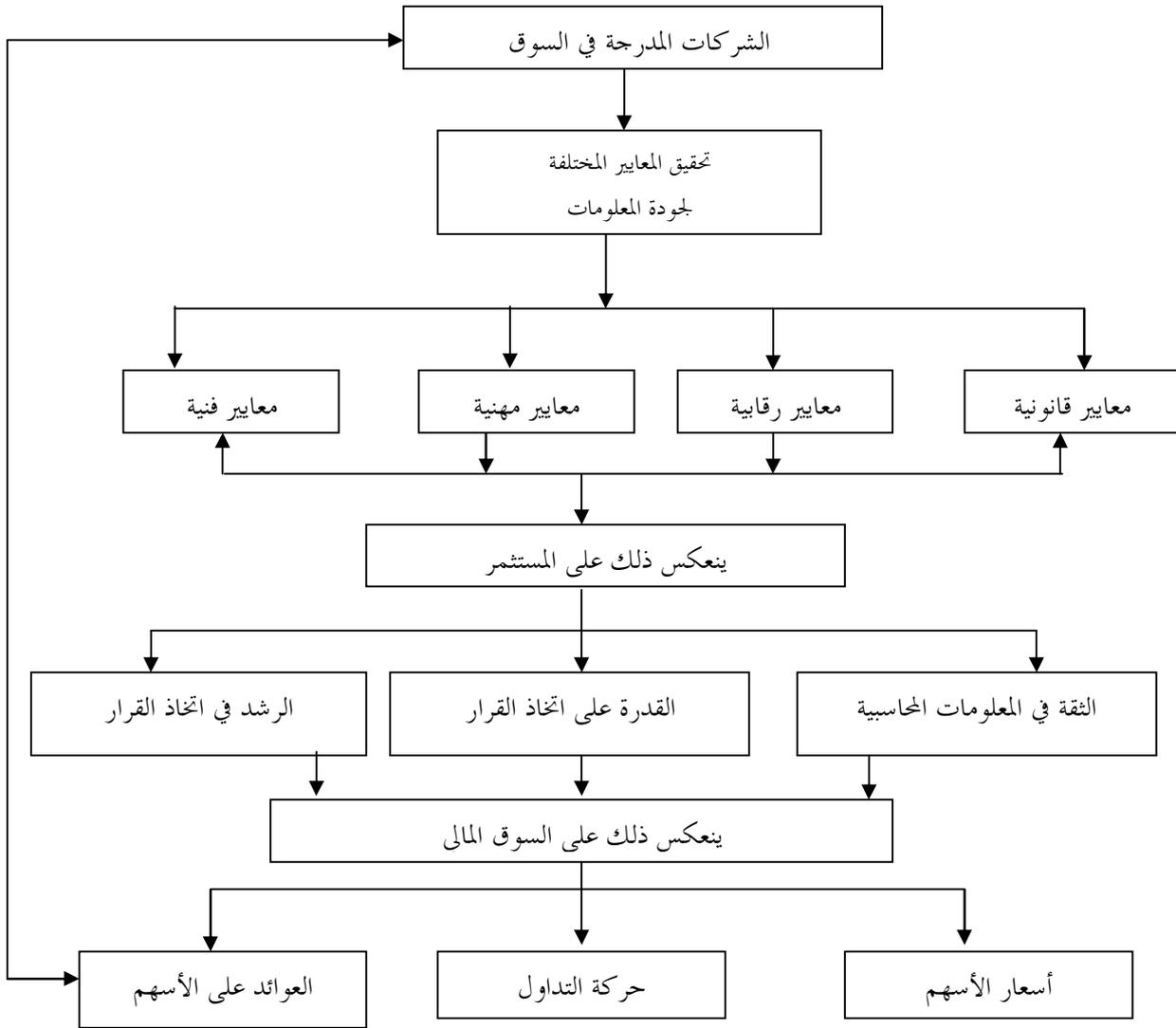
¹ - ضياء المجيد الموسى، البورصات: أسواق رأس المال وأدائها (الأسهم، السندات)، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 17.

² - Corynne Jaffaux, **Bourse et financement des entreprises**, DALLOZ, Paris, 1994, p : 140.

ثالثاً: الإلتزامات المتعلقة بنشر المعلومات المؤثرة في قرار السوق

قبل التطرق إلى الإلتزامات المتعلقة بنشر المعلومات المؤثرة في قرار السوق، سنعمل على تبيان المعلومة وأثرها في سوق الأوراق المالية، من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02): المعلومات وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية.



المصدر: محمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاسها على سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية، ورقة عمل عمل، ندوة السوق المالية السعودية : نظرة مستقبلية، جامعة الملك خالد (13-14) نوفمبر 2007، (بتصرف).

تعتبر المعلومات حق مشروع الوصول إليه بكل سهولة ومصداقية، حيث تبني على المعلومات قرارات الإستثمار من عدمه، ويظهر الشكل أعلاه أنه يجب على الشركات المدرجة في السوق تحقيق المعايير اللازمة للوصول إلى الجودة المطلوبة، والتي

تتطلب تحقق مجموعة من المعايير القانونية والرقابية، المهنية والفنية، مما ينعكس إيجاباً على المستمر ويساعده على عملية اتخاذ القرار الذي ينعكس على السوق، من خلال زيادة حركة التداول، وبتالي تزيد أسعار الأسهم، ويتم تحقيق عوائد أكبر عليها. وتتميز المعلومة بمجموعة من الخصائص يمكن أن نوجزها في ما يلي:

أ- بالنسبة للمعلومات الدائمة: حيث يجب على مصدر الأوراق المالية أن يقوم بـ:

- إعلام المساهمين بانعقاد الجمعيات العامة العادية؛
- إعلام المساهمين بدفع أرباح الأسهم وعمليات الإصدار الجديدة؛
- إعلام هيئات البورصة بكل تعديل للنظام التأسيسي؛
- الإعلام عن التعديلات التي طرأت على رأس مال المؤسسة وتوزيعه مقارنة بما كان قد نشر سابقاً؛
- نشر الحسابات المالية وكل القوائم الضرورية المتعلقة بنشاط ونتائج المؤسسة عن الفترة المعنية.

ب- بالنسبة للمعلومات الطارئة: وهنا يجب على المؤسسة إعلام الجمهور عن كل طارئ في النشاط أو في المؤسسة من شأنه أن يؤثر على أسعار الأوراق المالية، خاصة باحتمال استخدام تلك المعلومات من قبل أشخاص معينين، هذا مع مراعاة أن لا تكون تلك المعلومات تدخل ضمن سرية الأعمال.

رابعاً: إجراءات دخول المؤسسات إلى السوق المالية

هناك مجموعة من الإجراءات على المؤسسات التي تريد الدخول للبورصة إتباعها، حيث يمكنها أن تختار بين نموذجين من الإجراءات وهما¹:

1- الوضع بالتصرف مباشرة للأوراق المالية: يوصف هذا الإجراء بالمباشر لأن المؤسسة تقوم بنفسها بتوظيف الأوراق المالية لدى الجمهور، وبالتعاون مع الوسطاء الماليين، فالمؤسسة تأخذ على عاتقها مخاطر عدم التوظيف، ويأخذ هذا الإجراء الخيارات التالية:

- أ- **العرض العمومي للبيع:** ويتضمن وضع تحت تصرف السوق كمية من الأوراق المالية بسعر عرض محدد ونهائي، وفي يوم الدخول إلى السوق تجمع أوامر الشراء بواسطة هيئات البورصة، حيث لا يمكن قبول الأمر إلا إذا كان مساوي لسعر العرض، وفي حالة ما إذا كان الطلب يفوق العرض، فإن هيئات البورصة توزع هذه الأوراق بطريقتين:
- إما بنسبة مئوية متساوية؛
 - أو تبعاً لنسبة عدد الأوراق المالية المعروض على عدد الأوراق المالية المطلوبة.

و لا يتم الإعلان عن إيجابية العرض إلا إذا تمت تلبية نسبة مئوية محددة من مصدري الأوامر، أما إذا كان الطلب مرتفعاً جداً ولم يمكن تلبية النسبة المحددة فعندئذ يتم اللجوء إلى عرض علني ثاني للبيع لكن بسعر أكثر ارتفاعاً. يمكن أن يأخذ العرض

¹ - Corynne Jaffaux, **Op cit**, P:140-144.

العمومي للبيع الشكل الإسمي حيث ترفق الأوامر المقدمة بهوية المكتتبين، ولا يتم تليتها لنفس الشخص إلا مرة واحدة، وهذا لوضع حد للمضاربات.

ب- الوضع بالبيع: في هذه الحالة سعر العرض المقترح هو سعر أدنى يتحدد من قبل المؤسسة المصدرة، وعلى عكس العرض العمومي للبيع، فإن المالكين الأساسيين يتحملون مخاطر تقلب أسعار بيع أسهمهم، وهيئات البورصة تعلن عن قابلية تلقي أوامر الشراء التي تمرر بسعر محدد، أي أن المستثمرين يمررون أمرا سينفذ بالحد الأدنى من السعر المقترح عند الدخول، ويمكن لهيئات البورصة أن تلغي الأوامر التي تبدو غير جدية لكونها شديدة الإرتفاع.

2- الوضع بالتصرف بشكل غير مباشر:

وهو الإجراء العادي الذي يطبق عندما تكون الأوراق المالية المدخلة للسوق مصدرة من مؤسسة مسعرة أسهمها من قبل، حيث وقبل الدخول للسوق تقوم المؤسسات ببيع أوراقها المخصصة للجمهور، إلى الوسطاء الماليين المسؤولين عن عملية الدخول، بسعر متفق عليه من كافة الأطراف، وبهذا يتجنب المساهمون الأساسيون كلية مخاطر الدخول لأنهم يبيعون فعليا أوراقهم قبل تسعيرها، تقبل كل أوامر الشراء بالأحسن أي أن المستثمرين مستعدون لشراء الأوراق المالية بأي ثمن، و يمكن القول أن تعدد إجراءات الدخول من شأنه أن يلبي احتياجات كل المؤسسات، حيث أن¹:

- الإجراء العادي يتلاءم مع فترة السوق الصعبة، إذ أنه يجنب المالكين المخاطر التي تنتج من عملية الدخول، لأنهم يضمنون بيع الأوراق إلى الوسطاء بسعر محدد مسبقا؛
- أما العرض العمومي للبيع فهو إجراء سهل، لأن المؤسسة تعرف مسبقا سعر الدخول، لكن على الرغم من ذلك، فإن الصعوبة تنجم عن تحديد هذا السعر في ظل غياب السوق، وعلى هذا الأساس يجب أن يتصف المحللين الماليين بالدقة التامة لتفادي أي خطأ في تقييم سعر الأوراق؛
- أما الوضع بالبيع فيستخدم في الغالب في فترة رواج السوق، لأن فائض القيمة المحقق من قبل المالكين من المفترض أن يكون مرتفع، لكن تحديد أول السعر بالارتفاع يمكن أن يتعارض مع مصالح المؤسسة، لأن السعر قد ينخفض لاحقا بعد إنقضاء فترة المضاربة.

المطلب الثاني: حماية المستثمرين و تنظيم العمل بالسوق

أولاً: وجود قوانين تحمي وتنظم التعامل في سوق الأوراق المالية

في كثير من الأحيان تنفرد الإدارة بقرارات عالية الخطورة ومهمة ترهن من خلالها تواجد المؤسسة مما يهدد كيانها، متجاهلة في ذلك المساهمين الصغار والمستثمرين، ولبناء سوق للأوراق المالية يكون الجميع خاضعا فيه لسلطة القانون للحد

¹ - Corynne Jaffaux, Op cit, P :142.

من المضاربة والتلاعب بأموال الجمهور، حيث يتسنى ذلك من خلال إطار القواعد المنظمة لحوكمة الشركات، ويسهل ممارسة حقوق المساهمين، وذلك من خلال توفير ما يلي¹:

- توفير الأساليب الآمنة لتسجيل الملكية وضمان حقوق المساهمين الأساسية، ونقل أو تحويل ملكية الأسهم والحصول على المعلومات المتعلقة بالشركة بصفة دورية ومنتظمة، والمشاركة والتصويت في إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين؛

- حق المساهمين في المشاركة في إدارة الشركة وإعلامهم بشكل كافٍ عن القرارات المتعلقة بالتغيرات الجوهرية، مثل التعديلات في النظام الأساسي والترخيص بإصدار أسهم لزيادة رأس المال؛

- حق المساهمين في المشاركة بفاعلية والتصويت في إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، وإعلامهم بالقواعد، بما في ذلك إجراءات التصويت، التي تحكم إجتماعات الجمعية؛

- وجوب الإفصاح عن هيكل رأس المال والترتيبات التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على قدر من التحكم الذي يؤثر على سياسة الشركة. بما لا يتناسب مع نسبة مساهمتهم؛

- الكفاءة والشفافية في قيام السوق من خلال الهيئة المشرفة على تسييره بوظائفه في الرقابة على عمل الشركات.

بالإضافة إلى حماية حقوق المساهمين، يجب أن تتضمن القواعد القانونية المتعلقة بإدراج الشركات المساواة في معاملة المساهمين من ذات الفئة، بما في ذلك الأقلية والأجانب من المساهمين، كما يجب أن يحصل المساهمين على تعويضات كافية في حالة انتهاك حقوقهم، حيث تشمل هذه القوانين مجموعة من المبادئ والمتمثلة في ما يلي:

- معاملة جميع المساهمين من نفس الفئة بالتساوي، وذلك بتوفير حقوق التصويت المتساوية لحملة الأسهم داخل كل فئة، ولهم الحق في الحصول على معلومات عن حقوق التصويت المرتبطة بكافة فئات الأسهم قبل شراء الأسهم؛

- يجب أن تخضع التغيرات في حقوق التصويت والتي تؤثر سلباً على بعض فئات المساهمين لموافقتهم، وحماية حقوق الأقلية من المساهمين من الممارسات الإستغلالية من جانب، أو لمصلحة المساهمين المسيطرين سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة؛

- يجب أن تسمح الإجراءات المتبعة لعقد إجتماعات الجمعيات العامة للمساهمين بالمعاملة المتساوية لكل المساهمين، وعلى الشركة أن تتجنب الصعوبات وارتفاع تكاليف التصويت للمساهمين؛

¹ - صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، بحث مقدم إلى المنتدى العلمي الأول حول: حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الإقتصادي، المنعقد بكلية الإقتصاد، جامعة دمشق، من 15-16 أكتوبر 2008، ص: 11.

- حظر الإتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية؛
- يجب على أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الإفصاح عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى.

ثانياً: دور الحكومة في مراقبة سوق الأوراق المالية

بعد الخسائر الكبيرة التي تكبدتها أسواق الأوراق المالية العالمية جراء الأزمات المالية والتي كانت تنشط في حرية لا محدودة، وبسبب المضاربة التي اتخذت مفهوم المقامرة خاصة في ما يخص المشتقات المالية والتشكيك بقدرة السوق على تنظيم نفسه بنفسه دون حاجة إلى تدخل مؤسسات رقابية حكومية، تؤكد أنه يجب أن يكون للدولة دور كبير في تنظيم السوق، لتقوم هذه المؤسسة بالغرض التي أوجدت من أجله في تأمين التوازن في السوق المالية عن طريق آلية سعر الفائدة¹.

لذلك يجب على الجهات الرسمية الحكومية أن تكون حريصة كل الحرص على مراقبة دقيقة لمختلف العمليات للحيلولة دون تلاعب بعض الأفراد في المضاربة في البورصة، لتستفيد فئة على حساب خسارة الأخرى، إذ يجب على الدولة أن تضع الضوابط العملية لمنع تشكيل احتكارات من شأنها أن تفسد و تشوه أعمال السوق المالية و التي تعتبر سوقاً مثالية للمنافسة الحرة.

فالمضاربون الذين يجتمعون ليتفقوا على تقرير أسعار متجانسة أو على تقسيم السوق أو على فرض قيود على المنافسة، إنما يخرقون القواعد والقوانين الطبيعية النازمة لشؤون التعامل المالي في البورصة. تشكل أموال الجمهور أو ما يعرفون بالمستثمرين الصغار مجتمعاً أموال كبيرة يسعى السوق إلى احتذاها والإستفادة منها، وهم لا يقبلون عليه إلا إذا تأكد لديهم من أنه باستطاعتهم تحقيق أرباح و الحصول في أي وقت كان على رصيد هذه المدخرات والحصول على سيولة مقابل بيعهم الأسهم والسندات لتلبية الحاجات الأساسية.

إن أي مضاربة أو تلاعب في السوق سيؤدي بهم إلى خطر الإفلاس والذي يكون له من انعكاسات كبيرة وخطيرة على الإقتصاد ككل، لذلك يجب على الدولة حمايتهم و أن تؤمن لهم المنافسة العادلة والشريفة من الإستغلال و الإحتيال، كما يتحتم على جمهور المتعاملين في البورصة الإبتعاد عن المضاربة على أساس المخاطرة كما لو كان الأمر يتعلق بشراء ورقة يانصيب، بل عليهم إتباع القواعد الموضوعية التي تساعدهم على انتقاء مجموعة من الأوراق المالية تؤمن لهم ربحاً معقولاً يساعدهم على تنمية مدخراتهم وتلبية حاجياتهم اليومية والتحسين من مستوى معيشتهم.

ثالثاً: القوانين المنظمة للتعامل في الأوراق المالية

قانون الأوراق المالية له أهمية كبيرة، فيتم من خلال تنظيم وإنشاء سوق لتداول الأوراق المالية، حيث ينظم مراحل تأسيس السوق، والشكل القانوني له، وأهدافه وإدارته وتنظيمه، كما تنظم العلاقات الناشئة بين جميع الأطراف ذات العلاقة بسوق

¹ - منير إبراهيم الهندي، إدارة الأسواق المالية والمشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2009، ص ص: 105-106.

الأوراق المالية، وتحدد أعضاء السوق والإلتزامات المترتبة عليهم بشكل واضح، تبين من خلاله المسؤوليات المترتبة على مختلف الأنشطة، وتتضح من خلاله طرق وأساليب التعاون وتطبيق القوانين وحماية الحقوق، وعموما فإن قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه والتي من شأنها تيسير تنظيم أوامر السوق وكل ما يتعلق بها تتضمنه العناصر التالية:

- الأحكام المتعلقة بالوسطاء الماليين: يلعب الوسطاء الماليون دورا مهما في عمليات التبادل وتنظيم الصفقات، ويحدد قانون سوق الأوراق المالية ترخيص الوسطاء وشكلهم القانوني، ونوعية أعمالهم، وطبيعة الرقابة عليهم، كما يحدد القانون التزامات الوسطاء إتجاه السوق، والحدود الدنيا لرؤوس أموالهم، والعقوبات والإجراءات التي تفرض عليهم في حالة مخالفتهم للقوانين، وتخضع الوسطاء لرقابة السوق المستمرة للمحافظة على ملاءتهم المالية، باعتبار أن سلامة الأوضاع المالية للوسطاء هي أحد أهم مقومات سلامة التداول في سوق الأوراق المالية، كذلك تنظم هذه الأحكام نوعية وطبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الوسطاء، وتحدد المؤهلات الأشخاص العاملين وسلوكياتهم¹.

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

- التعامل في سوق الأوراق المالية: يعد الوسيط المالي العنصر الذي يربط بين قوى العرض والطلب، لذلك يعتبر من الفاعلين الرئيسيين والمؤثرين في السوق، إذ أنه يعمل على تقديم مجموعة من الخدمات المتكاملة التي يحتاج إليها المتعاملون في السوق، وهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة، ليس في كونه وسيط فقط ولكن أيضا لما يقوم به من خدمات أخرى ذات طابع خاص، فالوسيط هو المستشار الذي يرشد المستثمر ويساعده على حسن إختيار الأوراق المالية للمؤسسات القوية، ويوضح له أفضل أوقات الشراء والبيع². يقبض الوسيط عمولة على كل معاملاته سواء أكانت تتعلق بعقد الصفقات أو خدماته الإستشارية، وذلك مقابل قيمة تسدد على الصفقات، ويمكن التفرقة بين أسلوبيين لسداد قيمة الصفقات³:

أ- الأسلوب النقدي الكامل: وهو أن يقوم الزبون بسداد قيمة مشترياته نقدا والحصول على قيمة مبيعاته نقدا، وذلك خلال فترة زمنية محددة.

ب- الأسلوب النقدي الجزئي: فيقصد به في حالة الشراء قيام الزبون بتمويل جزء من مشترياته نقدا، والباقي يتم سداده بأموال مقترضة، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي، حيث تعتبر قيمة المدفوعات النقدية هامش مبدئي لصفقة الشراء والباقي بقرض لضمان أوراق محل الصفقة، أما في حالة البيع فيقصد به البيع على المكشوف، أي قيام العميل ببيع أسهم لا يملكها، ولكن يمكن إقتراضها في مقابل تأمين يودع لدى المقرض، ولكن الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولا ثم تباع فيما بعد، وهو السلوك المتوقع من المشتري الذي يشتري الورقة على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد وتحقق بعض الأرباح.

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 86.

² محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

³ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 109.

- **تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها:** تنظم هذه التعليمات إجراءات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها، فهي تحدد إجراءات التسوية والتقاضي بين الوسطاء، وعمليات التسوية والتقاضي بين الوسطاء وعملائهم، وإجراءات التسوية والتقاضي بين العملاء والسوق من حيث احتساب وتسديد عمولات السوق، ومواكبتها مع تطبيق المعايير الدولية، وتهدف هذه التعليمات إلى¹:

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

- **الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:** " ويقصد بالشفافية إعلان المعلومات التي تتعلق بتداول الأوراق المالية، وخاصة أوامر البيع والشراء بغرض إيجاد تفاعل بين قوى العرض والطلب، وإعلان المعلومات المتعلقة بالصفقات التي تبرم فعلا من حيث أحجامها والأسعار التي تبرم بها حتى يعرف المتعاملون اتجاهات السوق"².

أما " الإفصاح هو إتباع سياسة الوضع الكامل، وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة، و يعد الإفصاح من أهم المبادئ الرئيسة لإعداد القوائم المالية، مما يعني أن تشمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها، على كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمؤسسة لتجنب تضليل الأطراف أصحاب المصلحة، فهو أداة محاسبية تهتم بتوصيل المعلومات لمستخدميها، وفقا لقوائم مالية تحوي جميع المعلومات المعدة وفقا لمبادئ المحاسبة المقبولة، والتي تعمل على تقليل حالة عدم التأكد ومن ثم إتخاذ قرارات سليمة و واضحة وغير مضللة"³.

وفي هذا الصدد أصدرت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية OCDE مجموعة من المبادئ والتي تخص تطبيق أسس إشهار المعلومات، حيث تطرقت إلى الجانب المتعلق ببند الإفصاح والشفافية، والذي يتضمن أن يضمن القيام بالإفصاح السليم والصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي، والأداء، وحقوق الملكية، وحوكمة الشركات، وسنعرض هذه المبادئ في النقاط التالية⁴:

- ينبغي أن يتضمن الإفصاح، ولا يقتصر على، المعلومات التالية: النتائج المالية ونتائج عمليات الشركة، أهداف الشركة، الملكيات الكبرى للأسهم وحقوق التصويت، سياسة مكافأة أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين، والمعلومات عن أعضاء مجلس الإدارة، بما في ذلك مؤهلاتهم، وعملية الإختيار، والمديرين الآخرين في الشركة، وما إذا كان يتم النظر إليهم باعتبارهم مستقلين، والعمليات المتصلة بأطراف من الشركة، عوامل المخاطرة المتوقعة، الموضوعات الخاصة بالعاملين وأصحاب المصالح الآخرين، هياكل وسياسات تطبيق الحوكمة، وبصفة خاصة، ما يحتويه أي نظام أو سياسة لحوكمة الشركة والعمليات التي يتم تنفيذها بموجبها؛

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

² - صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية: دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، مصر، 2009، ص: 18.

³ - محمد فهد نادر العجمي، دور الإفصاح المحاسبي في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة في

المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، الأردن، 2006، ص: 25.

⁴ - OECD, **Principles of Corporate Governance**, 2004, site web:

- http://www.oecd.org/data_oecd/32/18/31557724.pdf. 17/04/2013 19 :30 PM.

- ينبغي إعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقاً للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة والإفصاح المالي وغير المالي؛
- ينبغي القيام بمراجعة خارجية مستقلة بواسطة مراجع مستقل، كفىء و مؤهل حتى يمكنه أن يقدم تأكيدات خارجية موضوعية لمجلس الإدارة والمساهمين بشأن القوائم المالية، والتي تمثل بصدق المركز المالي وأداء الشركة في كافة النواحي المادية والمهامة؛
- ينبغي على المراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين، وعليهم واجب تجاه الشركة هو أنه يقوموا بممارسة كافة ما تقتضيه العناية والأصول المهنية في عملية المراجعة؛
- ينبغي في قنوات بث المعلومات أن توفر فرصة متساوية وفي التوقيت المناسب مع كفاءة التكلفة لمستخدمي المعلومات ذات الصلة؛
- ينبغي استكمال إطار حوكمة الشركات بمنهج فعال ويشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين، والسماحة، و وكالات التقييم والتصنيف وغيرها، والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون، بعيداً عن أي تعارض هام في المصلحة قد يؤدي إلى الإضرار بتزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة¹.
- وبالتالي فالإفصاح ليس مجرد توصيل المعلومات، كما هو الحال بالنسبة للشفافية، وإنما هو تعهد المؤسسة بتوفير كل المعلومات الضرورية بصفة دورية، إلى الجهات الرقابية للبورصة.
- ومن المهم أن تكون هيئات رقابة تعمل وتراقب بقوة القانون الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بمختلف البيانات المالية وكل التفاصيل الخاصة بالشركات المدرجة، لتكون هناك شفافية و التي تعتبر أمراً ضرورياً لتمكين المساهمين والمستثمرين من الإطلاع على مختلف البيانات المهمة في عملية اتخاذ قراراتهم الإستثمارية وممارسة حقوق ملكياتهم.
- يؤدي الإفصاح عن المعلومات المهمة الأساسية المتعلقة بالشركة بما فيها الوضع المالي والأداء والملكية وإدارة الشركة إلى التأثير على مسيري الشركات، ولا يترك لهم خيار إلا أن يقوم ببذل جهود كبير لتحسين المركز المالي للشركات و القائمين عليها مما يعمل على حماية المستثمرين، و يساعد ويشجع على اجتذاب رأس المال والحفاظة على الثقة في أسواق الأوراق المالية.
- وتمكن الشفافية المساهمين والمستثمرين من الوصول إلى معلومات منتظمة و موثوق بها وقابلة للمقارنة بتفصيلات كافية عنه، كي يقوموا بمدى كفاءة الإدارة في عملية التسيير مما يمكنهم من اتخاذ قرارات مبنية على خطوات مدروسة لتكون لهم القدرة على تقييم الشركة، والملكية، والتصويت على الأسهم الإستراتيجية المعتمدة.

¹ -OECD, **Principles of Corporate Governance**, 2004, site web:

- http://www.oecd.org/data_oecd/32/18/31557724.pdf. 17/04/2013 19 :30 PM.

المطلب الثالث: العوامل التكنولوجية والتقنية و دورها في عوامة البورصة

إن مخرجات التكنولوجيا الحديثة توفر تسهيلات كبيرة للمتعاملين بها في مختلف المجالات، ولقد أسهمت وبشكل فعال في تفعيل تقنيات الإتصال المستعملة في سوق الأوراق المالية، وأصبحت المعلومة متوفرة وعلى الصعيد العالمي وبوقت قياسي، الأمر الذي كان له الأثر الكبير في المساهمة في ربط البورصات العالمية.

أولاً: تكنولوجيا المعلومات و الإتصال

يتطلب عوامة الأسواق المالية تحكما كبير في المجال التقني والإداري، المتعلق أساسا بإدارة وتسيير ومراقبة السوق المالية والمؤسسات التي تنشط من خلالها، فالوساطة المالية تتطلب خبرة ومعرفة كبيرة بالأوراق المالية والعقود المشتقة من تعاملاتها، كما تعمل التكنولوجيا في مجال أجهزة الإعلام الآلي والبرمجيات التي تعمل من خلالها على تسريع التسجيلات المحاسبية، وحفظها واستعمالها في التحليل المالي، وبأسرع وقت ممكن للإستفادة منها، كل هذه العوامل أدت إلى تفعيل مفهوم تحرير حركة رؤوس الأموال عبر العالم بما يخدم مصالح الجميع، و تتميز المعلومات بمجموعة من الخصائص، والتي تبرز أهميتها بالنسبة لجميع المتعاملين بها والمتمثلة أساسا في ما يلي¹:

- **الدقة:** أي درجة الخلو من الخطأ في المعلومات، و يعبر عنها بنسبة المعلومات الصحيحة إلى مجموع المعلومات التي تتوفر عليها المؤسسة خلال فترة زمنية معينة، وهذه الخاصية جد مهمة للقيام بوظيفة اليقظة من خلال الوصف الدقيق لواقع التغيرات البيئية كأن نقول أن 95 % من المعلومات صحيحة ومؤكدة.

- **التوقيت المناسب:** بمعنى أن الإدارة لن تستفيد كثيرا من دقة المعلومات إن لم تكن في وقتها المناسب، خاصة و أن اليقظة الإستراتيجية تهتم بمتابعة التغيرات السريعة في بيئة الأعمال، وهذا ما يتطلب حداثة المعلومات من حيث الزمن.

- **الدلالة:** المعلومات ذات الدلالة هي المعلومات التي تشبع حاجة المؤسسة إلى معرفة تفاصيل العناصر الداخلية و الخارجية بالبيئة ، سلوك المستهلكين ، قوة المنافسين، التي تساعد على إتخاذ القرارات المهمة.

- **الملاءمة:** هذا الشرط يشير إلى مدى ملائمة المعلومات لطلب مستخدمي اليقظة، حتى تمكنهم من التردد الجيد لأي تحركات تحدث بمحيطها الإقتصادي.

- **الوضوح :** أي الدرجة التي يجب أن تكون فيها المعلومات خالية من الغموض، ويقاس ذلك بتخفيض تكاليف مراجعة المعلومات، فمثلا عند تقديم معلومات عن المنافسين لا بد و أن تكون هذه الأخيرة مركزة على تحركاتهم، و توضيحها بالإشارة مثلا إلى طبيعة التكنولوجيا المستعملة لديهم، المزيج الترويجي، العملاء، وضعيتهم المالية.....الخ.

¹ - محمد الصالح وآخرون، إستراتيجية المؤسسات العمومية الإقتصادية: تسيير واتخاذ القرارات في إطار المنظور النظامي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص:154.

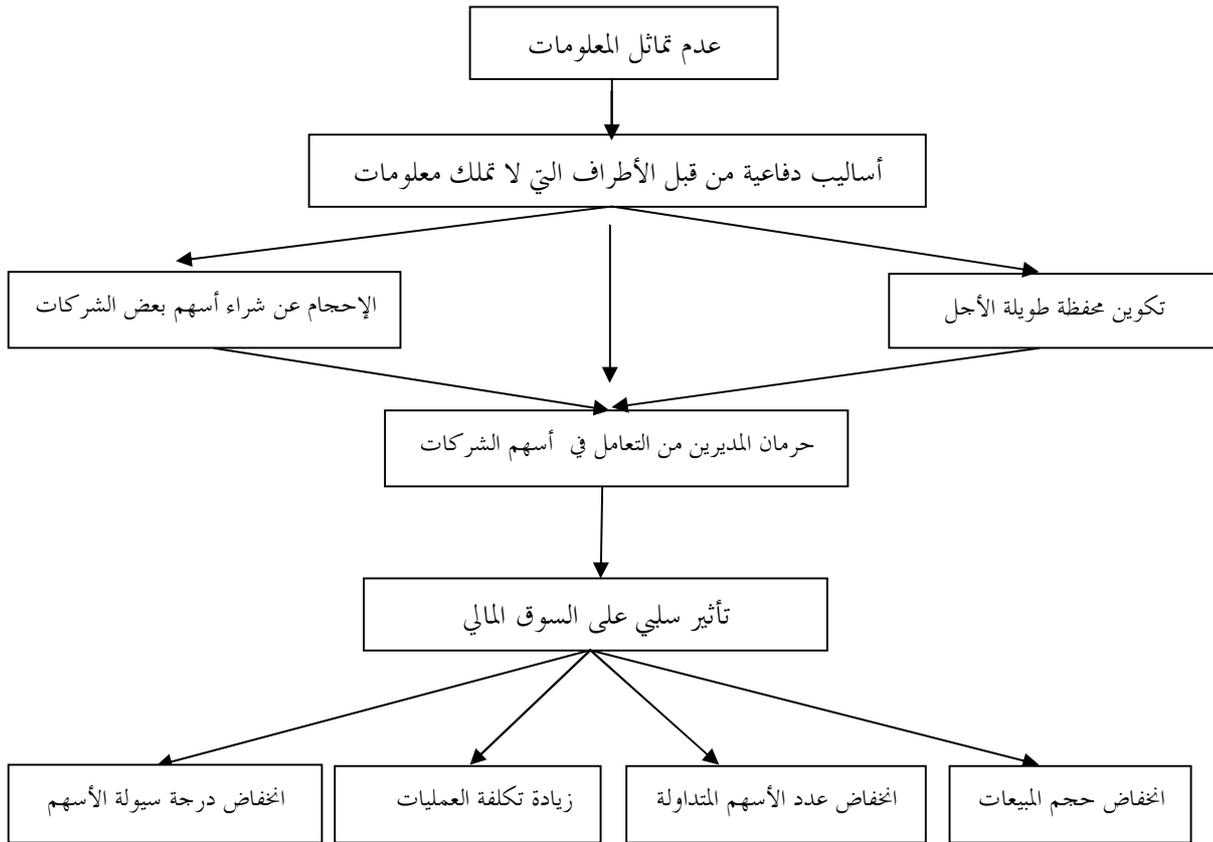
- **المرونة** : تعني قابلية المعلومات على التكيف لإستخدامها أكثر من مرة، وفي مختلف المستويات التنظيمية و الوظائف، أي قدرة تداول المعلومات حسب الطلب عليها بين مختلف أنظمة المعلومات الوظيفية، واستعمالها لأغراض اليقظة التنافسية و بناء الإستراتيجية المناسبة.

- **عدم التحيز**: أي غياب القصد في تحريف و تغيير المعلومات لغرض التأثير على المستخدم، و الوصول إلى نتيجة معينة، بمعنى أثناء إخراج المعلومات تقدم على حقيقتها لأصحاب القرار و بكل موضوعية لتتبع وظيفة اليقظة.

- **قابلية القياس**: أي إمكانية ترجمة المعلومات المنتجة من نظام المعلومات، في شكل كمي يسهل معها التعبير عن التغييرات الحاصلة ببيئة الأعمال، وأن لا تكلف المهتم بها (المؤسسة أو المستثمر) أكثر من الفائدة والقيمة التي تعود بها.

كما أن عدم تماثل المعلومة يمكن أن يؤثر بشكل سلبي على نشاط السوق وهو ما سنوضحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03): أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق المال



المصدر: كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص.35.

يوضح الشكل السابق أن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى تبني أساليب دفاعية من قبل الأطراف التي لا تملك معلومات التي تحتاجها، مما يؤدي بها إلى العمل على تكوين محافظ طويلة الأجل، والإحجام عن شراء الأسهم التي لا يملكون حولها معلومة، وبالتالي يقلل من قدرات التمويل لدى المؤسسات المدرجة، الأمر الذي يؤثر سلباً على السوق، ويظهر ذلك من خلال تدني حجم المبيعات وعدد الأسهم المتداولة، مما يؤدي إلى انخفاض درجة سيولة السهم.

إن أهم قناة يتم عبرها نقل المعلومة تتمثل بالإعلام الإقتصادي والذي يقصد به جميع القنوات والوسائل التي تسمح بوصول المعلومات ونشرها على المتعاملين الذين يعتمدون عليها في بناء قراراتهم الاستثمارية المستقبلية، وتعدد هذه القنوات حسب تخصصاتها (السمعية، البصرية، المكتوبة)، وسنعمل على توضيحها من خلال الأدوار المهمة التالية¹:

- دور وسائل الإعلام في نشر المعلومات المتعلقة بسوق الأوراق المالية: تلعب وسائل الإعلام المتخصصة في المجال الإقتصادي أهمية كبيرة، لا تقل أهمية وفاعلية عن الشركات العاملة في مجال المعلومات في سوق الأوراق المالية، يشترط في الصحافة الإقتصادية أن تتمتع بالخبرة الكافية للتحليل والمصادقية المهنية التي تخولها لتلتزم الحياد والعمل لفائدة المجتمع، من خلال تقييم النواحي الفنية المتعلقة بعمليات التداول في البورصة، وتحليلها وتقديمها بشكل مبسط عن طريق خبراء متخصصين، هذا ما توفره الدول التي تمتلك أسواق مالية متطورة، تتميز بتوفر و تنوع وسائل الإعلام التي تسمح بالحفاظ على أمن واستقرار السوق، بكل مهنية ومسؤولية.

- دور الإعلام في الرقابة والتوجيه والكشف عن الانحرافات: إن وسائل الإعلام تقوم بدور هام يسمح بمراقبة وكشف الانحرافات والتقصير في مختلف النشاطات الاقتصادية، ومن ثم تحذير الجمهور عن أي انحرافات صادرة من المتلاعبين والأسعار في سوق الأوراق المالية، وفي هذا الإطار يصبح التأكيد على التوخي الدقة في المعالجة الإعلامية للموضوعات المتعلقة بالبورصة أكثر من ضرورة، لقطع الطريق أمام المتلاعبين والمضاربين لإستخدام الإعلام بشكل غير مباشر في نشر بياناتهم الخاطئة من خلال تقديم معلومات في شكل مقالات أو تحقيقات صحفية مغرضة، الهدف منها إثارة الإشاعات بين المستثمرين، أو تحاليل مالية مضللة... الخ.

- دور الصحافة الإقتصادية المتخصصة: تعتبر المعلومات الأداة التي تسمح للمستثمر في سوق الأوراق المالية من اتخاذ قراراته الاستثمارية الصحيحة، فالسوق التي تنعدم فيها المعلومات يمكن اعتبارها أنها مقامرات ومضاربات عشوائية قد تعصف بالاقتصاد الوطني، فالدولة تحتاج دائماً إلى المزيد من هذه الصحف الإقتصادية المتخصصة، التي تتناول بالتحليل المالي والإقتصادي الشركات المسجلة في البورصة، مع تبسيط المعلومات التي تنشر بها حتى يتمكن جميع أفراد المجتمع استيعابها، وبالتالي تحفيز عدد كبير من المستثمرين الصغار إلى توظيف أموالهم ومدخراتهم بعد أن كانوا يتخوفون من الإستثمار في البورصة (العمل على نشر ثقافة الإستثمار)، بسبب خوفهم من المخاطرة بأموالهم، نتيجة قلة وعيهم بطبيعة وطرق عمل البورصة، والنتائج الإيجابية للإستثمار من خلالها للفرد المستثمر و الإقتصاد ككل.

¹ - جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس و الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص: 64.

ثانيا: العوامل التقنية (المحاسبة والتحليل المالي)

بسوق الأوراق المالية تؤثر المعلومات المحاسبية والمالية، على حركة أسعار الأسهم أثناء إفصاح الشركات المسعرة عن نتائجها السنوية _ أو في بعض الأحيان الثلاثية أو السداسية _ مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض حجم تداول أسهم المؤسسة، حسب النتائج المبينة في قوائمها المالية مقارنة مع باقي الفترات السابقة، وهو ما يؤكد حسب عدة دراسات فرضية المحتوى الإخباري للأرقام المحاسبية، لذا فإن البورصة وما تمثله من أهمية بالنسبة للشركات المسعرة، أو بالنسبة لعملية التنمية وتوجيه الاقتصاد في الكثير من الدول، تعتبر طرفا مهما من الأطراف المستعملة لما تنتجه المؤسسة من معلومات مالية ومحاسبية لارتباط هذه الأخيرة وتأثيرها على درجة كفاءة السوق المالي، لأن أسعار الأسهم حسب فرضية كفاءة السوق المالي (HEMC) يجب أن تعكس كليا وآنيا المعلومات المحاسبية الملائمة المتاحة، وتعتبر المعلومة ملائمة إذا كانت قادرة على التأثير في القرارات وتغييرها، وتوجيهها نحو إتخاذ الإستراتيجية الملائمة للمرحلة.

هناك معلومات محاسبية أخرى لا تحويها القوائم المالية السنوية، لكنها تؤثر وبنسب متفاوتة على أسعار الأسهم، مثل المعلومات المحاسبية والمالية التي يتم نشرها في التقارير السنوية أو القوائم المالية الدورية وقرارات الجمعيات العامة القاضية بتخصيص النتائج أو توزيع الأرباح السنوية، بالإضافة لمصادر أخرى للمعلومات (غير المصادر المحاسبية) قد تكون سياسية، اجتماعية، دينية، ثقافية...، و احتمال أن يكون لها بدورها ارتباط وتأثير على أسعار الأسهم، وعلى هذا الأساس نلاحظ أهمية سوق الأوراق المالية كمستعمل ومحدد رئيسي لطبيعة ونوعية المعلومات المحاسبية والمالية التي على المؤسسة الإفصاح عنها ونشرها، والمستفيد من هذه المعلومة لهم علاقة مباشرة من داخل المؤسسة وخارجها، وأهمهم¹:

- إدارة المؤسسة:

ممثلة في مختلف المصالح والأقسام المكونة للمؤسسة، القائمين على تسييرها والمعنيين بإتخاذ القرارات التشغيلية داخلها، وتعتبر هذه الفئة (الإدارة)، الأكثر حظا من حيث حصولها على المعلومات المرغوبة، وذلك لاعتبارها القائمة على تشغيل نظام معالجة البيانات، وبالتالي قد تعمل على مواءمة أدوات المعالجة حسب خصوصيات الطلب على المعلومات المعبر عنها من قبل مختلف الأقسام، وذلك على حساب ملاءمة ومصداقية هذه المعلومات مقارنة بالطلب عليها من طرف الغير (الأطراف الخارجية).

- إدارة الضرائب:

بما أن الضريبة تعد موردا رئيسيا لخزينة الدولة، خصوصا تلك التي تقع على عاتق المؤسسات ذات الطبيعة الربحية، ولغرض تحديد الوعاء الحقيقي للضريبة، والتأكد من مدى تقييد المؤسسة بالشروط التي تملئها إدارة الضرائب بشأن طرق تقييم المخزونات، إهلاك الاستثمارات... الخ، فإنه يقع على عاتق المؤسسة توفير معلومات بالشكل الذي يسمح من التأكد من هذا التقييد، لذلك، فإن المؤسسة مدعوة لتقديم رزنامة مفصلة عن العمليات الخاضعة للضريبة، سواء تعلقت بالمؤسسة ومداخيلها ونشاطها، أم تلك التي تكون فيها المؤسسة وسيطا بين إدارة الضرائب والمتحمل النهائي للضريبة، مثل الرسم على القيمة المضافة.

¹ - مداني بن بلغيث، أهمية إصلاح النظام المحاسبي للمؤسسات في ظل أعمال التوحيد الدولية: بالتطبيق على حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص: 81.

- المساهمون:

تفيد القوائم المالية والمعلومات مسؤولي الوحدة المحاسبية في ظل انفصال الإدارة عن الملكية، وذلك لأجل تقييم الأداء الإجمالي للإدارة بشأن تحقيق أهدافهم المرتبطة بالربحية والحفاظة على سلامة المركز المالي للمؤسسة، وبالتالي إمكانية استمرارها في ظل الظروف البيئية والتقنية والتنافسية والمتطلبات الإجتماعية التي تعمل المؤسسة في ظلها.

- الدائنون والمستثمرون:

تكمن استفادة هذه الفئة من المعلومات المحاسبية في إمكانية التنبؤ بأوضاع المؤسسة مستقبلاً، خصوصاً فيما يتعلق بيسرها المالي وربحيتها، مما يمكنهم من اتخاذ قرارات الاستثمار أو الإقراض الملائمة، إضافة لاهتمامهم بالتدفقات النقدية.

أما في ما يخص المستفيدين من التحليل المالي: نظراً للأهمية الكبيرة للتحليل المالي فإن له استعمالات واسعة جعلت منه مجال اهتمام الكثيرين رغم اختلاف الأهداف التي يتطلعون إليها، وتلخص الجهات المستفيدة منه فيما يلي¹:

- المساهمون:

يهتم المساهم في الوحدة الإقتصادية بصفة أساسية بالعائد على الأموال المستثمرة الحالي والمستقبلي وسلامة الإستثمارات في المشروع، لذلك فهو يبحث عما إذا كان من الأفضل الاحتفاظ بالأسهم في تقييم هذه الجوانب، وقد يختلف هذا قليلاً عن المساهم المرتقب، والذي يحاول معرفة هل من الأفضل بالنسبة له شراء أسهم المشروع أم لا، لكنهما (المساهم الحالي والمرتقب) يهتم بماضي الشركة والمخاطر التي تعرضت لها، والأسلوب الذي اتبع في معالجتها، ثم البحث بعد ذلك في النمو المتوقع في المدى القصير و الطويل.

- الدائنون:

يقصد بالدائن بالشخص الذي إكتتب في السندات الخاصة بالمشروع، أو المحتمل شراؤه للسندات المصدرة، أو الإكتتاب في القرض الجديد، أو بصدد إقراض الأموال للمؤسسة، وقد يكون الدائن بنكا أو مؤسسة مالية، لذلك فهم يهتمون بصفة عامة بالتعرف على مدى إمكانية المؤسسة الوفاء بالقروض عندما يحين أجل الإستحقاق، فإذا كان القرض لفترة أكثر من السنة، فيهم المقرض التأكد من إمكانية سداده لهذا الإلتزام في الأجل الطويل، أما إذا كان القرض لمدة أقل من السنة يهم الدائن التأكد من إمكانية المدين على سداد هذه الإلتزامات في الأجل القصير، ومع ذلك فهو لا يهتم بالتوازن المالي في الأجل الطويل.

- **الموردون:** يهتم المورد التأكد من سلامة المراكز المالية لعملائه، واستقرار الأوضاع المالية، فالعميل من الناحية العملية مدين للمورد، ويعني دراسة وتحليل مديونية العميل في دفاتر المورد وتطور هذه المديونية، وعلى ضوء ذلك يقرر المورد ما إذا كان سيستمر في التعامل معه أو يخفض هذا التعامل، وبذلك يستفيد المورد من البيانات التي ينشرها العملاء بصفة دورية، فيهمه

¹ - رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص ص: 42-44.

مثلا التعرف على ما إذا كانت فترة الائتمان التي يمنحها المنافسون، ويمكن للمحلل حساب متوسط فترة الائتمان الممنوحة لعملائه مماثلة لتلك التي يمنحها المنافسون ويمكن للمحلل حساب متوسط فترة الائتمان الممنوحة للعملاء (عملاء المورد) باستخدام بيانات القوائم المالية.

- العملاء :

يمكن للعميل (المشروع) الاستفادة من بيانات التحليل المالي، وذلك عن طريق استخدام البيانات التي ينشرها المورد، وكذلك منافسيه، ومعرفة ما إذا كانت الشروط التي يحصل عليها، خاصة فترة الائتمان، مماثلة لما تمنح لغيره، وتتطابق مع فترة الائتمان التي يمنحها هو لعملائه وتتم هذه المقارنات باستخدام القوائم المالية بحسب متوسط فترة الائتمان.

- العاملون في المؤسسة:

بالنسبة للعاملين في المؤسسة، ليسوا كلهم يستفيدوا، وإنما أهم الأطراف التي لها مصلحة مباشرة في المشروع والممثلين في:

- المساهمون (الملاك)؛

- العاملون في المؤسسة.

زيادة الأجور مع ثبات الإنتاجية يعنى انخفاض العائد المخصص للملاك بطريقة مباشرة (خفض التوزيعات)، أو بطريقة غير مباشرة (عدم التمويل الداخلي)، أو إضعاف المركز المالي للمؤسسة، إذا ما تم دفع التوزيعات من الإحتياطات، ولهذا السبب لا يجوز للعاملين المشاركة في الأرباح في بعض البلدان، إلا إذا تجاوز صافي الربح نسبة معينة بالمقارنة بحق الملكية، بحيث يكون دافعا لهم على زيادة الإنتاجية، وضمان حد أدنى من العائد للملاك.

- إدارة المشروع:

تهتم الإدارة بكل جوانب المركز المالي، خاصة وأنها تعمل لتحقيق مصلحة الملاك، والتي تتمثل في تعظيم أو مضاعفة حق الملكية، وأيضا الدائنون، من حيث التأكيد على سداد مستحقاتها عندما يبين أجل الإستحقاق عن الفوائد من السندات، أو من القروض البنكية، ويعكس ذلك النسب المالية المستخلصة من القوائم المالية للمشروع، وهي الجوانب التي يركز عليها المحلل المالي، والتحليل المالي يزود المدير المالي بالأدوات التي تمكنه من المتابعة المستمرة للتغيرات والإجراءات التي تساعد على تصحيح الأوضاع، ويمكن تلخيص أهم نقاط استفادة إدارة المؤسسة من خلال ما يلي¹:

- مدى نجاح المؤسسة في تحقيق السيولة؛

- مدى نجاح المؤسسة في تحقيق الربحية؛

- معرفة الوضعية المالية للمؤسسة بالمقارنة مع المؤسسات المنافسة؛

- تقييم منجزات المؤسسة في مجال التسويق و البيع و الإنتاج؛

- التنبؤ بالمستقبل؛

- المساعدة بالرقابة المالية.

¹ - خلدون إبراهيم شريفات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001 ص: 94.

ثالثاً: حرية انتقال رؤوس الأموال

المقصود بحرية انتقال رأس المال من وإلى الأسواق المالية عبر القنوات الرسمية، وهذه الحرية تزيد من إمكانية امتلاك المحليين للأصول الحقيقية والمالية والنقدية الأجنبية، وتسمح لغير المقيمين بامتلاك الأصول المحلية وتداولها، وتتخذ حرية معاملات رأس المال عدة أشكال، فالمعاملات الداخلية تسمح للمقيمين بالإقراض بحرية أكثر من الأسواق المالية الدولية.

بالمقابل يسمح لغير المقيمين بالإستثمار بحرية أكثر في الأسواق المحلية، أما المعاملات الخارجية فيسمح من خلالها للمقيمين بتحويل رؤوس الأموال، ومسك الأصول المالية في الأسواق المالية الدولية، ويحق أيضاً لغير المقيمين إصدار الأوراق المالية ومختلف العقود المشتقة منها والإقراض من الأسواق المالية، وهناك المعاملات المحلية بالعملة الأجنبية وفيها يسمح للمقترضين والمقرضين بأن تتم المعاملات فيما بينهم بالعملة الأجنبية، مثل الودائع البنكية والإقراض بالعملة الأجنبية¹.

يتم تحرير أسواق الأوراق المالية بواسطة إزالة القيود والعراقيل المفروضة ضد حيازة وإمتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمؤسسات المحلية المسعرة في بورصة القيم المنقولة، والحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الأرباح و الفوائد، وترك الحرية للمستثمر في أن يبقي أمواله المستثمرة، أو يسحبها في أي وقت شاء، وفق ضوابط وقوانين تضمن حقوق جميع المتعاملين².

المطلب الرابع: دور البنوك في تنشيط أسواق الأوراق المالية

قبل التطرق إلى دور البنوك في تنشيط أسواق الأوراق المالية، سنقوم بإظهار أهميتها الاقتصادية على المستوى العالمي وذلك من خلال ما يلي:

¹ - حيدر نعمت نجيت، سياسات التحرير في البلدان العربية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 25، 2005، ص 04، متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://www.ulominsania.net/> 05/07/2013 10 :00 AM.

² - عبد المطلب عبد الحميد، العملة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للطباعة و النشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 35.

جدول رقم (06): يظهر القيمة الإجمالية للإئتمان (% من إجمالي الناتج المحلي)، فروع البنوك، القروض غير العاملة بالبلدان النامية سنة 2015.

سوق الأوراق المالية	الإئتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي (% من إجمالي الناتج المحلي)	فروع البنوك التجارية (لكل 100 ألف بالغ)	قروض البنك غير العاملة إلى إجمالي مجموع القروض (%)
البرازيل	105,1	47,3	3,1
المكسيك	50,2	14,9	3,0
الصين الشعبية	169,3	14,9	1,2
كوريا الجنوبية	162,4	17,4	0,6
سنغافورة	126,3	9,4	0,8
الهند	75,5	13,0	4,2
إندونيسيا	43,5	11,0	2,3
باكستان	47,5	9,4	12,4
تركيا	88,1	19,8	2,7
جنوب أفريقيا	185,6	10,9	3,2
العربية السعودية	1,8	9,2	1,3
أستراليا	165,9	29,2	1,0
هونغ كونغ	236,5	22,7	0,5

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على :

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS/countries> 14/08/2015 09:30 pm.
- <http://data.albankaldawli.org/indicator/FB.CBK.BRCH.P5/countries> 14/08/2015 09:30 pm.
- <http://data.albankaldawli.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS/countries> 14/08/2015 09:30 pm.

حاولنا من خلال الجدول السابق التطرق لبعض المتغيرات الأساسية التي تميز البنوك التجارية في مجموعة من الدول النامية، حيث أن نسبة الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي (% من إجمالي الناتج المحلي)، تراوحت في غالبيتها بين 50.20% و 236.5%، وهنا يمكننا تقسيم البلدان الناشئة إلى قسمين رئيسيين، قسم من البلدان تجاوز نسبة الإقراض إجمالي الناتج المحلي، أو قاربته بنسب مرتفعة، الأمر الذي يدل على توجه واضح لهذه الدول على تبني سياسة تنمية معتمدة على الإقراض وتحرير رأس المال، ودول لم يتجاوز حجم نسبة الإقراض فيها 50% من ناتجها المحلي، خاصة السعودية التي لم يتجاوز فيها نسبة 1,8%، الأمر الذي يدل على عدم قدرتها على خلق الائتمان.

لكن ومع مراعاة نسبة قروض البنك غير العاملة إلى إجمالي مجموع القروض، فنجدها قليلة جدا و تتراوح بين 0,5% و 4,2% (باستثناء باكستان)، فهو دليل على أن أغلب القروض عاملة، و أن الجهاز البنكي بهذه البلدان سليم جدا، ويعمل

على تمويل الإستثمارات، ويقوم بواجبه على أكمل وجه، وما يدعم هذا الطرح هو توزيع فروع البنوك التجارية (لكل 100 ألف بالغ)، حيث كانت النسبة بين 9 % و 47,3 % وفي أغلبها تفوق 13 %، وهذا يدل على انتشار البنوك وسعيها للوصول بخدماها إلى أبعد الحدود.

أما في ما يخص المتغيرات السابقة الذكر للدول المتقدمة، سنتطرق لها، وذلك من خلال ما يلي:

جدول رقم (07): يظهر القيمة الإجمالية للإئتمان (% من إجمالي الناتج المحلي) ، فروع البنوك، القروض غير العاملة بالبلدان المتقدمة لسنة 2015.

سوق الأوراق المالية	الإئتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي (% من إجمالي الناتج المحلي)	فروع البنوك التجارية (لكل 100 ألف بالغ)	قروض البنوك غير العاملة إلى إجمالي مجموع القروض (%)
ألمانيا	140,6	14,5	2,3
الولايات المتحدة	253,5	32,4	1,7
اليابان	373,8	33,9	1,6
روسيا الاتحادية	52,4	37,0	7,4
فرنسا	148,0	38,0	4,2
إيطاليا	173,0	59,6	17,3
المملكة المتحدة	168,8	25,2	1,8
كندا	103,5	24,0	0,5

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على :

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS/countries> 14/08/2015 09:30 pm.

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/FB.CBK.BRCH.P5/countries> 14/08/2015 09:30 pm.

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS/countries> 14/08/2015 09:30 pm.

يظهر لنا الجدول السابق المتغيرات الأساسية التي تميز البنوك التجارية في الدول الأكثر تصنيعاً في العالم، حيث أن نسبة الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي (% من إجمالي الناتج المحلي)، تجاوزت قيمة إجمالي الناتج المحلي، أين تجاوزت الثلاثة أضعاف في اليابان الأمر الذي يدل على توجه واضح لهذه الدول نحو تبني سياسة تنموية معتمدة على الإقراض وتحرير رأس المال، ودعم سياسة التحرير المالي، هذا كله باستثناء روسيا والتي سجلت مستويات متواضعة نسبياً في هذا المجال.

أما في ما يخص نسبة قروض البنوك غير العاملة إلى إجمالي مجموع القروض، فنجدها قليلة جداً و تتراوح بين 0,5 % و 4,2 %، (باستثناء إيطاليا، أين ارتفعت في حدود مقبولة) فهو دليل على أن أغلب القروض عاملة، وأن الجهاز البنكي بهذه البلدان سليم جداً، ويعمل على تمويل الإستثمارات، ويقوم بواجبه على أكمل وجه، وما يدعم هذا الطرح هو توزيع فروع البنوك التجارية (لكل 100 ألف بالغ)، حيث كانت النسبة بين 14,50 % و 59,60 %، وهذا يدل على انتشار البنوك وسعيها للوصول بخدماها إلى أبعد الحدود، والتواجد بالقرب من زبائنها.

تطرت الاتفاقية إلى الدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه البنوك التجارية من خلال وظائفها الأساسية التي تلعبها ضمن السوق المالي بصفقتها مؤسسات رسمية مخولة بقوة القانون بالتعامل مع مختلف العمليات المالية، وتركزت هذه الأنشطة بشكل أساسي في ما يلي:

أولاً: تمويل المستثمرين في السوق وتوفير المعلومات اللازمة لهم: يسعى المستثمرون من خلال سوق الأوراق المالية إلى تنمية مدخراتهم، حيث أن لحجم الإدخار دور مهم في تمويل عمليات الإستثمار، كما أنها تعطي لنا صورة عامة حول ثقافة الأفراد ومدى توجههم نحو تنمية حجم المدخرات، فتجميع المدخرات الوطنية يساهم وبشكل كبير في توفير سيولة عن طريق سوق الأوراق المالية وتوجيهها نحو الإستثمار في مشاريع إنتاجية، ويمكننا حصر هذه الأهمية من خلال النقاط التالية:

- يعمل البنك على تقديم الاستشارات الاقتصادية والمالية، وإعداد دراسات الجدوى المتعلقة بعمليات الخوصصة، بالانتقال بملكية المؤسسات من القطاع العام إلى القطاع الخاص بشكل مدروس ومنظم، وذلك بتقييم موجودات المؤسسة وتحديد عدد وقيمة الأسهم التي تصدرها المؤسسة في إطار عملية الخوصصة، كما يقوم بإدارة الأعمال والممتلكات للعملاء¹.

- توفير البيانات اللازمة والتي تعطي صورة شاملة للمستثمر المحلي أو الأجنبي حول الوضع الإقتصادي و الإجتماعي للبلد المعني وتقدير إمكانيات الإستثمار فيه ؛

- إمكانية توقع سلوك الأفراد وتوجههم نحو استهلاك سلع وخدمات معينة(عن طريق دراسة القروض الاستهلاكية)، وبالتالي توجيه الإستثمارات وتوسيعها لتغطية هذا الطلب وتحقيق أرباح ؛

- تساهم في وضع وإعداد دراسات إقتصادية حول قطاع الإستهلاك العائلي وتبيان مدى توجه أفراد المجتمع نحو الإدخار ؛

- معرفة وتحديد مدى العدالة في توزيع الثروات بين مختلف أفراد المجتمع، وذلك بين مختلف الفئات الإجتماعية وتوزيعها الجغرافي ؛

- العمل على تنمية المدخرات المحلية وخلق ثقافة الإستثمار، وبالتالي توفر قدر كبير من السيولة، والتي يمكن الإستفادة منها وإستثمارها خاصة في سوق الأوراق المالية.

ثانياً: الوساطة المالية وإدارة المحافظ

تمثل الوساطة المالية محور التبادل في سوق الأوراق المالية، فالوسيط يعتبر حلقة الوصل بين المدَّخر وبين إستثمار هذه المدخرات في السوق، وهو يتحمل مسؤولية قانونية وأخلاقية أمام عملائه، ويتم مراقبة ومتابعة عمله من خلال الإدارة المسؤولة عن بورصة القيم المنقولة، لإدارة المحافظ خصوصية تظهر أهميتها في السوق المالية، والتي تتجلى في كونها عبارة عن صندوق

¹ - سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 151.

إستثمار يكون على شكل مؤسسة، تدار بواسطة مدير متخصص، وتصدر أوراقا مالية يتم تداولها في السوق، وتتطلب إدارتها خبرة كبيرة، وتحكما في أدوات القياس الإحصائي، كما أنها تجذب الإستثمار الأجنبي غير المباشر.

نظرا لاحتكار و سطاء البورصة للتعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء، حيث أنه يتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية داخل السوق، وذلك من طرف الوسطاء الماليين المرخص لهم فقط من قبل الجهات المختصة، وبالتالي فوسطاء البورصة يتعاملون مع مجموعة متنوعة من المستثمرين، كبار المستثمرين، صغار المستثمرين، أصحاب الخبرة والكفاءة في تسيير استثماراتهم، العاجزين عن تسيير استثماراتهم، وبالتالي جاءت وظائفهم داخل البورصة متنوعة بتنوع الأصناف التي يتعاملون معها، والتي يمكن حصرها بشكل عام في الوظائف التالية¹:

- **التفاوض على الأوراق المالية:** ويتعلق ذلك بتنفيذ أوامر الشراء أو البيع، بحيث يحقق أحسن سعر ممكن في الإطار الممكن للتفاوض (حيث أن الأوامر مرتبطة بمدة معينة)، وتتطلب المفاوضات في الأوراق المالية معرفة دقيقة لأحوال البورصة، ومعلومات وافية عن الورقة المالية محل التفاوض، وخبرة كبيرة عن تحركات الأسعار في السوق، بحيث يمكن مثلا أن يجرى الأمر، أو أن ينتظر حتى اللحظة المناسبة التي يتحقق فيها أحسن سعر بيع/شراء للعميل.

- **حفظ الأوراق المالية:** قد لا يرغب العميل في أن يأخذ الأوراق المالية، ويأتي بها في كل مرة يرغب في إجراء معاملة ما في البورصة، وخاصة ما إذا كانت قيمتها كبيرة جدا، أي ستكون في خطر من السرقة، أو الضياع، لذا يقوم وسطاء البورصة بالإحتفاظ بالأوراق المالية للعميل وذلك في أماكن مخصصة لذلك، كما أنها قد تضع تأمينها لها ضد حوادث السرقة أو الضياع، وبالتالي توفر على العميل الكثير من الجهد في المراقبة والحفاظة على أوراقه المالية.

- تقديم النصح والمشورة:

يمكن أن يقدم الوسطاء الماليون النصح والمشورة للعملاء بشأن قرارات الإستثمار وما قد تنطوي عليه عمليات البيع والشراء للقيم المنقولة، وتبقى حدود النصح والمشورة المقدمة للعميل تتوقف على الشروط المتفق عليها بين الوسيط والعميل، فيمكن أن يلتزم السمسار بالقيام بدور المستشار فقط دون أن يكون له الحق في إتخاذ القرار، ويمكن أن تتعدى إلى الإشراف على القيمة المنقولة، وهذا ما سنراه في الوظيفة اللاحقة.

- تسيير الحافظة لصالح العميل:

قد يلمس العميل في نفسه العجز عن تشكيل محفظة أوراق مالية وتسييرها، وبالتالي يلجأ إلى الوسيط المالي، لينوب عنه في هذه المهمة ويمضي له توكيلا بذلك، ويضع بمساعدته إستراتيجية إستثمارية، هذه الإستراتيجية تلي أهدافه الإستثمارية مع الأخذ بعين الاعتبار حالته المادية، وتخضع الوكالة الممنوحة للوسيط لتسيير الحافظة لعقد مضمي من قبل صاحب الحساب، يشتمل هذا العقد على شروطها، ومعرفة بتعليمات من اللجنة وتمثل في:

¹ - خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية المعاملات المالية - دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006 ص:70.

- طبيعة العمليات التي يمكن للوسيط القيام بها؛
- الأخطار التي يمكن أن يتحملها؛
- شروط عمل الحساب؛
- مكافأة المسيرين.

تتم إدارة المحفظة الإستثمارية، واتخاذ القرارات الإستثمارية بها، بناء على مجموعة من الأسس، المنظمة والمهذبة لتحقيق أقصى ربح ممكن، وهي¹:

- التخطيط:

يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الإختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك أثارها على رأس المال المستثمر، لذلك على المستثمر تحديد قائمة الشركات التي تلائم حاجاته وأهدافه، لأن التخطيط الجيد يقلل من احتمال المخاطرة وخطر الإفلاس.

- التوقيت:

لعنصر التوقيت دور هام في إدارة المحفظة الإستثمارية، إذ أن تقلبات الأسعار المستمرة في سوق الأوراق المالية يشكل صعوبة على المستثمر أن يشتري باستمرار بأدنى الأسعار و البيع بالسعر الأعلى، لذلك يجب على المستثمر دراسة السوق واحتمالات نشاطه، لأن ذلك يساعد المستثمر بتوقيت دخوله السوق أو الخروج منه، واختيار التوقيت المناسب لشراء وبيع الأوراق المالية.

- التحفظ والتعقل:

والمقصود به هو أن تكون قرارات المستثمر متحفظة وعقلانية، بما يمكنه من تجنب المخاطرة، أو أن تكون المخاطرة في حدود إمكانياته وقدراته، إذ يجب عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير المتوقعة، التي قد تؤثر عليه.

- الإشراف والمراقبة:

يتميز السوق بعدم الإستقرار، لذلك تتطلب إدارة المحفظة ضرورة المراقبة والمتابعة الدائمة لأوضاع السوق والتغيرات والتقلبات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية بهدف تجنب مخاطر انخفاض قيمتها، لذلك يجب على مدير المحفظة أن يقوم بمراجعة دورية وإشراف مباشر على مكونات محفظته.

- **الإعتماد على المتخصصين:** نظراً للصعوبات والمخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في السوق، تتطلب إدارة المحفظة الإستثمارية مهارة وخبرة كافية، وفي حالة عدم قدرته على إدارتها، عليه الإستعانة بخبراء ماليين محليين أو أجانب، ممثلين بيوت الخبرة أو المؤسسات المالية و الإدخارية والوسطاء الذين يقومون بإدارة المحافظ المالية من أجل الحصول على المعلومات التي تمكنه من تجنب مخاطر عالية مقابل عمولة يحصلون عليها.

¹ - حمدان الطاهر حيدر، مبادئ الإستثمارات، الطبعة الثانية، دار المستقبل للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2007، ص: 82.

ثالثاً: الأبحاث والإستشارات التي توفرها اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية

توفر إتفاقية تحرير الخدمات المالية خدمات إستشارية تتعلق أساسا بالإستثمارات، الودائع، وإستراتيجية المؤسسة، وستتطرق إلى هذه العناصر بشيء من التفصيل، وذلك من خلال ما يلي:

1. الإستثمارات:

يحتاج المستثمر إلى معلومات تساعد على اتخاذ القرار المناسب بناء على نتائج التحليل المالي، إما أن يواصل استثماره في المؤسسة التي يمتلك جزءاً من رأسمالها أو ينسحب منها ويبيع ما بحوزته من أوراق مالية تخصها لمستثمر هو أيضاً بحاجة إلى تلك المعلومات ليتخذ القرار الذي يراه مناسباً.

أما بالنسبة للمؤسسة، فقرار الإستثمار يعتبر أمراً مهماً جداً لها فهو قرار إستراتيجي لأنه يحدد مستقبلها، ولأن المؤسسة بحاجة إلى التوسع والتنوع في منتجاتها، وخطير لأنه قد يؤدي إلى الإفلاس في حالة تعرض الإستثمار إلى فشل، لذلك يتطلب عملية تخطيط جيدة ومدروسة عن طريق إعداد دراسات الجدوى لغرض اتخاذ القرار الإستثماري السليم في الوقت المناسب.

تعتبر التنبؤات المالية لأداء الإستثمار الجديد من أهم وأعقد الخطوات في دراسة المشروعات الجديدة لأن قرار الإستثمار يخضع لقيود مالية، عادة ما تكون من الأموال الدائمة للمؤسسة، لذلك فهو يغير التوازن المالي لها، حيث يجب أن تشمل الدراسة تقدير التكاليف الإستثمارية لتنفيذ المشروع و التدفقات المتوقعة من تشغيله لأن له أثر مباشر على كل المصالح الوظيفية للمؤسسة.

وتكون دراسة الجدوى من قبل أشخاص خبراء في المالية المؤسسة محلين أو أجنب، يقدمون خدماتهم مقابل أجر مادي، في إطار ما يعرف بالخدمات المالية.

2. الودائع:

يقصد بالودائع المبالغ النقدية التي يودعها الأشخاص سواء كانوا طبيعيين أو معنويين لدى البنك، بحيث يلتزم البنك بإعادتها لهم عند الطلب أو بعد أجل معين يتم الإتفاق عليه، تعتبر الودائع أهم مصادر التمويل للبنوك التجارية، حيث تحرص دائماً على تنميتها عن طريق العمل على نشر الوعي المصرفي والإدخار بين المواطنين، باستخدام وسائل مختلفة، كوسائل الإعلان أو فتح وحدات فرعية في التجمعات السكنية البعيدة نسبياً عن المدن، وتشجيع الأفراد على الإدخار عن طريق تسهيل المعاملات للزبائن ورفع أسعار الفائدة على الودائع¹، وهي على أربعة أنواع:

- **الودائع الجارية (تحت الطلب):** يتم بموجب هذا النوع من الودائع، إيداع مبلغاً معيناً من المال لدى البنك، إذ يتصرف العميل بهذا المبلغ في أي وقت شاء، أي يمكن أن يسحب العميل هذا المبلغ في أي وقت ودون سابق إنذار للبنك، ولا يستفيد المودع لدى البنك من أي فائدة لقاء إيداعه أمواله، بل يأخذ البنك عمولات من هذا الزبون مقابل إيداعه لأمواله بالبنك².

¹ - أحمد علي دغيم، اقتصاديات البنوك، الطبعة الثانية، مكتبة مدبولي، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 57.

² - سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 52.

- **ودائع التوفير:** يقوم العميل بإيداع مبلغ مالي معين لدى البنك، ويحصل مقابلته على فائدة، كما يمكن للعميل أن يسحب أمواله متى شاء ودون إشعار مسبق، وهذا النوع من الودائع يعتبر من أهم وأكثر الوسائل انتشاراً، والمعتمدة لتجميع المدخرات على المستوى الدولي¹.

- **الودائع بإخطار مسبق:** هذا النوع من الودائع غير محددة المدة، بمعنى لا يحدد العميل مدة معينة لسحبها، وذلك مقابل حصوله على فوائد، إلا أن العميل يلتزم بإخطار البنك برغبته في سحبها قبل مدة معينة من تاريخ السحب يتم الاتفاق عليها بين العميل والبنك، حيث لا تقل هذه المدة عن سبعة أيام².

- **الودائع لأجل:** الودائع لأجل عبارة عن اتفاق بين البنك والعميل، يقوم على إيداع العميل لمبلغ معين من المال لدى البنك، على أن لا يتم سحب هذا المبلغ خلال فترة زمنية يتم الاتفاق عليها مسبقاً، ويحصل العميل مقابل هذا الإيداع على فائدة معينة، تختلف حسب مدة الإيداع وكذا مبلغ الوديعة.

البنوك كمؤسسة تجارية قائمة على الربحية، وتواجه منافسة كبيرة على مستوى بيئتها التي تنشط من خلالها، فهي كذلك تحتاج إلى المشورة والتوجيه في وضع إستراتيجيتها، سواء على المستوى المحلي أو الدولي، وكما رأينا في ما يخص تحرير حساب رأس المال، فإن البنوك ستواجه منافسة على المستوى العالمي أين تكون في مواجهة بنوك كبيرة ومتطورة، لذا يجب عليها تنمية قدراتها الإدارية والتنظيمية وتقديم أفضل الخدمات بأسعار تنافسية، وتوافر تقديم الخدمات الإستشارية على المستوى العامي يمكنها الحصول عليها وبمستوى عال جداً، تدعمه الخبرة والتكنولوجيا.

تعد الودائع من أهم مصادر التمويل للبنوك التجارية، لذلك تحرص البنوك على تنميتها واستقطابها، أما في ما يخص السياسة التي تتبعها تجاهها فهي بمثابة استثمار يستهدف تنمية الوعي المصرفي، والادخاري، بالتوسع في فتح المزيد من الوحدات المصرفية، وتبسط إجراءات التعامل من حيث السحب والإيداع ورفع كفاءة الأوعية الادخارية، ومقابلتها من الفوائد والإميازات.

وما يمكن إستنتاجه مما سبق فإن سياسة خلق الودائع تتطلب إستشارة خبراء قادرين على التعامل مع متغيرات النموذج الكلي، والتحكم في التنبؤ بالمتغيرات على المستوى الجزئي، وذلك لوضع إستراتيجية متكاملة يستطيع البنك من خلالها تنمية مدخراته وتوسيع إستثماراته وزيادة حصته السوقية.

3. إستراتيجية المؤسسة: " هي عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بتخصيص وإدارة المؤسسة من خلال تحليل العوامل البيئية، بما يساعدها على تحقيق رسالتها والوصول إلى غاياتها وأهدافها المنشودة"³.

¹ - منير إبراهيم الهندي، إدارة البنوك التجارية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 147 - 148.

² - عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد المالي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 211.

³ - ثابت عبد الرحمن، جمال الدين محمد المرسي، الإدارة الإستراتيجية، مفاهيم ونماذج تطبيقية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 82.

تنشط المؤسسة الاقتصادية ضمن محيط تسوده المنافسة الشديدة، فهدفها الرئيسي هو البقاء والسيطرة على أكبر حصة ممكنة في السوق من خلال زيادة قدرتها التنافسية، تكمن أهمية التنافسية للمؤسسات بمختلف أحجامها في قدرتها على تلبية رغبات المستهلكين المختلفة، وذلك بتوفير سلع وخدمات ذات نوعية جيدة تستطيع من خلالها النفاذ إلى الأسواق المحلية بدرجة أولى والوصول إلى إحتراق الدولية، ولا يمكن تحقيق ذلك إلا من خلال القدرة على إنتاج السلع والخدمات بالنوعية الجيدة والسعر المناسب وفي الوقت المناسب، وتلبية حاجات المستهلكين بشكل أكثر كفاءة، وتعمل على زيادة قدرتها من خلال زيادة أرباحها، وتخفيض تكلفة الإنتاج، لتوسيع حصتها السوقية، ولا يتسنى لها ذلك إلا من خلال إتباع إستراتيجية جيد ومدروسة، يتم إعدادها والإشراف عليها من قبل خبراء محليين أو أجانب، وهو ما ستوفره إتفاقية تحرير تجارة الخدمات على مستوى عالي جدا من الكفاءة والمسؤولية.

يطلق على السبيل الذي تسلكه المؤسسات لصنع إستراتيجيتها أو تطويرها أو تعديلها إسم عملية صياغة إستراتيجية، وتعني "مجموعة من التصرفات والأعمال أو العناصر الديناميكية التي تبدأ بتحديد المؤثر الذي يحث على التصرف وتعريفه، وتنتهي بالإلتزام بمجموعة من القرارات والتصرفات"¹، كما أن مفهوم صياغة الإستراتيجية ينصرف غالبا إلى التخطيط الإستراتيجي، أو ما يعرف بالتخطيط طويل الأجل، ويتعلق بتنمية المؤسسة وأهدافها، وتبدأ عملية صياغة الإستراتيجية بتحليل الموقف المتمثل في إيجاد الموازنة بين الفرص الخارجية ومجالات الضعف الداخلية². أما وفق تعريف الإستراتيجية فتبدأ عملية الصياغة بتحديد الأهداف ثم تحديد الوسائل وتخصيص الموارد، وتنتهي بمرحلة التنفيذ. عند وضع الإستراتيجية يستحسن مراعاة المحاور التالية³:

- مدى العلانية والإفصاح عن الإستراتيجية لأطراف ما داخل وخارج المؤسسة؛
- درجة الرسمية في تشكيل الإستراتيجية من خلال نظم التخطيط الرسمية؛
- درجة الاعتماد على الماضي أو المستقبل عند صنع الإستراتيجية؛
- مدى التعمد في وضع استراتيجيات مسبقة (إستراتيجية معتمدة أو مقصودة، إستراتيجية ناشئة كنتيجة طبيعية ومنطقية للأحداث).

4. التدريب: عملية التدريب تعتبر ضرورية جدا للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، أين تكون نشاطات الإستثمار تتطلب الأعمال المتخصصة التي يقوم بمزاومتها أفراد محترفون ومتخصصون، لديهم المعرفة الفنية والخبرة العملية التراكمية، والتي تسعى مختلف الشركات المنظمة إلى البورصة للحصول عليها من خلال التدريب⁴ على الأعمال الخاصة بالأوراق المالية المتداولة في السوق ومشتقاتها، والتي يتعامل معها مختلف العاملين في هذه المؤسسات، وذلك نظرا لأن البورصة أصبحت تعد من أهم المصادر التمويلية طويلة الأجل التي تعتمد عليها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية في تطوير قدراتها التنموية، وتنوع مصادر تمويلها وفق ما تراه مناسبا لإستراتيجيتها، فمثلا: " يعد التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي تستطيع من خلالها إحدى المؤسسات المالية أو غير المالية من تحويل حقوقها المالية الغير قابلة للتداول والمضمونة بأصول إلى مؤسسة متخصصة تسمى بشركة التوريق، هذه الشركة تقوم بإصدار أوراق مالية جديدة بقيمة هذه الحقوق المالية تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق

¹ - يونس إبراهيم حيدر، الإدارة الإستراتيجية للمؤسسات والشركات، مركز الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2003، ص: 194.

² - ثابت عبد الرحمان إدريس، جمال الدين محمد مرسي، الإدارة الإستراتيجية، مفاهيم ونماذج تطبيقية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 246.

³ - نبيل مرسي خليل، هل يمكن لشركتك النجاح بدون إعداد خطة إستراتيجية؟، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1995، ص: 24.

⁴ - حمدي عبد العظيم، خارطة طريق للتدريب وثقافة البورصة، مجلة البحوث الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، عدد خاص، أبريل 2004، ص: 32.

المالية"¹، إن الأدوات المالية المستحدثة والبرمجيات التي تسهل العمل من خلالها تحتاج إلى التعرف عليها، والإطلاع على مختلف خصائصها والقوانين التي تنظم وتحكم التعامل فيها، والتدريب على كيفية التعامل معها محليا ودوليا في ظل الاتجاهات الحديثة لعولمة أسواق المال والنقد والربط مع البورصات العالمية.

لذلك أصبح التدريب على التعامل مع المشتقات المالية والبرمجيات المرتبطة بها، مثل عقود الإختيارات، والعقود المستقبلية، وعقود المبادلة أكثر من ضرورة، ومن ثمَّ يمكن اعتبار التدريب أداة هامة ومساعدة للإدارة على رفع إنتاجية العناصر البشرية العاملة في الشركات المصدرة لهذه الأوراق، أو المستثمرة فيها.

المبحث الثالث: العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية

أدت القيود التي فرضتها القوى الرأس مالية عن طريق المؤسسات المالية الدولية المقرضة إلى تبني إصلاحات كبيرة وعميقة نحو اقتصاد مفتوح تحكمه قوى العرض والطلب بدافع تحقيق أقصى ربح ممكن في ظل منافسة عادلة بين مختلف المؤسسات، والتي يكون لها حرية المفاضلة بين وسائل التمويل من خلال السوق المالي، مما يخلق مرونة في المعاملات المالية وتسهيل الإستثمار الأجنبي و الإنفتاح على العالم الخارجي، الأمر الذي يساهم وبشكل كبير في تنمية أسواق الأوراق المالية، ولتحقيق هذه التنمية الشاملة يستوجب القيام بمجموعة من الإصلاحات والتي تلمس جوانب مهمة في الاقتصاد تعمل في مجملها على وجود نظام اقتصادي منفتح ومرن، وذلك سنتطرق إليه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: الجانب التشريعي المتعلق بالخصوصية

لا يتم الإنتقال من الإقتصاد الموجه إلى الإقتصاد الحر عن طريق قرار سياسي وحسن النوايا، وإنما يكون عبر آليات إقتصادية، قانونية، تكفل التحول السلس والمنظم نحو الإنفتاح والعمل من خلال آليات السوق المفتوحة.

يؤسس الجانب القانوني لبنية إقتصادية قوية تعمل على تنظيم وتقنين كل التعاملات بمختلف أشكالها بشكل واضح وشفاف يُحفظ من خلاله حقوق جميع المتعاملين، كما تحدد لهم واجباتهم إتجاه البلد الأصلي أو المضيف (كدفع الضرائب والرسوم، حركة الأفراد، آليات الإستيراد والتصدير، إنتقال اليد العاملة الخبيرة... الخ)، على أن تتم متابعة هذه القوانين وتطبيقها من خلال الجهات الرسمية التي تتمتع بالصلاحية والإختصاص، والتي تتابع مختلف مراحل التحول والإستراتيجية المتبعة في ذلك بشكل يؤدي إلى نجاح سياستها نحو الإنفتاح الإقتصادي.

أولاً: الإطار القانوني التنظيمي للخصوصية

تعتبر عملية الخصوصية في مفهومها العام الانتقال من القطاع العام نحو القطاع الخاص، لإعطائه دورا متزيدا في الإقتصاد، عن طريق التخلي عن المؤسسات المفلسة للنهوض بها وتحقيق إنتاج أعلى ورجحية أكبر، وفتح المجال للقطاع الخاص لإنشاء وتسيير مؤسسات اقتصادية لها الحق في المنافسة واكساب حصة في السوق.

¹ - نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة، جامعة حلوان، القاهرة، مصر، 2007، ص: 274.

بعد انهيار المعسكر الإشتراكي مع مطلع التسعينات انضمت معظم دول العالم إلى المنظمة العالمية للتجارة، حيث ساهمت في إرساء أسس التجارة الدولية في مختلف المجالات وبشكل يوفق بين مصالح مختلف الدول وفق قواعد وقوانين تم الاتفاق عليها في إطار المبادئ العامة للمنظمة وفق النظام الرأسمالي، مما أدى إلى زيادة المبادلات التجارية بين الدول الأمر الذي ساهم وبشكل مباشر في نمو التجارة الدولية من سلع وخدمات وانتقال لرؤوس الأموال وكذا انتقال اليد العاملة المتخصصة في مختلف المجالات، مما فرض على الدول النامية تكييف إقتصادياتها بشكل يتماشى مع هذه المتغيرات العالمية، وهذه الإصلاحات تتم من خلال فترات زمنية لا تقل عن الخمس سنوات للدول النامية وسبع سنوات للدول الأقل نمواً من خلال جداول زمنية هي عبارة عن فترات انتقالية تسمح للدول المعنية بإصدار تشريعات وقوانين تلمس الجانب الإقتصادي لجعله يتلاءم مع الإتفاقيات الدولية التي التزمت بتطبيقها.

لا يوجد معيار تتبعه الدول قابل للتطبيق في كل مكان وزمان يؤدي إلى تنظيم عملية الخوصصة من حيث ما يجب تضمينه في القانون، فلكل دولة خصوصيتها ورؤيتها للتحويل الإقتصادي، لكن ما يجمع مختلف التوجهات هو عدم تقييد القانون باعتبارات تقنية وفنية تتغير من حالة لأخرى لضمان المرونة المطلوبة، فهي بشكل عام عملية 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.

ثانياً: أهداف الخوصصة. تهدف الخوصصة من خلال هذا المفهوم العام إلى تحقيق جملة من الأهداف المشتركة بغض النظر عن كيفية تطبيقها والمتمثلة في¹:

- **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 الإكتتاب العام للأسهل التي تصدرها المؤسسات المعروضة للخوصصة 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 للإكتتاب العام في البورصة مما يساهم في تنشيطها.

ينظم الإطار القانوني عملية الخوصصة من مختلف جوانبها، حتى لا تكون العملية فوضوية وعشوائية قد تكون نتائجها عكسية وتؤدي بالإضرار بالمصالح الإقتصادية للبلد المعني وتبديد المال العام، لذلك وجب على السلطات الوصية متابعة الإجراءات من خلال تشريع قوانين تضمن السير الحسن من خلال خطوات مدروسة بشكل ممنهج تؤدي إلى إنتقال سلس دون عوائق نحو

¹ - عبد الله سالم، الخوصصة وتقييم الأصول في البورصة، مكتبة النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1996، ص: 25.

القطاع الخاص، مما يخلق بيئة مناسبة تعبر عن وجود إرادة سياسية داعمة للتوجه نحو الخصوصية ودعم الإستثمار، ينشط من خلالها المستثمرون بكل أريحية وشفافية وذلك من خلال ما يلي¹:

- **درجة التفصيل:** تختلف قوانين الخصوصية من دولة لأخرى من حيث المضمون، وهذا وفقا للسياسة العامة للدولة في التحول لإقتصاديات السوق، فبعضها شديد التفصيل، بينما يكتفي بعضها الآخر بتقنين المبادئ الكبرى التي ينبغي أن تسير عليها برامج الخصوصية و يرجئ التفاصيل و الإجراءات التنفيذية إلى نصوص قانونية من درجة أدنى توضح وتسهل ما تم تقنينه و متطرفة إلى أدق التفاصيل.

- **مجال الخصوصية:** حيث أن هنالك قوانين تنحصر على المؤسسات التي يراد خصوصتها، بينما قوانين أخرى تتسم بال مرونة فتضع محددات عامة للمؤسسات القابلة للخصوصية، و في هذه الحالة يتطرق القانون إلى نطاق الخصوصية بذكر معايير يعرف من خلالها ما يدخل في ذلك النطاق أو ما يخرج عنه بما يتماشى مع توجهات مخططات التنمية.

- **الإطار الزمني:** يؤدي تنظيم حملة إخبارية وإعلامية لتوضيح فوائد الخصوصية التي يمكن الإستفادة منها على مستوى الفرد وعلى مستوى الجماعة والمؤسسة إلى تقبلها لدى الرأي العام، وتم الحملة خلال فترة زمنية غير محددة تتزامن والمضي قدما في العملية، تنص بعض القوانين في بعض البلدان على إطار زمني محدد للإنتهاء من عمليات الخصوصية، بينما تترك أخرى الأمر مفتوحا.

- **صيغ الخصوصية:** مهما كانت صيغة الخصوصية المتبعة يجب على القانون المنظم للعملية أن يقدم ضمانا كافيا لإنجاز الصفقات بشفافية واختيار المستثمرين بطريقة عادلة، حيث يوفر ضمانا كبيرة ضد الرشوة و البيروقراطية خاصة في ظل نظام قضائي مستقل و نزيه.

المطلب الثاني: القوانين و التشريعات المنظمة للإستثمار

يعد الإستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم البدائل عن الديون لتمويل الأنشطة الاقتصادية، حيث تعمل مختلف الدول على جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة، وذلك بتوفير مختلف التسهيلات القانونية والإدارية للعمل على تسهيل الترتيبات والإجراءات المتعلقة به. يوفر الإستثمار الأجنبي المباشر العديد من المزايا للدول المضيفة له خاصة الدول النامية، فهو يوفر الأموال اللازمة لإقامة مشاريع تتطلب تكنولوجيا عالية، كما توفر هذه المشاريع مناصب شغل للمواطنين، الراغبين والقادرين على العمل دون اللجوء إلى الإستدانة.

أولاً: قانون الإستثمار الأجنبي المباشر

يمهد قانون الإستثمار لأرضية تمكن المستثمر المحلي أو الأجنبي من العمل وفق قوانين تحمي مصالحه وتضمن السير الحسن لمشروعاته التي وظف فيها أمواله، أملا في أن يتحصل من خلالها على أرباح رأس مالية تزيد من ثروته، لذلك يجب أن يكون

¹ - منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصوصية المشروعات العامة، خلاصة الخبرات العالمية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2005، ص:69.

قانون الإستثمار واضحاً في كل فقراته، مبيناً لكل جوانبه، وموضحاً كيفية التعامل مع الخلافات التي قد تنشأ مع الجهات الوصية، والعمل على تغطية الثغرات وإزالة الغموض وذلك من خلال ما يلي¹:

- أن تتميز النصوص القانونية ضمن قانون الإستثمار بالوضوح من حيث الدعوة الصريحة للشركات الأجنبية بالإستثمار، الحوافز المقدمة، الضمانات، كيفية تسوية النزاعات (التحكيم)، الهيئة التي تشرف على عملية توجيهه و تنظيمه ومتابعته... الخ؛

- ثباتها على الإستثمارات، إذ في هذا الشأن المراجعات أو الإلغاءات التي تجري في المستقبل لا تطبق على المشاريع الإستثمارية التي أنجزت أو التي هي في طور التشغيل إلا إذا طلبت الشركات الأجنبية بذلك؛

- أن لا يشوب قانون الإستثمار الغموض، أو يمتاز بثغرات قانونية تضر بمصالح المستثمرين؛

- أن يكون أداة حقيقية لترجمة السياسات المتبعة إلى إجراءات حقيقية لتحقيق الأهداف المسطرة في جذبه؛

- أن تتبع الشروط السابقة الذكر بإجراء عملي، أين بموجبه يتم فرض تلك النصوص بقوة القانون ميدانياً، ولا يكون ذلك سوى في دولة تتسم بسيادة القانون و بالشفافية، حتى يؤكد قانون الإستثمار الإرادة الحسنة للدولة، و أن يكون فعل قائم على حسن النوايا في الإسهام الممكن للإقتصاد الوطني تجاه الإستثمار مهما تكون طبيعته أو جنسيته.

ثانياً: القانون المنظم لحركة رؤوس الأموال المرافقة للإستثمار

إن وجود بنية مؤسسية وقانونية وتنظيمية يساعد على نجاح التحرير المالي، وتجنب فشل الأسواق المالية ودخولها في أزمات هي في غنى عنها، وانخفاض مؤشرات أدائها، وهو الذي يفرض وجود سلوك سليم مبني على لوائح محددة للتعامل في السوق المالي مع تنظيم وتنسيق مؤسسي يحدد هيكل هذا السوق، ويزيد من مصداقية المعاملات وتجنب عدم الشفافية والتواطؤ.

هذه الأطر التنظيمية تظهر من خلال فاعلية النظام الضريبي (على اعتباره أحد ركائز السياسة المالية) بالنسبة للأطراف المتعاملة في الأسواق المالية، القائم على تحسين التحصيل الضريبي ومكافحة التهرب الضريبي بنشر الوعي الضريبي قصد تغيير الذهنيات المعادية للضريبة، وزيادة درجة الثقة ما بين الإدارة الضريبية والشركات والأفراد عند تقديمهم للبيانات المالية المعبرة عن نشاطهم ونتائجها، ينتج عنه في الأخير زيادة المردودية المالية لمختلف الضرائب وزيادة درجة المصداقية، التي تسهم في تنمية الأسواق المالية.

كما تظهر أهمية البنية القانونية في ضرورة توافر أطر تشريعية مناسبة تضمن لأطراف السوق المالي حقوقهم، الذي من شأنه أن يعمل على توسيع نطاق التبادل في السوق المالية، و يمكن للشركات الحصول على تمويل مستقر طويل الأجل من خلال

¹ - فارس فضيل، أهمية الإستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر و المملكة العربية السعودية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم والإقتصادية وعلوم التسيير، قسم: العلوم الاقتصادية فرع: التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004، ص: 177.

هذه الأسواق، في حين أنه في ظل وجود أنظمة قانونية لا تليق بحجم السوق المالي ولا ترقى لطموحات أطراف السوق، فإن المعاملات المالية تميل لأن تتجه إلى الأدوات التي تتسم ببساطة إجراءات الإلزام كالديون المضمونة بأصول الشركة، وقد يقل الاعتماد على الأدوات طويلة الأجل في الأسواق المالية، ويزداد الاعتماد على القطاع البنكي المحلي لأنه يتمتع بميزة نسبية في جمع المعلومات عن المقترضين ومن ثم الميزة الرقابية عليهم¹.

المطلب الثالث: الجمارك والضرائب

أولاً: الجمارك

يعرف البحثان « J.DUCROQ » و « M.SHMIDILIN » الجمارك في كتابهما :

(*l'organisation et la réglementation de commerce extérieur*) " إن المهمة الأساسية والمألوفة لإدارة الجمارك هي السهر على تطبيق التعريف، لكي يتم حماية الإقتصاد الوطني و هذا عن طريق إستعمال الأنظمة الخاصة، بحيث نؤقلم هذه الحماية مع متطلبات التصدير، و كذلك تقوم على مراقبة التجارة الخارجية و الصرف في مرحلة التصدير و الإستيراد و في ميدان الجباية، تقوم إدارة الجمارك بتحصيل الضريبة على القيمة المضافة و الضرائب الداخلية للبضائع المستوردة لغرض الاستهلاك"².

من خلال التعريف السابق نخلص إلى أن عمل الجمارك لا يقتصر فقط على حراسة الحدود و تدوين كل المبادلات من و إلى البلد المضيف، بل يتعدى ذلك إلى مراقبة حركة السلع والخدمات والأفراد و رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية، تكمن أهمية نشاط قطاع الجمارك والمتعلق أساسا بالإستثمار الأجنبي و ما يترتب عليه من معاملات مالية دولية و إنتقال لرؤوس الأموال من وإلى البلد المستضيف، والرقابة التي يمكن أن يفرضها هذا الجهاز عن طريق مجموعة نصوص قانونية تنظم كل ما يتعلق بالوظيفة الجمركية في ما يخص البلد المعني، كما أن هناك قوانين عملية متجددة تصدر عن الهيئة التشريعية في الدولة و المتمثلة في القوانين المالية السنوية، التي تصدر مع مطلع كل سنة جديدة.

بالإضافة إلى القوانين الوطنية هناك اتفاقيات وتوصيات تصدر عن المنظمة العالمية للجمارك ومقرها العاصمة البلجيكية بروكسل، والتي تهدف إلى توحيد التعاملات على المستوى الدولي لإيجاد أرضية مشتركة لتسهيل المعاملات الدولية وتنظيمها بشكل يسهل عمليات التبادل الدولي، ويحد من الأنشطة غير المشروعة بشكل جماعي لحماية إقتصاديات دول العالم³.

يمثل قانون الجمارك الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها إدارة الجمارك في حماية الإقتصاد الوطني، فهو يمثل مرجعا يتضمن التشريعات والتنظيمات المتعلقة بالنشاط الجمركي، و هو كذلك عبارة عن مرشد جمركي، إذ تستمد إدارة الجمارك أحكامها منه، و يتم تطبيقه عبر كامل الإقليم الجمركي، بحيث تنظم مواده عمليات الإستيراد و التصدير، وكذا العلاقات التجارية مع

¹ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 201.

² - طویل آسیا، دور الجمارك في حماية الإقتصاد الوطني، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص: 2.

³ - زايد مراد، دور الجمارك في ظل إقتصاد السوق - حالة الجزائر -، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 244.

الخارج و مراقبة الأنشطة في الموانئ والمطارات و المتابعة القضائية لقمع الجرائم المرتكبة وكذلك مراقبة الحدود، و أخيرا حماية الثروة الحيوانية والنباتية وصيانة التراث الفني و الثقافي من التهريب عبر الأسواق السوداء.

" يعرف التشريع الجمركي على أنه مجموع الأنظمة و القوانين المطبقة عند التصدير و الإستيراد، كما يطبق على تداول وعبور البضائع، و حركة رؤوس الأموال عبر القنوات الرسمية، و وسائل الأداء سواء تعلق الأمر بتحصيل الضرائب و الرسوم الجمركية، و ردها في بعض الأحيان، و عند تطبيق إجراءات الحظر و القيود الأخرى و كذا مراقبة تطبيق الصرف و كذا الأحكام المتعلقة بمكافحة التهريب و قمع الغش التجاري و الجبائي"¹.

من خلال التعريف السابق نخلص إلى أن التشريع الجمركي عبارة عن نصوص قانونية، تنظيمية، تبين مجال عمل إدارة الجمارك، و تبرز دورها في تطبيق قانون الجمارك، قانون التعريف الجمركية و التشريع الجمركي، فهي تسهر خلال عمليات المراقبة و المتابعة، لعمليات الإستيراد و التصدير على تطبيق التشريع الخاص بالتجارة الخارجية، و التشريع الذي ينظم العلاقات المالية مع الخارج، و ذلك في إطار المجال الجمركي، ويشمل التشريع الجمركي بالإضافة إلى ذلك، على نصوص قانونية رديعة وقائية، بواسطتها يتسنى لإدارة الجمارك أن تقمع الجرائم الجمركية التي تصدر من الأفراد في محاولتهم لمخالفة القواعد الجمركية، و هذا باعتمادهم لمبررات، كثيرا ما يكون الغرض المالي أبرزها عند البعض، الأمر الذي يتوجب عليها أن تحرص على التوفيق بين التوسع الإقتصادي للدولة و مراقبة شرعية المعاملات، حتى تجعل حدا لجشع العديد من الأعوان الإقتصاديين، و يحثهم الربح الوفير بطرق احتيالية جد متطور، يتم اللجوء إليها، وذلك بغية تحقيق الربح السريع.

يهتم المستثمر بقانون الجمارك من حيث أنه مساعد على الإستثمار أم لا، باعتباره مؤشر مهم جدا لمناخ الإستثمار المرافق للسياسات المكونة له، فإذا عمدت السلطات على عدم منح تسهيلات و التخفيف من الإجراءات الجمركية المصاحبة للإستثمار، فإن المستثمرين لن يقدموا على الإستثمار، والعكس إذا كانت التعاملات الجمركية سهلة و ميسرة للجميع بشكل عادل و منظم، فإن ذلك يدل على توجه الدولة نحو تشجيع الإستثمار و توفير كل التسهيلات له.

ثانيا: الضرائب

تعتبر القوانين الضريبية من بين المؤشرات الهامة التي تؤثر على قرار المستثمر من جهة، و من جهة ثانية تعمل على تفعيل و تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال السياسة المالية، و تستخدم الإعفاءات الضريبية المنصوص عليها في هذه القوانين كحافز على الإستثمار المباشر و غير المباشر، و تشمل الحوافز كل من جانب الإعفاءات الضريبية لشركات المساهمة العامة و تشجيعها، بحيث تكون تتحمل عبئ ضريبي أقل من الشركات غير المدرجة، بهدف تشجيع تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة عامة، و توجيهها نحو السوق، كما يمكن أن تشمل التحفيزات تخفيضات الضرائب على أرباح الشركات الناتجة عن الأرباح التي يتم تحقيقها من التعامل في الأوراق المالية²، و تنقسم إلى:

¹ - قانون الجمارك، 1998، المادة 3 منه.

² - طالي محمد، الرقابة الجبائية في النظام الضريبي الجزائري، رسالة ماجستير غير مشورة، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002، ص: 8.

- **التشريع الضريبي:** والمقصود به تقنين المعاملات الضريبية بين الممولين و المكلفين الضريبيين من جهة، و الإدارة الضريبية من جهة أخرى كما يعتبر المرجعية القانونية لأي نظام ضريبي و السائد في ذلك البلد.

- **الإدارة الضريبية:** إن تحقيق أهداف السياسة الضريبية المثلى لأي مجتمع إنما هو رهن لمستوى كفاءة إدارته الضريبية، فالإدارة الضريبية والتي تختص بتنفيذ القوانين الضريبية و إقتراح التعديلات و التشريعات الضريبية التي ترقى بالنظام الضريبي إلى درجات من الإتقان و الكمال، تساعد المجتمع على تحقيق أهدافه الإقتصادية والإجتماعية والسياسة بما يتماشى مع السياسة الإقتصادية المتبعة من طريف البلد المعني، فالإدارة الضريبية بهذا المفهوم مزيج من العناصر الإدارية و القانونية و المالية، و بحكم تطبيقها للقوانين الضريبية تستلزم لإنجاز مهامها الإحاطة بالكثير من النواحي القانونية، وهي في هذا مجهزة بكافة المعلومات من منشورات، دوريات و تعليمات، حيث تبرز الصورة الحقيقية لفعالية النظام الضريبي و مدى نجاحه، كما ألها تساهم وبشكل كبير في إنجاح السياسة الضريبية ومتابعتها وتقييمها بما يتماشى ومتطلبات المرحلة.

- **السياسة الضريبية:** تهدف السياسة الضريبية إلى تنظيم و توجيه مختلف الإجراءات والتدابير الضريبية المختلفة التي يتم إتخاذها ضمن بيئة إجتماعية معنية من طرف سلطة تشريعية متخصصة، بهدف تحقيق التوازن المالي للدولة لتحفيز التنمية الإقتصادية، فالسياسة الضريبية هي: "فن الإقتطاع بأحسن صيغة ممكنة مبلغ من الضرائب محدد مسبقا و تمتد عبارة أحسن صيغة ممكنة إلى عدة جوانب منها: العدالة الإجتماعية، التجارة الخارجية، التطور التقني والتكنولوجي...، و كذلك تنمية الإدخار"¹، وتشكل السياسة الضريبية في الأساس من:

أ- النظام الضريبي:

" يعرف النظام الضريبي بأنه مجموعة التشريعات والسياسات والأجهزة التي تخطط وتدبر وتنفذ عمليات تعبئة أو جباية الإقتطاعات المالية التي يؤديها الأشخاص الطبيعيون والمعنويون للدولة بصورة جبرية ونهائية وبدون مقابل خاص ومباشر".
" ويعرف من وجهة نظر أخرى على أنه مجموعة الضرائب والرسوم المطبقة في بلد ما، ويتولد عنه عدة تأثيرات منها على الخصوص التنظيم الإنتاجي للمؤسسات و الإستثمارات المحلية و الأجنبية، وذلك لأن فكرة الحيادية في الضريبة أصبحت مقولة لا أساس لها من الصحة"².

ب- البيئة الضريبية:

وهي عبارة عن ظروف البيئة الاجتماعية التي سيتم تطبيق قوانين الضرائب فيها، والأخذ بعين الاعتبار الضغط الضريبي الذي سينتج عنها، ومدى استجابة إدارة الضرائب ومرونتها في تطبيقها، إن منح امتيازات ضريبية من طرف الحكومة من شأنه أن يشجع رؤوس الأموال الأجنبية على الإستثمار، وكخطوة مشجعة لا يتم فرض ضرائب على عمليات استيراد الآلات والمعدات أو تصدير المنتجات النهائية وإنما يكون الإقتطاع من الأرباح، والذي يتوقف على مدى نجاح عملية الإستثمار³.

¹ - M. LAURE, **Influence de la fiscalité sur la formation de l'épargne**, 2^{ème}, Dalloz, Paris, 1991 P: 290.

² - أحمد عبد العزيز الشراوي، **السياسة الضريبية والعدالة الإجتماعية**، معهد التخطيط القومي، القاهرة، مصر، 1981، ص:06.

³ - يونس أحمد البطريق، **إقتصاديات المالية العامة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص:122.

خلاصة الفصل:

توفر سوق الأوراق المالية مصدر تمويلي بديل مهم بالنسبة للدول النامية التي تعاني من نقص في السيولة، أو التي تريد تنويع مصادر التمويل لديها، حيث يعمل هذا الشكل من التمويل على توفير الأموال اللازمة لإنشاء مشاريع إقتصادية تساهم بشكل كبير في الإقتصاد الوطني للدول المضيفة، وبالتالي عدم لجوء الدول النامية إلى الديون الخارجية الممنوحة من الدول المتقدمة عن طريق مختلف المؤسسات المالية الدولية، والتي تثقل كاهلها بالشروط السياسية المصاحبة لهذه القروض من جهة، ومن جهة أخرى الفوائد الكبيرة المفروضة على هذه القروض والتي تتسبب بمشاكل إقتصادية كبيرة لهذه البلدان النامية.

يضمن الإستثمار الأجنبي المباشر توفر رؤوس الأموال اللازمة لإقامة مشاريع مكلفة، وتتطلب تكنولوجيا عالية، و يعمل على توفيرها وتسييرها عن طريق يد عاملة متخصصة، كما تساهم هذه المشاريع المقامة في زيادة صادرات الدول من السلع والخدمات، أو على الأقل توفير هذه المنتجات في السوق المحلي، وعدم اللجوء إلى إستيرادها من العالم الخارجي.

إن مشاركة الأجانب في السوق المحلية عامل من عوامل تطويرها، ولتفعيل هذه المشاركة على الدولة المضيفة للإستثمار أن تعمل على خلق البيئة المناسبة، وذلك بتفعيل الجانب القانوني المتفق عليه دولياً والمنظم لمختلف مراحل الإستثمار ومجالاته، والذي يفرض العمل بالمقاييس الدولية المعمول بها في الأسواق العالمية، لحماية المستثمر، وتوفير ظروف مثلى للإستثمار.

تمتلك الدول المتقدمة كل ما تطرقنا إليه من **العوامل الأساسية لتنمية أسواق الأوراق المالية**، وفي ظل هذه المعطيات يمكن للدول النامية أن تطور أسواقها المالية، وفق ما تطورت به الأسواق المتقدمة ووصلت إلى ما وصلت إليه الآن، والعمل على ذلك بكل جدية للوصول إلى الإستفادة الكاملة مما توفره السوق من إمكانيات كبيرة وبديلة لتمويل المشاريع التي تخدم المصلحة الوطنية الهادفة إلى تحسين الإقتصاديات النامية، وتحقيق أكبر قدر ممكن من التنمية والنمو، والتخلص من مشكل التبعية للعالم الخارجي.

كما تبين لنا من خلال معطيات هذا الفصل أنه للعمل على تحقيق **العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية** يجب على السلطات الوصية إتخاذ مجموعة من الإجراءات الإقتصادية والقانونية التي تمكن المستثمرين سواء المحليين منهم أو الأجانب من ممارسة نشاطهم بكل شفافية، وفق إجراءات تضمن لهم المنافسة العادلة، وحماية ممتلكاتهم من أي تغير قد يطرأ خارج قوى العرض والطلب.

الفصل الثاني

الدراسات السابقة في الموضوع

تمهيد:

سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى أهم الدراسات السابقة في الموضوع، حيث توصلنا في حدود إمكانياتنا إلى مجموعة من البحوث من مقالات وكتب، و رسائل جامعية، والتي تتناول الموضوع من زوايا مختلفة، من خلال التطرق إلى أهمية تحرير تجارة الخدمات المالية من جهة، و إلى المكاسب التي يمكن تحصيلها وأثرها على القطاع المالي من جهة ثانية، والتي كانت تركز على الأداء المالي لإقتصاديات الدول النامية نتيجة التحرير، والتأكيد على الاستفادة منه بالنسبة للدول التي تنتمي للمنظمة العالمية للتجارة، أما بخصوص الدراسات التي تناولت تنمية أسواق الأوراق المالية فمنها من أعطت حلول مبنية على تجارب الدول المتقدمة، و منها من حاولت الربط بين تنميتها المؤسسية و الإقتصادية، واجتمعت في نقطة واحدة وهي تقديم معايير أساسية لوجود وتنمية هذه الأسواق.

سنعمل على تقسيم هذه الدراسات على أساس التي تناولت الموضوع باللغة العربية، والتي تناولته باللغة الأجنبية، والتي كانت في مجملها بعد سنة 1997 وهو تاريخ توقيع اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، محاولين إبراز المتغيرات التي تطرقت إليها الدراسة، والبيئة التي تمت من خلالها، و أهم النتائج التي توصلت إليها، وذلك كله بناء على الأهداف المسطرة لها، والعمل على انتقادها بشكل يبين ويسهل إظهار ما يميز أهداف و متغيرات ونتائج بحثنا على البحوث السابقة، والإضافة التي سنساهم بها من خلاله.

المبحث الأول: تقديم وتحليل الدراسات السابقة باللغة العربية

سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى أهم الدراسات التي تناولت الموضوع محل البحث باللغة العربية، مظهرين أهم النتائج المتوصل لها، والعمل على تحليلها و انتقادها بما يظهر مميزات عملنا.

1. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.

الدراسة عبارة عن بحث مقدم في شكل كتاب منشور، في طبعته الأولى، بدار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، تناول الباحث العلاقة بين تنمية أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي عبر مجموعة من المراحل، حيث ربط تنمية أسواق الأوراق المالية بإستراتيجية التحرير المالي، وتطرق من خلالها إلى المفاهيم المتعلقة بتحرير القطاع المالي، والخطوات الواجب إتباعها في عملية التحرير المالي، و المؤدية إلى فتح حساب رأس المال وبالتالي تحرير القطاع المالي بشكل منظم وفق قوانين وتشريعات تفرض شروط على مختلف المتعاملين الإلتزام بها والتقييد بمبدأ المصلحة العليا للبلاد، ولمعرفة مدى تنمية أسواق الأوراق المالية إستعمل مجموعة من المؤشرات، والمتمثلة في ما يلي:

- مؤشر حجم السوق؛
- مؤشر السيولة؛
- مؤشر تمرکز السوق؛
- مؤشر عدم الإستقرار؛
- مؤشر التنمية المؤسسية والتنظيمية؛
- مؤشرات إندماج السوق، وتسعير الأصول.

وللوصول إلى نتائج المرجوة تم تطبيق دراسة الحالة على سوق الأوراق المالي لمصر، واستخدم تقنية السلاسل الزمنية متتبعا عن طريقها نمو عدد المؤسسات المدرجة في السوق، أين لا حظ زيادتها، و استنتج على أساسها أن هناك علاقة طردية بين تنمية أسواق الأوراق المالية وبين النمو الإقتصادي، كما أكد أيضا على أن النمو الإقتصادي يسهم بدوره في تنمية سوق الأوراق المالية.

لكن الواقع العملي يثبت أنه ليس بالضرورة وجود علاقة طردية بين تنمية أسواق الأوراق المالية و النمو الإقتصادي، بدليل أن هناك دولا تحقق معدلات نمو سنوية جيدة و مقبولة لكن أسواقها لا تعرف تنمية ومثال ذلك الجزائر، أين عرف الإقتصاد الجزائري مستويات نمو كبيرة خاصة في مرحلة ارتفاع أسعار البترول لكن البورصة بقية تراوح مكانها وهو ما سنؤكده ونوضحه من خلال الفصل التطبيقي، وكذلك هناك دول متقدمة تعرف نمو ضعيفا جدا، بل هنالك من تعيش حالة ركود بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة لكن أسواقها قائمة على تنمية كبيرة في مختلف المجالات، وبالتالي لا يمكن ربط تنمية أسواق الأوراق المالية بعملية النمو الإقتصادي.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

2. جمال الدين سحنون: شروط بروز أسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر 2008.

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة أن يبين أن لأسواق الأوراق المالية الناشئة دلائل كثيرة على قدرتها في تعبئة رؤوس الأموال وتحقيق أفضل أداء بين الأسواق المالية العالمية، كما أظهرت الدراسة التي قام بها أيضا أن الأسواق المالية الناشئة تساهم مساهمة كبيرة في تحقيق التنمية في بيئة اقتصادية عالمية تتميز بتحرير النشاط الإقتصادي واعتماد آلية السوق في تخصيص الموارد، كما اقترح مجموعة من العوامل التقنية والإقتصادية، والتي يمكن من خلالها إبراز سوق الأوراق المالية، و كانت أهم النقاط التي خلص إليها بعد إجراء مقارنة بين تونس، مصر، والجزائر تتمثل في ما يلي:

- يمكن الارتكاز على البورصة لإنجاح الخوصصة وجعلها إيجابية، لكن هذا الإجراء يحتاج إلى قرار سياسي من طرف السلطات خاصة في الجزائر؛

- إن هيئات الضبط لا تزال تحتاج إلى تفعيل دورها في تنشيط بورصة الأوراق المالية، مما يجعلها أداة توفر البيئة القانونية والتنظيمية والإدارية التي بإمكانها تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، وبعث الثقة لدى المتعاملين في السوق؛

- إن تفعيل سوق الأوراق المالية من خلال مواجهة التحديات، خاصة تلك المتعلقة بالشفافية وتنميتها، وإيجاد مؤشرات إقتصادية دقيقة عن كل القطاعات الإقتصادية مما يسمح للسوق بالعمل بفعالية على ضوء تلك المعلومات والتي من شأنها أن تؤثر إيجابا على انضمام الجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة (OMC)؛

- ضرورة تبادل التجارب بين مختلف القائمين على سوق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا بهدف الإستفادة من التجارب المختلفة لهذه الدول فيما بينها؛

- ضرورة تطوير نظام إفصاح شامل يعتمد على مبدأ تدفق المعلومات المالية إلى سوق الأسهم، لأن متطلبات العرض والإفصاح يجب أن تتطور تبعا للتطورات الإقتصادية التي تحدث في السوق؛

- يجب على لجنة تنظيم البورصة ومراقبة عملياتها بصفتها سلطة الضبط أن تقوم بحملة واسعة لتوعية كافة المتعاملين في السوق، لأن وسائل الإعلام يجب أن تستغل بهدف القيام بواجباتها على أكمل وجه والمتعلقة بالنشر والعرض الجيد لأخبار السوق، وتبدي بالأراء الموضوعية التي تساعد على إعادة الثقة إلى السوق وطمأنة المتعاملين.

الباحث ومن خلال مقارنته حاول إقتراح مجموعة من العوامل والتي تساهم في بروز أسواق الأوراق المالية، و من بين ما إحتوته الدراسة جمعها بين عدة تناقضات، والتي تمثلت أساسا في ما يلي:

- اعتمد على النموذج الفرنسي في عمليات الرقابة في البورصة ؟ في حين أن النتائج التي خلص إليها كانت من خلال مقارنته واقع بورصة الجزائر بسوق الأوراق المالية في كل من تونس ومصر؛

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

- إعتد على بورصة القيم المنقولة في كل من مصر وتونس للنهوض ببورصة الجزائر، والتان تعتبران متواضعتان جدا إذا ما قورنت بالدول المتقدمة، ولم يتطرق إلى كيفية الإستفادة من تجارب الدول المتقدمة على كل الأصعدة للنهوض ببورصة الجزائر؛

- لم يتطرق الباحث نهائيا إلى الإطار القانوني الذي يمكننا من الإستفادة من خبرات الدول في هذا المجال، وترك المجال مفتوحا أمام الإتفاقيات الثنائية والإقليمية التي تفقد إعتبارها أمام المصالح العالمية؛

- إعتداده على مجموعة من المؤشرات لتحليل الأداء على مستوى مؤسسة البورصة فقط، ولم يبرز أهمية وموقع بورصة كل من تونس ومصر على المستوى الدولي؛

- مقارنة مصر وتونس الدولتين الفقيرتين اللتان تعتمدان على المساعدات الخارجية ؟ بالجزائر الدولة التي تملك مقومات إقتصادية كبيرة، وتحوز على وسائل ضغط تمكنها من إفتكاك الكثير من المصالح وعلى أعلى المستويات.

3. صالح أحمد صالح البربري: عولة أسواق رأس المال في إطار إتفاقية تحرير الخدمات المالية- المخاطر وأساليب مواجهتها، مؤتمر الجوانب القانونية و الإقتصادية لاتفاقيات منظمة التجارة العالمية، دبي 2004.

قدم الباحث من خلال مقاله لمحة عامة عن إتفاقية تحرير الخدمات، ثم الملحق الخاص بتحرير الخدمات المالية، وموضوع هذا الملحق هو النصوص العامة الواردة في الإتفاقية وشرح بعض الخصوصيات المتعلقة بالقطاع المالي وأهم عناصرها، والتي تناولت تعريف الخدمات المالية، والمجالات التي تشملها، كما تناولت التنظيم الداخلي فيما يتعلق بحرية الأعضاء الموقعين على الإتفاقية من اتخاذ الإجراءات التي يرونها مناسبة بدافع الحيطه و الحذر، أو لحماية المستثمرين أو الأشخاص الذين يحتاجون أي نوع من الحماية من جانب مؤدي الخدمات المالية، وكذلك نظام الإجراءات التحفظية التي تتخذها أي دولة، كما تضمن نظام التحكيم وانتهى بوضع التعريفات التي وردت في هذا الملحق.

أما في الجزء المتعلق بأسواق الأوراق المالية، فقد تطرق الباحث إلى مفهوما ومخاطر عولة هذه الأسواق على إقتصاديات الدول النامية، وحصر هذه المخاطر في الأموال الساخنة، ومدى قوة تأثيرها على إقتصاديات الدول النامية، كما حذر من خطر تكتل المؤسسات الدولية النشاط، ومدى قدرتها في التحكم في إقتصاديات الدول المضيفة، و الذي يؤدي إلى سيطرة الأجانب على المشاريع والمؤسسات ذات الأهمية الكبرى محليا، وأشار لخطر ظاهرة غسيل الأموال إذا ما تم تحرير حركة رؤوس الأموال، وخلصت الدراسة بمجموعة من الإقتراحات، والتي من شأنها تجنب الدول النامية مخاطر التحرير المالي، والتي تمثلت في ما يلي:

- وجوب تصدي القوانين المحلية للمضاربة غير المشروعة؛
- حماية الصناعات الإستراتيجية المحلية، بوضع ضوابط لتنظيم الإستثمارات الأجنبية؛
- إلغاء الجنات الضريبية، ومحاربتها؛
- فرض ضريبة على المعاملات المالية؛
- مكافحة غسيل الأموال.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

ركز الباحث على الجانب السلبي المتعلق بحركة رؤوس الأموال مبرزاً أهم المشاكل التي قد تحدث إذا ما تم تحرير تجارة الخدمات المالية، وحصرتها في مجموعة من الظواهر السلبية التي تضر بالمصلحة الوطنية، إلا أن أهم مأخذ على هذه الدراسة تكمن في نقطتين رئيسيتين، وهما:

- أن التسليم بما قدمه الباحث يقودنا إلى أن الإتفاقية المتعلقة بتحرير تجارة الخدمات كانت بشكل فوضوي غير مدروس؟ في حين أن من أعد هذه الوثيقة خبراء في مجال القانون و الإقتصاد، عملوا جاهدين لسنوات طويلة لتغطية كل الجوانب المتعلقة بها، وحماية جميع حقوق الدول حتى الأقل نمواً منها، حيث أن هناك بنود قانونية تتيح لأي إقتصاد يشعر بخطور مبرر، أن يتخذ إجراءات لحماية مصالحه، كما أن العالم اليوم وبعد العولمة المالية يشهد تعاوناً كبيراً من قبل الحكومات يضغط وبشكل كبير في إتجاه محاربة الجريمة المالية؛

- الإجراءات التي اقترحتها الباحثة لحماية الإقتصاد الوطني، تناقض المبادئ الأساسية للإقتصاد المفتوح، وهو ما يرجعنا للعمل بمبادئ الإقتصاد المغلق والذي يستحيل العمل من خلاله، بسبب القيود التي يفرضها على المعاملات الإقتصادية، مما يخلق ردة فعل معاكسة، و المتمثلة في المعاملة بالمثل من قبل دول العالم، وما تسببه من تضيق على الإقتصاد المعني.

4. بوكساني رشيد: معوقات أسواق المال العربية وسبل تفعيلها، دراسة قدمها الباحث في إطار مناقشته لأطروحة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2006.

تطرق الباحث من خلال هذه الأطروحة إلى تقديم تصور بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، حتى يتمكن من معرفة أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية، إذ تناول خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها، كما بين التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية من جهة، وتطوراتها وأدائها من جهة أخرى، والوقوف على إقتصادياتها بهدف التعرف على معوقات تطور أسواقها، وذلك لتقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة للتكامل الإقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية، وتوصل إلى النتائج التالية:

- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق؛

- تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق؛

- لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية في معظم البلدان العربية بدائية وفي البعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء مثل سوريا واليمن؛

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

- غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية؛

- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين؛

- إن نقاط الضعف البنيوي والعوائق المؤسسية التي تقف في سبيل تطوير سوق الأوراق المالية عديدة حيث أن هذه الأخيرة صغيرة جدا من حيث الحجم ودورها محدود في مجال حشد الموارد وتخصيصها؛

- ضآلة الطلب وتعود بسبب انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية و انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين الإستثمار في الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع؛

- ارتفاع سعر الفائدة ؛

- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق في المعاملات بأسواق الأوراق المالية ؛

- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات وذلك لتأثير معدل التضخم ؛

- ضآلة الانفتاح على الخارج ؛

- ضيق الفرص المتاحة للتنويع ؛

- ضعف السيولة ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي ترم يوميا ؛

- تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من عدم تجانس في القوانين التشريعية والتنظيمية.

ركز الباحث على الجوانب الفنية المتعارف عليها دوليا، و الخاصة بأسواق الأوراق المالية، وقام بمقارنتها بأسواق الدول العربية التي تختلف إختلافا هيكليا في بنيتها الإقتصادية، ولا مجال للمقارنة بينها، و نجد أن الباحث يفرق بين بورصات دول الفانض المالي والحرية الإقتصادية، وبين بورصات دول العجز المالي والحرية الإقتصادية، وبين بورصات بصدد الإنشاء؟ وحسب رأيي فإن الباحث لم يوفق في عملية المقارنة للتباين الكبير بين هذه الإقتصاديات، كما تطرق للأسواق المتقدمة لكن لم يتطرق للكيفية التي يمكن أن نستفيد من خبراتها للنهوض بالأسواق العربية، وذلك على إعتبار أن الدول المتقدمة مرتبطة باتفاقيات على مستوى المنظمة العالمية للتجارة، وما يترتب عليها من إلتزامات خاصة ما تعلق بالدولة الأولى بالرعاية، فالدول العربية منها من انظم إلى المنظمة ويمكنها الإستفادة بما توفره إتفاقية تحرير تجارة الخدمات، ومنها من لم ينظم أصلا، أي أن حتى عملية الإستفادة من الخبرات الدولية ستتفاوت حتما من دولة عربية لأخرى.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

5. آلان بيفاني: تطوير الأسواق المالية " التقييم و التقلب " ، إعتبرات خاصة بالأسواق الناشئة.

بحث تم نشره بسلسلة الخبراء، بالمعهد العربي للتخطيط والتنمية في الكويت سنة 2011، حاول الباحث من خلاله إعطاء صورة نمطية لتحديد نقاط الضعف في أسواق الأوراق المالية الناشئة، ومحاولة إعطاء الحلول للنهوض بها إلى مصاف ما تتعامل به الدول المتقدمة.

تناول الباحث أهمية سوق الأوراق المالية في تجميع المدخرات، وتوزيعها بين مختلف القطاعات الإنتاجية، وأكد على أن الأطر التنظيمية والمؤسسية، عن طريق تطبيق المعايير الدولية لحوكمة الشركات، تعزز الإفصاح والشفافية والتي يؤدي بدورها إلى كفاءة السوق.

وخلصت الدراسة أن الجانب القانوني المتعلق بإنشاء الشركات وإجراءات عملها بالبورصة، و قانون الأوراق المالية، من أهم مكونات الأطر التنظيمية في الأسواق الناشئة والمؤدية لتنميتها.

إلا أن أهم ما يؤخذ على البحث حسب رأينا، هو إنطلاقه من أن سوق الأوراق المالية تعمل في إطار الإقتصاد المفتوحة، في حين أن دول التحول الإقتصادي، والتي أهملتها الدراسة، هي التي تعاني أكثر من نظيراتها النامية في تخلف أسواقها، وذلك رغم امتلاكها الكثير من المؤهلات المادية و البشرية للنهوض بأسواقها إلى مصاف الناشئة، والتي تساهم بشكل كبير في عملية التنمية الإقتصادية.

6. مفتاح صالح، معرفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أوراق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مقال منشور في مجلة الباحث عدد 07 / 2009-2010 .

حاول الباحثان من خلال هذه الورقة البحثية للتطرق إلى سوق الأوراق المالية و التي تعد حسبهما الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفئ للموارد المالية المتاحة لديهم، الأمر الذي يتطلب توفر قدر من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في السوق حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق أرباح غير كبيرة في ظل سوق تنصف بالكفاءة.

كما أكد الباحثان على أن تجارب الأسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة تتميز بالكفاءة العالية نتيجة توفر الأنظمة القوية والفعالة للمعلومات المتاحة عن الشركة والسوق نفسه، وهو ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة، وضمن هذا السياق حاول الباحثان إظهار مكانه الأسواق المالية العربية، والمعوقات التي تحول دون كفاءتها، كما قاما في الأخير بطرح مجموعة آليات لرفع كفاءتها ، معتمدين في ذلك على بورصات الدول المتقدمة، وقد توصلا من خلال بحثهما إلى مجموعة من النتائج والتي نوجز أهمها من خلال ما يلي:

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

أ- عدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية والتي تم إعدادها في مراحل سابقة دون إعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية ؛

ب- كثرة إصدار القرارات، وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها، واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدى إلى اعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها ؛

ج- غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يجب، وليس كما تريد هي وتحتاج ؛

د- غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية، والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار، وافتقار الأسواق العربية إلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب ؛

هـ- عدم إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق، وفرض بعضها لقيود على الاستثمار الأجنبي، إضافة إلى وجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، وهو ما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها؛

ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية والهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية تتمثل في :

- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة-أسهم عادية- وسندات ؛

- افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصریحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين .

أما المعوقات الهيكلية فتتمثل فيما يلي :

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني ؛

- عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل ؛

- تأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية.

وقاما بطرح مجموع من الآليات التي تسهم في تنمية الأسواق ورفع كفاءتها وذلك من خلال:

- تعزيز الدور الرقابي للسوق ؛

- تعزيز الشفافية والإفصاح ؛

- تعميق الوعي الاستثماري ؛

- تشجيع الاستثمار الأجنبي ؛
- تعديل الأنظمة الضريبية ؛
- التوسع في برامج الخصخصة ؛
- مكنتة أنظمة التداول ؛
- الربط والتعاون بين البورصات العربية .

قدم الباحثان حقائق حول البيئة التي تنشط فيها أسواق الأوراق المالية العربية بشكل عام، حيث تبين لهما القصور الكبير التي تعانيه وكذا المشاكل الهيكلية التي تقف عائقا في تطورها، كما قدما حلولاً جذرية لرفع كفاءتها وذلك بناء على تجربة الدول المتقدمة وما يمكنها أن تقدمه في هذا المجال، من تقنيات متطورة وتكنولوجيا عالية، وخبرات متخصصة يمكنها العمل على رفع كفاءتها، رغم القيمة المضافة للبحث إلا أن الباحثان لم يتطرقا لبعض الجوانب الهامة جدا والمتمثلة أساسا في ما يلي:

- الدول العربية تختلف في ما بينها اختلافا كبيرا من حيث البنية الاقتصادية، بين دول غنية جدا و أخرى فقيرة لدرجة أنها تعتمد على المساعدات الأجنبية في تسيير شؤونها الاقتصادية، الأمر الذي ينعكس على بيئة تنمية السوق، وبالتالي يخلق فروقات جوهرية في عملية رفع كفاءتها، ومثال ذلك العربية السعودية فهي تمتلك سوقا للأوراق المالية يؤهلها أن تكون ناشئة لولا عائق التملك بالنسبة للمستثمرين الأجانب، حيث يجد منها السوق وذلك حسب مؤشر مورجان ستانلي المالية العالمية (MSCI)؛

- عدم الفصل بين البورصة كمؤسسة قائمة بذاتها، وبين بيئة المحيط الذي تعمل من خلاله الأمر الذي يسهل عملية تشخيص مكانم الضعف، وتقديم حلول إما تخص المؤسسة وإما تخص البيئة ككل ؛

- عدم ارتكاز عملية التغيير الهيكلي على مرجعية دولية قانونية إقتصادية يمكن العمل من خلالها بشكل يضمن حقوق مختلف المتعاملين .

7. زيدان محمد، نورين بومدين: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، بحث قدمه في شكل مداخلة الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21/22 نوفمبر 2006 .

حاول الباحثان من خلال هذه الدراسة إبراز دور السوق المالي في تمويل الاقتصاديات الوطنية والآليات التي تمكن من تفعيله بما يسمح من تنوع مصادر التمويل أمام الأعوان الاقتصاديين، والجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تسيير آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية " البورصة" ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها الأولية، فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية، وقد توصل الباحثان إلى أسباب تخلف بورصة الجزائر و حصرها في ما يلي:

أ- المعوقات الاقتصادية:

والمتمثلة أساسا في :

- التضخم ؛
- السوق الموازية ؛
- ضعف الحوافز الجبائية ؛
- ضعف الجهاز الإنتاجي .

ب- المعوقات السياسية و التشريعية؛

ج- العائق الاجتماعي و الثقافي ؛

د- العامل الديني ؛

هـ - العامل التنظيمي، وذلك من خلال:

- قلة المؤسسات المدرجة ؛
- عدم تنوع الأوراق المالية ؛
- غياب الشفافية.

و- إمكانية الاستفادة من برامج تطوير البورصة في بعض الدول: وأخذ كمثال بورصة ماليزيا، إلى جانب تأكيده على وجوب إتباع البورصات الناشئة كمثال يجتذى به.

تطرق الباحثان من خلال هذه الورقة حسب وجهة نظرهما إلى مكان ضعف بورصة الجزائر وحصرها في مجموعة من العوامل كانت أهمها ما ذكرت أعلاه، والملاحظ أن البحث أغفل الجانب المتعلق بتحرير حساب رأس المال وما ينجر عليه من قنوات دولية في ما يتعلق بالإستثمار الأجنبي بشقيه المباشر و الغير مباشر، فنحن أمام إقتصاد مشوه يعتمد في مداخله على المحروقات بنسب كبيرة ، فكيف نشخص مشاكل إقتصاد بهذا التشوه ونقترح حلول للتخلص منها.

فقبل أن نتكلم عن إصلاح اقتصادي يجب أن نقوم و نصصح إقتصادنا بما يتماشى مع النظام الرأسمالي ثم نتكلم عن مكان الضعف، ثم حتى النظام المالي العالمي أصبح يتبنى ما يعرف بالصيغ الإسلامية في التمويل الأمر الذي يدحض الإدعاء بأن الجانب الديني جزئ من المشكلة هذا من جهة، من جهة ثانية لهذا الإقتداء بالأسواق الناشئة في حين أن النظام العالمي يتيح لنا الاستفادة من خبرات الدول المتقدمة في هذا المجال في إطار ما يعرف بتحرير تجارة الخدمات المالية.

8. مختاري عبد الجبار، أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على مصادر تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة الصين الشعبية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

تطرقنا في الدراسة إلى الدول التي تقوم بتمويل نشاطاتها الاقتصادية من خلال مجموعة من المصادر المحلية و الأجنبية، حيث تعتمد بالأساس على المصادر المحلية المتمثلة في البنوك التجارية والتي يتم من خلالها توفير التمويل اللازم بتجميع المدخرات من أصحاب الفوائض المالية (المودعين) وتوجيهها إلى أصحاب العجز المالي (المستثمرين)، كما يتم التمويل عن طريق المصادر الخارجية وذلك باستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وكذا الاستثمار في الأسواق المالية الدولية كبديل لتغطية نقص السيولة في مصادر التمويل المحلية وخاصة في الدول النامية، تشمل الخدمات المالية مختلف العمليات البنكية وبالتالي فإن أي تغيير يخص هذه الخدمات سينعكس على القطاع البنكي المحلي الأمر الذي سيؤثر على الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر باعتبار القطاع البنكي هو المحرك الأساسي لمختلف العمليات المالية، وبالتالي فإن التزام الدول وخاصة النامية بتحرير قطاع الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة سيكون له الأثر المباشر على الصناعة المالية في الدول النامية وخاصة بعد دخول البنوك الأجنبية إلى الأسواق المحلية مستفيدة من مختلف التسهيلات التي توفرها اتفاقية تحرير الخدمات المالية، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- إمكانية استفادة الدول النامية من عملية تحرير الخدمات المالية بالرغم من التفوق الكبير لمؤسسات الدول المتقدمة، التي تعتمد على تكنولوجيا عالية ويد عاملة متخصصة، وذلك عن طريق الاستفادة من الامتيازات الممنوحة لها من خلال اتفاقيات تحرير الخدمات المالية، والاستفادة كذلك من مختلف التجارب السابقة في هذا المجال، وعدم الوقوع في نفس أخطاء نظيراتها من الدول النامية ؛

- تدفق رؤوس الأموال بين المكاتب الرئيسية والفروع التابعة لها نحو الدول النامية يجعل هذه الأخيرة تستفيد من هذه التدفقات في تمويل اقتصادياتها، لكن هذه الحركة لرؤوس الأموال بدورها سوف تجعل الرقابة على رؤوس الأموال أقل فعالية مما يؤثر على حساب رأس المال ؛

- عملية تحرير التجارة في الخدمات المالية في البلدان النامية قد شكلت حافزا للإسراع في تحرير القطاع البنكي المحلي وتطويره، وذلك لتمكينه من منافسة البنوك الأجنبية ؛

- وجود البنوك الأجنبية يمكن أن يساعد أيضا في الإسراع في بناء المؤسسات المحلية، فالبنوك الأجنبية تستخدم شبكاتها الدولية لدعم المؤسسات المحلية في مجال التجارة والاستثمار في الخارج وذلك من خلال الاستثمارات المباشرة في الدول النامية أو تخصيص رؤوس الأموال إلى المؤسسات المحلية أو الاستثمارات الإستراتيجية في البنوك المحلية.

ركزت الدراسة على البنوك التجارية والتي تقوم بدور مهم في عمليات سوق الأوراق المالية التي تنشط في السوق المالي، ومدى تأثيرها بعملية تحرير حساب رأس المال، و بنت نتائجها على الإقتصاد الصيني العملاق باعتباره دولة نامية، وهذا الأخير يحدث جدلا على المستوى العالمي حيث تعتبره الولايات المتحدة الأمريكية اقتصادا منافسا قويا لا يمكن منحه تسهيلات التي تعطى للدول النامية في مرحلة التحرير المالي، وبناء على ما سبق فإن الدول النامية والسائرة في طريق النمو ستواجه منافسة كبيرة من الدولة المتقدمة قد لا تكسبها ما حققتة الصين، بالإضافة إلى عدم تطرق الدراسة إلى الجانب المتعلق بسوق الأوراق المالية، والتي تعتبر معنية بشكل مباشر بعملية تحرير تجارة الخدمات المالية.

المبحث الثاني: تقديم و تحليل الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

سنحاول أن نتطرق من خلال هذا المبحث إلى أهم الدراسات الأجنبية التي تناولت موضوعنا من خلال متغيراته الأساسية، مع محاولة تقديم انتقادات لها، مبرزين من خلالها أهم ما يميز بحثنا عنها، وذلك من خلال الآتي:

9. Alexei kireyev, Liberalization of Trade in Financial Services and Financial sector stability : analytical approach.

بحث مقدم إلى صندوق النقد الدولي، تم الطرق من خلاله إلى تحرير الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة ما بين 1997-2002، حيث توصل الباحث من خلال دراسة قياسية إلى أن تحرير التجارة في الخدمات المالية يؤدي إلى استقرار النظم المالية الوطنية، وأن استقرار القطاع المالي يؤدي إلى استقرار سعر الصرف واستقرار القطاع البنكي بشكل عام، كما تشير الدراسة إلى أن فتح القطاع المالي وسيلة فعالة من أدوات السياسة العامة الموضوعة تحت تصرف السلطات لتحقيق مجموعة متنوعة من أهداف الاقتصاد الكلي، كما أكد أن التحرير المالي والاستقرار يسيران جنباً إلى جنب و توصل إلى الإستنتاجات التالية :

- خطوات الإصلاح التي أدت إلى تحرير التجارة في الخدمات المالية الأولية ليست في حد ذاتها ضمان استقرار القطاع المالي، لكنها تحتاج إلى أن يكون مصحوبة بتدابير اقتصادية كلية و أخرى تنظيمية ؛
- عدم الإعتماد على التجارب والقرارات التي تم اتخاذها سابقاً، وإنما العمل على تجديد وتطوير هذه القرارات و الإجراءات بما يخدم مصالح الجميع ؛
- في الماضي، كان تأثير التحرير المالي على استقرار سعر الصرف يختلف كثيراً عن توقعات الحكومة، في حين أصبح تأثير التحرير على استقرار القطاع المصرفي تكون تقريبا مطابقة للتوقعات في كثير من الأحيان، وهذا لا يعني أنه لا توجد تأثيرات سلبية، ولكن ببساطة يعني أن عدداً من النتائج في كثير من الأحيان كان لا يمكن التنبؤ بها، وأصبحت حالياً بمقدورنا التنبؤ بها.
- تحرير التجارة في الخدمات المالية يؤدي إلى استقرار النظم المالية الوطنية ؛
- استقرار القطاع المالي يؤدي إلى استقرار سعر الصرف واستقرار القطاع البنكي ؛
- كما تشير الدراسة إلى أن فتح القطاع المالي وسيلة فعالة من أدوات السياسة المالية الموضوعة تحت تصرف السلطات لتحقيق مجموعة متنوعة من أهداف الاقتصاد الكلي.

إلا أن أهم مأخذ حول هذا الطرح هو تركيز الباحث في دراسته على القطاع البنكي، وعمم ذلك على القطاع المالي ككل، إذ أنه أهمل سوق الأوراق المالية كأداة فعالة للتمويل، والتحديات التي يمكن أن تواجهها، كما أن الدراسة إقتصرت على الدول

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

المتقدمة، والتي تمتلك إمكانيات تنافسية كبيرة في صناعة الخدمات المالية، وتتحكم في مفاصل حركة رؤوس الأموال، وأغفلت الدراسة الدول النامية، والأقل نمواً والتي تعتبر بأمس الحاجة إلى النهوض بأسواقها، والتخلص من مشكل التمويل المحلي، والتي ستواجه منافسة قوية و غير عادلة مع الدول الصناعية الكبرى، الأمر الذي قد ينعكس سلباً على اقتصادياتها، ويعمق من مشاكلها.

10. *Marion Jansen, Liberalization Financial Services Trade in Africa: going regional and multilateral, Staff Working Paper ERSD-2006-03, March 2006.*

بحث مقدم للمنظمة العالمية للتجارة في مارس 2006، تناولت هذه الدراسة تحليلاً للمكاسب المحتملة من تحرير التجارة في الخدمات المالية في بلدان الإفرقية خلال الفترة ما بين 1997 - 2006، والآثار المترتبة على هذا التحرير، وتطرق الباحث أيضاً إلى الجهود المبذولة من أجل تكامل الأسواق المالية من خلال التجمعات الاقتصادية الإفرقية الأربعة (الاتحاد الاقتصادي والنقدي، والجماعة الإفرقية، والجماعة الإنمائية للجنوب الإفرقي، ودول الكوميسا)، كما يتطرق إلى التزامات البلدان الإفرقية بشأن تجارة الخدمات المالية، ورغم أن المناطق تختلف اختلافاً كبيراً من حيث المقدرات الاقتصادية إلا أن هناك مجالاً لمزيد من التكامل الإقليمي، وتوصل الباحث من خلالها إلى جملة من النتائج نوجز أهمها من خلال ما يلي:

- تحرير تجارة الخدمات المالية يحمل فوائد محتملة كبيرة للبلدان الإفرقية جنوب الصحراء إلى الحد الذي يؤدي إلى زيادة رأس المال المستثمر؛

- زيادة المنافسة وما يترتب عنها من زيادة كفاءة الجهاز المالي والمصرفي، خاصة إذا كان التحرير المالي في شكل تكتلات اقتصادية، لكن هذا الشكل من التحرير قد يحمل مخاطر كبيرة في حالات عدم الاستقرار الاقتصادي؛

- يمكن السيطرة على مخاطر عدم الاستقرار الاقتصادي من خلال التحكم في عمليات تقديم الخدمات في شكلها المباشر لأنها تتطلب قدراً كبيراً من الإنفتاح الاقتصادي؛

- تنويع الإستثمار في المحافظ المالية، والعمل على تجميع القدرات التنظيمية والإشرافية للدول بشكل مشترك بين الدول المعنية، وخلق سلطة تنظيمية موحدة؛

- دمج الأسواق المالية داخل الإتحاد، والسعي لتوحيد السياسات المالية؛

- أنه في حالة تحرير البلدان الإفرقية للخدمات المالية بشكل تكتلات فإنها ستحقق مكاسب كبيرة، حيث ستستفيد من زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية؛

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

- البلدان الإفريقية ستواجه منافسة كبيرة خاصة في القطاع البنكي، لكن البلدان الإفريقية يمكنها السيطرة على هذه المنافسة عن طريق إتاحة الفرصة بإقامة وجود تجاري في البلد الذي ستقدم فيها الخدمات المالية، وفي الوقت نفسه الحد من تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج.

إن المناطق التي بنا عليها الباحث تحليله تختلف اختلافا كبيرا من حيث المقدرات الاقتصادية وهو ما يجعل البلدان الأكثر فقرا تستفيد من هذه التدفقات الرأس مالية، ولم تتطرق الدراسة إلى سوق الأوراق المالية كل على حدا، وكيف ستتأثر من جراء هذا التحرير المالي في شكل تكتلات اقتصادية، كما افترضت الدراسة أن الإفتتاح يكون على مستوى إقليمي في حدود التكتلات الاقتصادية التي شملتها الدراسة، في حين أن التحرير المالي تحت مظلة المنظمة العالمية للتجارة يهدف إلى تدويل التعامل بتجارة الخدمات المالية، الأمر الذي يجعلها عرضة للمنافسة المباشرة للدول الغنية والمتطورة، ولم يقدم حولا لذلك، بدليل أن هناك دول ضمن تكتلات اقتصادية قوية، وتعرضت لمشاكل مالية هددت اقتصادياتها وهو ما حصل مع اليونان، اسبانيا، ايطاليا وغيرها من الدول الأوروبية.

11. *James Gillespie, Financial services liberalization in the world trade organization, Harvard Law School, Prepared for Professor Howell Jackson, 29 April 2000.*

بحث مقدم لمدرسة هارفارد للقانون بالولايات المتحدة الأمريكية في 29 أبريل 2000، تناول الباحث في هذه الدراسة اتفاقية تحرير الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة وبشكل مفصل، حيث حاول إظهار الأهداف الرئيسية من هذا الاتفاق والتمثلة أساسا في تعزيز شفافية الأنظمة والقوانين التي تحكم التجارة في الخدمات، واعتبر أن القوانين التي تخص تجارة الخدمات غير شفافة وتتطلب مراجعة، كما تطرق الباحث إلى مدى صعوبة تطبيق هذا الاتفاق من طرف الدول النامية واقترح أن تكون عملية تحرير الخدمات طويل الأجل وذلك لافتقارها إلى الإمكانيات التقنية، واعتبر أن:

- الدول الصناعية أكثر انفتاحا، ولا تضع العراقيل أمام المستثمرين الأجانب ؛

- الدول النامية تضع حواجز كثيرة للعمل على حماية أسواقها من المنافسة الخارجية ؛

- صعوبة إدماج الدول النامية، والدول الأقل نموا في المنظومة المالية العالمية، وذلك رغم الفترات الزمنية الإنتقالية الممنوحة لهم لتكييف اقتصادياتهم والتحديات الجديدة ؛

- إستفادة الدول المتقدمة من عملية التحرير المالي؛

- القوانين التي تخص تجارة الخدمات غير شفافة وتتطلب مراجعة ؛

قدم الباحث نظرة متشائمة حول مدى إمكانية استفادة الدول النامية والدول الأقل نمواً من اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، في حين أن الواقع اثبت عكس ذلك بدليل أن الدول النامية في مجموعة العشرين استفادة وبشكل كبير من بنود الاتفاقية، لتندمج إلى حد كبير في النظام المالي العالمي، وأصبحت تمثل مراكز مالية دولية على غرار، دول جنوب شرق آسيا، الإمارات العربية المتحدة، وغيرها من الدول النامية.

12. Aaditya Mattoo, Financial Services and the World Trade Organization: Liberalization Commitments of the Developing and Transition Economies. Policy Research Working Papers, worldbank 1999.

بحث مقدم إلى البنك الدولي، تناول الباحث من خلال هذه الدراسة أثر تحرير الخدمات المالية على الدول النامية، وكيف أن المفاوضات بشأن الخدمات المالية بموجب هذا الاتفاق قد أسهمت في إنشاء الاستقرار والشفافية في الأنظمة السياسية في العديد من البلدان النامية، والبلدان التي تمر بمرحلة انتقالية خاصة في أفريقيا وأوروبا الشرقية، حيث كانوا الأفارقة أكثر تحرراً من نظرائهم في آسيا وأمريكا اللاتينية بالرغم من أن الاتفاقية تضمن حقوقهم، كما تطرق الباحث إلى الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في سوق الأوراق المالية والذي تتخذ بشأنهما الدول النامية الكثير من الإجراءات الحمائية، وتؤكد الدراسة الميدانية أن فتح أسواق الدول النامية للاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر وغير المباشر سيعود بمنافع كبيرة على هذه الدول في ظل المنظمة العالمية للتجارة، وخلص الباحث إلى أن :

- الأفارقة أكثر تحرراً من نظرائهم في آسيا وأمريكا اللاتينية بالرغم من أن الاتفاقية تضمن حقوقهم ؛
- كما تطرق الباحث إلى الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في سوق الأوراق المالية والذي تتخذ بشأنهما الدول النامية الكثير من الإجراءات الحمائية ؛
- وتؤكد الدراسة الميدانية أن فتح الأسواق المالية الدول النامية أمام الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر وغير المباشر سيعود بمنافع كبيرة على هذه الدول في ظل المنظمة العالمية للتجارة.

من خلال هذا العمل أكد الباحث على إمكانية استفادة الدول النامية من الاستثمارات الأجنبية المباشرة و هذا في حالة رفع الإجراءات الحمائية التي تطبقها الدول النامية والدول الأقل نمواً، لكن من بين أهم الإجراءات التي ترفع هي حرية انتقال رؤوس الأموال، الأمر الذي قد يؤدي إلى حدوث أزمات مالية بسبب الأموال الساخنة، وهو ما تسبب في الأزمة المالية لجنوب شرق آسيا، والتي كانت بدايتها سحب مبالغ مالية كبيرة من اقتصاد اندونيسيا و في زمن قياسي، وبشكل عام لم يتطرق الباحث إلى الجانب المظلم من التحرير، و كنتيجة حتمية لم يعطي حلول لهذه المشاكل التي تتخوف منها بعض الدول النامية، والتي تعتمد على سياسات حمائية.

13. Jess Lee and Alfred Wong, IMPACT OF FINANCIAL LIBERALISATION ON STOCK MARKET LIQUIDITY: EXPERIENCE OF CHINA, Working Paper 03/2009, Hong Kong Monetary Authority, 29 January 2009.

أراد الباحثان من خلال هذا البحث تقييم تأثير الإصلاحات التي قامت بها جمهورية الصين الشعبية بعد إنضمامها إلى المنظمة العالمية للتجارة وتحرير تجارة خدماتها المالية على سيولة سوق الأوراق المالية، أين أصبحت الصين مندججة بشكل كبير في الإقتصاد العالمي، حيث تم رفع مختلف القيود التي كانت تتعلق بالقطاع البنكي، وتزامن ذلك مع منح المزيد من الحرية للمستثمرين الأجانب والمحليين.

تركزت هذه الدراسة على سيولة سوق الأوراق المالية وتم التطرق إلى بورصة شنغهاي كمثال على ذلك، حيث تم التوصل إلى أن البورصة استقطبت رأس مال أكبر مما كانت عليه قبل التحرير المالي، حيث زادت من كفاءة سوقها للأوراق المالية، الأمر الذي انعكس على عملية تخصيص رأس المال، لكن الأمر السيئ في هذه التجربة هو ضعف نظام الإستقرار المالي نظرا لعدم فرض قيود تحد من حركة رأس المال، وسنوجز أهم نتائج الدراسة من خلال ما يلي:

- عملية تحرير تجارة الخدمات المالية تكون نتائجها واضحة على مستوى التوازنات الإقتصادية الكلية، والتي تمكنا من إظهار مدى مساهمتها في النمو الإقتصادي، دون أن تقيم نتائجها على المستوى الجزئي ؛

- تركز هذه الورقة البحثية على أثر التحرير المالي على سيولة أسواق الأوراق المالية من حيث تقليل تكلفة المعاملات وزيادة الكفاءة الإقتصادية (نظرة ضيقة)، ولم يتم التركيز أيضا على مكامن ضعف هذا التحرير، وهو الأثر على استقرار أسعار الأسهم في ضل حرية حركة رأس المال ؛

- الأثر الإيجابي للتحرير على سيولة السوق، الأمر الذي يسهل دراسة عملية التحرير المالي على النمو الإقتصادي، والربط بينهما ؛

- ركزت الدراسة على 50 سهم لشركات مدرجة في بورصة شنغهاي، والنتائج كانت ايجابية خلال مرحلة الدراسة مما يدعم فكرة التأثير الإيجابي لعملية تحرير تجارة الخدمات المالية، مما يشجع المسؤولين على مواصلة تبني سياسة التحرير مستقبلا ؛

- كما أنه من بين أهم النتائج المتوصل إليها هو التأثير الإيجابي للإدراج المزدوج في سوقي شنغهاي وهونغ كونغ، والذي أدى إلى زيادة سيولة هذه الأسهم وذلك بسبب تقليل التكاليف، مما يقودنا إلى الإستفادة من التجربة الأوروبية في ما يعرف باليورونكست¹ (Euronext) ، ويرجع ذلك إلى إمكانية استغلال وفورات الحجم المالية.

¹ - تم الإعلان عن قيام اليورونكست في 22 سبتمبر 2000 من خلال اندماج بورصة أمستردام و بورصة بروكسل، مع بورصة باريس وذلك للاستفادة من المزايا الممنوحة في ضل الاتحاد الأوروبي والأسواق المالية التابعة له، و هي بورصة أسهم أوروبية إلكترونية مقرها في أمستردام، ولها فروع في بلجيكا، فرنسا، هولندا، البرتغال والمملكة المتحدة، يتم من خلالها تداول مختلف الأسهم والسندات ؛ كما أنها تقدم مجموعة من الخدمات المالية أهمها خدمات المقاصة والمعلومات المالية، وبلغت المبالغ المالية التي تديرها يورونكست 2.93 تريليون دولار.

تم التأكيد من خلال هذه الدراسة على إمكانية استفادة أسواق الأوراق المالية من عملية تحرير تجارة الخدمات المالية، مما جعلها تحقق مكاسب مالية أكبر بعد عملية التحرير وهذا راجع إلى تدنية تكاليف التداول على الأسهم، وزيادة تدفق رأس المال الأجنبي، لكن الدراسة لم تتطرق إلى إمكانية تأثر هذه الأسواق من الأزمات المالية العالمية كنتيجة طبيعية للإنتعاش المالي وعدم فرض قيود على انتقال رؤوس الأموال، والحلول التي يجب أن تتخذ في هذه الحالة، خاصة بعد أزمة الرهن العقاري بعد سنة 2008، والخسائر الكبيرة التي لحقت بالأسواق المالية العالمية نتيجة ترابطها العضوي على المستوى الدولي.

14. Nicholas M. Odhiambo, THE IMPACT OF FINANCIAL LIBERALISATION IN DEVELOPING COUNTRIES: EXPERIENCES FROM FOUR SADC COUNTRIES, Organisation for Social Science Research in Eastern and Southern Africa (OSSREA)¹, 2011.

أظهر الباحث من خلال هذا الدراسة العلاقة بين الإصلاحات المتعلقة بتحرير سعر الفائدة والنمو الاقتصادي، وبالتحديد سعر الفائدة وأثره على الادخار مما يؤثر على النمو الاقتصادي، وقد انتقد في معرض طرحه للدراسات السابقة تعاملها على قدم المساواة لمختلف الدول النامية وكأنها تملك نفس المقومات الاقتصادية، في حين أن الواقع يثبت البلدان النامية تشهد مراحل مختلفة من التنمية المالية والاقتصادية، أما بخصوص ما ميز دراسته هو التحقيق في الأثر الديناميكي لتحرير الخدمات المالية على مجموعة من الدول في تكتل اقتصادي واحد والمتمثلة في الجماعة الإنمائية للجنوب الإفريقي (SADC)، والمتكونة من جنوب أفريقيا، تزانيا، زامبيا، وليسوتو، والتي تمثل شريحة متواضعة للهيكل المالي العام السائد في العديد من بلدان أفريقيا الجنوبية، وتحاول الدراسة الإجابة على سؤالين أساسيين وهما:

- هل اسعار الفائدة الموجبة الناتجة عن عملية التحرير المالي تؤدي إلى زيادة التدفقات المالية للبلدان المعنية ؟
- وهل يساهم في عملية النمو الاقتصادي ؟

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- الأثر الإيجابي لتحرير تجارة الخدمات المالية على التعميق المالي²، ودورها في جذب رأس المال الأجنبي في البلدان الأربعة محل الدراسة ؛

- الأثر الإيجابي والداعم لسعر الفائدة على الودائع ؛

- كشفت النتائج على أن هناك علاقة إيجابية بين نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والتعميق المالي في جنوب أفريقيا وتزانيا، ولكن ليس في زامبيا وليسوتو. وبالمثل، فإن تأثير التضخم المتوقع على التعميق المالي مختلط (إيجابي أحيانا و أحيانا سلبي)، فأثر

¹ - OSSREA acknowledges the support of the Swedish International Development Co-operation Agency (Sida/SAREC), Norwegian Agency for Development Co-operation (NORAD), and The Netherlands' Ministry of Foreign Affairs.

² - العمق المالي (التعميق المالي) هو مجموع ودائع المصارف التجارية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

التضخم المتوقع على التعميق المالي ايجابية وذات دلالة إحصائية في كل من جنوب أفريقيا وتزانيا وسلبية في ليسوتو، ومختلط في زامبيا؛

- العلاقة السببية بين النمو الإقتصادي والتنمية المالية تختلف من بلد لآخر، على الرغم من وجود استجابة متميزة لأثر التحرير على الطلب في كل من جنوب أفريقيا، وتزانيا، وليسوتو، إلا أن العلاقة الارتباطية بين التطور المالي والنمو الإقتصادي كانت ظاهرة للعيان و تسود في زامبيا ؛

- حسب اختبار غرانجر¹ (Granger Causality Test):

- هناك علاقة سببية بين التنمية المالية والتنمية الإقتصادية في جنوب إفريقيا و ليسوتو ؛

- ليست هناك علاقة سببية بين التنمية وتحقيق وفورات مالية في تزانيا ؛

- هناك علاقة سببية للتنمية المالية في زامبيا ؛

- العلاقة بين الإدخار والنمو الإقتصادي واضحة في كل من جنوب إفريقيا وعدم وجودها في تزانيا، وثنائية الاتجاه في كل من ليسوتو و زامبيا ؛

ركز الباحث من خلال دراسته على سعر الفائدة وربطه مباشرة بالنمو الإقتصادي، على اعتبار أن تحرير سعر الفائدة يؤثر على الودائع بالبنوك التجارية، مما يعمل على جذب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية، وبالتالي يمكن تمويل عمليات الإستثمار دون اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، لكن الباحث أغفل جانب مهما حول توازن سعر الفائدة بين السوق النقدي و سوق رأس المال، وعلى أساس العرض والطلب بين هذين السوقين يتم توازن سعر الفائدة، على أساس العلاقة التبادلية بينهما، ويكون للمستثمرين كبار كانوا أو صغارا، الحرية في استثمار أموالهم حسب سعر الفائدة، وحسب المخاطر المترتبة عليه في كلي السوقين، وبالتالي لا يمكن الحكم على سعر الفائدة بعد تحريره دون التطرق إليه بشكل دقيق وتحديد آلية توازنه في السوق.

15. Souad GUESMI, The Impact of Financial Liberalization on the Performance of the Algerian Public Banks, Thesis submitted as a partial fulfillment of the "Doctorate" degree in Economics , FACULTY OF ECONOMICS, COMMERCE AND MANAGEMENT, UNIVERSITY OF TLEMCEEN 2015.

إن الهدف الرئيسي من هذه الدراسة يتمثل في معرفة أثر التحرير المالي على أداء المصارف العامة الجزائرية، من أجل تحقيق هذا الهدف، تم إجراء التحليل الكمي لبيانات العينة و التي تشمل خمسة بنوك عمومية وذلك خلال الفترة (1997-2012)، تعتمد متغيرات هذه الدراسة على محددات الأداء بين متغيرات البنوك العمومية ومتغيرات الاقتصاد الكلي، حيث تمت دراسة

¹ - يستخدم هذا الاختبار في تحديد اتجاه السببية بين متغيرات الدراسة، حيث يظهر اتجاه السببية هل هو أحاديا، أو تبادليا أو أن كل من المتغيرين يسبب الآخر، وقد لا تتكون هناك علاقة سببية بينهما.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

العلاقة بين المتغيرات من خلال العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق المساهمين (ROE)، وصافي هامش الفائدة (NIM)، إلى جانب ذلك، تم التطرق إلى عملية التحرير المالي المتعلق بالسوق المالي الجزائري ككل، عن طريق استخدام:

- حجم الوساطة المالية ؛
- أسعار الفائدة الحقيقية ؛
- مركزية البنك.

أظهرت الدراسة أن حجم الوساطة كان لها تأثير إيجابا على أداء المصارف العامة الجزائرية، كما أظهرت أن معدلات الفائدة الحقيقية لم تتأثر، وسنوجز أهم نتائجها من خلال ما يلي:

- تبين أن الائتمان الموجه للقطاع الخاص (CP) كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي له أثر إيجابي (كمقياس للأداء البنوك) ؛
- الانسحاب التدريجي للحكومة من القطاع المصرفي، فضلا عن إزالة القيود على الإقراض، أدى إلى تحسين قرارات الإقراض من طرف البنوك المملوكة للدولة والحد من خسائرهم ؛

- وجدت أيضا أن حجم الكتلة النقدية M2 كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، تؤثر بشكل إيجابي ولا تسبب التضخم (كمقياس للأداء البنوك) ؛

- هناك منافسة ضعيفة بين البنوك في السوق الجزائرية، حيث البنوك العامة لا تزال لديها احتكار في التعامل مع الشركات المملوكة للدولة وتمويل المشاريع الحكومية حتى بعد التحرير المالي.

- أسعار الفائدة الحقيقية لا تؤثر على أداء البنوك التجارية.

لم تتطرق الباحثة أساسا إلى واقع التحرير المالي في الجزائر، وإنما تعاملت مع نتائج الإصلاح المالي الذي تبنته الحكومات المتعاقبة في الجزائر على أساس تحريره في مرحلة من المراحل، لكن الواقع العملي يثبت عكس ذلك، فبالنسبة لحساب رأس المال يتم التحكم به وبشكل مباشر من طرف السلطة النقدية عن طريق البنك المركزي، وأما بالنسبة لسعر الفائدة سواء على الودائع أو على لإقراض فيتم التحكم به مركزيا كذلك من خلال السلطات النقدية، أما في ما يخص البنوك التجارية العمومية الجزائرية، فيتم التعامل معها على أساس أنها مؤسسات عمومية تابعة للدولة تحتكر القطاع البنكي، يتم توجيهها نحو تمويل قطاعات معينة، وكذلك لتمويل مؤسسات عمومية معينة دون أدنى اعتبار للمتغيرات الاقتصادية التي يتم على أساسها منح القروض، وتمويل المشاريع حتى ولو كانت في حكم المنتهي اقتصاديا وثبت إفلاسها.

وبناء على ما سبق ذكره فإنه لا يمكن بأي حال من الأحوال التكلم عن التحرير المالي في الجزائر، وأثره على القطاع البنكي إلا باعتباره قطاعا عموميا، يسهر على تطبيق برامج مسطرة مسبقا، تخدم توجهات الحكومة، دون أدنى اعتبار للمصلحة الاقتصادية و ما تتطلبه من تركيز على القطاعات المنتجة وتحقيق الأرباح.

16.Belkacem BENALLALL : Les effets de l'application de la politique de libéralisation financière sur la croissance économique en Algérie (1970/2010) : Etude économétrique avec la méthode de cointégration, Actes de la jeune recherche en Économie, Société et Culture. Lauréats du concours FES Algérie 2012.

موضوع هذه الورقة البحثية يتمثل في دراسة قياسية لأثر تطبيق سياسة التحرير المالي على النمو الإقتصادي في الجزائر للفترة الممتدة ما بين 1970 و2010، وذلك بإستعمال طريقة التكامل المتزامن لتحديد أثر تطبيق هذه السياسة على معدلات النمو الإقتصادي المحقق في السنوات الأخيرة، وتم التوصل إلى النتائج التالية:

- أن سياسية التحرير المالي المتبعة في الجزائر منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990، لم يكن لها أثر على معدلات النمو الإقتصادي المحققة بعد سنة 1990 ؛

- لم تحقق نتائج مقبولة في تفعيل دور المنظومة المالية والمصرفية الجزائرية في الرفع من تعبئة الموارد المالية ؛

- أما التحسن الحاصل في المؤشرات المالية والنقدية ومعدلات النمو الإقتصادي للجزائر في السنوات الأخيرة فكان مرتبط بعوامل أخرى أدت إلى زيادة نفقات الدولة وأهم هذه العوامل هي:

-المساعدات المالية التي تحصلت عليها الجزائر من صندوق النقد والبنك الدوليين في إطار تنفيذ الإصلاحات الإقتصادية والمالية من أجل الشروع في الدخول إلى نظام إقتصاد السوق ؛

- تحسن مداخيل الدولة بعد إرتفاع أسعار المحروقات في الأسواق العالمية منذ 2001، حيث أصبحت تمثل ودائع قطاع المحروقات 25 % من إجمالي الودائع تحت الطلب المقيدة لدى البنوك الجزائرية ؛

- إرتفاع إحتياطي الصرف الأجنبي للجزائر حيث تجاوز 150 مليار دولار أمريكي سنة 2009 ؛

- تمكن الجزائر من تسديد كافة ديونها الخارجية بإستثناء القروض الحديثة التي تحصلت عليها في إطار الإستثمارات المشتركة مع الصين، والتي قدرت بـ: 5.586 مليار دولار أمريكي سنة 2008 ؛

- عدم تأثر الجزائر بالأزمة الإقتصادية العالمية لسنة 2007، والتي تعود حسب الخبراء إلى غياب الدور الفعال لسوق الأوراق المالية في الجزائر و على الصعيد الدولي.

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة إظهار أثر تطبيق سياسة التحرير المالي على النمو الإقتصادي في الجزائر، لكن الجزائر لم تعمل على تحرير حساب رأس المال أصلا، ولم توقع على أي اتفاقية ملزمة لها لحد الساعة، فسعر الفائدة على الإقراض والاقتراض موجه ومتحكم به من قبل السلطات النقدية دون إخضاعه لقوى العرض و الطلب، كما أنها لا تزال تفرض قيودا على تملك الأجنب في المشاريع المحلية، وتطبق حق الشفعة في حال التنازل على الإستثمارات، وكذا تحد من حرية إنتقال رأس المال، وبشكل عام يمكن أن نؤكد على أن النظام المالي الجزائري مغلق على العالم الخارجي، وهو لا يساهم لا من قريب ولا من بعيد في النمو الإقتصادي بهذا المفهوم.

المبحث الثالث: مساهمة الأطروحة

من خلال هذا المبحث سوف نقوم بتقديم مساهمة الأطروحة كإضافة للدراسات السابقة، وذلك على أساس الانتقادات التي وجهناها لهم من جهة، والقيمة المضافة التي نرى أنه يمكن أن نساوم بها من جهة ثانية، وذلك من خلال ما يلي:

المطلب الأول: خلفية إختيارنا للموضوع، وتحديد متغيراته الأساسية

إن اهتمامنا بقضايا التحرير المالي بحكم التخصص، و بالتحديد تحرير تجارة الخدمات المالية من مرحلة الماجستير، وتطرقنا للموضوع من خلال تناولنا لأثر تحرير تجارة الخدمات المالية على مصادر تمويل التجارة الخارجية (البنوك التجارية وما تستعمله من تقنيات تمويل في هذا المجال)، أثار فضولنا حول زاوية هامة من هذا الموضوع لم يسعفنا الوقت والجهد لدراستها، والمتعلقة بأسواق الأوراق المالية، حيث أسهبت الإتفاقية في طرح كل ما يخدمها، ولم تترك لدينا أي مجال للشك في إمكانية الإستفادة منها، وعلى مستوى متقدم جدا من التطور، الأمر دفعنا للبحث في تطوير بورصة الجزائر بناء على أسس ومزايا هذه الإتفاقية، وسنوضح ذلك من بالتفصيل من خلال ما يلي:

أولاً: أهمية الإستثمار في سوق الأوراق المالية

تكمن أهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية باعتباره مصدر خارجي لتمويل المشاريع الإقتصادية، حيث تلجأ الدول النامية لتمويل اقتصادياتها عن طريق الاعتماد على أسواق الأوراق المالية، التي يتم من خلالها جلب التدفقات المالية الخارجية لزيادة الإدخارات المحلية.

كما تقوم الحكومات والمؤسسات الخاصة والعامة المحلية، بإصدار الأوراق المالية في سوق رأس المال، للحصول على سيولة تمكنها من رفع رأس مالها، وفي هذا الصياغ يمكن تصنيف الأدوات الاستثمارية للمحفظة المالية إلى صنفين (الأسهم والسندات)، تتمثل عملية تداول الأسهم والسندات في صناديق الاستثمار عن طريق الشراء المباشر للأسهم والسندات من طرف الأجانب، ومع تطور تكنولوجيا المعلومات والاتصال، تطورت آلية التداول بين الدول، وأصبحت المعلومات متوفرة عن كل أسواق رأس المال العالمية، ومتابعة عمليات التداول بشكل مباشر وعلى المستوى العالمي مما سهل تحرك المستثمرين عبر مختلف الأسواق الدولية للتنويع في محافظهم الاستثمارية.

إن تحرير تجارة الخدمات المالية سوف يوفر لأسواق الأوراق المالية للدول النامية، التكنولوجيا المتقدمة المستعملة في مجال البورصات، والخدمات التي يقدمها خبراء في مجال المعلوماتية المالية، والمحاسبة بكل أنواعها، والتحليل المالي، وكذا الإستشارات اللازمة التي تحتاجها المؤسسات و الأفراد على مستوى السوق، على أن تُضمن حماية هذه التكنولوجيا المقدمة، والخبرات المتخصصة وفق الإتفاقيات الدولية المُلزِمة، والمتفق عليها تحت مظلة المنظمة العالمية للتجارة، وهذا لإستقطاب المستثمرين الأجانب وحثهم على العمل وحفظ حقوقهم.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

توفر سوق الأوراق المالية مصدر تمويل بديل مهم بالنسبة للدول النامية التي تعاني من نقص في السيولة، أو التي تريد تنويع مصادر التمويل لديها، حيث يعمل هذا الشكل من التمويل على توفير الأموال اللازمة لإنشاء مشاريع إقتصادية تساهم بشكل كبير في الإقتصاد الوطني للدول المضيفة، وبالتالي عدم لجوء الدول النامية إلى الديون الخارجية الممنوحة من الدول المتقدمة عن طريق مختلف المؤسسات الدولية، والتي تثقل كاهلها بالشروط السياسية المصاحبة لهذه القروض من جهة، ومن جهة أخرى الفوائد الكبيرة المفروضة على هذه القروض والتي تتسبب بمشاكل إقتصادية كبيرة لهذه البلدان النامية.

يضمن الإستثمار الأجنبي المباشر توفر رؤوس الأموال اللازمة لإقامة مشاريع مكلفة، وتتطلب تكنولوجيا عالية، يعمل على توفيرها وتسييرها عن طريق يد عاملة متخصصة، كما تساهم هذه المشاريع المقامة في زيادة صادرات الدول من السلع والخدمات، أو على الأقل توفير هذه المنتجات في السوق المحلي، وعدم اللجوء إلى إستيرادها من العالم الخارجي.

إن مشاركة الأجانب في السوق المحلية عامل من عوامل تطويرها، ولتفعيل هذه المشاركة على الدولة المضيفة للإستثمار أن تعمل على خلق البيئة المناسبة، وذلك بتفعيل الجانب القانوني المتفق عليه دوليا والمنظم لمختلف مراحل الإستثمار ومجالاته، والذي يفرض العمل بالمقاييس الدولية المعمول بها في الأسواق العالمية، لحماية المستثمر، وتوفير ظروف مثلى للإستثمار.

ثانيا: تحديد العوامل الأساسية التي توفرها الإتفاقية بشكل مباشر

يسعى القائمون على الأسواق المالية بالدول النامية، إلى تنميتها وتطويرها للوصول بها إلى مرحلة متقدمة من التطور، تمكنها من الإندماج في الأسواق المالية العالمية، والإستفادة من كل ما يمكن أن تقدمه لها من موارد مالية وبشرية متاحة.

تعددت الرؤى حول كيفية تفعيل هذه الأسواق وتنميتها والنهوض بها وتطويرها، ومن هذا المنطلق أردنا من خلال هذا البحث أن أطرح رؤية نموذجية حول العوامل الأساسية الواجب توفرها لإقامة سوق للأوراق المالية، والتي من خلالها يمكن وضع أسس صحيحة وعلمية لإنشائها وفق للمعايير الدولية المعمول بها، فكانت بداية هذه الفكرة من خلال إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، والتي توفر خدمات متعلقة بمختلف جوانب السوق وبمستوى متقدم جدا، وذلك نظرا لإمتلاك الدول الغربية للوسائل المادية والبشرية التي أهلت أسواقها لأن تكون في ما هي عليه الآن من التطور.

إن العوامل الأساسية لتنمية أسواق الأوراق المالية هو ما يمكن أن توفره لنا الدول المتقدمة في إطار إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، من خلال إمكانيتها التكنولوجية الكبيرة والمتطورة والمتجددة باستمرار عن طريق البحث العلمي وفق جهود منظمة ومدعومة، هذا التقدم التكنولوجي وفر بيئة تليي جملة من الإحتياجات الهامة في السوق، فالمعلومات تستعمل التكنولوجيا وتقنياتها المتطورة في أن تكون فعالة، وسهلت الوصول إلى كل من يحتاج إليها وفي أوقات قياسية تكسبها قيمة كبيرة، كما أن الخبراء في مجال المحاسبة والمالية والتحليل المالي يستفيدون من برامج معلوماتية تسهل عملهم، وتسرع في تسجيل مختلف عملياتهم اليومية المحاسبية بشكل يرفع من كفاءة السوق، ويقدم للخبير المالي المادة الأولية لإبداء رأيه في معاملات السوق والتنبؤ بحركته.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

يمكن للأسواق حديثة النشأة الإستفادة من الخبرات الدولية في المجال التقني المتعلق بإصدار وإدارة الأوراق المالية، والمتمثل أساسا في توفير الخبراء في مجال المحاسبة التحليلية، والتحليل المالي، وكذا إدارة المحافظ المالية وتسييرها وتنميتها.

كما أنها توفر الخبراء في مجال الإستشارة المتعلقة بالإستثمار على المستوى الإستراتيجي وما يمثله من أهمية كبيرة للمؤسسة الإقتصادية، ومختلف عمليات البنوك في إطار السياسة النقدية ومتطلباتها، وكذا إستراتيجية المؤسسة.

نظرا للإمكانيات المتواضعة لدى الدول النامية والتي لا تؤهلها لإقامة سوق للأوراق المالية، فإن عليها اللجوء نحو الدول المتقدمة لتوفير العوامل الأساسية لتمنية أسواق أوراقها المالية.

بحيث يمكنها ذلك من خلال العروض الخدمي والتقني والتكنولوجي الذي تقدمه الدول المتطورة في إطار من المنافسة الشديدة، والشفافية الواضحة، في جو من الشفافية التي تضمنها إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية.

وصلت أسواق الأوراق المالية في العالم المتحضر، إلى مستويات من التقدم والتطور، جعلت منها أداة أساسية في تنمية إقتصادياتها، حيث تعمل هذه الأسواق على المستوى العالمي بكل حرية وفق ضوابط تم الإتفاق عليها وتبينها ضمن آليات تدويل حركة رؤوس الأموال، وعوالة الخدمات المتعلقة به.

الأمر الذي جعلها تحصل مداخيل كبيرة على مستوى الأفراد والمؤسسات، ظهرت جليا في مداخيل الإستثمار المحققة من خلالها، وفق حرية قوى العرض والطلب بين السوق النقدي وسوق رأس المال.

وفي ظل هذه المعطيات يمكن للدول النامية أن تطور أسواقها المالية، وفق ما تطورت به الأسواق المتقدمة ووصلت إلى ما وصلت إليه الآن، والعمل على ذلك بكل جدية للوصول إلى الإستفادة الكاملة من ما توفره السوق من إمكانيات كبيرة وبديلة لتمويل المشاريع التي تخدم المصلحة الوطنية الهادفة إلى تحسين الإقتصاديات النامية، وتحقيق أكبر قدر ممكن من التنمية والنمو، والتخلص من مشكل التبعية للعالم الخارجي.

ثالثا: تحديد العوامل الداعمة التي يجب توفرها لإنجاح العوامل الأساسية

تطرقنا في العنصر السابق إلى العوامل الأساسية لتنمية أسواق الأوراق المالية وما يمكن أن توفره لنا الدول المتقدمة في إطار إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، من خلال إمكانياتها التكنولوجية الكبيرة والتي توفر بيئة تلي حملة من الإحتياجات الهامة في السوق، كان أهمها تكنولوجيا المعلومات والإتصال بمختلف أنواعها واستعمالاتها، والتي سهلت وصول المعلومة إلى كل من يحتاج إليها وفي أوقات قياسية تكسبها قيمة كبيرة، كما تطرقنا إلى الخبرة التي يمكن توفيرها في مجال المحاسبة والمالية والتحليل المالي، وكذا البرامج التي يحتاجونها في تنفيذ عملياتهم اليومية، بالإضافة إلى الخدمات الإستشارية وفي مختلف المجالات التي تعمل من خلالها المؤسسة الإقتصادية.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

لتحقيق العمل الفعال والمثمر الذي توفره العوامل الأساسية يجب أن يكون لها أرضية إقتصادية خصبة تعمل من خلالها بشكل فعال، ممهّدتا لها عبر مجموعة من العوامل والمتمثلة في العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية، والتي تركز بشكل كبير على أدوات الإقتصاد الحر المنفتح وفق ضوابط النظام الرأس مالي.

إن التحول من الإقتصاد المخطط والموجه وفق النظام الإشتراكي نحو إقتصاد السوق يتطلب توفير العوامل الإقتصادية والقانونية التي تخلق وهيئ المناخ المناسب والمسهل، الذي يعمل من خلاله الإستثمار الأجنبي ويساعد على جذبته وتنميته، مما يكون له الأثر الكبير على سوق الأوراق المالية التي تعتبر أحد أهم الركائز الأساسية التي يقوم عليها الإقتصاد الرأس مالي.

في هذا الصدد سنحاول بناء نموذج نظري على المستوى الكلي نتطرق من خلاله إلى العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية، والعمل على التفصيلات الخاصة بكل مكون من مكوناته حسب رؤية منهجية متكاملة.

والتي حاولت من خلالها إبراز العناصر و طرحها بشكل يوضح مدى مساهمتها في بيئة إقتصادية متكاملة، متوازنة وضرورية تعتمد على ما هو متوفر من متغيرات على مستوى الإقتصاديات التي حققت نجاحا على المستوى العالمي، والتي يمكن العمل من خلالها للوصول لتنمية أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية.

قسّما معايير التنمية إلى متغيرات إقتصادية تمثل أهم معالم الإقتصاد الحر، و إلى متغيرات قانونية تنظم العمل بالمتغيرات الإقتصادية، والمتمثلة في القوانين والتشريعات المنظمة للخصوصية والإستثمار، وما يرتبط بهما من ضرائب وحقوق جمركية، وكذا التشريعات المنظمة لإنشاء الشركات، وأسواق الأوراق المالية، والعمل من خلالها في بيئة تحمي حقوق جميع المتعاملين.

من خلال تحليل المعطيات السابقة تبين لنا أنه للعمل على تحقيق العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية يجب على السلطات الوصية إتخاذ مجموعة من الإجراءات الإقتصادية والقانونية التي تمكن المستثمرين سواء المحليين منهم أو الأجانب من ممارسة نشاطهم بكل شفافية، وفق إجراءات تضمن لهم المنافسة العادلة، وحماية ممتلكاتهم من أي تغير قد يطرأ خارج قوى العرض والطلب.

إن بلوغ مرحلة الإقتصاد الحر تتطلب الحد من تدخل الدولة في الإقتصاد الوطني، و عدم توجيه إمكانياته بما يخدم السياسة المسطرة من قبل الحكومة المركزية، وتحييد اليد الخفية التي تعمل على تحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب، بما يضمن حركية بين البلد المعني والعالم الخارجي.

تتطلب أول مرحلة من مراحل تطبيق العوامل الداعمة لخصوصية المؤسسات العمومية، خاصة منها التي أصبحت تشكل عبئا على ميزانية الدولة، وفي مرحلة ثانية أن يتم التشجيع على إنشاء المؤسسات ذات الأسهم، ومرافقتها في مختلف مراحلها الأولى وإدراجها في سوق الأوراق المالية، و إعطائها إمتيازات ضريبية مشجعة على الإستثمار من خلالها.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

على أن يتم فتح رأس مالها أما المستثمرين بشكل أوسع عندما تصبح مؤهلة لذلك، ليشمل في مرحلة متقدمة إشراك المستثمرين الأجانب في العملية، وذلك بعد تأهيلها ماليا وتقنيا.

يرافق التطورات الاقتصادية السابقة الجانب القانوني، والذي يتم من خلاله ترتيب عملية الخوصصة حتى لا تتم في فوضى قد تتسبب في خسائر للدولة، كما يتم عن طريقه تنظيم الجانب المتعلق بالإستثمار الأجنبي وضبط إنتقال حركة رؤوس الأموال الدولية وفق متطلبات التحرير المالي، وكذا تنظيم جهاز الجمارك بما يساعد على توطين الإستثمارات و إنتقال السلع والخدمات بعيدا عن القوانين الحماية التي تحد من نشاط المبادلات الدولية للسلع والخدمات، و العمل على توضيح القوانين والتشريعات المتعلقة بإنشاء الشركات، وتعديلها بما يتماشى وتشجيع جذب رأس المال الأجنبي ومطابقتها بالمعايير الدولية، وفق مراحل متأنية ومدروسة تسمح بالإنتقال بسلاسة عبر جداول زمنية مدروسة، توفر حماية للإقتصاد الوطني من الإهيار، والإستفادة من مزايا إقامة سوق للأوراق المالية كبدل إستراتيجي على الإعتماد المطلق للتمويل البنكي.

المطلب الثاني: ما يميز دراستنا

من خلال التطرق إلى نتائج الدراسات السابقة وتحليلها بشكل أظهر لنا مجموعة من النقائص يتوجب علينا تغطيتها، والتي وجدنا أنها تمحورت حول التالي :

- التركيز على متغيرات ظاهرة التحرير المالي دو العمل توضيح البيئة العامة التي تنشط من خلالها هذه المتغيرات ؛
- ركزت على تطوير الأسواق المالية بوضع حلول بناء على تجارب سابقة دون تحديد مرجعية لها ؛
- التركيز على تحرير حساب رأس المال و ما يمكن الإستفادة منه دون عرض المشاكل التي قد يسببها تحريره ؛
- الدراسات التي تطرقت إلى تحرير تجارة الخدمات المالية ركزت على قطاع البنوك التجارية دون الإشارة إلى أسواق الأوراق المالية؛
- بناء استنتاجات دون تحليل للمعطيات الكلية التي تنشط فيها سوق الأوراق المالية، أو البنوك التجارية والتي في الأخير تقدم خدمات كبيرة و بصفة رسمية في السوق.

أما ما يميز بحثنا عن البحوث السابقة الذكر أصلته من خلال:

- إرتكازه على مرجعية قانونية إقتصادية والمتمثلة في إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، في حين أن الدراسات السابقة كانت تنطلق من خلال طرح رؤى شخصية تبحث في كيفية تطوير هذه الأسواق من خلال مجموعة من الإقتراحات الذاتية والموضوعية ؛
- قمنا باقتراح تقسيم للعوامل، والمتمثلة بالعوامل الأساسية لتنمية أسواق الأوراق المالية، و العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية ؛
- تحليل البيئة التي تعمل من خلالها بورصة الجزائر من خلال تسعة مؤشرات كلية، شملت مختلف المتغيرات التي يمكن أن تؤثر عليها.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

تمحورت دراستنا على المستوى الكلي للبيئة التي تنشط من خلالها بورصة الجزائر، وفي هذا الإطار عملنا على تحليل مختلف الجوانب المتعلقة بها وفق مجموعة من المؤشرات والمتمثلة في شكلها العام بـ:

- مؤشرات العوامل الأساسية ؛
- مؤشرات العوامل الداعمة.

إن موضوع البحث والمتمثل في دراسة أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على تنمية أسواق الأوراق المالية تطلب منا حصر عوامل التنمية في شكلها العام، وتحليلها ودراساتها من خلال المؤشرات التالية:

- المؤشر القانوني ؛
- مؤشرات بورصة الجزائر ؛
- مؤشرات تكنولوجيات المعلومات والاتصال بالجزائر ؛
- مؤشرات التحرير المالي في الجزائر ؛
- مؤشرات البنوك التجارية بالجزائر؛
- مؤشرات الخوصصة في الجزائر؛
- مؤشر الإستثمار في الجزائر(الإستثمار المحلي، الإستثمار الأجنبي المباشر، الإستثمار الأجنبي غير المباشر) ؛
- مؤشر الجمارك في الجزائر ؛
- مؤشر الضرائب في الجزائر.

أين تمت حصر الدراسة من سنة 2004 إلى غاية 2015 و هي مرحلة إرتفاع أسعار المحروقات، ومعاينة مدى التغيرات التي جرت على المؤشرات سابقة الذكر، من جراء تبني الجزائر لإصلاحات فرضت عليها وذلك بغية الإنضمام للمنظمة العالمية للتجارة، والتي سنتطرق لها بالتحليل من خلال ما يعرف باستخدام النسب لغرض عرض و تلخيص البيانات، أين يتم التمييز بين ثلاثة أنواع من النسب¹:

1- النسب الهيكلية: وتعبّر عن مساهمة عامل من العوامل في تشكيل كل معين، حيث أن مجموع النسب الهيكلية يساوي الواحد الصحيح.

2- نسب النمو: وهي تعبر عن المعدل الذي يتطور به متغير من المتغيرات خلال فترة زمنية معينة وتحسب نسب معدل النمو كما يلي:

$$\frac{x_{t_2} - x_{t_1}}{x_{t_1}} \times 100$$

حيث أن :

x_{t_1} قيمة المتغير في الزمن t_1

x_{t_2} قيمة المتغير في الزمن t_2

3- نسب المقارنة: وهي تعبر عن المقارنة بين متغيرين بشكل يسمح بتقدير أهمية الظاهرة وفهمها بشكل أفضل.

¹ - عبد المجيد قدي، أسس البحث العلمي في العلوم الاقتصادية والإدارية - الرسائل والأطروحات - ، الطبعة الأولى، دار الأبحاث للترجمة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص 165.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل استعراض أهم الدراسات التي تناولت تحرير تجارة الخدمات المالية و أثرها على سوق الأوراق المالية، والتي تطرقت للموضوع في بيئات مختلفة وكانت النتائج متباينة بين محذر من التحرير الفوري، وبين من يشجع على هذا التحرير ويؤكد على ضرورته و أهميته، لكن الدراسات التي تم استعراضها لم تحلل البيئة التي تنشط فيها سوق الأوراق المالية، وكذا مختلف المؤسسات المالية التي تعمل في نفس البيئة، الأمر الذي نتج عنه استعراض نتائج ميدانية دون تفسيرها.

إن ما ميز دراستنا عن الدراسات السابقة هو تطرقها إلى تحرير تجارة الخدمات المالية في ظل المنظمة العالمية للتجارة، وما يمكن أن توفره لتنمية سوق الأوراق المالية، والتي تتطلب آليات السوق المفتوح لتسهيل عملها، كما تطرقنا إلى البيئة الاقتصادية التي تنشط من خلالها البورصة، الأمر الذي أغفلته كل الدراسات التي تطرقنا إليها دون استثناء، وقمنا بتحليل نتائجنا على أساسه.

الفصل الثالث

دراسة تحليلية للعوامل الأساسية
والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تمهيد:

عرفت الجزائر خلال فترة الثمانينات أزمة كبيرة وبالضبط سنة 1986 بسبب انخفاض أسعار البترول، والتي تسببت بعجز كبير في ميزانية الدولة أدت بها إلى اللجوء إلى العالم الخارجي و الإستدانة لتغطيته، مما زاد في حجم المديونية، لكن الإستدانة لم تكن دون مقابل وإنما إشتراط الدائنون وعلى رأسهم صندوق النقد الدولي و نادي باريس، أن تقوم الجزائر بمجموعة من الإصلاحات، تمثلت في برامج التصحيح الهيكلي، والذي تم التخطيط له و متابعته من طرف صندوق النقد الدولي، كانت أهم مظاهره تطبيق سياسة التقشف، ورفع الدولة لدعمها عن الكثير من المؤسسات العمومية والتي أشهرت إفلاسها، وقامت بتسريح عشرات الآلاف من العمال الجزائريين، وأمام هذا الوضع الكارثي وتفاقم الديون، توجهت السلطات الجزائرية إلى التفكير للقيام بإصلاحات عميقة شاملة، تؤدي في النهاية إلى التخلص من التبعية والتخفيف من مشكل الديون، وكانت أهم طريقة للحصول على أموال دون اللجوء إلى الإستدانة، تكمن في جذب الإستثمار الأجنبي.

قامت الحكومة الجزائرية بجزمة من الإجراءات لخلق مناخ استثماري مساعد على تطبيق هذه الإستراتيجية، وكانت البداية بقيامها بإصلاحات جذرية تم الإعلان عنها 1987، ودخلت حيز التطبيق في سنة 1988 أين صدرت العديد من القوانين الاقتصادية المتعلقة باستقلالية المؤسسات العمومية، ومن ثم حولت الشركات العامة إلى شركات أسهم (SPA)، تسير حسب القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988، ومن بين هذه الإصلاحات وهو ما تجسد بإنشاء شركة القيم المالية في 1990 والتي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة، والتي لم يبدأ عملها الحقيقي حتى سنة 1998.

سعت الجزائر لإنشاء سوق للأوراق المالية، والتي تعتبر عاملا أساسيا لقيام سوق مفتوح، على إعتبار أنها عامل مهم في ما يتعلق بالتمويل بعيدا عن المديونية والتبعية للعالم الخارجي، وبهذا تكون الجزائر تعمل على سوق فنية تحتاج لإطار قانوني و إقتصادي متكامل يؤهلها إلى مصاف الأسواق الناشئة في مرحلة أولى، وتطويرها لتكون سوقا متطورة في مرحلة لاحقة، وسنحاول في هذا الفصل إظهار المناخ الذي تنشط من خلاله، و إلى أي مدى بلغت هذه الإصلاحات بهذه السوق الفتية ومدى استفادتها مما توفره الدول المتقدمة من خدمات مالية تفس مختلف جوانب السوق، وهذا من خلال الوقوف على مدى تطبيق العوامل الأساسية والداعمة، والتي تعتبر المنطلق الأساسي لقيام أي بورصة للقيم المنقولة، و الوصول بها إلى العالمية.

وفي هذا الإطار سنعمل على تحليل هذه العوامل وفق مجموعة من المؤشرات والمتمثلة في:

- مؤشرات العوامل الأساسية ؛
- مؤشرات العوامل الداعمة.

المبحث الأول: تحليل مؤشرات العوامل الأساسية

سعت الجزائر لإنشاء سوق للأوراق المالية، والتي تعتبر عاملا أساسيا لقيام سوق مفتوح، على اعتبار أنها عامل مهم في ما يتعلق بالتمويل بعيدا عن المديونية والتبعية للعالم الخارجي، وكان لها ذلك في بداية التسعينات، وبهذا تكون الجزائر تعمل على سوق فنية تحتاج لإطار قانوني و إقتصادي متكامل يؤهلها إلى مصاف الأسواق الناشئة في مرحلة أولى وتطويرها لتكون سوقا متطورة في مرحلة لاحقة، لذلك يجب عليها توفير الشروط اللازمة لقيام هذه السوق، و الاستفادة من التطورات العالمية خاصة في مجال التحرير المالي وتحرير تجارة الخدمات المالية في إطار المنظمة العالمية للتجارة، وعليه نحاول أن نظهر خلال هذا المبحث نشأة بورصة الجزائر ومراحل تطورها، ثم نتطرق إلى هيكلها التنظيمي وطريقة عملها وتسييرها، بشيء من التفصيل يضع المهتم أمام صورة شاملة على هذه السوق.

المطلب الأول: المؤشر القانوني (القوانين المنظمة لسوق الأوراق المالية وشركات المساهمة بالجزائر)

من أجل إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر قامت السلطات الوصية بمجموعة من الإجراءات اللازمة لقيام هذه المؤسسة، فعملت على إقامة الإطار المؤسسي التي تعمل من خلاله، مدعوما بإطار قانوني يضبط ويراقب التنظيم المؤسساتي، بالإضافة إلى خلق مناخ على المستوى الكلي يسهل من خلاله تعامل المستثمرين، عن طريق منح تسهيلات جبائية مشجعة والعمل على تأهيل العنصر البشري الذي ينشط بها، وذلك من خلال ما يلي:

أولاً: تنظيم سوق الأوراق المالية والعضوية فيها

1- نشأة بورصة الجزائر:

1-1- الإطار القانوني: قامت الهيئات الوصية بتعديل القانون التجاري بما يتماشى ومتطلبات شركات الأسهم و الأدوات المالية المتعلقة بالبورصة سنة 1993، بالإضافة إلى إصدار المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، والذي ينص على ما يلي:

- تأسيس بورصة القيم المتداولة؛
- تعرف بورصة القيم بأنها إطار تنظيم وإجراء العمليات على القيم المنقولة الصادرة من الدولة ومن باقي الأشخاص المعنوية ذات القانون العام، بالإضافة إلى مؤسسات المساهمة؛
- تعريف الهيئات المكونة للبورصة.

1-2- الإطار المؤسسي للسوق: إن الإصلاحات التي باشرتها الحكومة، والهادفة لتنظيم سير سوق الأوراق المالية، أفرزت ما يلي¹:

¹ - الجزائر، الجريدة الرسمية، المرسوم التنفيذي 10/93 المؤرخ في 1993/03/23.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وهي تمثل سلطة سوق رؤوس الأموال (COSOB)؛
- شركة تسيير القيم المنقولة (SGBV)؛
- التداول والصفقات داخل البورصة تنفذ من طرف الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)؛
- المؤمن المركزي للسندات؛
- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

تم تدشين بورصة الجزائر رسمياً في 04 أوت 1999 وهي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم، رأس مالها يقدر ب 24 مليون دينار، حيث جاءت لتدعم السوق المالي الجزائري بإحدى الهيئات المالية الأساسية لتسهيل تمويل أكثر تنافسي للإقتصاد الوطني، واستعمال أفضل للإدخار العمومي المتاح، وقد تم الانطلاق الفعلي للسوق بانضمام أربع أوراق مالية إلى البورصة، وهي:

- سند شركة سونطراك (إصدار سندات في السوق الأولى)؛
- سهم الشركة العمومية "الرياض سطيف"؛
- سهم مجمع "صيدال" للإنتاج الصيدلاني؛
- سهم مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي".

2- الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر: طبقاً للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، تم إنشاء هئتين هامتين تكونان الجهاز المنظم والمراقب والمسير لبورصة الجزائر، المتمثلتين في¹:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB؛
- شركة إدارة بورصة القيم SGBV.

2-1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB): لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها التي أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل و المتمم، هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية و الإستقلال المالي، تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها من رئيس و ستة (6) أعضاء، يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي لعهدته مدتها أربع (4) سنوات، و يعين أعضاء اللجنة بموجب من قرار وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية بحسب كفاءتهم في مجال المالية و البورصة لمدة أربع (4) سنوات عن طريق التنظيم، و تبعا للتوزيع الآتي²:

- قاض يقترحه وزير العدل؛
- عضو يقترحه وزير المالية؛

¹ - الجزائر، المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

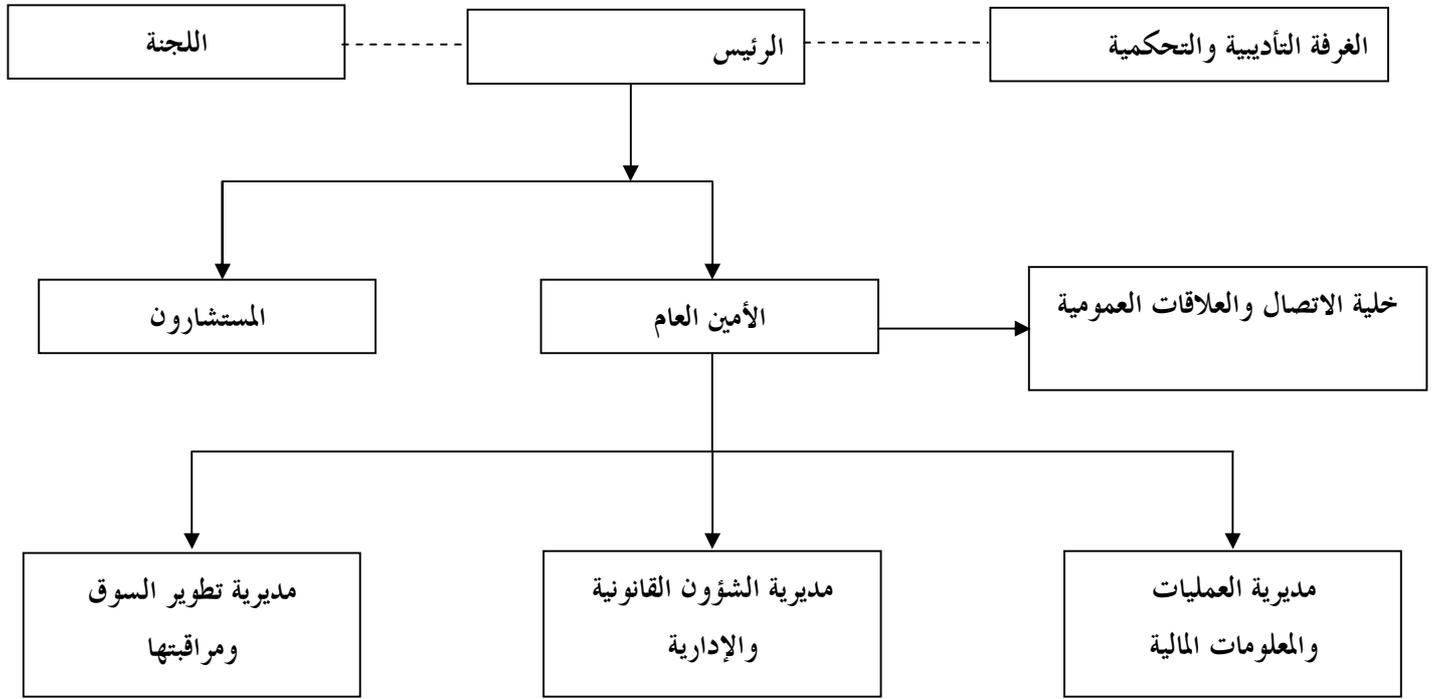
² - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010 ص: 08، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي؛
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة؛
- عضو يقترحه المصرف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

وسنوضح الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من خلال الشكل التالي¹:

الشكل رقم (04): الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.



المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 2008، ص: 87.

¹ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنة 2008 ص: 87، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

2-2- شركة تسيير القيم المنقولة (SGBV):

أنشئت الشركة بمقتضى المرسوم التشريعي المنشئ لبورصة الجزائر، وحددت مهامها في الفقرتين رقم 15 و18 من القانون رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993، وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة، يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة للوسطاء في عملية البورصة، ولا يصبح إعتقادا أي وسيط إعتقادا فعليا، إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة، يحدد القانون الوسائل والقدرة على أخذ القرارات المعطاة لهذه الشركة بغرض السماح لها بالقيام بمهامها على أحسن وجه، تقوم هذه الشركة بإصدار النشرة الرسمية طبقا لما تنص عليه المادة 18 من القانون المذكور آنفا، ويحدد القانون العام للبورصة المعلومات الأساسية التي يجب أن تحتويها النشرة، ويمكن إجمال مهام شركة تسيير بورصة القيم في¹:

- دعم الإقتصاد الوطني وذلك من خلال وضع إجراءات للتفاوض على القيم وتقييمها؛
- تنظيم عملية دخول القيم المنقولة إلى البورصة؛
- ضمان سير الصفقات على القيم المالية المقبولة في البورصة؛
- تنظيم الصفقات وحصص البورصة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة ونشر "الكشف الرسمي للتسعير" (BOC)؛
- إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة تحت رقابة اللجنة.

3- العضوية في سوق الأوراق المالية:

3-1- شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

تشرط بورصة الجزائر مجموعة من الشروط لإدراج الشركة، وفي هذا الصدد يمكن أن نميز بين مجموعتين أساسيتين وهما:

3-1-1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وتتمثل الشروط الخاصة بالقيم محل طلب الإدراج أساسا في ما يلي²:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم؛
- لا بد من تحديد قيمة كل سهم؛
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات، إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة؛
- الأسهم المعروضة للقبول في البورصة يجب أن توزع على 150 مساهم على الأقل؛
- الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل، وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة؛
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

¹- بمقتضى المرسوم التشريعي لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1997.

²- Guide de COSOB, guide de l'introduction, 1997, p:69.

3-1-2- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج: و تتمثل أساسا في الشروط التالية¹:

- يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها في التداول أن يكون لديها رأسمال محرر لا تقل قيمته عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000,00 دج) وليس مائة مليون دينار (100.000.000,00 دج) كما كان قبل 2010 ؛
- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛
- نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة؛
- تقديم حملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول؛
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة؛
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛
- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها؛
- يجب أن يتم توزيع سندات رأسمال الموزعة على الجمهور لدى عدد لا يقل عن مائة وخمسين (150) مساهما في أجل أقصاه يوم الإدخال وليس ثلاثمائة (300) مساهم كم مان من قبل 2010.

3-2-2- مراحل الإدراج في بورصة الجزائر: إن عملية الإدراج في بورصة الجزائر تتطلب مراحل متسلسلة تتمثل فيما يلي²:

3-2-1- إتخاذ القرار:

باقتراح من مجلس الإدارة يصادق على القرار، الذي يسمح بالإدراج في البورصة من طرف الجمعية العامة للمساهمين، كما يمكن في هذه الجمعية مراجعة الأوضاع وتجزئة الأسهم، بحيث تصبح قيمتها الإسمية في متناول الجمهور بالشكل القانوني المطلوب، حيث تشكل المؤسسة خلية داخلية تكلف بمتابعة العملية والأشغال الأولية لتحضير المؤسسة لهذا الحدث المهم، تقاد هذه التحضيرات من طرف مؤسسة مرافقة. بمرشدتها، خاصة الوسيط في عمليات البورصة المرافقة.

3-2-2- إختيار الوسيط المرافق: يجب على المؤسسة تعيين وسيط في عمليات البورصة لمساعدتها خلال كل مراحل العملية.

3-2-3- التقييم الإقتصادي للمؤسسة: يتم من طرف خبير محاسبة معتمد لتحديد سعر التنازل عن الأوراق المالية (سعر الإصدار أو سعر البيع).

3-2-4- إنجاز المذكرة الإعلامية والمنشورة الدعائية: ويتم ذلك من خلال:

أ- المذكرة الإعلامية: وهي عبارة عن وثيقة تحتوي كفاية على معلومات تقديرية هامة تساعد المستثمر على الحكم على المؤسسة، ولغرض التحصيل على تأشيرة القبول، وتحتوي أساسا على معلومات خاصة بالعملية وأخرى بالمؤسسة ؛

¹ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته السنة 2010 ص: 18، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

-http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf 09/102012 02/12/2013 15:00 PM.

² - COSOB, **relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bours**, instruction n° 98/01 du 30 Avril 1998.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

ب- المنشورة الدعائية: وهي وثيقة تلخص المعلومات الأساسية المحتواة في المذكرة الإعلامية وتوجه خصوصا لعموم الجمهور؛

3-2-5- طلب القبول: بعد الفحص والدراسة تبلغ *COSOB* قرارها خلال مدة لا تتجاوز شهرين من تاريخ إيداع الطلب؛

3-2-6- إبرام العقود و الإتفاقيات: وأهم هذه العقود والاتفاقيات، تتمثل في العقد بين المؤسسة والوسيط، الإتفاقيات بين البنوك والوسطاء، عقد السيولة؛

3-2-7- طبع ونشر مطبوعات أوامر الشراء والتحصير لطبع شهادات الأسهم: يلزم على المؤسسة أن تنجز نموذج شهادات الأسهم بكمية تكفي المساهمين الجدد، وكذلك عمليات السوق الثانوية، كما يجب أن تحضر الوسائل المادية والبشرية اللازمة لإستمارة الشهادات بأسماء المساهمين الجدد في الظروف الممكنة؛

3-2-8- انطلاق الحملة الإعلامية:تحديد إستراتيجية الإعلان(ملصقات،الإشهار)، و الإلتقاء بالمستثمرين والتعريف بالمؤسسة من كل جوانبها؛

3-2-9- طبع شهادات الأسهم: والتي تحمل كل البيانات المتعلقة بالأسهم المطروحة.

3-3-إجراءات دخول المؤسسات إلى السوق المالية (إجراءات الإدراج في بورصة الجزائر) : إن على المؤسسات الراغبة في الإدراج في بورصة الجزائر، أن تقدم ملفا إداريا يحتوي على مجموعة من الوثائق لـ *COSOB* يتضمن ما يلي¹:

3-3-1- وثائق عامة خاصة بالمؤسسة: وهي عبارة عن الطلب الذي تقدمه المؤسسة للدخول إلى البورصة، والذي يظم البيانات التالية:

- الإسم والشكل القانوني للمؤسسة التي تطلب الدخول إلى البورصة وتاريخ تسجيلها في السجل التجاري ورقم تعريفها الضريبية، والمكان الذي تم فيه إستلام سجلات المساهمين؛
- تاريخ طلب دخول قيم المؤسسة إلى البورصة؛
- تقديم عريضة شكلية تحدد قيمة هيئة وطبيعة القيم التي ترغب المؤسسة بتسجيلها في التسعير؛
- كما يجب أن تتوافر أيضا:

- شرح عام لنشاطات المؤسسة وفروعها ؛
- قائمة بعدد مجالس الإدارة أو المديرين، وكذا مجالس المراقبة وأهم المسيرين في المؤسسة مع تبيان النشاطات الموكلة إليهم ؛
- قائمة بعدد مجالس الإدارة أو المديرين، وكذا المجالس التابعة للمؤسسة التي تطلب الدخول إلى البورصة، مصلحة القيم، دفع الأرباح؛
- مشروع المذكرة الإعلامية الذي يؤكد الدخول، وكل المعلومات المتوفرة على العمليات.

¹ -*COSOB, relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bours*, instruction n° 98/01 du 30 Avril 1998.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

3-3-2- وثائق متعلقة برأسمال المؤسسة:

المؤسسة التي تطلب الدخول إلى البورصة يجب أن تقدم تفصيل تطور رأسمالها منذ إنشائها، وكذا جدول يوضح حالتها المالية عند تقديمها للطلب، بالإضافة إلى تقديم نوعية الأسهم والقيمة الإسمية لكل سهم، بالإضافة إلى قائمة تحتوي على كل المؤسسات التي تملك فيهم المؤسسة المعنية أسهم تقدر بـ 10% أو أكثر من رأسمال كل مؤسسة، ويجب أن تحدد هذه القائمة ما يلي¹:

- أسهم هذه الشركة؛
- شرح مفصل لنشاطات هذه المؤسسة؛
- قيمة رأسمال المؤسسة؛
- الأرباح والخسائر التي حققتها المؤسسة التي قدمت طلب دخول إلى البورصة بعد استثمارها في أسهم رأسمال هذه الشركة.

3-3-3- وثائق اقتصادية ومالية:

تعتبر هذه الوثائق تكملة للمعلومات المالية التي تقدمها الشركة، حيث يتم التفصيل في مختلف الأنشطة التي تراوحتها المؤسسة، وذلك بإظهار ما يلي:

- تقديم مذكرة حول النشاطات الصناعية والتجارية التي تحدد تطور المؤسسة منذ نشأتها، والمؤسسات التابعة إليها (القطاع الإقتصادي) وتنظيمها الحالي، العقارات التابعة لها، تطور المبيعات والإنتاج من طرف فروع النشاطات؛
- مستوى المنافسة و وضعيتها التنافسية بالنسبة لكل سوق تعرض فيه منتوجاتها، في حالة ما إذا كانت المؤسسة تنتج عدة أنواع من المنتجات والخدمات، وبخصوص المحيط التنافسي يجب القيام بالتحليل لكل منتج على حدا لتحديد المحيط التنافسي؛
- مذكرة حول الحالة المالية للمؤسسة، مصحوبة بنماذج من ميزانيات الخمس سنوات السابقة لتقديم الطلب؛
- نموذجين لجدول حسابات النتائج؛
- خمس نماذج لتوقعات المؤسسة، ومقدار سيولتها للسنة القادمة، وكذا الفرضيات التي تركز عليها هذه التوقعات إذا كانت هذه الأخيرة قد صيغت من طرف آخر، مثل: البنوك أو أي مؤسسة أخرى يجب الإشارة إليها.

3-3-4- الوثائق القانونية: المؤسسة التي تطلب الدخول إلى البورصة يجب أن تقدم الوثائق التالية:

- خمس نماذج من أنظمة المؤسسة الحالية، وكذا خمس نماذج من شهادة تقيمها في السجل التجاري، وشهادة تثبت إنطلاق عملياتها؛
- كل القرارات التي تؤكد وتوضح مختلف الجمعيات العامة التأسيسية، وأي من الجمعيات العامة تقرر فيها الرفع أو فتح رأس المال للإستثمار، وكذا القرارات المحددة من طرف الجمعيات العامة التي تقرر المندوبين لحساب المؤسسة، بالإضافة إلى تقرير المندوبين المكلفين بتخصص الإمتيازات إن وجدت وكذا المساحة الإعلامية المتعلقة بها؛
- خمسة نسخ من القرارات الصادرة من مجلس الإدارة، وهنا قبل دخولها إلى البورصة وتخص المناقشات التي سمحت للمؤسسة بعرض قيمها للتداول؛

¹ - COSOB, relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bours, instruction n° 98/01 du 30 Avril 1998.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- نسخة من كل العقود المهمة التي طبقتها المؤسسة والتي تخص نشاطاتها في المدى القصير؛

- خمس نسخ من الوثائق التي تبين أن المؤسسة مشتركة في الصندوق الوطني للمعاشات، وكذا الصندوق الوطني للضمان الإجتماعي، وكذا خمس نسخ من الوثائق التي تبين أن المؤسسة قد دفعت الضرائب؛

- تقوم شركة إدارة بورصة القيم بمراقبة مدى التزاهة القانونية التي تتمتع بها المؤسسة منذ نشأتها، كما تقوم بمراقبة مدى تطبيقها لمختلف شروط عمليات الدخول في البورصة.

ثانيا: وجود قوانين تحمي وتنظم التعامل في سوق الأوراق المالية

1- القوانين الخاصة بحماية حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم:

1-1-1- حماية المستثمرين في القيم المنقولة: تسهر لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة و مراقبتها على حماية المستثمرين، وذلك بالسهر على تطبيق القانون التجاري الذي أقر ذلك من خلال ما يلي¹:

1-1-1- القيود القانونية التنظيمية على تداول الأسهم: لا يتم تداول الأسهم بحرية مطلقة، وإنما تخضع لترتيبات وحدود، تم توضيحها في القانون التجاري، والتي يهدف من خلالها إلى حماية المساهمين من المضاربة الغير مشروعة، وحماية مصالح الإقتصاد الوطني، وذلك وفق ما يلي:

- لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري؛

- في حالة زيادة رأس المال، تكون الأسهم قابلة للتداول ابتداء من تاريخ التسديد الكامل لهذه الزيادة؛

- يحضر التداول في الوعود بالأسهم، ما عدا إذا كانت أسهما تنشأ بمناسبة زيادة رأسمال شركة كانت أسهمها القديمة، وقد سجلت في تسعيرة بورصة القيم، وفي هذه الحالة لا يصح التداول إلا إذا كان تحت شرط موقف لتحقيق الزيادة في رأس المال، ويكون هذا الشرط مفترضا في غياب أي بيان صريح.

1-1-2- الوفاء بقيمة السهم: من خلال الجهود الرامية لضمان حقوق المساهمين، وسد الطرق الغير قانونية أمام التعاملات الغير مشروعة، سهر المشرع الجزائري على تنظيم العملية، حيث يتعين على المساهم أن يسدد المبالغ المرتبطة بالأسهم التي قام باكتسابها، حسب الكيفيات المنصوص عليها في القانون الأساسي، وفي غياب ذلك، تتابع الشركة بعد شهر من طلب الدفع إلى المساهم المتخلف ببيع هذه الأسهم، ويعد المساهم المتخلف والمحال لهم المتبعون والمكتتبون، ملزمين بالتضامن بمبلغ السهم الغير مسدد، ويمكن الشخص الذي سدد ما للشركة من دين، المطالبة بالكل ضد أصحاب السهم المتتابعين، ويبقى العبء النهائي على عاتق الأخير منهم، حيث أن كل مكتتب أو مساهم أحال سنده، لا يبقى ملزما عن سداد الأقساط التي لا زالت لم تطلب، بعد سنتين من إثبات التنازل، وتكفل الأسهم التي لم يسدد مبلغ الأقساط المستحقة منها في الآجال المحددة، إعطاء الحق في القبول والتصويت في الجمعيات العامة وتخضع لحساب النصاب القانوني، ويتوقف الحق في الأرباح، وحق التفاضل في الإكتتاب في زيادات رأس المال المرتبطة بتلك الأسهم².

¹ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته السنة 2010 ص: 08-09، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf> 09/102012 02/12/2013 15:00 PM.

² - المادة 715 مكرر 59 من القانون التجاري الجزائري.

1-1-3- الحقوق الملازمة للسهم: ضَمَن القانون الجزائري لحامل السهم مجموعة من الحقوق الملازمة له و المتمثلة فيما يلي¹:

- حق تصويت في الجمعيات العامة؛
- الحق في نصيب من أرباح الشركة وحق إقتسام موجودات الشركة عند حلها؛
- حق التنازل عن السهم؛
- وحق رفع دعوى البطلان على القرارات الصادرة من الجمعية العامة ومجلس الإدارة المخالفة للقانون الأساسي للشركة.

1-1-2- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:

تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها، من خلال مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة و ماسكي الحسابات - حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، و المؤتمن المركزي على السندات، و هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، و تسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يأتي²:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي، أو غير منصف ؛
- سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية و حماية المستثمر ؛
- القيام بإدارة السندات و تسييرها وفق الأحكام التشريعية و التنظيمية التي تحكمها.

2- دور الحكومة في مراقبة سوق الأوراق المالية.

1-2- سلطات اللجنة: لقد زود المشرع الجزائري اللجنة، لتمكينها من القيام بمهامها، بسلطات تنظيمية و سلطات إعتقاد و مراقبة و تحقيق و تأديب و تحكيم، وهذه السلطات موزعة كما يلي³:

1-1-2- السلطة التنظيمية: تقوم اللجنة، في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وعلى ماسكي الحسابات - حافظي السندات؛
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الإدخار؛
- تسيير حافظة القيم المنقولة؛
- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم و المؤتمن المركزي على السندات؛
- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛
- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات - حفظ السندات؛
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات؛
- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

¹ - المادة 715 مكرر 72 من القانون التجاري الجزائري.

² - Cosob- **Rapport annuel** 2012, P: 11, publications en line, disponible sur:

- <http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2012.pdf> 02/12/2013 15:00 PM.

³ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته السنة 2010 ص: 09، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf> 09/102012 02/12/2013 15:00 PM.

2-1-2- سلطة الاعتماد و التأهيل: في هذا الإطار، تعتمد اللجنة على:

- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- شركات الإستثمار ذات الرأسمال المتغير، و صناديق التوظيف المشترك، و تؤهل:
 - ماسكي الحسابات؛
 - حافظي السندات.

2-1-3- سلطة المراقبة و الحراسة و التحقق: تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا من¹:

- أن المتدخلين في السوق يحترموا الأحكام القانونية و التنظيمية التي تحكم السوق؛
- أن الشركات التي تطلب اللجوء العلني على الإدخار تمثل لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛
- أن التصويبات قد أدرجت في حالة حدوث مخالفات؛
- حسن سير السوق.

3- القوانين المنظمة للتعامل في الأوراق المالية:

3-1-1- الأحكام المتعلقة بالوسطاء الماليين: (الوساطة المالية في بورصة الجزائر):

3-1-1-1- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB): يشترط في الوسيط بعمليات البورصة أن²:

- أن يكون مؤهل؛
- يكونوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين.

حيث يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وتمثل المهام التي يقومون بها في بيع وشراء الأوراق المالية لصالح زبائنهم مقابل عمولة يحصلون عليها غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزوها، و لقد حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مارس 1993 مهام الوسيط في :

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه ؛
- التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية ؛
- القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه.

¹ - Cosob- **Rapport annuel** 2012, P: 11, publications en line, disponible sur:
- <http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2012.pdf> 02/12/2013 15:00 PM.

² -Cosob- **Rapport annuel** 2004, P: 29, publications en line, disponible sur:
- <http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2004.pdf> 08/12/2013 15:00 PM.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

ولكي يتم اعتماد هؤلاء الوسطاء يجب أن تتوفر فيهم الشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للجنة وذلك بمقتضى المرسوم رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03، وفق الشروط التالية:

3-1-2- شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة: يشترط في الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة ما يلي¹:

- السن 25 سنة عند تقديم الطلب؛
- أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها؛
- تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة؛
- أن يتمتع بالترهة المطلوبة لحماية المدخرين؛
- توفر محلا واضحا و ملائم لممارسة النشاط؛
- أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة بـ: 500000 دج؛
- أن يقدم طلب اعتماد لدى *COSOB*.

3-1-3- شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط: يشترط في شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط²:

- إمتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري؛
- إمتلاك محلات ملائمة لضمان أمن الزبائن؛
- مقر الشركة أن يكون بالجزائر؛
- أن يكون لدى الشركة على الأقل مسؤول مؤهل؛
- إيداع طلب عند *COSOB*.

يوجد على مستوى السوق المالية الجزائرية في الوقت الحاضر سبعة (7) وسطاء في عمليات البورصة، وهم³:

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛

- وبنك الجزائر الخارجي؛

- البنك الوطني الجزائري؛

- بنك التنمية المحلية؛

- القرض الشعبي الجزائري؛

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط؛

- بي ن بي باريباس الجزائر.

¹ -La bourse d'alger, **cadre légale, et reglementaire**, 1998, P:03.

² - La bourse d'alger, **cadre légale, et reglementaire**, IBID, 1998, P:03.

³ -Cosob- **Rapport annuel** 2012, P: 28, publications en line, disponible sur:

- <http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2012.pdf> 02/12/2013 15:00 PM.

3-2- مهام الوسيط في بورصة الجزائر: يقوم الوسيط المالي بجملة من العمليات والتي يمكن تلخيصها في ما يلي¹:

- تقديم التوصيلات اللازمة لعملائه، فيما يخص شراء أو بيع القيم المنقولة ؛
- تنفيذ أوامر الشراء والبيع المعطاة من طرف الزبائن ؛
- التأكد من تسليم عقود الشراء أو البيع للعملاء في الآجال المحددة ؛
- التأكد من تسجيل القيم المشتراة باسم العملاء، وأن هذا الأخير يتمتع بالحقوق الناتجة عن عملية الشراء ؛
- التأكد من حصول العميل على الأرباح الموزعة، والفوائد المحصلة في المواعيد المناسبة ؛
- الإحاطة المستمرة للتعامل بكل المعلومات والمستجدات المرتبطة بالقيم التي يحوزته ؛
- تتبع كل الأحداث الاقتصادية والتطورات على مستوى سوق الأوراق المالية بهدف توجيه أمثله للإستثمار ؛
- مسك، إتمام، وضبط ملفات العملاء ؛
- فتح حسابات للعملاء الجدد، ومحاولة جلب آخرين.

3-3- المؤتمن المركزي على السندات:

المؤتمن المركزي على السندات عبارة عن هيئة أسست على شكل شركة ذات أسهم تمّ ترخيصها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتم استحداثه بصفة رسمية من خلال القانون 04-03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والصادر في 17 فيفري 2003، تم خلق هذه الوظيفة من أجل العمل على حفظ السندات، و مسك الحسابات وتسهيل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين، من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى آخر؛ وذلك من خلال²:

- الترقيم القانوني للسندات؛
- تسيير المعلومات المتعلقة بالسوق؛
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر؛
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بهم؛
- تكون المساهمة في الرأس المال مفتوحة فقط:

- للوسطاء في عمليات البورصة؛
- الشركات المصدرة للسندات؛
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛
- الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمان بقوة القانون؛
- المساهمة الدنيا في رأس مال الشركة محددة بـ: 2مليون دينار، حيث:

¹ - زرفة زهية، بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص 88.

² - Cosob- **Rapport annuel** 2004, P: 15, publications en line, disponible sur:

- <http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2004.pdf> 10/12/2013 15:00 PM.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- ✓ يفتح المستثمرون لدى ماسكي الحسابات - حافظي السندات حسابات سندات تأوي أرصدهم في شكل سندات؛
- ✓ يفتح المؤمن المركزي لماسكي الحساب - حافظي السندات حسابات جارية تقيدها فيها كل الأرصدة من سندات المستثمرين الذين أسندت إليهم إدارتها.

وعلى الرغم من الجهود المبذولة في تنظيم هياكل ماسكي الحسابات - حافظي السندات، إلا أنه تبين وجود مجموعة من النقائص والمتمثلة أساسا في¹:

- عدم وجود محاسبة خاصة بالسندات؛
- عدم وجود برمجيات معلوماتية ضرورية لتسيير السندات والأوراق النقدية؛
- المراقبة الداخلية غير الكافية؛
- النقص في إجراءات مسك الحساب على مستوى بعض البنوك.

3-4- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة: وتهدف إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الإدخار مهما كان صغيرا لإستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة، توجد شركة وحيدة ذات رأس مال متغير في قطاع هيئات التوظيف الجماعي، هذه الشركة الموجودة التي تدعى "سليم" تم اعتمادها في سنة 1998 ولم تفتح على الجمهور إلى يومنا هذا، ويتم تصنيف هذه الحافظة إلى²:

- ذات الأسهم : 60% من الحافظة تتكون من أسهم؛
- ذات سندات الدين : 60% من الحافظة تتكون من سندات دين، وسندات أخرى مشاهمة لها؛
- النقدية : 60% من الحافظة تتكون من أدوات السوق النقدية؛
- المتنوعة : ولا تحدد بها أية نسبة، فهي تخضع إلى مبدأ التسيير النشط للحافظة وفق الفرص التي تتيحها السوق.

ويتميز الإستثمار في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بمجموعة من الخصائص وهي :

- إمكانية الشراء والبيع في أي وقت؛
- المساهمة في محفظة متنوعة وتسيير يقوم به محترفون؛
- قواعد إستثمارية واضحة؛
- إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين.

¹ -Cosob- **Rapport annuel** 2012, P: 30, publications en line, disponible sur:

- <http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2012.pdf> 02/12/2013 15:00 PM.

² - Cosob- **Rapport annuel** 2005, P: 27, publications en line, disponible sur:

- <http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2005.pdf> 09/12/2013 15:00 PM.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

4- المخالفات والعقوبات: (السلطة التأديبية و التحكيمية في بورصة الجزائر): تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية و تحكيمية، تتكون من الرئيس و عضوين (2)، ينتخبان من ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وقاضيين (2) يعينهما وزير العدل، ويتولى رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أمانة الغرفة، ويكون عمل السلطة وفق ما يلي¹:

4-1- في المجال التأديبي: تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية و الأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية و التنظيمية المطبقة عليهم؛

4-2- في مجال التحكيم: تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين و التنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة، ويحدث:

- بين الوسطاء في عملية البورصة؛
 - بين الوسطاء في عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم؛
 - بين الوسطاء في عملية البورصة و زبائنهم؛
 - بين الوسطاء في عملية البورصة و الشركات المصدرة.
- لقد زودت اللجنة من أجل القيام بعملها، بأمانة مجهزة بمصالح إدارية و تقنية، وتتكون من:
- أمين عام، وتلحق به خلية الاتصال والعلاقات العامة؛
 - مستشارين يوضعون لدى الرئيس؛
 - ثلاث (3) مديريات (الشؤون القانونية و الإدارية، العمليات و المعلومات المالية، تطوير السوق و مراقبتها).

5- تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها: (ماسك الحسابات (حافظ السندات)) ماسك الحسابات

في سوق الأوراق المالية يكون مؤسسة معتمدة، ويكون إما: الوسطاء في عمليات البورصة، البنوك والمؤسسات المالية، الشركات المصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها والتي تسييرها مباشرة، و يجب أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط تتمثل، في ما يلي²:

- أن يكون معتمدا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها؛
- أن تتوفر لديه الوسائل البشرية والمادية الكافية؛
- أن يمثل لمبادئ المحاسبة الخاصة بالسندات وقواعدها؛
- أن تكون لديه ترتيبات لحماية أرصدة الزبائن؛
- أن يكون لديه ترتيب للرقابة الداخلية؛
- أن يخطر في المؤمن المركزي للسندات.

5-1- الخدمات التي يقدمها ماسك الحسابات: يقدم ماسك الحسابات الذي ينشط من خلال بورصة الجزائر الخدمات التالية :

¹ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنة 2010 ص: 10، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf> 09/102012 02/12/2013 15:00 PM.

² - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سلسلة "الاستعلام عن": ماسك الحسابات (حافظ السندات)، الجزائر، 2004، ص: 18.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- يتولى حفظ وإدارة السندات التي يُعهد له بها باسم أصحابها؛
- ينفذ التعليمات التي يستلمها (التداول والرهن والنقل والتحويل...)
- يطبق العمليات على السندات (دفع الأرباح، والفوائد ونقل الحقوق...)
- يعلم أصحاب السندات بما يأتي :
 - تنفيذ تعليماتهم (الإشعار بالتنفيذ)؛
 - حركات حساباتهم (كشف الحساب، كشف المحفظة)؛
 - العمليات على السندات التي تتعلق بسندات يؤتمن عليها، والتي يمكن أن يمارس عليها صاحبها حقا ما (إشعار بالعمليات على السندات)؛
- أمن الحفاظ على السندات؛
- وضع السندات المشتراة والنقود المطابقة للسندات التي تم بيعها تحت التصرف بسرعة أكبر؛
- تحصيل الفوائد وأرباح الأسهم (التي تُصَبُّ مباشرة في حسابهم النقدي).

وماسكو الحسابات المعتمدون حتى الآن هم :

- بنك التنمية المحلية؛
- البنك الخارجي الجزائري؛
- القرض الشعبي الجزائري؛
- البنك الوطني الجزائري؛
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.

6- الإفصاح المالي وإشهار المعلومات: (الإفصاح المالي والشفافية في بورصة الجزائر).

فيما يخص الإفصاح و الشفافية في بورصة الجزائر، يمكن أن نميز بين الإفصاح المبدئي عند الإكتتاب والإفصاح المستمر والدوري في سوق التداول، فبالنسبة للإفصاح عند الإكتتاب، فإنه طبقا لأحكام النظام رقم 02- 96 المؤرخ في 22 جوان 1996 يتعين على المؤسسة التي تريد الدخول للبورصة أن تقوم بتحرير ونشر مذكرة إعلامية، تتضمن العناصر التي من شأنها أن تمكن المستثمر من إتخاذ قراره بكل دراية، وذلك بالتطرق إلى المعلومات التالية¹:

- تقديم مُصدر القيم المنقولة وتنظيمه؛
- وضعيته المالية؛
- تطور النشاط؛
- موضوع العملية المقرر إنجازها وخصائصها.

¹- COSOB, REGLEMENT N° 96-02 DU 22 JUIIN 1996, **RELATIF A L'INFORMATION A PUBLIER PAR LESSOCIETES ET ORGANISMES FAISANT APPEL PUBLIC AL'EPARGNE LORS DE L'EMISSION DE VALEURS MOBILIERES.**

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر، ويجب أن تقدم البيانات المالية المرافقة للمذكرة الإعلامية معلومات دقيقة على الوضعية المالية والمحاسبية للمؤسسة، وبصفة خاصة على هيكلها المالي و مردوديتها في مجال التمويل، بالإضافة إلى المذكرة الإعلامية يقوم المصدر بطبع بيان إعلامي ونشره، ويلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية مقدما المعلومات الأكثر أهمية فيما يخص العملية المقرر إنجازها، يؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل الشرعي للمصدر.

وبين النظام رقم 03-97 المؤرخ في 30 نوفمبر 1997 نموذج عن تلك المذكرة الإعلامية، يمكن الرجوع إليها في ذلك النظام، وبالنسبة للإفصاح الدوري والدائم، فإنه طبقا لأحكام النظام رقم 02-00 المؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعين على المؤسسات ذات القيم المنقولة المسعرة في البورصة أن تودع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولدى شركة تسيير بورصة القيم المعلومات الدورية والدائمة، والقيام بنشرها في وسائل الإعلام، وتتضمن المعلومات الدورية الكشوف المالية السنوية والسادسية وكذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات حول مدى صحة وقانونية هذه الكشوف. وزيادة على ذلك، فإن المعلومات الدائمة تخص كل معلومة ذات أهمية، أو أي حدث ذي تأثير في النشاط، أو في الوضعية المالية للمؤسسة¹.

المطلب الثاني: القوانين المنظمة لإنشاء شركات المساهمة في الجزائر و القيم المنقولة المصدرة لها

تماشيا مع التحولات الاقتصادية التي تشهدها الجزائر، تعمل السلطات الجزائرية على إصدار القوانين المنظمة لشركات المساهمة، وكذا الأوراق التي تصدرها بشكل منظم وواضح لا يدع مجالا للتأويل والشك، وذلك لحماية حقوق المساهمين، وهذا ما سنطرق إليه في بحر هذا المطلب.

أولاً: القوانين المنظمة لإنشاء شركات المساهمة في الجزائر

1- تعريف شركة المساهمة: " تعرف شركة المساهمة بأنها هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى حصص، وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم"². ويطلق على شركة المساهمة تسمية الشركة، ويجب أن تكون مسبوقة أو متبوعة بذكر شكل الشركة ومبلغ رأسمالها، ويجوز إدراج إسم شريك واحد أو أكثر في تسمية الشركة³.

2- إجراءات التأسيس شركة المساهمة:

تختلف إجراءات تأسيس شركة المساهمة تبعاً لما إذا كان التأسيس باللجوء العلني للإدخار أو من دونه، أو بمعنى آخر طرح أسهم الشركة للإكتتاب العام عن طريق اللجوء إلى الجمهور قصد الحصول على أموال، وقد يقتصر الإكتتاب على المؤسسون دون اللجوء إلى الإكتتاب العام، وسوف نتعرض فيما يلي لإجراءات تأسيس شركة المساهمة باللجوء العلني للإدخار ثم نتناول إجراءات التأسيس من دون اللجوء العلني للإدخار، من خلال ما يلي:

¹- COSOB, Règlement n°2000-02 du 20 Janvier 2000, relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.

²- المادة 592 من القانون التجاري الجزائري.

³- المادة 593 من القانون التجاري الجزائري.

2-1- إجراءات التأسيس شركة المساهمة باللجوء العلني للإدخار:

تمر إجراءات التأسيس بمرحلتين، ففي خلال فترة التأسيس يلتزم المؤسسون بالسعي في تأسيس الشركة والقيام بجميع الإجراءات اللازمة لذلك، ويتعاقد المؤسسون خلال هذه الفترة بوصفهم ممثلين لشركة المساهمة في هذه المرحلة، وما هو في الواقع إلا عقد بين المؤسسين يسبق فترة التأسيس وتميز الشركة في هذه الفترة بشخصية معنوية ناقصة بالقدر اللازم لتأسيسها، ويشترط المشرع أن يكون هذا التأسيس تأسيسا صحيحا، كما يلي¹:

- يحرر الموثق مشروع القانون الأساسي لشركة المساهمة بطلب من مؤسس أو أكثر، وتودع نسخة من هذا العقد بالمركز الوطني للسجل التجاري؛

- ينشر المؤسسون تحت مسؤوليتهم إعلانا للإكتتاب حسب الشروط المحددة بمرسوم؛

- لا يقبل أي إكتتاب إذا لم تحترم الإجراءات المقررة في المقطعين الأول والثاني أعلاه.

وبإكمال هذه الإجراءات يقوم المؤسسون بعد التصريح بالإكتتاب والدفعات، باستدعاء المكتتبين إلى جمعية عامة تأسيسية حسب الأشكال والأجال المنصوص عليها عن طريق التنظيم، تثبت هذه الجمعية أن رأس المال مكتتب به تماما، وأن مبلغ الأسهم مستحق الدفع وتبدي رأبها في المصادقة على القانون الأساسي الذي لا يقبل التعديل إلا بإجماع آراء جميع المكتتبين، وتعيين القائمين بالإدارة الأوليين أو أعضاء مجلس المراقبة وتعيين واحد أو أكثر من مندوبي الحسابات، كما يجب أن يتضمن محضر الجلسة الخاص بالجمعية عند الإقتضاء إثبات قبول القائمين بالإدارة أو أعضاء مجلس المراقبة ومندوبي الحسابات ووظائفهم².

وعند إتمام هذه الإجراءات، يكون قد نشأة الشركة قانونا، وتتكامل شخصيتها المعنوية فيجب شهرها، وتثبت الشركة بعقد رسمي وإلا كانت باطلة. لا يجوز تأسيس شركة المساهمة إذا كان عقد الشركاء أقل من سبعة، والسبب في ذلك أن المؤسسين مسؤولون عن الأخطاء التي تقع منهم في تأسيس الشركة، وكلما زاد عدد المسؤولين زاد ضمان المكتتبين، كما يجب أن يكون الشركاء المؤسسين ممن إكتتبوا في رأس مال الشركة بحصة نقدية أو عينية، وذلك ضمانا لجدية إهتمامهم بمشروع الشركة³، وفي حالة ما إذا فشل المؤسسون في تحقيق مشروع الشركة، تزول الشخصية المعنوية لها بأثر رجعي، حيث أنه حسب القانون التجاري الجزائري: " وإذا لم تؤسس الشركة في أجل ستة أشهر ابتداء من تاريخ إيداع مشروع القانون الأساسي بالمركز الوطني للسجل التجاري، جاز لكل مكتتب أن يطالب أمام القضاء بتعيين وكيل يكلف بسحب الأموال لإعادتها للمكتتبين بعد خصم مصاريف التوزيع"⁴.

2-1-1- رأسمال شركة المساهمة: تنص المادة 594 من القانون التجاري الجزائري على أنه: " يجب أن يكون رأسمال شركة المساهمة بمقدار خمسة ملايين دينار جزائري (5.000.000,00) على الأقل، إذا ما لجأت الشركة علنية للإدخار، ومليون دينار في الحالة المخالفة."

¹ - المادة 595 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 600 من القانون التجاري الجزائري.

³ - المادة 592 من القانون التجاري الجزائري.

⁴ - المادة 604، الفقرة 2 من القانون التجاري الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

2-1-2- الإكتتاب في رأس مال الشركة: يجب أن يكون تخفيض رأس المال إلى مبلغ أقل متبوعاً في أجل سنة واحدة، بزيادة تساوي المبلغ المذكور في المقطع السابق، إلا إذا تحولت في ظرف نفس الأجل إلى شركة ذات شكل آخر، وفي غياب ذلك يجوز لكل معني بالأمر المطالبة قضائياً بحل الشركة بعد إنذار ممثلها بتسوية الوضعية، تنقضي الدعوى بزوال سبب الحل في اليوم الذي تبث فيه المحكمة في الموضوع إبتدائياً، وحدد القانون الإكتتاب كما يلي: " الإكتتاب هو الإعلان الإرادي للشخص في الإشتراك في مشروع الشركة بتقديم حصة في رأس المال تتمثل في عدد معين من الأسهم قابلة للتداول"¹.

2-2- التأسيس دون اللجوء العلني للإدخار:

سهل المشرع الجزائري تأسيس شركة المساهمة التي لا تلجأ علانية للإدخار، ولهذا أعفاها من بعض الإجراءات التي تطبق على التأسيس باللجوء العلني للإدخار، وهذا راجع لعدم الحاجة إلى حماية الجمهور والإدخار العام في هذا النوع من الشركات، إذ يقتصر الإكتتاب فيها على المؤسسون فيها وحدهم².

3- مجالس شركات المساهمة حسب القانون الجزائري:

تنص المادة 462 من القانون التجاري الجزائري على ما يلي: "يجوز النص في القانون الأساسي لكل شركة مساهمة، على أن هذه الشركة تخضع لأحكام هذا القسم الفرعي، يمكن أن تقرر الجمعية العامة غير العادية أثناء وجود الشركة إدراج هذا الشرط في القانون الأساسي أو إلغائه"³، والمجالس التي تناولها القانون التجاري الجزائري هي:

3-1- مجلس المديرين⁴؛

3-2- مجلس الإدارة⁵؛

3-3- مجلس المراقبة⁶.

3-4- جمعيات المساهمين:

جمعيات المساهمين على نوعين: جمعية عامة عادية، وجمعية عامة غير عادية.

3-4-1- الجمعية العامة العادية:

أ- إنعقاد الجمعية العامة:

تتعقد الجمعية العامة العادية مرة على الأقل في السنة خلال الستة أشهر التي تسبق قفل التصفية في المكان والزمان اللذين يعينهما نظام الشركة.

ب- الدعوة للإنعقاد:

وتتعقد الجمعية العامة العادية بناء على طلب مجلس الإدارة في حالة ما إذا إختار الأعضاء هذا النمط في التسيير أو مجلس المديرين أو بأمر من الجهة القضائية المختصة التي تبث في ذلك بناء على عارضة، ويقدم مجلس الإدارة إلى الجمعية العامة بعد تقديم تقريره حول

¹ - المادة 594، الفقرة 2 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 607 من القانون التجاري الجزائري.

³ - المادة 642 من القانون التجاري الجزائري.

⁴ - المادة 609 من القانون التجاري الجزائري.

⁵ - المادة 610 من القانون التجاري الجزائري.

⁶ - المادة 657-658، من القانون التجاري الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

جدول حسابات النتائج، فضلا عن ذلك يشير مندوبو الحسابات في تقريرهم إلى إتمام المهمة التي أسندت إليهم. ولتمكين المساهم في إبداء الرأي عن دراية وإصدار قرار دقيق فيما يخص إدارة أعمال الشركة وسيرها، حق لكل مساهم أن يتطلع خلال الخمسة عشر يوما السابقة لإنعقاد الجمعية العامة العادية على ما يلي¹:

- جرد جدول حسابات النتائج، والوثائق التلخيصية والحصيلة وقائمة القائمين بالإدارة ومجلس الإدارة ومجلس المديرين أو مجلس المراقبة؛
- تقارير مندوبي الحسابات؛ التي ترفع للجمعية؛
- المبلغ الإجمالي المصادق على صحته من مندوبي الحسابات، والأحور المدفوعة للأشخاص المحصلين على أعلى أجر، مع العلم أن عدد هؤلاء يبلغ خمسة؛

ويرجع كذلك حق الإطلاع على هذه الوثائق إلى كل واحد من المالكين الشركاء للأسهم المشاعة، و إلى المنتفع بالأسهم، وإذا رفضت الشركة تبليغهم الوثائق كليا أو جزئيا، فيجوز للجهة القضائية المختصة التي تفصل في هذا الشأن بنفس طريقة الاستعجال أن تأمر بناء على طلب المساهم الذي رفضت طلبه الشركة بتبليغ هذه الوثائق تحت طائلة الإكراه المالي.

ج- حضور الجمعية العامة: لكل مساهم الحق في حضور الجمعية العامة العادية، ويجوز له أن ينيب عنه غيره، ولكن على شرط أن تكون ثابتة في توكيل كتابي خاص، ولا يكون إنعقاد الجمعية في الدعوى الأولى صحيحا إلا إذا حاز عدد المساهمين الحاضرين أو الممثلين على الأقل ربع الأسهم التي لها الحق في التصويت، ولا يشترط أي نصاب في الدعوى الثانية، وتمسك في كل جمعية ورقة للحضور تتضمن البيانات الآتية²:

- إسم كل مساهم حاضر ولقبه وموطنه وعدد الأسهم التي يملكها؛

- إسم كل مساهم ممثل ولقبه وموطنه، وكذلك إسم موكله ولقبه وموطنه وعدد الأسهم التي يملكها.

وفي هذه الحالة لا يلزم مكتب الجمعية بتسجيل البيانات المتعلقة بالمساهمين الممثلين في ورقة الحضور وإنما يعين عدد الوكالات الملحقة بهذه الورقة ضمن هذه الأخيرة، ويجب أن تبلغ هذه الوكالات حسب نفس الشروط المتعلقة بورقة الحضور وفي نفس الورقة، ويصدق مكتب الجمعية على صحة ورقة الحضور الموقعة قانونا من حاملي الأسهم الحاضرين والوكلاء.

د- المناقشات والتصويت: لكل مساهم أثناء الجمعية العامة العادية حق مناقشة تقرير مجلس الإدارة، أو مجلس المديرين الذي يقدم إلى الجمعية وكذلك جدول حسابات النتائج والوثائق التلخيصية والميزانية، ويلزم المجلس الإجابة عليها، وللمساهم عدد من الأصوات في الجمعية العامة، ويكون حق التصويت المرتبط بأسهم رأس المال أو الإنتفاع متناسبا مع حصة رأس المال التي تنوب عنها، ولكل سهم صوت على الأقل.

¹ - المادة 715 مكرر 126 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 715 مكرر 127 من القانون التجاري الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

وفي جميع الأحوال لا يجوز أن يزيد عدد الأسهم التي يحملها المساهم على نسبة 5% من العدد الإجمالي لأسهم الشركة، ويجوز أن يحدد القانون الأساسي عدد الأصوات التي يجوزها كل مساهم في الجمعيات بشرط أن يفرض هذا التحديد على جميع الأسهم دون تمييز فئة عن أخرى، وتبت قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات المعبر عنها، ولا تؤخذ الأوراق البيضاء بعين الاعتبار إذا أحرقت العملية عن طريق الاقتراع¹.

هـ- سلطة الجمعية العامة العادية: تتمتع الجمعية العامة العادية بسلطات واسعة، فيحق لها اتخاذ جميع القرارات التي تتعلق بإدارة الشركة باستثناء صلاحية تعديل القانون الأساسي، إذ هو من اختصاص الجمعية العامة غير العادية.

3-4-2- الجمعية العامة غير العادية:

أ- تعديل القانون الأساسي:

تختص الجمعية العامة غير العادية وحدها بصلاحيات تعديل القانون الأساسي في كل أحكامه، ويعتبر كل شرط مخالف لذلك كأن لم يكن، غير أن حق الجمعية العامة غير العادية في تعديل القانون الأساسي ليس مطلقا، بل يرد عليه إستثناءان وهما²:

- لا يجوز للجمعية العامة غير العادية رفع إلتزامات المساهمين؛
- ولا يجوز للجمعية العامة غير العادية تغيير غرض الشركة الأصلي لأن هذا التعديل يعد بمثابة خلق شركة جديدة؛
- وفيما عاد هذين الإستثنائين يجوز تعديل القانون الأساسي في جميع مواد.

ب- شروط صحة القرارات: تختلف إجراءات الدعوة للإنعقاد في الجمعية العامة غير العادية عنها في الجمعية العامة العادية، غير أنه نظرا لأهمية القرارات التي تتخذها الجمعية العامة غير العادية فقد قيدها المشرع بإجراءات أشد من إجراءات الجمعية العامة العادية، فلا يصح تداول قرارات الجمعية العامة العادية إلا إذا كان عدد المساهمين الحاضرين أو الممثلين يملكون النصف على الأقل من الأسهم في الدعوة الأولى، وعلى ربع الأسهم ذات الحق في التصويت أثناء الدعوة الثانية، فإذا لم يكتمل هذا النصاب الأخير، جاز تأجيل إجتماع الجمعية الثانية إلى شهرين على الأكثر وذلك من يوم إستدعائها لإجتماع مع بقاء النصاب المطلوب هو الربع دائما. وتبت الجمعية العامة فيما يعرض عليها بأغلبية ثلثي الأصوات المعبر عنها، على أنه لا تأخذ الأوراق البيضاء بعين الاعتبار إذا ما أحرقت العملية عن طريق الاقتراع³.

ثانيا: القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة وفق القانون التجاري الجزائري

حدد القانون التجاري الجزائري الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة، وذلك بالتطرق بالتفصيل إلى أنواعها، وكيفية إصدارها وتحويل ملكيتها، وطريقة إدراجها في البورصة، وعرف القانون التجاري هذه الأوراق المالية كالتالي: " القيم المنقولة هي

¹ - المادة 715 مكرر 129 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 674 من القانون التجاري الجزائري.

³ - المادة 674 من القانون التجاري الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا ماثلة حسب الصنف، وتسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها، وهذه السندات على ثلاثة أنواع¹:

- سندات كتمثيل لرأسمالها، وهي تمثل الحصة التي يقدمها الشركاء في رأس مال الشركة؛
- سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها؛
- سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأس مال الشركة عن طريق التحويل أو التبادل أو أي إجراء آخر.

وستتطرق إلى هذه القيم المنقولة تباعا وبالتفصيل كما حددها المشرع الجزائري، وهذه الأوراق المالية هي:

1- الأسهم.

1-1- تعريف الأسهم:

تم التطرق إلى تعريف الأسهم من خلال المادة 715 مكرر 40 تجاري، على أن: " السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها، فهو يمثل حق المساهم أو الشريك في الشركة، تمنحه إياه عند الإكتتاب"².

وهي أسهم ذات قيمة متساوية القيمة، وذلك للمساواة بين المساهمين في الأرباح وفائض التصفية بعد حل الشركة، والحق في التصويت وتنظيم سعر الأسهم في البورصة، ولا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملك من الأسهم. ويكون السهم في شركة المساهمة قابل للتداول، بحيث يجوز للشريك التنازل عن حصته للغير دون أن يؤثر ذلك على رأس مال الشركة أو بقائها، كما أن السهم غير قابل للتجزئة بسبب الوفاة، فما على الورثة إلا اختيار واحد منهم ليباشر الحقوق المتصلة بالسهم تجاه الشركة المصدرة للسهم.

1-2- الأسهم النقدية والأسهم العينية: تم التمييز في القانون التجاري الجزائري بين الأسهم النقدية والأسهم العينية، وتتميز

الأسهم بما يلي:

- الأسهم التي تم وفائها نقدا أو عن طريق المقاصة ؛
- الأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الإحتياطي، أو الأرباح أو علاوة لإصدار ؛

- الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء نتيجة ضمه في الإحتياطيات أو الفوائد أو علاوة الإصدار، وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقدا، ويجب أن يتم وفاء هذه الأخيرة بتمامها عند الإكتتاب.

¹ - المواد 715 مكرر 30 و 33 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

وبالنسبة للأسهم العينية فهي تمثل جميع الأسهم الأخرى التي لم يشملها التعريف، وتخضع الأسهم العينية التي تدخل في رأس مال الشركة لنفس القواعد التي تسري على الأسهم النقدية، إلا أنه يجب الوفاء بقيمتها كاملة، ويجب تقدير الحصص تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية، وهذا لضمان الحقوق.

1-3- الأسهم العادية: حدد القانون الأسهم العادية وعرفها على أنها: " الأسهم التي تمثل إكتتابات ووفاء لجزء من رأسمال شركات تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير و عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي يجوزها بموجب قانونها الأساسي، أو بموجب القانون"¹. كما أن لحملة الأسهم العادية الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة ذلك، و توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها، وتتمتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق والواجبات، ويمكن تقسيم الأسهم العادية الإسمية إلى فئتين اثنتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية، وتتمتع الفئة الأولى بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي يجوزها، أما الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الإكتتاب لأسهم أو سندات استحقاق جديدة.

1-4- أسهم التمتع: حسب المشرع الجزائري، تعرف أسهم التمتع على: " أنها التي تم تعويض مبلغها الإسمي إلى مساهم عن طريق الإستهلاك المخصص إما من الفوائد أو الإحتياطات، ويمثل هذا الإستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل"².

1-5- الأسهم لحاملها والأسهم الإسمية:

هناك نوعين من الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة حسب القانون الجزائري، والتي يحدد على أساسهما حق ملكية السهم والتصرف فيه، وهذين الشكلين هما³:

1-5-1- السهم لحامله: هو السهم الذي لا يحمل إسم المساهم، وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، ويجوز السهم للحامل عن طريق مجرد تسليم، أو بواسطة قيد في الحسابات؛

1-5-2- السهم الإسمي: فهو السهم الذي يحمل إسم المساهم والمعلومات المتعلقة به، ويجوز إسم السهم الإسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض، ويجوز لكل مالك لأسهم الإصدار تتضمن أسهم الحامل أن يطلب تحويلها إلى أسهم إسمية أو العكس.

1-6- تداول الأسهم: نصت المادة 715 مكرر 55 على أن الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة هي أسهم قابلة للتداول، حيث يتم تسعيرها في البورصة، وتطرح عن طريق الإكتتاب عام، وذلك وفق ما يلي: " يجوز عرض إحالة الأسهم للغير بأي وجه كان على الشركة، للموافقة بموجب شرط من شروط القانون الأساسي، مهما تكون طريقة النقل، ما عدا حالة الإرث أو الإحالة، سواء لزواج

¹ - المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 715 مكرر 45 من القانون التجاري الجزائري.

³ - المادة 715 مكرر 35 من القانون التجاري الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

أو أصل أو فرع، ولا يمكن النص على هذا الشرط إلا إذا اكتسبت هذه الأسهم بصفة استثنائية الشكل الإسمي بموجب القانون الأساسي".

يتعين إبلاغ الشركة إذا وقع اشتراط الموافقة في القانون الأساسي للشركة، وذلك بطلب الإعتماد عن طريق رسالة موصى عليها، مع وصل الإستلام يرسلها المساهم مع ذكر إسم المحال إليه ولقبه وعنوانه وعدد الأسهم المقرر إحالتها والتمن المعروض، وتنتج الموافقة سواء من تبليغ كلي بالإعتماد أو عدم الجواب في أجل شهرين اعتبار من تاريخ الطلب، الذي تم تقديمه.

وفي حال لم تقبل الشركة المحال إليها المقترح، يتعين على الهيئات المؤهلة في الشركة في أجل شهرين ابتداء من تاريخ إبلاغ الرفض أن تقوم بما يلي¹:

- العمل على أن يشتري الأسهم أحد المساهمين أو أن يشتريها من الغير؛
- أو أن تشتريها الشركة بموافقة المحيل قصد تخفيض رأس المال.

وإذا لم يتحقق الشراء عند انقضاء الأجل المنصوص عليه أعلاه، تعتبر الموافقة كأنها صادرة، غير أنه يجوز تمديد هذا الأجل بقرار من رئيس المحكمة بناء على طلب الشركة، في حالة عدم الإتفاق على سعر الأسهم، تبت الجهة القضائية المختصة في هذا الشأن، وإذا أعطت الشركة موافقتها على مشروع رهن حيازي للأسهم، فإنه يترتب على هذه الموافقة قبول المحال إليه في حالة البيع الجبري للأسهم المرهونة طبقاً لأحكام المادة 981 من القانون المدني، إلا إذا فضلت الشركة بعدم الإحالة، وإسترجاع الأسهم بالشراء دون تأخير، قصد خفض رأس مالها². أما في حالة اندماج شركات، أو في حالة تقديم الشركة لجزء من عناصر أصولها المالية لشركة أخرى، تصبح الأسهم قابلة للتداول قصد تحقيق هذا الإندماج، وتفتح هذه الأسهم المجال حسب الحالات، لإصدار أسهم جديدة تؤخذ بتحويل الأسهم القديمة إلى سعر معادل أو إلى تسعيرة، وتبقى الأسهم قابلة للتداول بعد حل الشركة ولغاية اختتام التصفية.

2- السندات.

أفرز القانون الجزائري مجموعة من السندات، حيث تطرق المشرع الجزائري إلى أنواع معينة منها، إذ يمكن لشركة المساهمة أن تصدرها، وتلجأ في هذا إلى الإقتراض عن طريق إصدار سندات قابلة للتداول في البورصة، تضمن هذه السندات لصاحبها حق الحصول على فوائد ثابتة عادة ما تكون سنوية، وتُستحق في الآجال المحددة عند الإصدار، ويتم طرحها للإكتتاب العام، وتتمثل هذه السندات في:

2-1- سندات المساهمة: يمكن إصدار سندات مساهمة من الشركات ذات الأسهم، وهي عبارة عن سندات دين، تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد، وجزء متغير يخضع لتنظيم خاص توضح حدوده بدقة، ويحسب استناداً إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة، أو بنتائجها، وتقوم على القيمة الإسمية للسند³.

2-2- سندات الإستحقاق: يعرف المشرع الجزائري كالتالي: "سندات الإستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية"⁴.

¹ - المادة 715 مكرر 55 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 715 مكرر 58 من القانون التجاري الجزائري.

³ - المادة 715 مكرر 73 من القانون التجاري الجزائري.

⁴ - المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري الجزائري.

2-2-1- إصدار سندات الإستحقاق:

يتم إصدار سندات الإستحقاق بقرار من الجمعية العامة للمساهمين، و تقوم بتحديد شروطها، كما يمكن لها أن تفوض سلطاتها إلى مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة، أو مجلس المديرين¹.

يشترط القانون على الشركات المساهمة لتقوم بإصدار سندات الإستحقاق أن تكون قد نشطت لمدة سنتين على الأقل، وأعدت موازنتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة، على أن يكون رأسمالها مسدد بكامله، ولا تطبق هذه الشروط على إصدار سندات الإستحقاق التي تستفيد من ضمان تقدمه الدولة، أو من أشخاص معنويين في القانون العام، أو ضمانا من شركات تستوفي الشروط المنصوص عليها في الفقرة أعلاه، ولا تطبق هذه الشروط كذلك على إصدار سندات الإستحقاق المرهونة. بموجب سندات دين على ذمة الدولة، أو على ذمة الأشخاص العموميين في القانون العام، وتكون سندات الاستحقاق حسب كل حالة، مقترنة بشروط أو بنود التسديد أو الإستهلاك عند حلول الأجل أو عن طريق السحب، وفي الحالات المنصوص عليها صراحة عند الإصدار يمكن أن يكون سند الإستحقاق دخلا دائما يسمح بدخل متغير وقابل للتحويل إلى رأس مال بدون تعويض الأصل.

وفي حال ما إذا لجأت الشركة علنية إلى الإدخار، فيتعين عليها قبل فتح الإكتتاب، القيام بإجراءات إشهار شروط الإصدار، وتحدد الإجراءات عن طريق التنظيم العام، ولا يجوز للشركة تكوين أي رهن على سندات إستحقاقها الذاتية².

2-2-2- تمثيل وتسيير سندات الإستحقاق:

يفرض القانون التجاري الجزائري أن يكون حاملو سندات الإستحقاق من نفس إصدار جماعة، وذلك للدفاع عن مصالحهم المشتركة، وتمتع هذه الجماعة بالشخصية المدنية، ويمكن للجمعية العامة لأصحاب السندات أن تجتمع في أي وقت، حيث يمثل جماعة أصحاب سندات الإستحقاق وكيل أو عدة وكلاء، يعينون في الجمعية العامة الغير عادية، ويمكن في حالة الإستعجال تعيين ممثلي أصحاب سندات الإستحقاق بموجب حكم قضائي بناء على طلب كل معني، لتسيير شؤون أصحاب الحقوق من حاملي هذا النوع من السندات.

يملك الوكلاء سلطة القيام باسم المجموعة، بجميع أعمال التسيير للدفاع عن المصالح المشتركة لأصحاب سندات الإستحقاق، باستثناء القيود التي تقرها الجمعية العامة لأصحاب سندات الإستحقاق، ولا يجوز لأصحاب سندات الاستحقاق وممثلي الجماعة التدخل في تسيير شؤون الشركة، مثل ممثلي حاملي الأسهم.

لكن القانون يبيح لممثلي جماعة أصحاب سندات الإستحقاق حضور الجمعية العامة للمساهمين بصفة إستشارية، ولهم الحق في الاطلاع على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين، ويستدعي الجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق، مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين، أو وكلاء التجمع أو القائمون بالتصفية، ويجب أن يحدد صاحب الإستدعاء جدول

¹ - المادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

أعمال الجمعية العامة لأصحاب سندات الإشتقاق، غير أنه يجوز لأصحاب سندات الإشتقاق أن يطلبوا بصفة فردية أو جماعية، إدراج مشاريع لوائح في جدول الأعمال تخضع فور التصويت للجمعية العامة.

ويحق لكل صاحب سندات اشتقاق المشاركة في الجمعية، أو أن يمثله وكيل من إختياره لا يكون موضوع أي منع، ولا يجوز للشركة التي تحوز نسبة 10% على الأقل من رأسمال الشركة المدينة، أن تصوت في الجمعية بما تملكه من سندات إشتقاق، ويجوز أن يشارك في الجمعية العامة، أصحاب سندات الإشتقاق المستهلكة وغير المسددة من جراء تخلف الشركة المدينة، أو بسبب خلاف يتعلق بشروط التسديد، ويجب أن يكون حق التصويت المرتبط بسندات الإشتقاق متناسبا مع قيمة مبلغ القرض الذي يمثله، و يمنح كل سند اشتقاق الحق في صوت واحد على الأقل، وهذا وفقا لما حدده القانون.

2-2-3- مهام الجمعية العامة لأصحاب سندات الإشتقاق:

حدد القانون مهام الجمعية العامة لأصحاب سندات الإشتقاق، حيث تداول الجمعية لعامة لأصحاب سندات الإشتقاق في كل المسائل المتعلقة بحمايتهم وتنفيذ عقد القرض، كما تتداول في كل إقتراح يهدف إلى تعديل العقد أو بعض عناصره، ويحق لكل صاحب سندات إشتقاق الاطلاع على الوثائق التي تقدم للجمعية العامة لأصحاب سندات الإشتقاق والاطلاع على المحاضر وأوراق الحضور، وتتكفل الشركة المدنية بمصاريف تنظيم الجمعيات لأصحاب سندات الإشتقاق وسيرها، كما تتكفل بدفع مرتب ممثلي أصحاب سندات الإشتقاق.

ولا يقبل أصحاب سندات الإشتقاق بصفة فردية لممارسة الرقابة على عمليات الشركة أو لطلب على وثائقها، كما تلغى سندات الإشتقاق التي أعادت شراءها الشركة المصدرة، وكذا سندات الإشتقاق الناجمة عن قرعة والمسددة، ولا يمكن إعادة تداولها.

ولا يجوز للشركة المصدرة، بأي حال من الأحوال، أن تفرض التسديد المسبق لسندات الإشتقاق في حالة حل مسبق للشركة لم يسببه إدماج أو انقسام، ويمكن للشركة أن تفرض التسديد لهذا الإشتقاق، ويصرحون في خصوم التسوية القضائية بالمبلغ الأصلي للسندات لا تزال متداولة، مع قسيمة فوائد مستحقة وغير مسددة، بعد تفصيل حسابها ممثل الدائنين، ولا يلزمون بتقديم سندات موكلهم لعدم هذا التقديم، ويعين في كل الحالات بقرار قضائي وكيلا يتولى تمثيل جماعة أصحاب سندات الإشتقاق في حالة عجز وكلاء هذه الجماعة، وتقرر الجمعية العامة لأصحاب سندات الإشتقاق كليات التسديد التي يقترحها ممثل ديون الشركة.

2-3- سندات الإشتقاق القابلة للتحويل إلى أسهم:

لإصدار سندات اشتقاق قابلة للتحويل إلى أسهم، يشترط في شركات المساهمة أن تكون أثبتت نشاطها لمدة سنتين، والتي أعدت موازنتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسددا بكامله. الجمعية العامة هي من ترخص بإصدار هذه السندات، بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين، وعلى تقرير خاص لمندوب الحسابات، وتخضع الإشتقاق القابلة للتحويل لنفس الأحكام المتعلقة بسندات الإشتقاق، ويشترط القانون الجزائري أن لا يكون سعر إصدار سندات الإشتقاق القابلة للتحويل أقل من القيمة الاسمية للأسهم، التي تؤول إلى أصحاب سندات الإشتقاق في حالة اختيار التحويل، وتتم بصفة نهائية زيادة رأس المال بالتحويل عن طريق طلب التحويل المرفق ببطاقة الإكتتاب، وعند الإقتضاء عن طريق الدفعات التي يسمح بها إكتتاب الأسهم النقدية¹.

¹ - المادة 715 مكرر 114 من القانون التجاري الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

إن ترخيص الجمعية العامة لفائدة أصحاب سندات الإستحقاق يؤدي إلى التنازل الصريح للمساهمين عن حقهم التفضيلي في الإكتتاب في الأسهم التي تصدر بموجب تحويل سندات الإستحقاق، ولا يجوز التحويل إلا بناء على رغبة الحاملين ووفقاً حسب شروط وأسس التحويل المحددة في عقد إصدار سندات الإستحقاق. ويبين هذا العقد بأن التحويل سيتم إما في فترة، أو فترات إختيارية محددة وإما في أي وقت كان. ويحظر على الشركة استهلاك رأسمالها أو تخفيضه عن طريق التسديد، كما يحضر عليها تغيير توزيع الأرباح ابتداء من تاريخ تصويت الجمعية العامة التي ترخص الإصدار، وما دامت سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم متوفرة.

2-4- سندات الإستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم:

يمكن لشركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار سندات إستحقاق، أن تصدر سندات إستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم، ويجوز لشركة ما إصدار سندات إستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم تقوم بإصدارها الشركة التي تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من نصف رأسمالها، وفي هذه الحالة، يجب على الجمعية العامة العادية للشركة التابعة والمصدرة لسندات إستحقاق أن ترخص بإصدار هذه السندات، أما إصدار الأسهم فترخصه الجمعية العامة غير العادية، للشركة المدعوة لإصدار الأسهم، حق إكتتاب الأسهم يتم عن طريق طرح قسيمات الإكتتاب، والتي تقوم بإصدارها الشركة بسعر أو بأسعار مختلفة، وفقاً للشروط والأجال المحددة في عقد الإصدار، ولا يمكن أن تتجاوز مدة ممارسة حق الإكتتاب أجل الاستهلاك النهائي للقرض بأكثر من ثلاثة أشهر¹.

تفصل الجمعية العامة في كفاءات حساب سعر ممارسة حق الإكتتاب وفي المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتبها أصحاب القسيمات، ويجب أن يكون سعر ممارسة الحق في الإكتتاب مساوياً على الأقل للقيمة الاسمية للأسهم المكتتبه بناء على تقديم القسيمات، وفي حالة إصدار سندات إستحقاق جديدة ذات قسيمات إكتتاب أو سندات إستحقاق قابلة للتحويل، تعلم الشركة أصحاب قسيمات الإكتتاب أو حاملها عن طريق إعلان، ينشر وفقاً للشروط المحددة عن طريق التنظيم قصد تمكينهم، إن أرادوا المشاركة في العملية ممارسة حقهم في الإكتتاب في الأجل الذي يحدده الإعلان، وإذا كان أجل ممارسة الحق في الإكتتاب لم يفتح بعد، يكون سعر الممارسة الواجب إعتماده في أول سعر يوجد في عقد الإصدار، وتطبق أحكام هذا المقطع على كل عملية أخرى تتضمن حقاً في الإكتتاب مخصص للمساهمين، غير أنه إذا كانت القسيمات تمنح الحق في الإكتتاب بالأسهم المسجلة في السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة، يجوز أن ينص عقد الإصدار، عوض التدابير المذكورة في المقاطع السابقة، على تصحيح شروط الإكتتاب المحددة أصلاً قصد التكفل بأثر الإصدارات أو الإدراجات أو التوزيعات حسب الشروط ووفق كفاءات الحساب التي تحددها السلطة المكلفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتحت رقابتها².

يثبت مجلس إدارة الشركة أو مجلس المديرين بها، في الشهر الذي يلي كل سنة مالية، وذلك حسب الحالة، إذا اقتضى الأمر، العدد والمبلغ الإسمي للأسهم، ويدخل التعديلات الضرورية على شروط القوانين الأساسية المتعلقة بمبلغ رأسمال الشركة وبعده الأسهم التي تشكله، كما يجوز له في أي وقت، القيام بهذا الإثبات للسنة المالية الجارية، وإدخال التعديلات المناسبة على القانون الأساسي. وعندما يكون لصاحب قسيمات الإكتتاب الذي يقدم سندات، الحق في عدد الأسهم المتضمنة جزء من القيمة المنقولة بمقتضى إحدى العمليات

¹ - المادة 715 مكرر 126 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 715 مكرر 127 من القانون التجاري الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

المذكورة في المادتين 715 مكرر 127 و 715 مكرر 129، فإن هذا الجزء يكون موضوع دفع نقدي حسب كفاءات الحساب التي تحدد عن طريق التنظيم¹، وإذا تم الإستحواذ على شركة ما، فإن الشركة التي تتولى إصدار الأسهم، أو اندمجت مع شركة أو عدة شركات أخرى لتكوين شركة جديدة، أو إنشقت، يجوز لأصحاب قسيمة الإكتتاب أن يكتتبوا أسهما من الشركة الممتصة أو من الشركة أو الشركات الجديدة، ويحدد عدد الأسهم التي من حقهم إكتتابها عن طريق تصحيح عدد أسهم الشركة المصدرة، والتي كان لديهم حق الإكتتاب فيها، بنسبة تبديل أسهم هذه الشركة الأخيرة مقابل أسهم الشركة الممتصة أو الشركة الجديدة، وتخل الشركة الممتصة أو الشركة الجديدة محل الشركة المصدرة للأسهم. ويمكن التنازل عن قسيمة الإكتتاب أو التداول فيها بصفة مستقلة عن سندات الإستحقاق، إلا إذا نص عقد الإصدار على خلاف ذلك، وتلغى قسيمة الإكتتاب التي اشترتها الشركة المصدرة وكذا القسيمة المستعملة في الإكتتاب².

تطرقنا من خلال المبحث السابق إلى القوانين المنظمة لسوق الأوراق المالية وشركات المساهمة بالجزائر، وبمقارنتها مع المعايير المقترحة بالجانب النظري نجد أن هنالك ثلاث نقائص أثرت على السير الحسن لبورصة القيم المنقولة لدينا وهي:

- القوانين لا تلزم المؤسسات عند تقديم طلب الإدراج بنشر المعلومات الدائمة بشكل دوري، وكذا و الطارئة وهو ما تفتقده بورصة الجزائر؛

- سوق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة يبقى غير موجود من الناحية العملية، إذ أن رأسمال الشركة الوحيدة الموجودة والمتمثلة في شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم" التي تم اعتمادها في سنة 1998، ما زال دائما مقفلا ولا يجوزه إلا المساهمون المؤسسون دون سواهم³؛

- يظهر القصور المتعلق بالجانب القانوني في عدة زوايا أثرت بشكل كبير على تنمية بورصة الجزائر، فمثلا القانون المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 و 33 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993، والذي تضمنه القانون التجاري الجزائري، والمتعلق بتحديد القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة الجزائرية، لم يتطرق إلى تنويع الأوراق المالية مما يتيح فرصا أكبر للمستثمر بتنويع إستثماراته، وإنما اقتصر الإصدار على:

- سندات كتمثيل لرأسمالها، وهي تمثل الحصص التي يقدمها الشركاء في رأس مال الشركة؛

- سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها؛

- سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى، تمثل حصة معينة لرأس مال الشركة عن طريق التحويل أو التبادل، أو أي إجراء آخر.

والملاحظ هنا هو عدم ظهور الأسهم الممتازة والمشتقات المالية بمختلف أنواعها، وإنما تم التركيز على السندات، والتي تعتبر قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، كما يشترط القانون مرور سنتين على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة، وهذه مدة طويلة نسبيا خاصة إن كانت المؤسسة المعنية تتمتع بمركز مالي سليم.

¹ - المادتين 715 مكرر 127 و 715 مكرر 129 من القانون التجاري الجزائري.

² - المادة 715 مكرر 128 من القانون التجاري الجزائري.

³ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010 ص: 80، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

المطلب الثالث: مؤشرات بورصة الجزائر

أولاً: مؤشر حجم سوق إصدار الأوراق المالية ودرجة التمركز

1- مؤشر حجم السوق: سنحاول إبراز حجم السوق بالمبالغ المالية ومدى نموها وتطورها و التي يساهم بها السوق في الاقتصاد الوطني دون اللجوء إلى البنوك، وسنبين ذلك من خلال ما يلي:

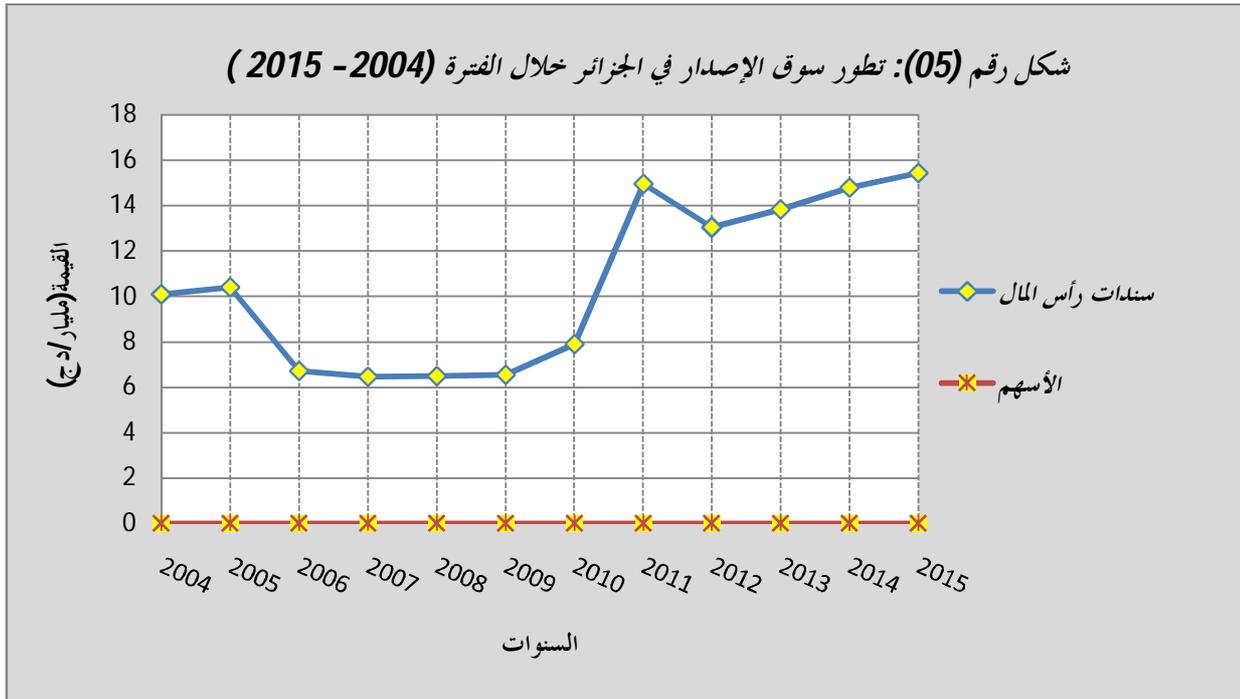
جدول رقم (08): يبين تطور قيمة الإصدارات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.

الوحدة: دينار جزائري.

المجموع		سندات رأس المال		الأسهم		البيان السنوات
النسبة (%)	القيمة	النسبة (%)	القيمة	النسبة (%)	القيمة	
% 100	10.100.000.000	100	10.100.000.000	% 00	00	2004
% 100	10.400.000.000	100	10.400.000.000	% 00	00	2005
% 100	06.710.000.000	100	06.710.000.000	% 00	00	2006
% 100	06.460.000.000	100	06.460.000.000	% 00	00	2007
% 100	06.500.000.000	100	06.500.000.000	% 00	00	2008
% 100	06.550.000.000	100	06.550.000.000	% 00	00	2009
% 100	07.900.000.000	100	07.900.000.000	% 00	00	2010
% 100	14.967.744.130	100	14.967.744.130	% 00	00	2011
% 100	13.028.721.575	100	13.028.721.575	% 00	00	2012
% 100	13.819.991.460	100	13.819.991.460	% 00	00	2013
% 100	14.793.245.795	100	14.793.245.795	% 00	00	2014
% 100	15.429.078.190	100	15.429.078.190	% 00	00	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على: تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) : 2004 - 2015.

يتضح لنا من خلال الجدول أعلاه أن سوق الإصدار في الجزائر تركزت حول سندات رأس المال والتي يسمح القانون التجاري الجزائري بإصدارها والتي شهدت ارتفاعاً بين سنتي 2004 و 2005 بنسبة 2,98 % لتعاود الانخفاض بعدها لغاية سنة 2009 بسبب ضعف أداء شركة الرياض سطيف سنة 2006 قبل أن تنسحب نهائياً سنة 2007، أين فقدت البورصة 35,1485 % من قيمتها إذا اعتبرنا سنة 2004 كسنة أساس، كما يظهر الجدول أن أعلى قيمة بلغت قيمة الإصدارات كانت سنة 2011 أين ارتفعت بنسبة 48,1955 % لحدود 15 مليار دينار، بسبب ارتفاع أداء مؤسسة نزل الأوراسي، لتعاود إنخفاض طفيف سنّي 2012 و 2013 لتسترد بعضاً من قيمتها وترتفع سنة 2014 و 2015 على التوالي، في حين أن سندات المساهمة لم يتم إصدارها خلال طول الفترة المدروسة، بسبب عدم صدور أي قانون بخصوصها، وسنبين ذلك من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول السابق.

يبين لنا الشكل أعلاه أن تطور سوق الإصدار كانت في تذبذب بين الارتفاع و الانخفاض خلال سنتي 2004 و 2015 وهذا راجع لعدم تبني سياسة واضحة من قبل السلطات الوصية بدليل أنها خلال طول الفترة المعنية ركزت على نوع معين من الأوراق المالية وعدد محدود جدا من الشركات الأمر الذي جعل درجة تمركز السوق كبيرة جدا والذي سنوضحه من خلال التالي:

2- مؤشر درجة التمرکز: ويهتم هذا المؤشر بدراسة عدد الشركات التي تنشط بالسوق والتي سنبينها من خلال الجدول الموالي:

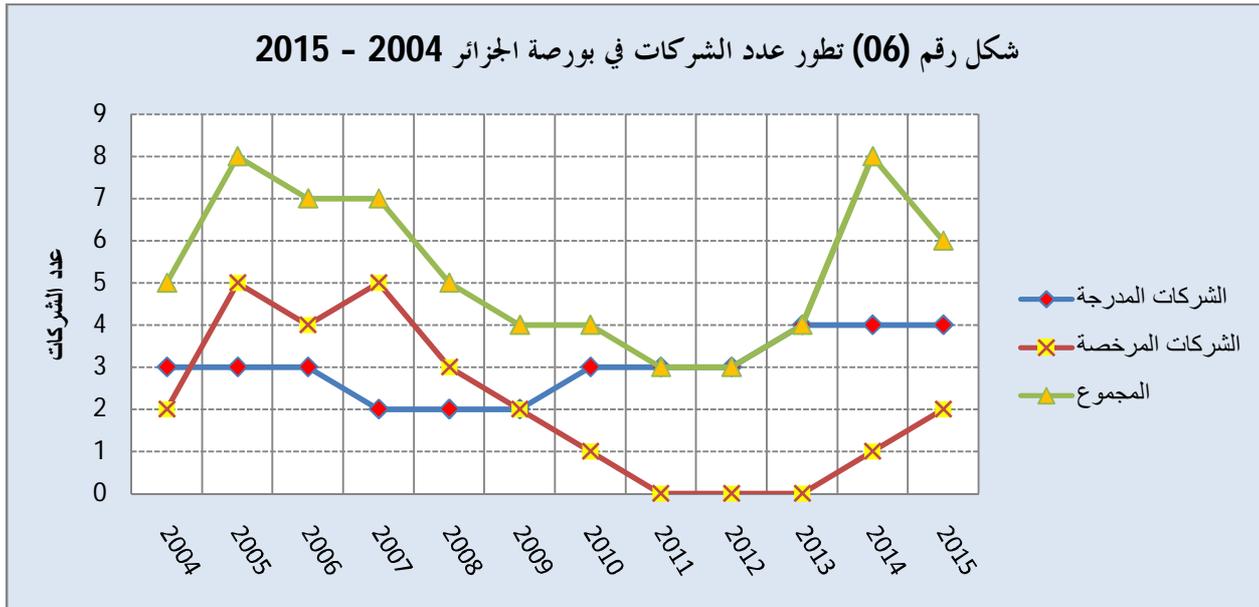
جدول رقم (09): عدد الشركات النشطة بسوق التداول في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.

البيان	عدد الشركات المقيدة	عدد الشركات التي منحت تأشيرة	المجموع
2004	3	2	5
2005	3	5	8
2006	3	4	7
2007	2	5	7
2008	2	3	5
2009	2	2	4
2010	3	1	4
2011	3	0	3
2012	3	0	3
2013	4	0	4
2014	4	1	5
2015	4	2	6

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) : 2004 - 2015.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يوضح لنا الجدول رقم (09) تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة والشركات التي منحت ترخيص لإصدار سندات الدين خلال سنتي 2004 و 2015، حيث يوضح لنا أن الشركات المدرجة كان عددها بين 2 و 4 شركات والمتمثلة أساسا في شركة الجمع الصناعي صيدال، الرياض سطيف (انسحبت سنة 2007)، ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي، إلى جانب شركة أليانس للتأمينات منذ سنة 2010، وكذا شركة NCA روية بدءا من 2013، وأن الشركات المرخص لها (إصدار سندات في السوق الأولية) كانت بين 2 و 5 شركات لتتعدم تماما بين سنتي 2011 و 2013، لتعاود الارتفاع بعدها، وبشكل عام كان عدد الشركات متذبذب دون أن يستقر نحو الارتفاع أو الانخفاض من فترة لأخرى، وسنظهر هذا التطور من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول السابق.

من خلال ما سبق يتبين لنا أن حجم الإصدار في الجزائر كان مرهون بعدد محدد من الشركات وكذا نوع معين من الأوراق المالية والمتمثلة في سندات رأس المال، بالإضافة إلى الترخيص لبعض الشركات غير المدرجة بأن تطرح سندات دين، مما يجعلنا نؤكد أن السوق تتميز بتمركز كبير حول عدد محدد من الشركات، هذه المعطيات تقودنا إلى التساؤل حول مدى مساهمة بورصة الجزائر بعد أكثر من عقدين على إنشائها؟ وهو ما سنبينه من خلال الآتي:

ثانياً: مؤشرات تقييم سوق الإصدار في الجزائر

للإجابة على السؤال السابق لا بد لنا من معرفة مدى مساهمة سوق الأوراق المالية بالجزائر ضمن الناتج المحلي الإجمالي (معدل رأس المال السوقي)، وكذا النسبة التي تمثلها من إجمالي الاستثمارات خلال نفس الفترة.

عرف إجمالي الناتج المحلي¹ في الجزائر نموا متواصلا خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2004 و 2015 وهذا يرجع بالأساس إلى ارتفاع أسعار البترول خلال نفس الفترة، وهذا ما بينته بيانات الرسمية الصادرة عن البنك الدولي، كما شهدت نفس الفترة استقرار نسبيا في سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، وهذا ما نوضحه من خلال البيانات التالية:

¹ - حسب البنك الدولي: إجمالي الناتج المحلي هو عبارة عن مجموع إجمالي القيمة المضافة من جانب جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد زائد أية ضرائب على المنتجات وناقص أية إعانات غير مشمولة في قيمة المنتجات. ويتم حسابه بدون اقتطاع قيمة إهلاك الأصول المصنعة أو إجراء أية خصوم بسبب نضوب وتدهور الموارد الطبيعية.

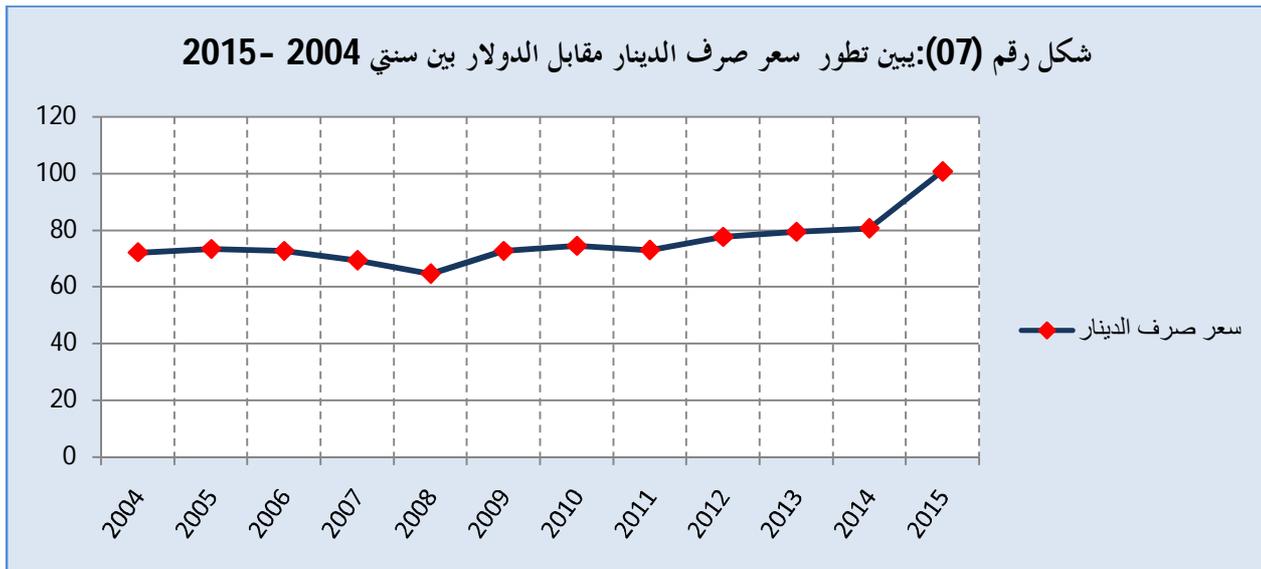
جدول رقم (10): يبين تغيرات سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال الفترة 2004-2015.

السنة	سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.
2004	72,06
2005	73,28
2006	72,65
2007	69,29
2008	64,58
2009	72,65
2010	74,39
2011	72,94
2012	77,54
2013	79,37
2014	80,58
2015	100,69

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

<http://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?page=2> 12/09/2015 15:00 pm.

تعتمد السلطات النقدية بالجزائر في يخص سياسة سعر الصرف على ما يعرف " التعويم الموجه " وهذا بغرض استقرار معدل الصرف الفعلي الحقيقي وهذا ما تحقق فعلا لدينا، في ما عدا سنة 2015 أين بدأت نتائج إجراءات التقشف تظهر بسبب انخفاض أسعار النفط، وهو ما سنوضحه من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يوضح الشكل أعلاه مدى الاستقرار النسبي لسعر الدينار مقابل الدولار خلال فترة الدراسة الممتدة بين 2004 - 2014، وهذا راجع كما قلنا للسياسة التي ينتهجها بنك الجزائر في ما يخص سعر الصرف، ليرتفع بشكل مفاجئ سنة 2015 وهذا راجع للإجراءات التي إعتدتها الحكومة بعد انخفاض أسعار النفط، كما أننا سنبين تطور إجمالي الناتج المحلي خلال نفس الفترة السابقة الذكر من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (11): يبين الناتج المحلي الإجمالي مقوماً بالدينار الجزائري خلال الفترة 2004-2015.

الناتج المحلي الإجمالي PIB (دينار جزائري).	سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي	الناتج المحلي الإجمالي PIB (دولار أمريكي)	البيان السنة
6148.519.310.446,17	72,06	85.324.997.369,5	2004
7562.397.093.822,784	73,28	103.198.650.297,8	2005
8501.986.508.540,305	72,65	117.026.655.313,7	2006
9352.616.468.980,564	69,29	134.977.867.931,6	2007
11043.190.499.513,27	64,58	171.000.162.581,5	2008
9968.436.935.388,63	72,65	137.211.795.394,2	2009
11992.211.416.011,6	74,39	161.207.304.960,5	2010
14520.228.866.666,54	72,94	199.070.864.637,6	2011
15843.827.135.107,43	77,54	204.331.017.992,1	2012
16682.257.293.456,56	79,37	210.183.410.526,1	2013
17307.007.552.217,46	80,58	214.063.173.187,6	2014
21987.019.426.283,52	100,69	218.363.486.208	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على:

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?page=2> 04/08/2015 11 :30 am.

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries> 04/08/2015 11 :30 am .

- <http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/tend/DZA/fr/NY.GDP.MKTP.CD.html> 04/08/2015 11 :30 am

تظهر بيانات الجدول السابق الارتفاع المتواصل للناتج المحلي الإجمالي من سنة لأخرى خلال كامل فترة الدراسة في ما عدا سنة 2009 أين شهدت إنخفاض بلغ 9,73 % مقارنة بسابقتها، بسبب تراجع سعر البترول من 90,70 دولار للبرميل سنة 2008 إلى 35,85 دولار للبرميل في سنة 2009¹.

ويعود هذا النمو وبشكل مباشر إلى ارتفاع مداخيل المحروقات خلال نفس الفترة والتي يعتمد عليها الاقتصاد الجزائري بشكل كبير وبنسبة تصل إلى 98 % حسب المصادر الرسمية، وبلغت نسبة الزيادة بين سنتي 2004 و2015 إلى 183,48 % على اعتبار سنة 2004 كسنة أساس، أي تضاعف ثلاث مرات تقريبا (2,82 مرة)، ليبدأ بأكثر من 85 مليار دولار سنة 2004 ليصل لأكثر من 218 مليار دولار سنة 2015، مما جعل الجزائر تحقق توازنات كلية جيدة.

¹ - <https://www.quandl.com/data/OPEC/ORB-OPEC-Crude-Oil-Price> 12/11/2015 10 : 00am.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

لكن وفي خضم هذا النمو الكبير في الناتج المحلي الإجمالي هل سيكون للبورصة دور في هذا النمو؟ أم أن كل الإصلاحات والقوانين والوسائل التي سخرت لهذه المؤسسة على مدى أكثر من عقدين لم يكن لها الأثر الكبير في العملية الاقتصادية؟ وهو ما سنحاول إبرازه من خلال ما يعرف بمعدل رأس المال السوقي.

1- مؤشر رسملة السوق:

يتم قياس هذا المعدل عن طريق قسمة القيمة السوقية لأسهم رأس مال الشركات المقيدة بالبورصة على الناتج المحلي الإجمالي، دون حساب قيمة سندات الدين (أي أن سندات الدين لا تدخل في هذا التحليل) وبالتالي فإن:

رسملة السوق = القيمة السوقية للأسهم المقيدة ÷ الناتج المحلي الإجمالي.....(1)

وعليه وبناء على المعادلة السابقة الذكر فإنه يمكننا عرض معدل رأس المال السوقي بالجزائر من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (12): يبين معدل رأس المال السوقي في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.

الوحدة: دينار جزائري

معدل رأس المال السوقي في الجزائر (%)	الناتج المحلي الإجمالي PIB	إجمالي قيمة الإصدارات الأولية	البيان السنة
0,1643 %	6148.519.310.446,17	10.100.000.000	2004
0,1375 %	7562.397.093.822,784	10.400.000.000	2005
0,0789 %	8501.986.508.540,305	06.710.000.000	2006
0,0690 %	9352.616.468.980,564	06.460.000.000	2007
0,0588 %	11043.190.499.513,27	06.500.000.000	2008
0,0657 %	9968.436.935.388,63	06.550.000.000	2009
0,0659 %	11992.211.416.011,6	07.900.000.000	2010
0,1030 %	14520.228.866.666,54	14.967.744.130	2011
0,0822 %	15843.827.135.107,43	13.028.721.575	2012
0,0828 %	16682.257.293.456,56	13.819.991.460	2013
0,0854 %	17307.007.552.217,46	14.793.245.795	2014
0,0702 %	21.987.019.426.283,52	15.429.078.190	2015

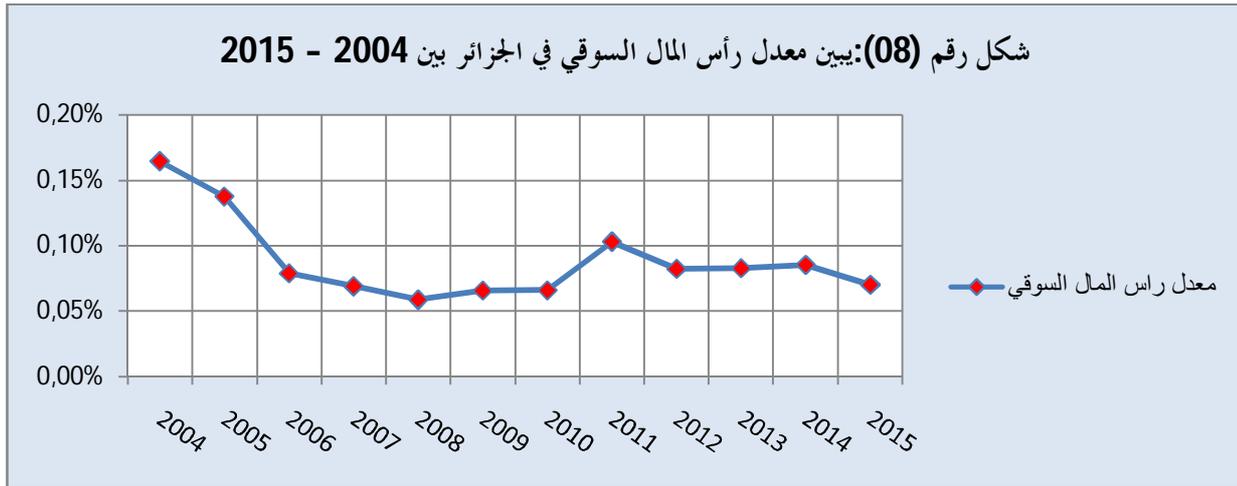
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): من سنة 2004 إلى غاية سنة 2015.

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?page=2> 04/08/2015 11 :30 am.

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries> 04/08/2015 11 :30 am .

تبين لنا معطيات الجدول أعلاه أن معدل رأس المال السوقي المسجل في بورصة الجزائر ضعيف جدا خلال فترة الدراسة ولم يتجاوز 0,16 % من الناتج المحلي الإجمالي كما شهد انخفاضات متتالية من سنة 2004 إلى غاية سنة 2008 بسبب تدهور أداء البورصة للأسباب التي سبق لنا ذكرها (ضعف أداء مجمع الرياض سطيف)، ليعاود الارتفاع بعدها حتى سنة 2011 لكن في حدود ضعيفة للغاية، لينخفض مجددا دون 0,1 % حتى سنة 2015، وهو ما يوضحه الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول السابق.

تظهر البيانات السابقة النسبة الضعيفة جدا لمعدل رأس المال السوقي، ما يعكس ضعف عملية التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية بالجزائر، حيث انخفض من سنة 2004 ولم يستطع الرجوع إلى نفس القيمة على الرغم من كل الإصلاحات التي تبنتها البورصة خلال فترة الدراسة، وهو ما تؤكد بهات المؤشر التالي والتي تظهر تطور نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر.

2- مؤشر الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمارات:

جدول رقم (13): تطور نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر للفترة 2004-2015.

الوحدة: دينار جزائري

نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمارات	إجمالي الاستثمارات	إجمالي قيمة الإصدارات الأولية	البيان السنة
4,1776 %	241.768.000.000	10.100.000.000	2004
5,2304 %	198.839.000.000	10.400.000.000	2005
1,3805 %	486.035.000.000	06.710.000.000	2006
0,9717 %	664.782.000.000	06.460.000.000	2007
0,4895 %	1327.946.000.000	06.500.000.000	2008
0,0149 %	439.577.000.000	06.550.000.000	2009
0,0208 %	379.834.000.000	07.900.000.000	2010
1,1239 %	1331.711.000.000	14.967.744.130	2011
1,7279 %	754.025.000.000	13.028.721.575	2012
0,7426 %	1861.048.000.000	13.819.991.460	2013
0,6747 %	2192.530.000.000	14.793.245.795	2014
1,0475 %	1473.000.000.000	15.429.078.190	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) : من سنة 2004 إلى غاية سنة 2015.

- <http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-annee-2015>
28/02/2015 09:30 am

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

عرفت القيمة الإجمالية للاستثمارات بالجزائر تفاوتاً كبيراً بين الارتفاع والانخفاض خلال سنتي 2004 - 2015 وهو ما سنفصل فيه أكثر من خلال مؤشر الاستثمار أين سنعطي أرقاماً مفصلة حول هذا المؤشر الهام، وما يهمنا في هذه المرحلة هو إظهار نسبة الإصدارات الأولية إلى قيمة الاستثمارات عندنا لنظهر مدى مساهمتها في الاقتصاد الوطني، تظهر المعطيات في الجدول أعلاه أن نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمارات شكلت ما نسبته 4 % إلى 5 % خلال سنتي 2004 - 2005 كحد أقصى، لتتخفف لأقل من 1 % من سنة 2007 إلى 2010 لتعاود ارتفاعاً طفيفاً جداً لحدود 1 % وأقل بين سنتي 2011 و 2015 ، وهي نسب تعتبر في مجملها ضعيفة جداً خاصة أن قيمة الاستثمار كما عرضناه شهدت بعض الحركية دون أن تساهم البورصة في تمويله بشكل لافت.

وبناءً على ما سبق يمكننا الجزم بأن البورصة في الجزائر لا تساهم في تمويل الاقتصاد الوطني بالشكل الذي كان مرجواً من إنشائها، ولا تعتبر كبديل للبنوك التجارية في عملية تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية أو الخاصة.

ثالثاً: مؤشرات التداول بسوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2004-2015).

سنحاول من خلال هذا المؤشر إظهار تطور التداول في بورصة الجزائر من ناحية قيمة وإجمالي الأوراق المالية التي تم التعامل بها وذلك من خلال البيانات التالية:

1- مؤشر قيمة وحجم نشاط التداول في بورصة الجزائر: وهو ما سنحاول إبرازه من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (14): يبين تطور قيمة وحجم نشاط التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2004-2015.

السنة	إجمالي عدد الأوراق المالية التي جرى عليها التعامل	الحجم الإجمالي للتعاملات (دينار جزائري)	معدل التطور في الحجم الإجمالي للتعاملات (%)
2004	104481	8.400.000	-51,3043 %
2005	28991	4.188.200	-50,1405 %
2006	63561	23.756.950	467,2353 %
2007	35284	14.181.015	-40,3079 %
2008	52103	21.414.845	51,0107 %
2009	34700	13.891.895	-35,1296 %
2010	27420	11.985.965	-13,7196 %
2011	231997	185.118.435	1444,4600 %
2012	49471	36.038.865	-80,5320 %
2013	120681	49.116.990	36,2890 %
2014	90111	81.410.340	65,7478 %
2015	2213143	1.251.956.825	1437,8351 %

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على:

تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): من سنة 2004 إلى غاية سنة 2015.

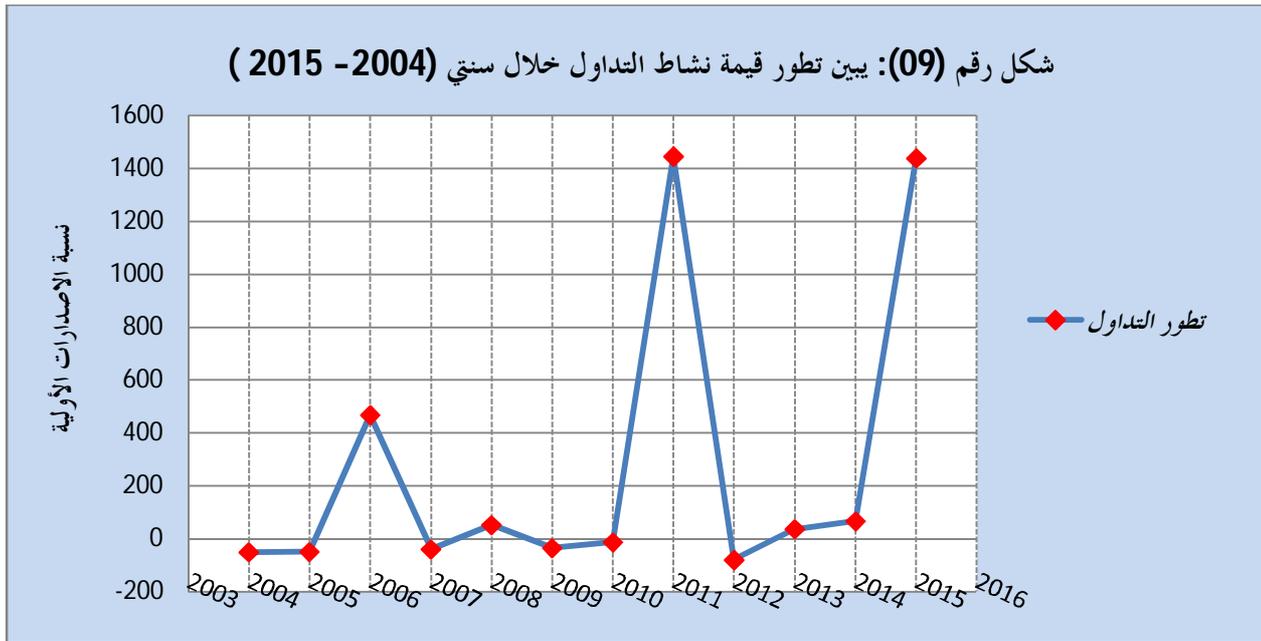
الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

ملاحظة: تخص سنة 2003 (استعملت في بناء معطيات سنة 2004).

- حجم التعاملات بلغ 1.7200.000 دج ؛
- إجمالي الأوراق المالية التي جرى عليها التعامل 156911 سند رأس مال ؛
- رأس المال السوقي (مليار دج) 11.100.000.000.

حسب معطيات الجدول السابق فإن قيمة التداولات في بورصة الجزائر شهدت تفاوتات كبيرة جدا بين الزيادة والتقصان من سنة لأخرى خلال مرحلة الدراسة والممتدة من 2004 إلى 2015 فمثلا إرتفعت قيمة التداولات بين سنتي 2010 و 2011 بـ: 1444,4600 % لتتخف في السنة الموالية بـ: 80,5320 - % لتعاود الارتفاع في سنة 2013 بـ: 36,2890 % ، لترتفع بـ: 1437,8351 % سنة 2011 بسبب نشاط أليانس للتأمينات.

وبالتالي نحن أمام أرقام متباينة يصعب التنبؤ بتوجهها مستقبلا وهذا راجع إلى محدودية حجم السوق سواء من ناحية الإصدار أو من ناحية عدد الشركات كما شاهدنا سابقا، وسنبين هذا التغير من خلال الشكل الموالي:



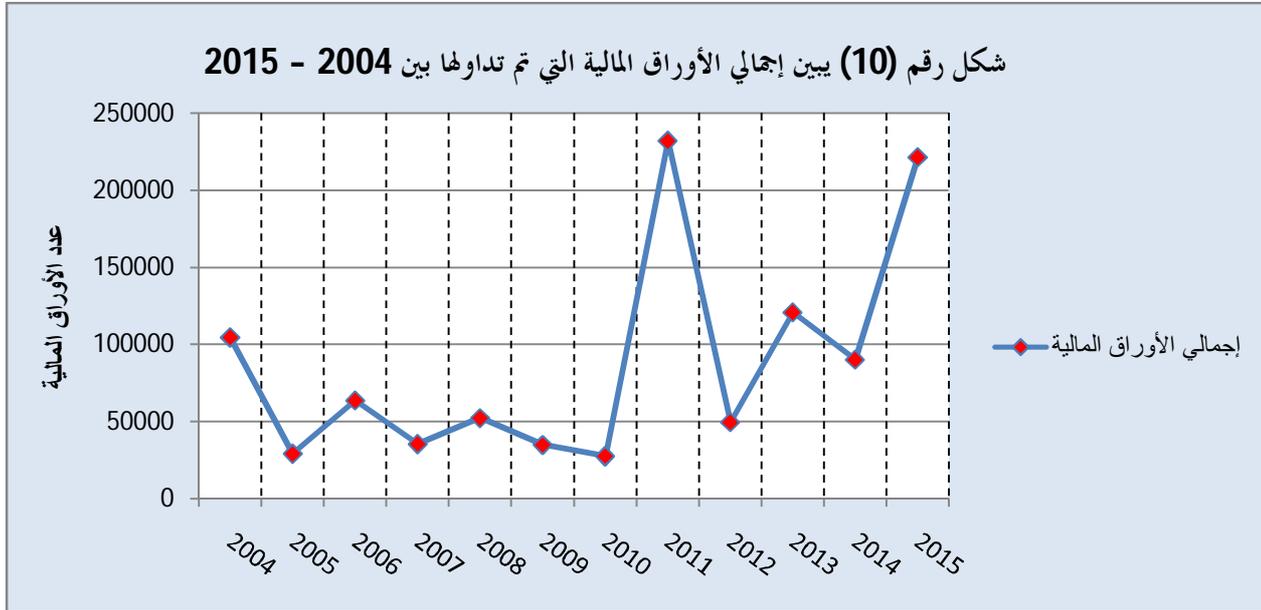
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول السابق.

بين الشكل أعلاه تدبب تطور قيمة نشاط التداول في الجزائر خلال الفترة (2004-2015) والملاحظ هو أن سنة 2006 ارتفاع أداء المؤشر والسبب مرتبط بتسعير سندي سونلغاز و اتصالات الجزائر ، وكذا ارتفاع سند الأوراسي إلى 115 دج مقابل 15 دج سنة 2005.

وكذا سنة 2011 شهدت تحسن أداء (في خضم الأرقام المتواضعة جدا) بسبب أداء شركة أليانس للتأمينات والتحسين الكبير لسندات الأوراسي، بالإضافة إلى تسعير سندات 08 مؤسسات وهي (الخطوط الجوية الجزائرية، سونلغاز، اتصالات الجزائر،

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

كبير بسنة 2012 ، ويسجل ارتفاعا طفيفا بسنتي 2013 و 2014 على التوالي، لرتفع سنة 2015 بسبب أداء شركة أليانس للتأمينات، أما في ما يخص عدد الأوراق المالية التي تم تداولها فسنحللها من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول السابق.

يظهر الشكل أعلاه أن إجمالي الأوراق المالية التي جرى عليها التعامل كان ما بين 27420 و 231997 ورقة مالية خلال الفترة ما بين 2004 إلى 2015، حيث يظهر التباين الكبير بين هذه الأرقام من سنة لأخرى، ويظهر الشكل مفارقة كبيرة من خلال توضيحه أن أعلى وأقل رقم تم تسجيله في الفترة كان بين سنتين متتاليتين (2010 بـ: 27420 و 2011 بـ: 231997) أي زيادة بـ: 746,09%.

وذلك للأسباب التي ذكرت سابقا، أما باقي السنوات كانت ما بين الارتفاع والانخفاض دون توجه واضح، الأمر الذي انعكس على تطور معدل التغير في رأس المال السوقي والذي سنلخصه من خلال الآتي :

2- تطور معدل التغير في رأس المال السوقي في الجزائر.

جدول رقم (15): تطور معدل التغير في رأس المال السوقي في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.

معدل التغير في رأس المال السوقي (%)	رأس المال السوقي (دج)	البيان السنة
% -9,0090	10.100.000.000	2004
% -2,9703	10.400.000.000	2005
% - 35,4808	06.710.000.000	2006
% -3,7258	06.460.000.000	2007
% 0,6192	06.500.000.000	2008
% 0,7692	06.550.000.000	2009
% 20,6107	07.900.000.000	2010
% 89,4651	14.967.744.130	2011
% -12,9547	13.028.721.575	2012
% 6,0733	13.819.991.460	2013
% 7,0424	14.793.245.795	2014
% 4,2981	15.429.078.190	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) : 2004 - 2015.

ملاحظة: تخص سنة 2003 (أستعملت في بناء معطيات سنة 2004).

- حجم التعاملات بلغ 17200000 دج ؛
- إجمالي الأوراق المالية التي جرى عليها التعامل 156911 سند ؛
- رأس المال السوقي (مليار دج) 11,100,000,000.

تبين لنا المعطيات المقيدة في الجدول السابق أن تطور معدل التغير في رأس المال السوقي في الجزائر كان سالبا (ينخفض) من 2004 إلى 2007 ليشهد بعدها ارتفاعا في حدود نصف نقطة مئوية بين سنتي 2008 - 2009 ليرتفع وبشكل كبير سنة 2011 بنسبة كبيرة بلغت 89.4651 %، بسبب تسعير سندات دين 08 شركات والتي سبق ذكرها، والتحسين الكبير في أسعار سندات الأوراسي و أليانس للتأمينات، ثم ينخفض بعدها في سنة 2012 ليرتفع ب 6.0733 % و 7.0424 % على التوالي في السنتين الموالتين، لينخفض لحدود 4,2981 % سنة 2015.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يظهر التغير السالف الذكر إلى عدم الاستقرار في رأس المال السوقي خلال الفترة محل الدراسة وهو دليل على عدم استقرار السوق مما أثر على نموها.

رابعاً: مؤشر السيولة

سنحاول التطرق لمؤشر السيولة من خلال معدل الدوران، بحسب هذا المعدل عن طريق قسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رأس المال السوقي، أي أن:

$$\text{معدل الدوران} = \text{قيمة إجمالي الأسهم المتداولة} \div \text{رأس المال السوقي} \dots\dots\dots (2).$$

ويشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تداول السهم خلال السنة الواحدة، فإذا كانت هذه النسبة تساوي إلى الواحد الصحيح (100%) فتفسير ذلك أن السهم يتم تداوله بمتوسط مرة واحدة في السنة، أما إذا كانت هذه النسبة أقل من واحد فالتفسير الاقتصادي يشير إلى أن التداول بطيء جداً، وسنبين هذا المعدل في بورصة الجزائر من خلال البيانات التالية:

جدول رقم (16): يبين تطور معدل الدوران في سوق التداول الجزائري خلال الفترة 2004-2015.

معدل الدوران (%)	إجمالي قيمة التداول (مليار دينار جزائري)	إجمالي قيمة الإصدارات الأولية (دينار جزائري)	البيان السنة
0,0831 %	0,0084	10.100.000.000	2004
0,0038 %	0,0004	10.400.000.000	2005
0,0035 %	0,0237	06.710.000.000	2006
0,0021 %	0,0141	06.460.000.000	2007
0,3292 %	0,0214	06.500.000.000	2008
0,2107 %	0,0138	06.550.000.000	2009
0,1519 %	0,0120	07.900.000.000	2010
1,2594 %	0,1851	14.967.744.130	2011
0,2763 %	0,0360	13.028.721.575	2012
0,3553 %	0,0491	13.819.991.460	2013
0,5502 %	0,0814	14.793.245.795	2014
0,8146 %	0,1252	15.429.078.190	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على:

- تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): من سنة 2004 إلى غاية سنة 2015.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تشير معطيات الجدول السابق إلى أن معدل الدوران في سوق التداول الجزائري ضعيفة جدا كونها أقل بكثير من الواحد الصحيح، حيث سجلت أقل من 1 % في كل السنوات في ما عدى سنة 2011 أين سجلت 1.2594 % لكن تبقى هذه النسبة ضعيفة جدا إذا ما قورنت بالواحد الصحيح (100 %). كما انه لا يصل إلى الحد الأدنى المطلوب لمؤشر (msci)، والبالغ 2,5 %.

نستنتج من كل ما سبق التطرق إليه من خلال مؤشرات بورصة الجزائر أن:

- ما يتم تداوله في بورصة الجزائر هو عدد محدود من التنوع في الأوراق المالية، وعدد محدود جدا من الشركات المدرجة ؛
- معدل رأس المال السوقي في بورصة الجزائر ضعيف جدا ؛
- بورصة في الجزائر لا تساهم في تمويل الاقتصاد الوطني بالشكل الذي كان مرجوا من إنشائها، ولا تعتبر كبديل للبنوك التجارية في عملية تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية أو الخاصة.
- يظهر التغير السالف الذكر إلى عدم الاستقرار في رأس المال السوقي خلال الفترة محل الدراسة وهو دليل على عدم استقرار السوق مما أثر على نموها ؛
- معدل الدوران في سوق التداول الجزائري ضعيف جدا.

المطلب الثالث: مؤشرات التطور التكنولوجي للمعلوماتية و دوره في عولمة بورصة الجزائر

تلعب تكنولوجيا المعلومات دورا كبيرا جدا في سواق الأوراق المالية و البيئة المحيطة بها، حيث أنها تسهل مختلف التعاملات داخله بدءا من عمليات عرض البيانات ومختلف البرمجيات المتعلقة بالحاسبة والتحليل المالي، وانتهاء بإيصالها للمعنيين بها في وقتها على المستوى المحلي والعالمي، وسنحاول في هذا المطلب التعرف مكتسبات الجزائر في هذا المجال، وما حققته بين الأمم.

أولا: مؤشرات التطور التكنولوجي للمعلوماتية بالجزائر

1- مؤشرات تكنولوجيا المعلومات والاتصال بالجزائر:

1-1- مؤشرات الهياكل:

سنتطرق من خلال هذا المؤشر إلى البنية التحتية الأساسية المتعلقة بالهاتف الثابت والجوال وكذا مدى توفر أجهزة الإعلام الآلي والإنترنت عبر كامل التراب الوطني والتي نلخصها من خلال الجداول التالية:

جدول رقم (17): بين المؤشر الأول : "تجهيزات عمومية لـ 1000 نسمة (مقاهي الإنترنت، الأكشاك المتعددة الخدمات، مخادع عمومية للهاتف) .

النسبة	الارقام بالقيمة المطلقة		القيمة التجهيزات
0,164 %	9300		مقاهي الانترنت
2,17 %	51504		الأكشاك المتعددة الخدمات
0,874 %	المجموع	4247	مخادع عمومية للهاتف
	20747	16500	
		اتصالات الجزائر	
		حورية	

المصدر: موقع وزارة البريد و تكنولوجيا الإعلام و الإتصال:

11/07/2015 11:00 am مؤشرات-تكنولوجيا, 11 - <http://www.mptic.dz/ar/?>

رغم الإمكانيات الكبيرة التي تمتلكها الدولة الجزائرية إلا أن بيانات الجدول أعلاه تظهر أن نسبة تغطية مقاهي الانترنت عبر كامل التراب الوطني بلغت 0,164 % وهي تعتبر نسبة ضعيفة جدا والتي لم تبلغ حتى الواحد بالمائة، كما أن الأكشاك المتعددة الخدمات لا تغطي سوى نسبة 2,17 % ، أما بالنسبة للمخادع العمومية فتغطي ما نسبته 0,874 % .

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

إن النسب السابقة الذكر تعتبر ضعيفة جدا اذا ما اعتبرنا أننا في عصر تكنولوجيا المعلومات خاصة وأن الجزائر تمتلك مقومات مادية كبيرة جدا تؤهلها بالنهوض بها القطاع الهام.

جدول رقم (18): المؤشر الثاني: "الكثافة الهاتفية بالنسبة لـ 100 نسمة".

النسبة	المجموع	الارقام بالقيمة المطلقة	القيمة التجهيزات
% 13,35	3687603	الخطي: 2990000	الهاتف الثابت
		697603:WLL	
% 97,90	27031472	موبيليس: 7703689	الهاتف الجوال
		جيزي: 14108857	
		نجمة: 5218926	

المصدر: موقع وزارة البريد و تكنولوجيا الإعلام و الإتصال:

<http://www.mptic.dz/ar/?11> مؤشرات-تكنولوجيا, 15/07/2015 11:00 am.

تبين بيانات الجدول أعلاه أن نسبة تغطية الهاتف الجوال بلغت % 97,90 وهذا راجع إلى تواجد القطاع الخاص مما خلق جوا من المنافسة أدت لتحسن أداء الخدمات، أما في ما يخص الهاتف الثابت والتي تحتكره الدولة بخدمات سيئة جدا فان نسبة التغطية بلغت % 13,35 فقط.

جدول رقم (19): المؤشر الثالث: "تجهيزات الإعلام الآلي و الاتصال".

النسبة	الارقام بالقيمة المطلقة	القيمة التجهيزات
% 12,31	710967	نسبة العائلات التي لها حاسوب بالنسبة لـ 100 عائلة.
% 93,10	31579616	نسبة السكان الذين لهم جهاز تلفاز بالنسبة لـ 100 نسمة.

المصدر: موقع وزارة البريد و تكنولوجيا الإعلام و الإتصال:

<http://www.mptic.dz/ar/?11> مؤشرات-تكنولوجيا, 15/07/2015 11:00 am.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تشير أرقام الجدول رقم (19) أن نسبة السكان الذين لهم جهاز تلفاز بلغت 93,10%، في حين أن نسبة العائلات التي لها حاسوب 12,31%، وهذا دليل على أن المجتمع الجزائري يميل إلى أجهزة التلفاز في متابعة المعلومات، في حين أن تغطية أجهزة الحاسوب تبقى ضعيفة جدا، و نظرا لأهميته في الربط بالإنترنت، وكذا في عمليات الدراسة والبحث العلمي فهذه النسبة المتواضع نحن متخلفون جدا في هذا المجال.

جدول رقم (20): المؤشر الرابع: "تجهيزات الإعلام الآلي لقطاع التربية.

النسبة	الارقام بالقيمة المطلقة	القيمة التجهيزات
-	معلومة غير متوفرة	الطور الابتدائي
0,58 %	18384 حاسوب لكل 3158117 تلميذ	الطور المتوسط
2,54 %	24848 حاسوب لكل 974736 تلميذ	الطور الثانوي
4,72 %	45000 حاسوب لكل 952067 طالب	نسبة تجهيزات التعليم العالي
4,80 %	20000 حاسوب لكل 416642 متربص	نسبة تجهيزات التكوين و التعليم المهنيين

المصدر: موقع وزارة البريد و تكنولوجيا الإعلام و الإتصال:

<http://www.mptic.dz/ar/?11> مؤشرات-تكنولوجيا, 15/07/2015 11:00 am.

يعتبر قطاع التربية والتعليم أهم قطاع على مستوى الدولة فهو اللبنة الأساسية لبناء مجتمع سليم مثقف متعلم، لذا كان من الواجب أن يتم الاهتمام بهذا القطاع وأن تسخر كل الإمكانيات للنهوض به، إلا أن الأرقام تشير إلى عكس ذلك، فتجهيزات الإعلام الآلي والتي تعتبر مهمة جدا في عمليات التحصيل العلمي لا تغطي سوى 0,58 % من التلاميذ في مرحلة المتوسط، و ما نسبته 2,54 % لتلاميذ المرحلة الثانوية، و ما نسبته 4,72 % مخصصة للتعليم العالي، و نسبة تجهيزات التكوين و التعليم المهنيين 4,80 %. تعتبر هذه النسب ضعيفة جدا مقارنة بقطاع مبني أساسا على المعرفة.

1-2- مؤشرات النفاذ إلى تكنولوجيا الإعلام والاتصال: سنتطرق إلى تحليل هذه المؤشرات من خلال البيات التالية:

جدول رقم (21): المؤشر الأول: "النفاذ إلى الإنترنت المشتركين المهنيين (مؤسسات)".

النسبة	الارقام بالقيمة المطلقة	القيمة المشتركين
13.94 %	16579	نسبة النفاذ إلى الإنترنت المشتركين المهنيين (مؤسسات)

المصدر: موقع وزارة البريد و تكنولوجيا الإعلام و الإتصال:

<http://www.mptic.dz/ar/?11> مؤشرات-تكنولوجيا, 15/07/2015 11:00 am.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يمثل المشتركين المهنيين (المؤسسات) حسب معطيات الجدول السابق ما نسبته 13.94 %، والتي يفترض أن نسبة التغطية فيها تكون 100 %، وعليه تعتبر هذه النسبة ضعيفة جدا وهذا نظرا لأهمية الانترنت لهذا القطاع.

جدول رقم (22): المؤشر الثاني: "أسعار النفاذ إلى الإنترنت".

النسبة	الارقام بالقيمة المطلقة	القيمة الأسعار
1,8 % الأجر الوطني الأدنى المضمون	السعر المتوسط للحاسوب في السوق/الأجر الوطني الأدنى المضمون	أسعار النفاذ إلى تجهيزات الإعلام الآلي في السوق المحلية.
3,33 % الأجر الوطني الأدنى المضمون	السعر المتوسط للوصلة في السوق/الأجر الوطني الأدنى المضمون	أسعار النفاذ إلى الإنترنت في السوق المحلية بالعرض المحدود.
4,91 % الأجر الوطني الأدنى المضمون	السعر المتوسط للوصلة في السوق/الأجر الوطني الأدنى المضمون	أسعار النفاذ إلى الإنترنت في السوق المحلية بالعرض غير المحدود.

المصدر: موقع وزارة البريد و تكنولوجيا الإعلام و الإتصال:

<http://www.mptic.dz/ar/?11> مؤشرات-تكنولوجيا, 15/07/2015 11:00 am.

لحصر الأسباب المتعلقة بقلّة استعمال الإنترنت واستعمال الحواسيب في الجزائر، حاولنا التطرق إلى أسعار النفاذ إليها فكانت النسب المشار إليها في الجدول أعلاه تبين أن أسعار النفاذ إلى تجهيزات الإعلام الآلي في السوق المحلية تمثل 1,8 % من الأجر الوطني الأدنى المضمون وهي نسبة ضئيلة جدا إذا ما قورنت بالأهمية النسبية لهذا الجهاز، أما فيما يخص أسعار النفاذ إلى الإنترنت في السوق المحلية بالعرض المحدود و أسعار النفاذ إلى الإنترنت في السوق المحلية بالعرض غير المحدود والمتعلق بالسعر المتوسط للوصلة في السوق/الأجر الوطني الأدنى المضمون، فتمثل ما نسبته 3,33 % و 4,91 % على التوالي من الأجر الوطني الأدنى المضمون، وهي أسعار في المتناول نظرا لأهمية الإنترنت. وعليه فإن السعر ليس سببا في عدم تعميم أجهزة الحاسوب وكذا الإنترنت على المستوى الوطني.

1-3- مؤشرات استعمال تكنولوجيا الإعلام و الاتصال:

سنحاول أن نبين مؤشرات استعمال تكنولوجيا الإعلام و الاتصال عن طريق المعطيات التالية:

جدول رقم (23): المؤشر الأول: "الاستعمال الشخصي للإنترنت ذي التدفق المنخفض" ترنت".

النسبة	الارقام بالقيمة المطلقة	القيمة الاستعمال الشخصي
3.18 سا/شهرين	192 دقيقة/شهرين	نسبة استعمال الإنترنت ذي التدفق المنخفض من طرف الأشخاص.

المصدر: موقع وزارة البريد و تكنولوجيا الإعلام و الإتصال:

<http://www.mptic.dz/ar/?11> مؤشرات-تكنولوجيا, 15/07/2015 11:00 am.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يشير الجدول السابق إلى نسبة استعمال الإنترنت ذي التدفق المنخفض من طرف الأشخاص والتي تمثل 3.18 سا/شهرين أي ما قيمته الحسابية 3.18س / 1440سا = 0,0022 سا في اليوم وتعتبر هذه النسبة ضئيلة جدا في عالم يوصف في وقتنا الحاضر أنه رقمي؟ تفودنا المعطيات السابقة حول تكنولوجيا المعلومات والاتصال المتوفرة في الجزائر والتي كانت متواضعة وضعيفة جدا إلى التساؤل التالي: ما هي مكانة الجزائر العالمية في ظل المعطيات السابقة؟ وهو ما سنجيب عنه من خلال المعطيات التالية:

ثانيا: مؤشر تنمية تكنولوجيا المعلومات والاتصال: يضم مؤشر تنمية تكنولوجيا المعلومات والاتصال أحد عشر مؤشرا جمعت في مؤشرات فرعية متمثلة في الإقبال والاستخدام، والمهارات¹.

جدول رقم (24): يبين ترتيب الجزائر العالمي من خلال مؤشر تنمية تكنولوجيا المعلومات والاتصال خلال 2004-2015.

مؤشر تنمية تكنولوجيا المعلومات والاتصال (IDI)	عدد الدول عند التصنيف	المرتبة	البيان السنة
2,69	180	110	2004
2,74	180	132	2005
2,74	180	132	2006
2,47	159	97	2007
2,65	159	100	2008
3,05	133	113	2009
2,86	155	103	2010
2,98	157	105	2011
3,30	166	114	2012
3,42	166	114	2013
3,10	143	129	2014
3,71	167	113	2015

المصدر: التقارير الصادرة عن:

- International Telecommunication Union, United Nations Conference on Trade and Development (ITU).

بالإضافة إلى المصادر التالية:

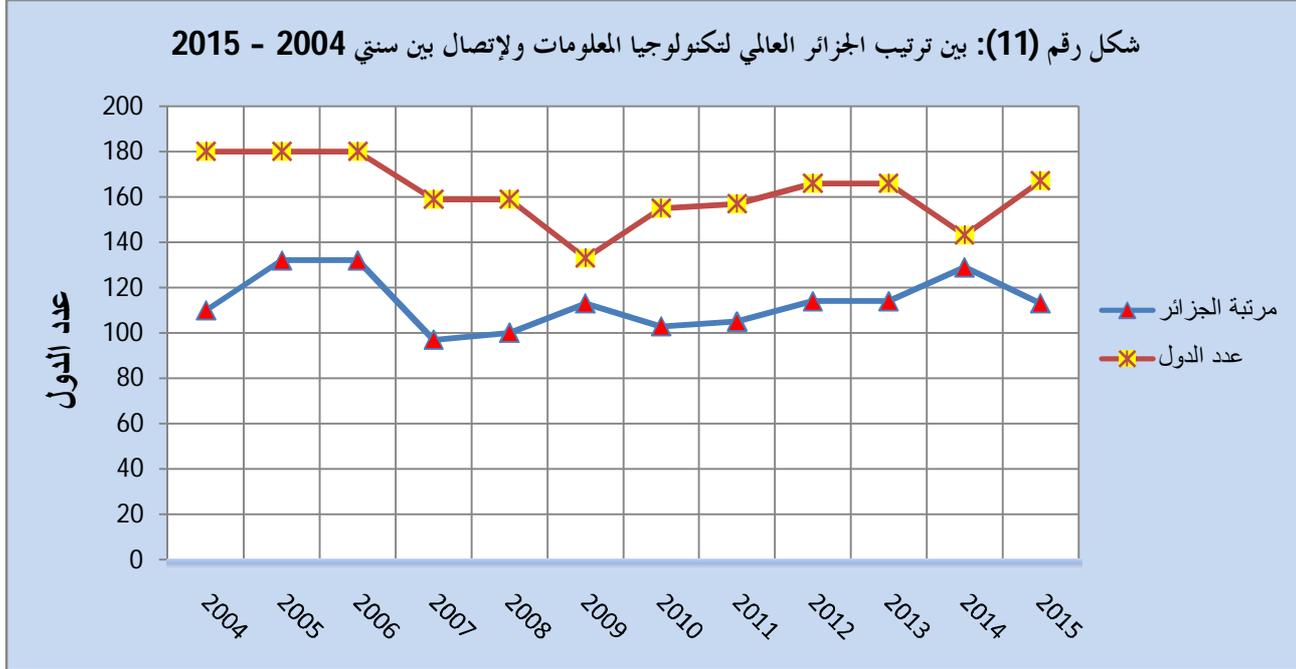
- https://www.itu.int/dms_pub/itu-d/opb/ind/D-IND-ICT_CORE-2010-PDF-A.pdf 17/07/2015 10 :30 PM.
- <https://itunews.itu.int/Ar/Multimedios/pdfs/27639.pdf> 17/09/2015 10 :00 PM.
- https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Documents/publications/mis2014/MIS2014_without_Annex_4.pdf 13/09/2015 10 :00 PM.
- http://unctad.org/en/docs/iteipc20054_en.pdf 15/08/2015 10 :30 PM.
- https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Documents/publications/mis2013/MIS2013_without_Annex_4.pdf 15/10 /2015 09 :30 PM.
- http://unctad.org/en/docs/iteipc20065_en.pdf 01/10/2015 10 :30 PM.
- https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Documents/publications/mis2012/MIS2012_without_Annex_4.pdf 23/09/2015 11 :30 PM.
- <http://www.statisticalconsultants.co.nz/blog/ict-development-index-2010.html> 14/07/2015 07 :30 PM.
- http://unctad.org/en/docs/iteipc20065_en.pdf 13/09/2015 04 :30 PM.
- http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_IT_Report_2015.pdf 13/09/2015 10 :30 PM.
- https://www.itu.int/osg/spu/publications/worldinformationsociety/2007/WISR07_full-free.pdf 06/08/2015 10 :40 PM.
- <http://562digitaldivide.wikidot.com/measurement> 17/08/2015 10 :30 PM.

¹ - للإطلاع على المؤشر وبالتفصيل الدقيق والشرح الوافي من خلال المرجع التالي:

-https://www.itu.int/dms_pub/itu-d/opb/ind/D-IND-ICT_CORE-2010-PDF-A.pdf 17/07/2015 10 :30 PM.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تحتل الجزائر مراتب متدنية جدا بين دول العالم في ما يخص مؤشر تنمية تكنولوجيا المعلومات والاتصال وهذا ما تؤكد بيانات الجدول أعلاه، وعلى الرغم من تباين الترتيب صعودا ونزولا في مراتب متأخرة والذي نرجعه إلى التغير في عدد الدول المصنفة وهو ما سنوضحه في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

الشكل السابق يؤكد ما توصلنا إليها من نتيجة من خلال تحليل معطيات الجدول الذي بني على أساسه والتي مفادها أن التغير في مرتبة الجزائر كان تبعا لتغير عدد الدول وبالعلاقة عكسية، مما يؤكد أن الجزائر تبقى متخلف عن ركب دول العالم المتحضر في ما يخص تكنولوجيا الاتصال والذي يعتبر قطاعا هاما جدا نظرا للخدمات التي يقدمها هذا القطاع لسوق الأوراق المالية، و للمجتمع وعلى كل الأصعدة.

في مرحلة الدراسة وبين سنتي 2004 و 2015 عرفت الجزائر وفرة مالية كبيرة من خلال مداخيل المحروقات مما جعلها توفر مبالغ كبيرة من العملة الصعبة بشكل يؤهلها للنهوض بهذا القطاع بشكل كبير والذي كان سيسهم في النهوض بالقطاع الاقتصادي والاجتماعي وبالتالي النهوض ببورصة الجزائر كنتيجة لذلك.

إلا أنه وعلى العكس من ذلك كانت الحكومة تخصص مبالغ متواضعة جدا لهذا القطاع، بل و شهدت عملية الاستثمار فيه انخفاضا متتاليا في بعض مراحل الدراسة، وهو ما سنبينه من خلال الجدول التالي والذي تظهر معطياته الاستثمار في تكنولوجيا الاتصالات خلال الفترة (2004-2015)، كما في الآتي:

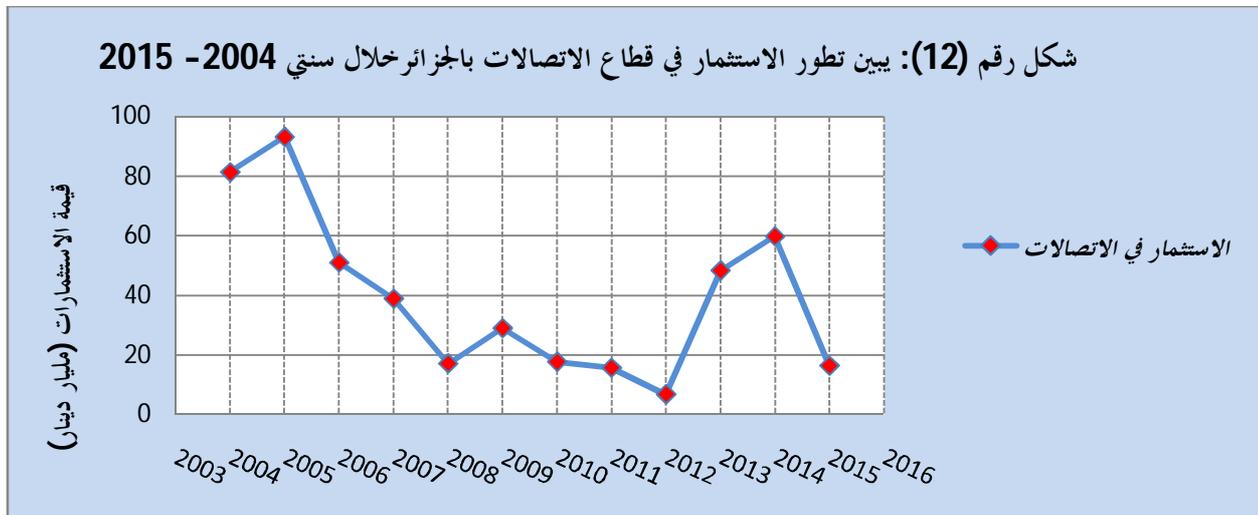
جدول رقم (25) يبين تطور الاستثمار في تكنولوجيا الاتصالات بالجزائر خلال الفترة 2004-2015.

الاستثمار في الاتصالات (دينار جزائري)	سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي	الاستثمار في الاتصالات (دولار أمريكي)	البيان السنة
81.355.740.000	72,06	1.129.000.000	2004
93.212.160.000	73,28	1.272.000.000	2005
51.000.300.000	72,65	702.000.000	2006
38.871.690.000	69,29	561.000.000	2007
17.049.120.000	64,58	264.000.000	2008
28.914.700.000	72,65	398.000.000	2009
17.630.430.000	74,39	237.000.000	2010
15.609.160.000	72,94	214.000.000	2011
6.722.718.000	77,54	86.700.000	2012
48.336.330.000	79,37	609.000.000	2013
59.817.757.200	80,58	742.340.000	2014
16.311.780.000	100,69	162.000.000	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/IE.PPI.TELE.CD/countries> 08/07/2015 20:30 pm.

حسب معطيات الجدول السابق فإن استثمار الجزائر في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال بلغ كحد أقصى **1.272.000.000** مليار دولار في سنة 2005 خلال مرحلة الدراسة ويعتبر هذا المبلغ متواضعا جدا نظرا لإمكانيات الدولة الجزائرية من جهة، والترتيب المتدني الذي تحتله الجزائر من جهة ثانية، ليتراوح المبلغ بعدها بين الارتفاع و الانخفاض دون أن يعرف القطاع أي تطور ملفت حسب بيانات التقارير الدولية التي سبق وأن تطرقنا إليها، وسنبين هذا التغير من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يدعم الشكل أعلاه ما توصلنا إليه من تحليل حول توجه الاستثمار في قطاع الاتصالات بالجزائر، إلا أنه يبين بشكل أوضح أن الإرتفاع كان سنة 2004 ليسجل إنخفاضاً متتالياً في باقي السنوات عدا سني 2009 و 2013 أين سجل ارتفاعاً طفيفاً، ليرتفع بين سنتي 2013 و 2014 على التوالي ويحقق 59817757200 دج، لينخفض بشكل كبير سنة 2015، بسبب انخفاض موارد الدولة من جراء هبوط أسعار المحروقات، وسنبين ذلك أكثر من خلال نسبة الاستثمار في قطاع تكنولوجيا الإعلام إلى نسبتها من لإجمالي الاستثمارات، و ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (26): يبين نسبة الاستثمار في تكنولوجيا الاتصالات إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.

الوحدة دينار جزائري

نسبة الاستثمار في الاتصالات إلى إجمالي الاستثمارات	الاستثمار في الاتصالات	إجمالي الاستثمارات	البيان السنة
33,6503 %	81.355.740.000	241.768.000.000	2004
46,8782 %	93.212.160.000	198.839.000.000	2005
10,4931 %	51.000.300.000	486.035.000.000	2006
5,8473 %	38.871.690.000	664.782.000.000	2007
1,2838 %	17.049.120.000	1.327.946.000.000	2008
6,5778 %	28.914.700.000	439.577.000.000	2009
4,6416 %	17.630.430.000	379.834.000.000	2010
1,1721 %	15.609.160.000	1.331.711.000.000	2011
0,8916 %	6.722.718.000	754.025.000.000	2012
2,5973 %	48.336.330.000	1.861.048.000.000	2013
2,7282 %	59.817.757.200	2.192.530.000.000	2014
1,1074 %	16.311.780.000	1.473.000.000.000	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على:

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2013>

15/11/2015 13 :00 pm.

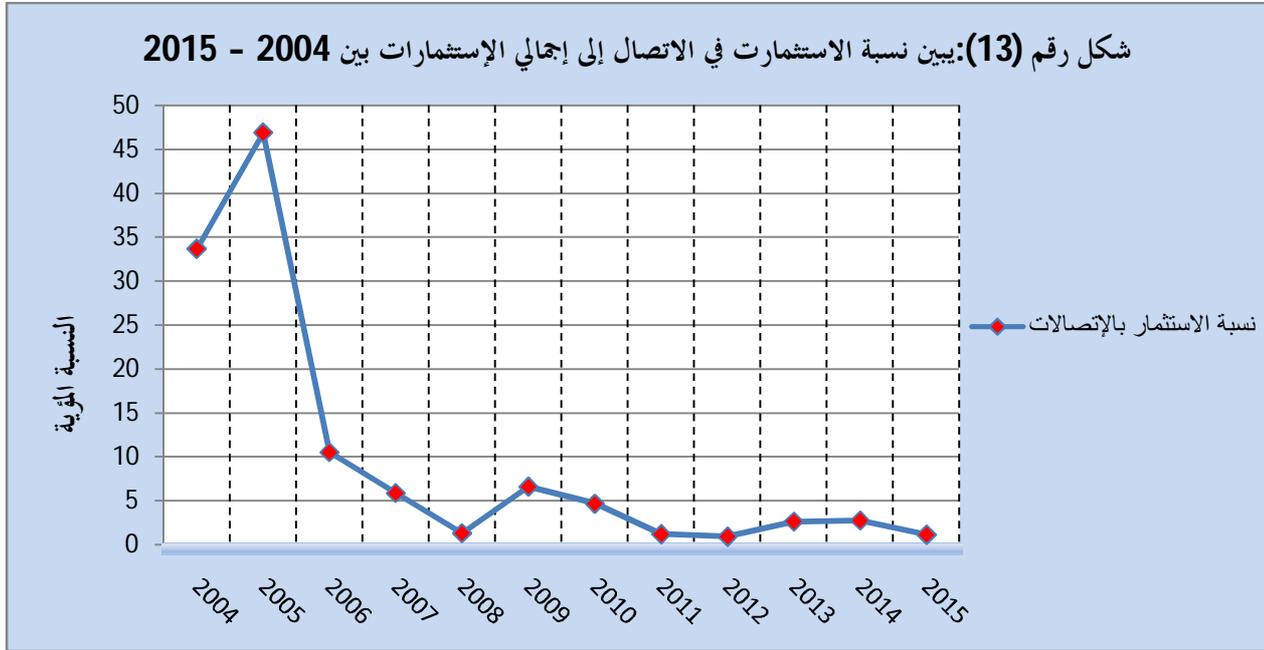
<http://data.albankaldawli.org/indicator/IE.PPI.TELE.CD/countries> 15/11/2015 13:00 pm.

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-annee-2015>

يتبين لنا من خلال المعطيات التي يوفرها الجدول أعلاه أن نسبة الاستثمار في الاتصالات إلى إجمالي الاستثمارات سجلت مستويات جيدة بين سنتي 2004 و 2005 قدرت بـ: 33,6503 % و 46,8782 % على التوالي، لتتخفض بعدها في سنة 2006 مباشرة إلى نسبة 10,4931 % وتواصل الانخفاض بعدها حتى سنة 2008 لتسجل ارتفاعاً طفيفاً سنتي 2009 و 2010 لتسجل بعدها انخفاضات كبيرة بلغت 0,8916 % سنة 2012، ليرتفع بعدها بشكل ضعيف بين 2013 و 2014 لحدود 2,7282 %، وينخفض بعدها إلى 1,1074 %.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

إن أهم ما يمكن ملاحظته من خلال قراءتنا للأرقام السابقة هو أنه ورغم التصنيف المتدني للجزائر إلا أن القطاع لم يحظى بالاهتمام اللازم لتطويره، فالانخفاض المستمر في مخصصات الاستثمار المتعلقة به كما شاهدنا للدليل على عدم جدية المسؤولين في النهوض بالقطاع رغم توفر الأموال اللازمة لذلك، و الشكل الموالي بين التطور في قيمة الاستثمار في قطاع الاتصالات:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

بين الشكل السابق الانخفاض في مخصصات الاستثمار المتعلق بقطاع تكنولوجيا الإتصال بالنسبة لإجمالي الاستثمارات، خلال كل فترة الدراسة في ما عدى الارتفاع الطفيف المسجل سنتي 2009، وهو ما يفسر عدم اهتمام السلطات المعنية به رغم المراكز المتأخرة المسجلة به على المستوى العالمي.

من خلال ما سبق ذكره ضمن مؤشر تكنولوجيا الإعلام و الإتصال، فإن الجزائر لا يزال أمامها الكثير للعمل عليه للنهوض بهذا القطاع على المستوى المحلي و العالمي، و الاستفادة من المزايا التي يقدمها لمختلف القطاعات الاقتصادية و الاجتماعية.

ثالثا: التكنولوجيات الجديدة التي تم تطبيقها في بورصة الجزائر

في إطار العمل على تحديث التعاملات في بورصة الجزائر، تم اقتناء مجموعة من الأجهزة المتطورة، حيث قام المسؤولين بجلب برامج من الخارج تدعم التعاملات في البورصة، وتضمن دقتها وسرعة معالجتها لمختلف العمليات، خاصة تلك المتعلقة بنشاطات المؤتمن المركزي على السندات، في إطار التمويل الدولي، حيث تكفلت كل من الخزينة الفرنسية و البنك العالمي بمساعدة الجزائر في بعض من ذلك، والتي نذكر منها:

1- التعاقد مع أوروكلير فرنسا:

قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإمضاء عقد متابعة تقنية في 11 مارس 2001 مع أوروكلير فرنسا (*Euroclear France*) الذي يعد المؤتمن المركزي على السندات في فرنسا، مما مكن المؤتمن المركزي للسندات ببورصة الجزائر أن يتحصل على البرامج التي تمكنه من تسيير عملياته و متابعتها، حيث كان له ذلك في جوان 2002، أين أصبح له فريق عمل متكامل، من خلال إطارات مؤهلة والتي تم تزويدها بكل المعدات اللازمة من أجهزة الإعلام الآلي مع كل لواحقها وبرمجياتها التي تسمح بالبدء في استغلال البرنامج المتحصل عليه لدى أوروكلير¹، كما تم إعتقاد نظام السعر المحدد (*Fixing*) للقيام بعمليات التسعير و الذي أثبت نجاحه في الكثير من البورصات العالمية. وفي السنوات الأخيرة يمكننا حصر ما تم اقتناؤه من خلال ما يلي:

- تطوير واجهة للإدخال الآلي لنتائج الطلب العلني على الإدخار ضمن منظومة المؤتمن المركزي ؛
- وضع شبكة خاصة افتراضية (VPN) بين الجزائر للمقاصة وشركة تسيير بورصة القيم ؛
- التكفل بعمليات الطلب العلني على الإدخار؛
- إطلاق المشاريع الآتية :

- التواصل عن بعد بمنظومة المؤتمن المركزي ؛
- موقع "ويب" جديد خاص بالجزائر للتسوية.

2- البرمجيات المعلوماتية والحاسبة:

لقد تم الإنطلاق في عملية إستشارة بغرض اقتناء برمجيات معلوماتية بحسب معايير النظام الحاسبي المالي، في شهر فبراير 2010 عن طريق مناقصة وطنية (إ.م.و. 001 / 2010، الحصة 3).

وتم توسيع هذه المناقصة لتشمل اقتناء برمجيات ERP، وذلك بقصد إدراج عملية إنشاء قاعدة بيانات عن الشركات المصدرة وتطبيقات التحليل والمساعدة في اتخاذ القرار، و اعتبارا لما يأتي²:

- التأخر المسجل بشأن الإنهاء من هذه العملية ؛
- العروض المقدمة، بمقدار مبالغ 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 الموردّين بالبرمجيات المحليين قصد تفعيل العملية وحصرتها في برمجيات مسك المحاسبة فقط بحسب معايير النظام الحاسبي المالي، ولقد تم إنجاز هذه العملية مع شركة خاصة (شريك مهني) بكلفة قدرها 220.000,00 دج بما في ذلك تكوين المستعملين.

وحسب تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فإنه مع جلب كل هذه المعدات وتكوين الإطارات المؤهلة لتسييرها والتعامل معها أصبحت بورصة الجزائر مستعدة من حيث التجهيزات والمعدات المتطورة، إلا أن بورصة الجزائر تعاني نقصا كبيرا

¹ - Cosob- **Rapport annuel** 2004, P: 31, publications en line, disponible sur:

- <http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2004.pdf> 09/12/2013 15:00 PM.

² - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنة 2010 ص: 104، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

-<http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf> 09/10/2012 02/12/2013 15:00 PM.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- في التكنولوجيا المرتبطة بمعالجة المعلومات، فعلى سبيل المثال لا الحصر فإنها تعاني من نقص في تنظيم هياكل ماسكي الحسابات - حافظي السندات، وتعلق العيوب التي لوحظت، في الغالب، بما يأتي:
 - عدم وجود محاسبة خاصة بالسندات ؛
 - عدم وجود برمجيات معلوماتية ضرورية لتسيير السندات والأوراق النقدية ؛
 - المراقبة الداخلية غير الكافية ؛
 - النقص في إجراءات مسك الحساب على مستوى بعض البنوك.

3- تبليغ المعلومات المالية في بورصة الجزائر: إن المعلومات المالية التي يتم تبليغها للسوق هي في الواقع معلومات موجزة وتفتقد إلى كل تحليل وتعليق بشأن سياسة الاستثمار ونسب التحليل المالي والآفاق المستقبلية، ولذلك، فإن تعزيز ثقة المستثمر لا تتحقق إلا بفضل الإتصال ذي الجودة العالية في المجال المالي، ولهذا السبب يتعين على الشركات المسعرة في البورصة أن تعمل على بذل جهود إضافية وتقوم بالمبادرات من خلال تنظيم إجتماعات إعلامية ونشر حوارات وإعلانات مالية ورسائل المساهمين، وكذلك من خلال التحيين المنتظم لمواقع الويب على شبكة الإنترنت، وذلك عند نشر الكشوف المالية وغيرها من الأحداث ذات الدلالة في حياة الشركة.

كما يلاحظ أن هناك غياب المنشورات و المجالات المتخصصة بمجال المال و الأعمال و مكاتب التحليل والخبراء في هذا المجال، إذ يقتصر الأمر على الجداول المالية و المحاسبية التي تعرضها المؤسسات المسجلة في البورصة، وهذا في نهاية السنة المالية¹.

مما سبق ذكره في مؤشر تكنولوجيا الإعلام و الإتصال بالجزائر يمكن إستنتاج ما يلي:

- ضعف الهياكل القاعدية للإتصال بالجزائر ؛
- المجتمع الجزائري يميل إلى أجهزة التلفاز في متابعة المعلومات، في حين أن تغطية أجهزة الحاسوب تبقى ضعيفة جدا ؛
- نسب إستخدام أجهزة الإعلام الآلي ضعيفة جدا في قطاعي التربية والتعليم المهني وكذا التعليم العالي والمبنية أساسا على المعرفة ؛
- يمثل المشتركين المهنيين (المؤسسات) ما نسبته 13.94 %، والتي يفترض أن نسبة التغطية فيها تكون 100 %، وعليه تعتبر هذه النسبة ضعيفة جدا وهذا نظرا لأهمية الإنترنت لهذا القطاع ؛
- أسعار أجهزة الإعلام الآلي والنفاذ للإنترنت في المتناول نظرا لأهمية الإنترنت، وعليه فإن السعر ليس سببا في عدم تعميم أجهزة الحاسوب وكذا الإنترنت على المستوى الوطني ؛
- 0,0022 سا في اليوم هو معدل حجم استعمال الجزائري للإنترنت وتعتبر هذه النسبة ضئيلة جدا في عالم يوصف في وقتنا الحاضر أن رقمي ؛
- ورغم التصنيف المتدني للجزائر إلا أن القطاع لم يحظى بالاهتمام اللازم لتطويره ؛
- وحسب تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سجل نقص في:
 - عدم وجود محاسبة خاصة بالسندات ؛
 - عدم وجود برمجيات معلوماتية ضرورية لتسيير السندات والأوراق النقدية ؛
 - المراقبة الداخلية غير الكافية ؛
 - النقص في إجراءات مسك الحساب على مستوى بعض البنوك.

¹ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- غياب المنشورات و المجالات المتخصصة بمجال المال و الأعمال و مكاتب التحليل والخبراء في هذا المجال، إذ يقتصر الأمر على الجداول المالية و المحاسبية التي تعرضها المؤسسات المسجلة في البورصة، وهذا في نهاية السنة المالية ؛
- لا توجد أي اعتبارات للأهمية الاقتصادية للمعلومة ؛
- الغياب التام للإعلام الاقتصادي من حيث¹:

- لا تلعب وسائل الإعلام المتوفرة دور في نشر المعلومات المتعلقة بسوق الأوراق المالية؛
- لا يقوم الإعلام بدوره في الرقابة والتوجيه والكشف عن الانحرافات؛
- عدم وجود الصحافة الاقتصادية المتخصصة.

المطلب الرابع: مؤشرات التحرير المالي في الجزائر

لإظهار مدى انفتاح النظام المالي الجزائري وتكيفه مع متطلبات المرحلة الراهنة والمتمثلة في السعي الجاد من قبل الجهات الوصية والتي تؤكد في كل مناسبة إصرارها وسعيها للانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، سنحاول إبراز نتائج الجهود المبذولة في هذا الإطار من خلال ما يلي:

أولاً: مؤشر سعر الفائدة: يعتبر سعر الفائدة المحدد الرئيسي للأرباح في السوق المالي، والموجه الأساسي لحركة رؤوس الأموال، وسنحاول إبراز تطور سعر الفائدة المطبق في الجزائر للوقوف على العوامل المتحكمة به و المؤثرة فيه وذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (27) يبين سعر الفائدة المطبق في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.

السنة	سعر الفائدة على الودائع (%)	سعر فائدة الإقراض (%)	هامش سعر الفائدة (%)
2004	3,6	8,0	4,4
2005	1,9	8,0	6,1
2006	1,8	8,0	6,3
2007	1,8	8,0	6,3
2008	1,8	8,0	6,3
2009	1,8	8,0	6,3
2010	1,8	8,0	6,3
2011	1,8	8,0	6,3
2012	1,8	8,0	6,3
2013	1,8	8,0	6,3
2014	1,8	8,0	6,3
2015	1,8	8,0	6,3

المصدر: على الترتيب من اليمين إلى اليسار:

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.DPST/countries> 17/07/2015 23:00 pm.
- <http://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.LEND/countries> 17/07/2015 23:00 pm.
- <http://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.LNDP/countries> 17/07/2015 23:00 pm.

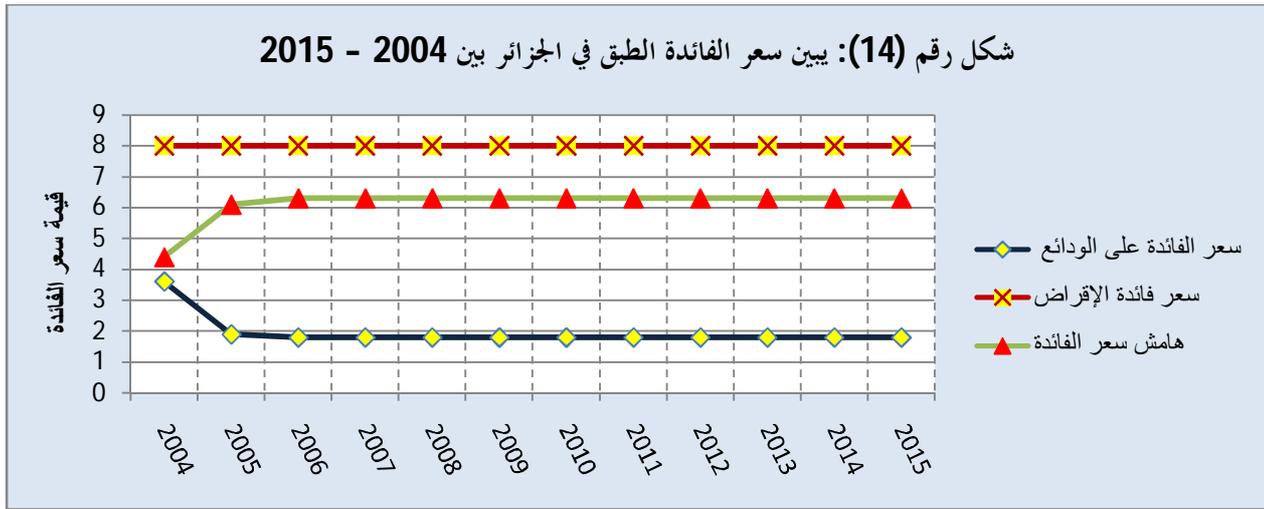
¹ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

-<http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf> 09/10/2012 02/12/2013 18:00 PM.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تظهر بيانات الجدول أعلاه أن السلطات النقدية في الجزائر تتحكم في سعر الفائدة، فالملاحظ أن سعر فائدة الإقراض ثابت طول فترة الدراسة عند معدل 08 % ، في حين أن سعر فائدة على الودائع كان مثبت عن 1,8 % خلال نفس الفترة في ما عدى سنتي 2004 كان 3,6% و 2005 بلغت 1,9 %، وهي معدلات أكبر من باقي سنوات الدراسة.

يعود السبب في تخفيض معدل الفائدة على الودائع في عدم رغبة السلطات الوصية على الجهاز المصرفي في جذب المدخرات بسبب الوفرة في الأموال لدى البنوك العمومية والتي كانت نتاج ارتفاع أسعار المحروقات، ويمكن أن نبين التطورات في سعر الفائدة المطبق في الجزائر من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

بين الشكل السابق أن سعر الفائدة على الودائع إنخفض من 3,6% إلى 1,8% و يثبت عنده مما نتج عنه ارتفاع هامش سعر الفائدة من 4,4% إلى 6,3% ويستقر عنده، في حين أن سعر فائدة كان ثابت خلال كامل فترة الدراسة.

من خلال التحليل السابق يمكننا استنتاج أن سعر الفائدة في الجزائر لا يتحدد وفق آلية الطلب والعرض وإنما يتم التحكم به مركزيا عن طريق السلطات النقدية و المتمثلة في بنك الجزائر (وهذا يكفي للتحكم أن الجزائر تنتهج سياسة الكبح المالي).

ثانيا: مؤشر حرية دخول المستثمرين إلى السوق المالي (السوق النقدي، سوق الأوراق المالية)

يولي المستثمر الأجنبي أهمية كبيرة لتنظيم السوق المالي الذي يريد استثمار أمواله فيه، ففي النظام الرأس مالي يكون له حرية الاختيار بين التوجه لإدخار الفائض من أمواله في البنوك التجارية، أو أنه يستثمرها في سوق الأوراق المالية، وسعر الفائدة هو من يحدد قرار المستثمر فمن الطبيعي أن يتوجه لأكثر سعر فائدة ارتفاعا.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

كما لا حظنا في العنصر السابق أنه في حالة الجزائر يتحدد سعر الفائدة على المستوى الرسمي، لكن ومع توجه الجزائر نحو الإنفتاح المالي والعمل على وضع قوانين لتسهيل ذلك نطرح السؤال التالي: ما مدى حقيقة إنفتاح الجهاز البنكي على القطاع الخاص عموما وعلى المستثمر الأجنبي خصوصا؟ وهو ما سنوضحه من خلال الآتي:

1- مؤشر البنوك التجارية بالجزائر: يعد الجهاز البنكي من أهم مقومات السوق المالي ومن أبرز المؤشرات الدالة على حرية التعامل فيه من عدمها، وسنحاول إبراز حرية الاستثمار الخاص في القطاع البنكي الجزائري بعد كل الإصلاحات التي شهدتها القطاع خاصة بعد صدور قانون النقد والقرض **10-90**، والتعديلات التي تمت عليه وصولا إلى الأمر رقم **10-04** المؤرخ في **26 أوت 2010** المعدل والمتمم للأمر رقم **03-11** المتعلق بالنقد والقرض، وكذا القوانين الهادفة إلى تشجيع الإستثمار وذلك من خلال تحليل بيانات الجدول التالي:

جدول رقم (28): يبين هيكل الودائع في البنوك الجزائرية خلال الفترة 2004-2015.

الوحدة مليار دينار جزائري

النسبة (حصة البنوك العمومية والخاصة)	الجموع	الودائع السابقة للاستيراد		الودائع لأجل		الودائع تحت الطلب		البيان السنة
		البنوك العمومية	البنوك الخاصة	البنوك العمومية	البنوك الخاصة	البنوك العمومية	البنوك الخاصة	
حصة البنوك العمومية	مجموع الودائع	البنوك العمومية	البنوك الخاصة	البنوك العمومية	البنوك الخاصة	البنوك العمومية	البنوك الخاصة	
6,5%	2705,4	79,9	18,9	1429,7	49,0	1019,9	108,0	2004
93,5%	2960,6	79,0	24,3	1575,3	57,6	1108,3	116,1	2005
6,7%	3516,5	85,6	30,7	1584,5	65,3	1597,5	152,9	2006
92,9%	4517,3	162,9	32,6	1671,5	89,5	2369,7	191,1	2007
6,9%	5161,8	185,1	38,8	1870,3	120,7	2705,1	241,8	2008
92,2%	5146,4	311,1	103,5	2079,0	149,9	2241,9	261,0	2009
10,0%	5819,1	323,1	101,0	2333,5	190,8	2569,5	301,2	2010
89,8%	6733,0	351,7	98,0	2552,3	235,2	3095,8	400,0	2011
10,9%	7235,8	425,7	121,8	3051,5	280,0	2823,6	533,2	2012
87,1%	7787,4	419,4	138,8	3380,4	311,3	2942,2	595,3	2013
86,6%	9 117,5	494,4	104,6	3793,6	290,1	3712,1	722,7	2014
12,3%	9991,4	546,3	112,5	4379,4	308,2	3899,5	745,5	2015
88,3%								

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- تقرير بنك الجزائر لسنوات 2007، 2008، 2012، 2013، 2014.

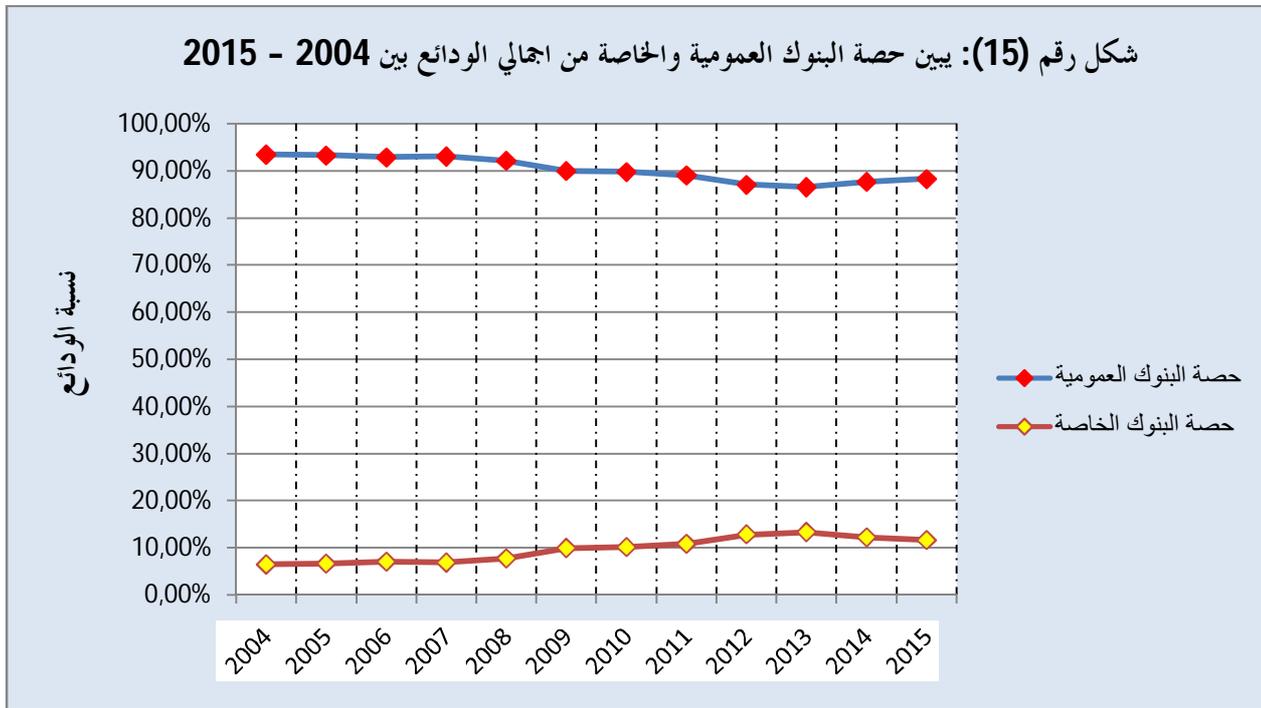
- تقرير بنك الجزائر لسنة 2015 متوفر على الصفحة:

http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Bulletin_32a.pdf 07/06/2016 11:30am.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تبين الأرقام في الجدول أعلاه أنه وبعد مرور حوالي 25 سنة على تشجيع الإستثمار في القطاع المالي إلا أن البنوك العمومية تستأثر بحصة الأغلبية في ما يخص الودائع والتي تراوحت ما بين 93,5 % و 87,7 % خلال كامل فترة الدراسة، إلا أن الملاحظ أنه النسبة كانت تشهد انخفاضا من سنة لأخرى ولو بنسبة قليلة، مقابل الزيادة في حصة القطاع الخاص من الودائع وإن كانت متواضعة من فترة لأخرى لتبلغ حوالي 11,7 % بحلول سنة 2015.

نستنتج مما سبق أن القطاع الخاص أصبح له وجود معتبر السوق الجزائري و أن الإصلاحات أتت بنتائج إيجابية و لو كانت متواضعة، الأمر الذي سنحاول أن نبينه عن طريق الشكل الموالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يظهر الشكل أعلاه الفروقات الكبيرة بين حصة البنوك العمومية والخاصة، لكنه من الواضح أن زيادة حصة البنوك الخاصة واضحة ولو كانت طفيفة الأمر الذي يدعونا للتفاؤل حول الرفع من حصة الخواص في المدى المنظور.

2- مؤشر الإستثمار في سوق الأوراق المالية (إستثمار المحفظة أو الإستثمار الأجنبي غير المباشر):

يكتسي الإستثمار الأجنبي غير المباشر أهمية كبيرة كونه وسيلة تمويل بديلة عن المديونية وعلى الرغم من التأكيد المستمر على الإهتمام المتزايد بالمستثمرين الأجانب من قبل سلطات الوصية لبورصة الجزائر إلا أن الأرقام تظهر عكس ذلك وهو ما سنبيّنه من خلال الآتي:

جدول رقم (29): بين الاستثمار في حافظة أسهم رأس المال بالجزائر خلال الفترة 2004-2015.

البيان السنة	حافظة أسهم رأس المال، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)
2004	00
2005	00
2006	00
2007	00
2008	00
2009	00
2010	00
2011	00
2012	00
2013	00
2014	00
2015	00

المصدر:

<http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.PEF.TOTL.CD.WD?page=2> 17/05/2015 21:00 pm.

تبين البيانات السابقة والموثقة في الجدول رقم (29) أن قيمة الإستثمار الأجنبي غير المباشر معدومة تماما خلال كامل فترة الدراسة، أي أن بورصة الجزائر لا تسهم في عملية الإستثمار الأجنبي بالرغم من الجهود المبذولة، ونرجع أسباب ذلك في أن المستثمر الأجنبي لم يجد المناخ الذي يساعده على العمل في الجزائر، وأنه يجب أن تبذل مجهودات أكبر للعمل على تنشيط هذا القطاع الحيوي، والذي يمكن الشركات التي تنشط في الإقتصاد المحلي من تنويع مصادر تمويلها.

تستنتج مما سبق أن بورصة الجزائر فشلت لحد الساعة في جذب الإستثمار الأجنبي غير المباشر والذي يعد من بين أهم أهداف إنشائها.

ثالثا: مؤشر فتح حساب رأس المال

يتحكم بنك الجزائر في حساب رأس المال ويشرف عليه بشكل مباشر، وفي إطار تشجيع الإستثمار الأجنبي سمحت التشريعات الجزائرية بتحويل الأموال الناتجة عن الإستثمارات كأرباح وهو ما سنبينه من خلال الجدول الآتي:

جدول رقم (30): يبين نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.

الوحدة : دولار أمريكي

البيان	الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الواردة	الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الخارجة	الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات	السنة
	881.900.000	-1.250.000.000	- 368.100.000	2004
	1.156.000.000	- 2.257.000.000	-1.101.000.000	2005
	1.841.000.000	- 3.603.000.000	-1.762.000.000	2006
	1.686.736.540	- 3.226.481.668	-1.539.745.128	2007
	2.638.607.034	- 4.959.361.698	-2.320.754.664	2008
	2.747.131.664	- 5.279.639.229	-2.532.507.565	2009
	2.300.041.859	- 4.380.850.648	-2.080.808.789	2010
	2.571.230.052	- 4.608.542.437	-2.037.312.385	2011
	1.500.402.453	- 3.042.247.068	-1.541.844.615	2012
	1.689.286.299	- 3.650.320.941	-1.961.034.642	2013
	1.534.000.000	2.200.000.000	-666.000.000	2014
	1.122.256.430,6287	- 2.390.000.000	-1.267.700.000	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

<http://data.albankaldawli.org/indicator/BN.KLT.DINV.CD> 20/09/2015 10 :00 am.

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-annee-2015>

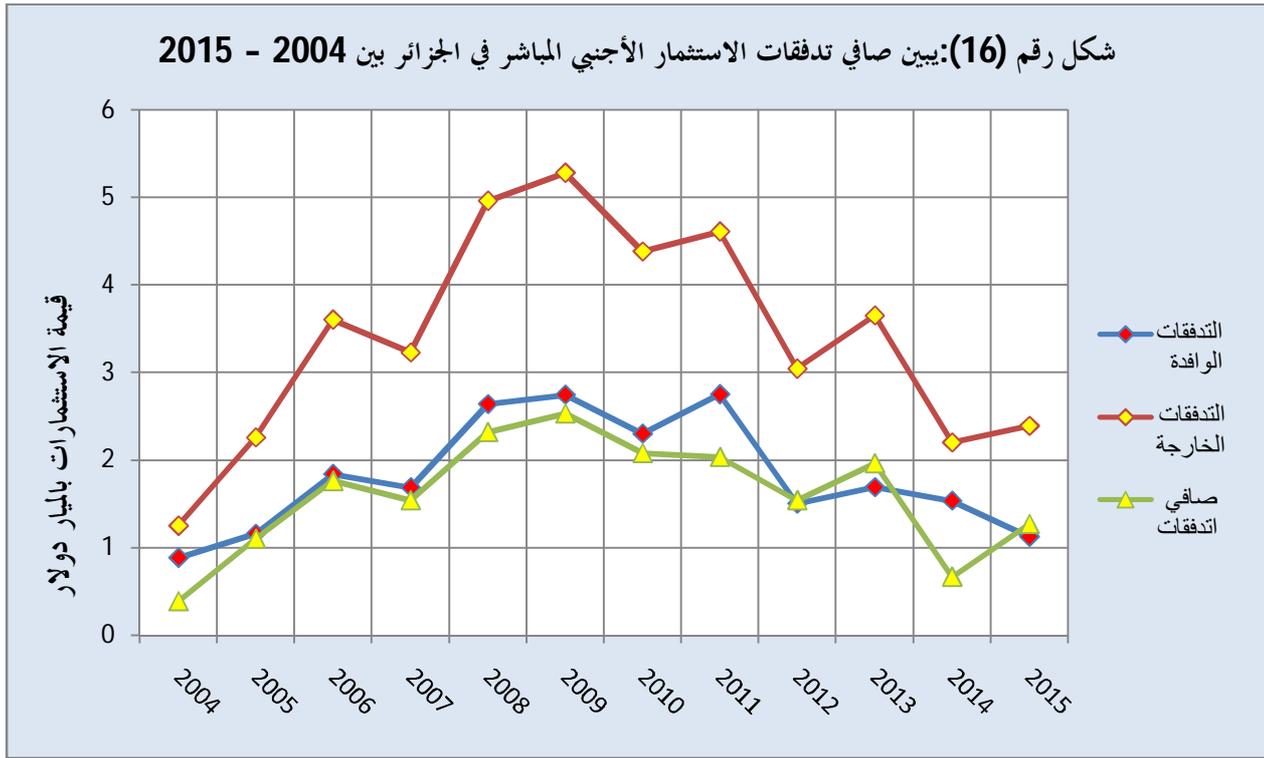
21/09/2015 10:50pm

- تقرير بنك الجزائر لسنة 2005.

- تقرير بنك الجزائر لسنة 2014.

- تقرير بنك الجزائر لسنة 2015.

تشير البيانات السابقة أن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كانت سالبة (النقود التي تخرج أكبر من التي تدخل البلد)، وعلى الرغم من ذلك فإن بنك الجزائر يعمل على تحويل المستحقات دون أية عراقيل وهذا في إطار تشجيع الإستثمار الأجنبي، وسنبين التغير في هذه التدفقات من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يظهر الشكل السابق أن حجم تدفقات أموال الاستثمار الأجنبي المباشر التي يتم تحويلها إلى الخارج أكبر من الأموال التي يتم استثمارها، في الجزائر الأمر الذي جعل صافي التدفقات يميل إلى العالم الخارجي على حساب الجزائر، أين شهد إرتفاعاً من سنة 2004 إلى 2009، ليعاود الانخفاض لغاية سنة 2014، ثم يرتفع قليلاً بسنة 2015.

و على الرغم من إيجابيات هذا النوع من الاستثمار والمتمثلة في توفيره لمناصب شغل، وتوطينه للتكنولوجيا المتقدمة ودفعه للضرائب، إلا أنه يستتف العمة الصعبة كما هو ظاهر في التحليل السابق.

تستنتج مما سبق أن للمستثمرين الأجانب الحق في تحويل أموالهم وهذا تحت إشراف بنك الجزائر وهذا مهما كانت النتائج المحصلة عليها سواء سلباً أو إيجاباً.

إن النتيجة المتعلقة بخروج العمة الصعبة نحو الخارج وما تسببه من نزيف لها جعلنا نتوقف عندها لنطرح التساؤل التالي: ما مدى حجم المبالغ التي تم تحويلها إلى الخارج؟

للإجابة على التساؤل السابق سنحاول أن نقف على مدى حجم المبالغ التي تم تحويلها بمقارنتها مع الناتج المحلي الإجمالي والذي سنوضحه من خلال ما يلي:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

جدول رقم (31): يبين تحويلات الأرباح من الاستثمارات الأجنبية المباشرة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2004 - 2015، الوحدة دولار أمريكي.

نسبة التحويلات إلى الناتج المحلي الإجمالي PIB	الناتج المحلي الإجمالي PIB	تحويلات الأرباح من الاستثمارات الأجنبية المباشرة	البيان السنة
0,7266 %	85.324.997.369,5	620.000.000	2004
5,3150 %	103.198.650.297,8	5.485.000.000	2005
5,3791 %	117.026.655.313,7	6.295.000.000	2006
4,1062 %	134.977.867.931,6	5.542.500.032	2007
3,5977 %	171.000.162.581,5	6.152.102.499	2008
4,2933 %	137.211.795.394,2	5.890.869.156	2009
3,0132 %	161.207.304.960,5	4.857.512.528	2010
3,1714 %	199.070.864.637,6	6.313.433.628	2011
3,6475 %	204.331.017.992,1	7.452.942.944	2012
0,9330 %	210.183.410.526,1	1.961.000.000	2013
0,7167 %	214.063.173.187,6	1.534.000.000	2014
0,5805 %	218.363.486.208	1.267.700.000	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

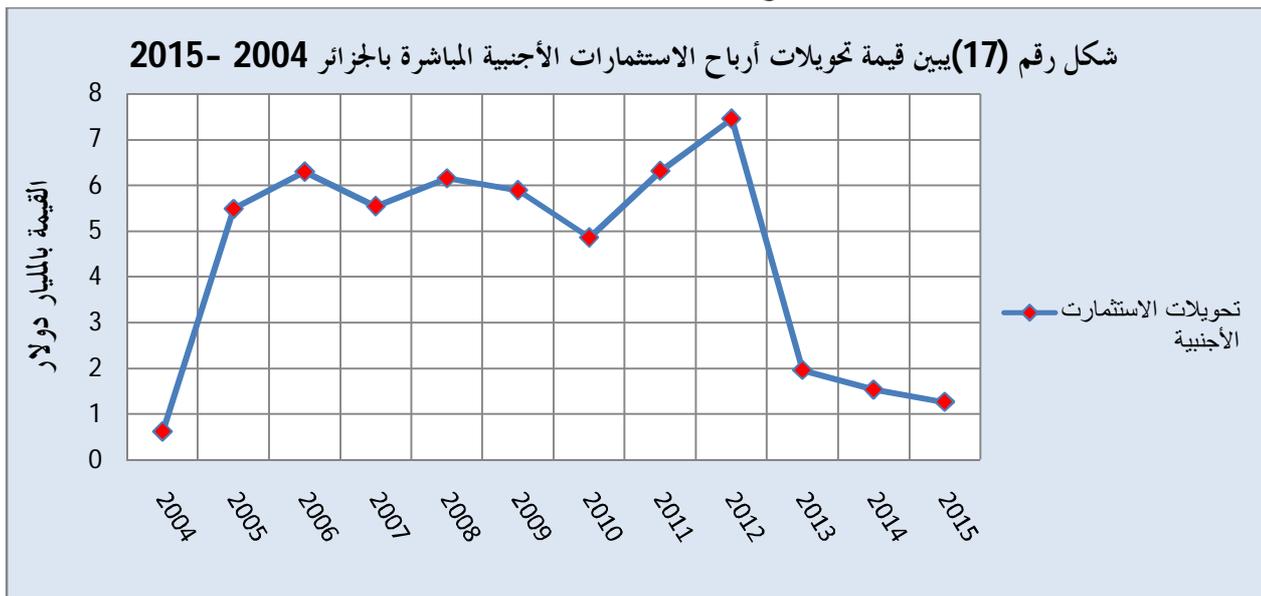
تقارير بنك الجزائر 2004-2013-2014-2015.

-<http://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?page=2> 04/08/2015 11 :30 am.

-<http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DREM.CD.DT?page=2> 04/08/2015 11 :30 am .

- <http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/tend/DZA/fr/NY.GDP.MKTP.CD.html>. 04/08/2015 11 :30 am .

تبين المعطيات المقيدة في الجدول أعلاه في أن تحويلات الأرباح من الاستثمارات الأجنبية المباشرة شكلت في عدة مراحل نسبيا لا يستهان بها من الناتج الوطني الإجمالي أين بلغت حوالي 5,3791 % منه سنة 2006 وهو ما يعادل 6,295 مليار دولار، وتراوحت في باقي السنوات بين الإنخفاض و الإرتفاع تحت معدل 5 %، وهو ما سنبيئه عن طريق الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يظهر الشكل أعلاه التغير في قيمة التحويلات إلى الخارج بين سنتي 2004 - 2015 والتي يتبين لنا ارتفاعها من 620 مليون دولار سنة 2004 إلى 5,485 مليار دولار سنة 2005 بارتفاع يقدر بـ: 784,6774 % أي تقريبا ثمانية أضعاف؟ ليتواصل الارتفاع من سنة لأخرى ليصل إلى 7,452,942.944 مليار دولار سنة 2012 أي ارتفع بـ: 1102,0876 % بمعنى أدق تضاعف الرقم أحد عشر مرة إذا اعتبرنا سنة 2004 كسنة أساس.

كل هذا مقابل ماذا؟ إذ أنه وخلال نفس الفترة لم يحدث أي فارق ملموس خاصة وأن هذا الإرتفاع اقترن مع ارتفاع أسعار المحروقات الأمر الذي يؤكد أن الاستثمارات كانت موجهة بالأساس إلى هذا القطاع.

نستنتج من خلال تطرقنا لمؤشر التحرير المالي في الجزائر، أن عملية التحرير المالي ببلدنا لم تصل بعد إلى درجة التي يتعامل بها النظام الرأس المالي، إذ أن الحكومة لا تزال تفرض رقابة على هذا القطاع الحساس الذي لم يدخل مجال المنافسة بعد.

الأمر الذي يقف عائقا أمام عولمة بورصة الجزائر من خلال الربط بين أسواق الأوراق المالية العالمية والتي كما رأينا في الجزء النظري تتم بـ:

- الربط الحاسوبي للبورصات؛

- الربط من خلال الوسطاء الماليين؛

- الربط بمحافظ الإستثمار الدولية؛

- الربط التقدمي.

أما في ما يخص وضعية الموارد البشرية والمالية، فلقد تميز تسيير الموارد البشرية والمادية والمالية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بجدتين وهما؛ إقامة النظام الحاسبي المالي الجديد، وذلك طبقا لأحكام القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر سنة 2007 الذي يؤسس النظام الحاسبي المالي الجديد وإحلاله محل النظام الحاسبي الوطني الذي كان قد تأسس في سنة 1975، وتعبئة الوسائل المادية والبشرية والمالية الضرورية لإنجاز مخطط عصرنة السوق المالية وتطويرها¹.

و على صعيد التكوين قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم دورات تكوينية لفائدة المستخدمين في مجال الحاسبة والمالية، ولقد قامت المؤسسات الآتية بضممان هذه الدورات التكوينية²:

- مدرسة ECOFAM بشأن معايير IAS/IFRS لتكوين ستة (6) أعوان؛

- المعهد العمومي ISGP ويتعلق بتقديم النظام الحاسبي المالي والانتقال إليه، فيما يخص أربعة (4) موظفين؛

- مؤسسة IAHEF ويتعلق بمعايير النظام الحاسبي المالي وتطبيقاته.

¹ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010، ص: 106، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

-http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf 09/102012 02/12/2013 15:00 PM.

² - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010، ص: 103، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

-http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2010ARA.pdf 09/102012 02/12/2013 15:00 PM.

المطلب الخامس: مؤشرات البنوك التجارية بالجزائر

تمثل البنوك التجارية عصب الحياة الاقتصادية لما لها من أهمية في هذا المجال، فبالإضافة لكونها وسيط بين أصحاب العجز والفائض في الأموال، تلعب دورا كبيرا في تفعيل عمليات البورصة كما فصلنا في ذلك في الجانب النظري، كما أنها معنية بشكل مباشر بعمليات التحرير المالي كونها الجهة الرسمية المسؤولة عن تحويل الأموال داخل الوطن وخارجه، لذلك يهتم بها المستثمرين الأجانب.

اهتمت الجزائر بتنظيم هذا القطاع المهم بشكل يتماشى ومتطلبات الإنضمام للمنظمة العالمية للتجارة، وسنحاول في هذا المطلب الوقوف على مدى جاهزية هذا الجهاز ومدى تماثيه مع متطلبات المستثمرين الأجانب وذلك من خلال ما يلي:

أولاً: مؤشر هيكل الودائع

يظهر لنا هذا المؤشر توجه الإدخار الوطني، والذي سنبيّنه من خلال ما يلي:

جدول رقم (32): يبين هيكل الودائع في البنوك التجارية الجزائرية خلال الفترة 2004-2015.

الوحدة مليار دينار جزائري

إجمالي الودائع		الودائع السابقة للاستيراد		الودائع لأجل		الودائع تحت الطلب		البيان السنة
النسبة	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	
% 100	2705,4	3,65	98,8	54,66	1478,7	41,69	1127,9	2004
% 100	2960,6	3,49	103,3	55,15	1632,9	41,36	1224,4	2005
% 100	3516,5	3,31	116,3	46,91	1649,8	49,78	1750,4	2006
% 100	4517,3	4,33	195,5	38,98	1761	56,69	2560,8	2007
% 100	5161,8	4,34	223,9	38,57	1991	57,09	2946,9	2008
% 100	5146,4	8,06	414,6	43,31	2228,9	48,63	2502,9	2009
% 100	5819,1	7,29	424,1	43,38	2524,3	49,33	2870,7	2010
% 100	6733,0	6,68	449,7	41,40	2787,5	51,92	3495,8	2011
% 100	7235,8	7,57	547,5	46,04	3331,5	46,39	3356,8	2012
% 100	7787,4	7,17	558,2	47,40	3691,7	45,43	3537,5	2013
% 100	9 117,5	6,57	599	44,79	4083,7	48,64	4434,8	2014
% 100	8825,2	6,19	546,3	49,62	4379,4	44,19	3899,5	2015

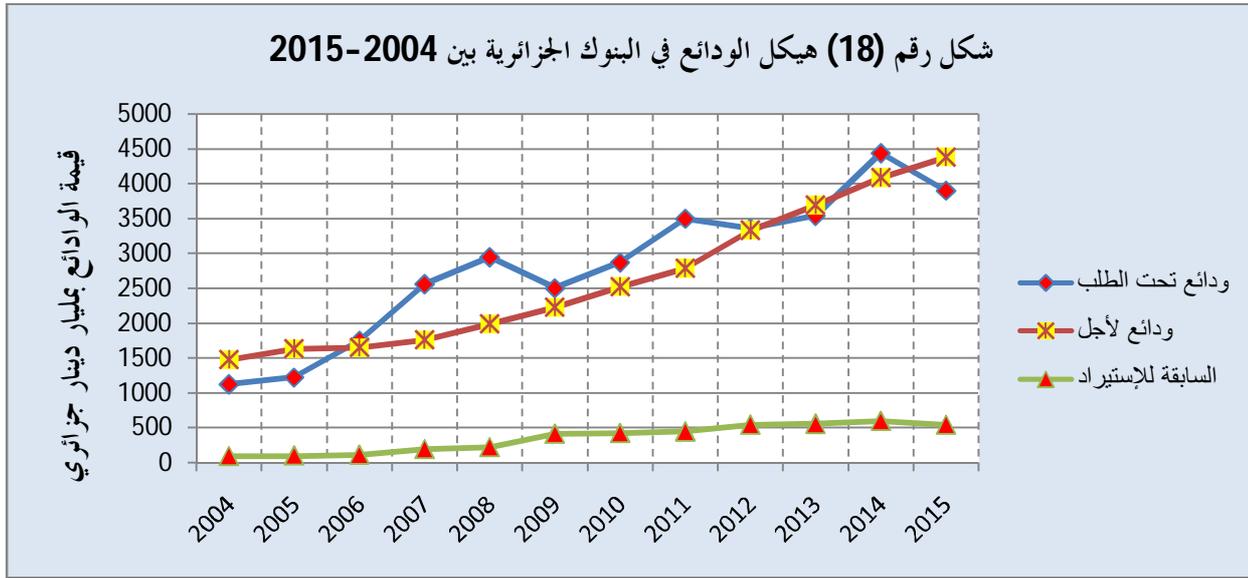
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- تقارير بنك الجزائر لسنوات 2007، 2008، 2009، 2012، 2013، 2014.

- تقرير بنك الجزائر لسنة 2015 متوفر على الصفحة:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يوضح الجدول السابق الودائع المصرفية من حيث القيمة والنسبة، وسنعمد على تحليل المعطيات السابقة وفق الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يظهر الشكل أعلاه أن اغلب الودائع كانت تحت الطلب (والتي يحق لصاحبها طلب أمواله في أي وقت)، والودائع لأجل (والتي تكون عليها فوائد يستفيد منها المودع) كما فصلنا في ذلك في الجانب النظري، والتي كانت في زيادة مستمرة، أما فيما يخص الودائع السابقة للإستيراد فكانت بنسب أقل بكثير، وتراوح بين 3,31% وبين 8,06%.

وبخصوص العلاقة بين الودائع لأجل والودائع تحت الطلب، يظهر الشكل أن العلاقة بينهما كانت عكسية فزيادة نوع يقابله نقصان في الثاني خلال مرحلة الدراسة، و أن العلاقة ليست لواحدة على حساب الأخرى فالتوجه العام لهما كان نحو الزيادة عبر الزمن.

أما في ما يخص الودائع السابقة للإستيراد (ودائع يتم وضعها في البنوك لإتمام عملية الإستيراد) فكانت في تزايد مضطرب من سنة لأخرى لتسجل أعلى قيمة لها سنة 2009 والتي بلغت 8,06% لتشهد بعدها بعض الارتفاع والانخفاض الطفيف من سنة لأخرى حتى سنة 2015.

نستنتج مما سبق أن الودائع في البنوك الجزائرية تركزت حول نوعين رئيسيين وهما الودائع تحت الطلب والودائع لأجل.

تستخدم البنوك الودائع المتوفرة لديها لإعادة إقراضها، وفي هذا الصدد تعتمد على الودائع لأجل، لكن السؤال الذي نطرحه هنا كيف تنوزع هذه القروض من ناحية المدة الزمنية في البنوك الجزائرية؟ سنحاول الإجابة على التساؤل السابق من خلال بيانات الجدول التالي والذي يظهر هيكل القروض في الجزائر حسب مدة الإستحقاق بين سنتي 2004 - 2015 من خلال ما يلي:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

ثانيا: مؤشر هيكل القروض: سنحاول أن نبين عن طريقه توجه سياسة الإقراض في الإقتصاد الجزائري، وهذا من خلال الآتي:

جدول رقم (33): يبين هيكل القروض في الجزائر حسب مدة الإستحقاق بين سنتي 2004 - 2015.

الوحدة مليار دينار جزائري

السنة	قصيرة الأجل		متوسطة الأجل		طويلة الأجل		إجمالي القروض	
	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة
2004	54,0	828,3	40,2	617,6	5,8	89,1	100%	1535,0
2005	51,9	923,3	42,0	747,5	6,1	109,0	100%	1779,8
2006	48,1	915,7	41,3	786,4	10,7	203,3	100%	1905,4
2007	46,5	1026,1	37,5	828,0	15,9	351,1	100%	2205,2
2008	45,5	1189,4	34,8	910,0	19,7	516,1	100%	2615,5
2009	42,8	1320,5	29,3	904,0	27,9	862,0	100%	3086,5
2010	40,1	1 311,0	25,4	831,0	34,5	1126,1	100%	3268,1
2011	36,6	1363,0	22,8	847,9	40,7	1515,6	100%	3726,5
2012	31,8	1 361,6	22,8	978,1	45,4	1947,9	100%	4287,6
2013	27,6	1423,4	23,8	1227,9	48,6	2505,0	100%	5156,3
2014	24,7	1608,7	21,7	1413,4	53,5	3482,5	100%	6504,6
2015	24,79	1827,7	19,38	1425,8	55,87	4119,6	100%	7373,1

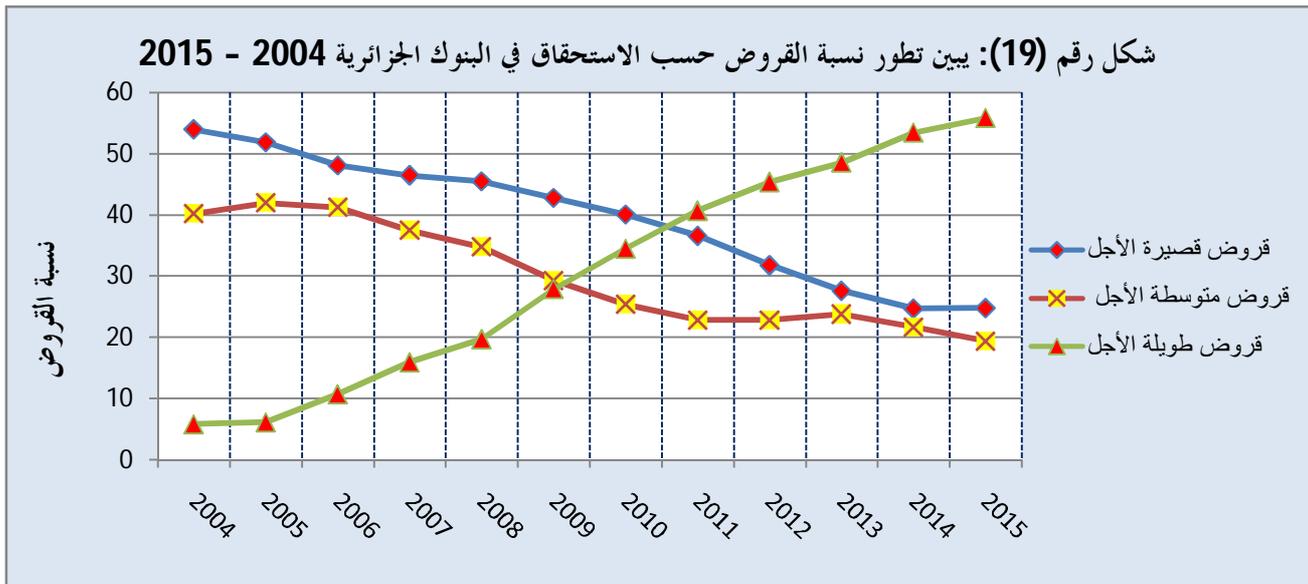
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- تقرير بنك الجزائر لسنة 2008، 2013، 2014.

- تقرير بنك الجزائر لسنة 2015 متوفر على الصفحة:

http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Bulletin_32a.pdf 07/06/2016 11:30am.

يظهر الجدول السابق توزيع القروض حسب المدة الزمنية (النسبة و القيمة)، وسنوضح نسبتها ومسار تغيرها من خلال الشكل التالي:

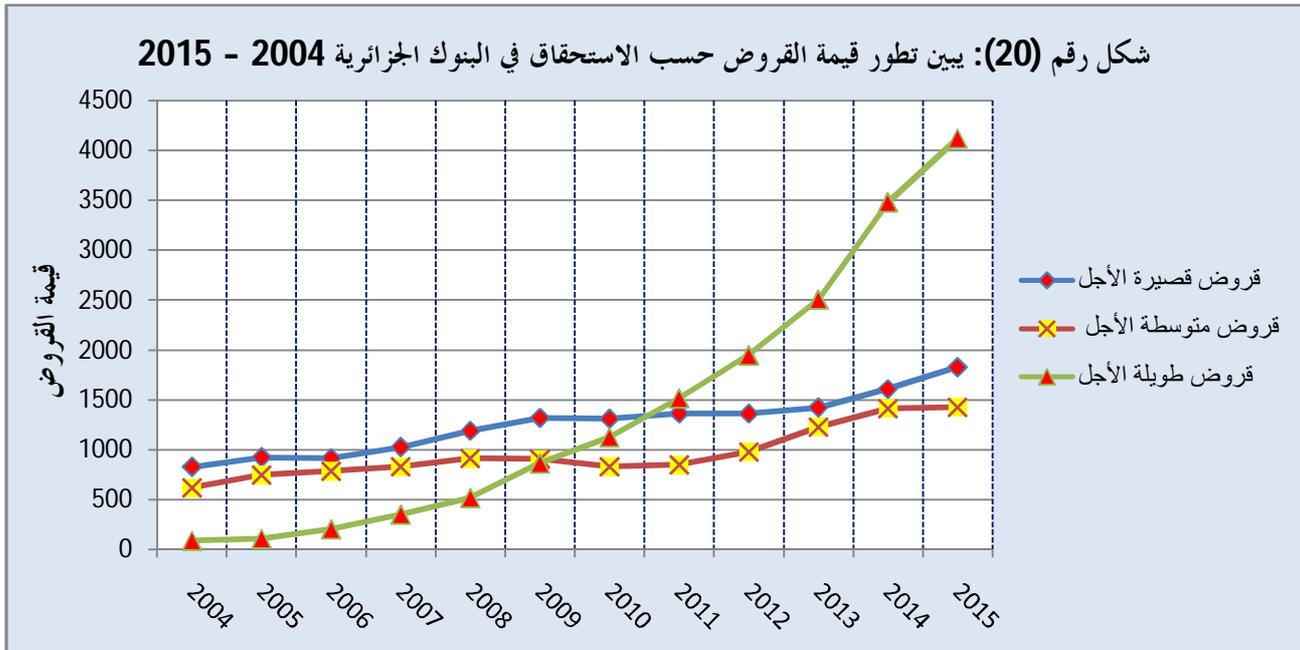


المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يظهر الشكل السابق نسبة القروض حسب مدة استحقاقها، حيث يبين أن القروض طويلة الأجل (تكون موجهة للإستثمار) كانت في زيادة مستمرة من حيث النسبة و القيمة من سنة لأخرى، الأمر الذي يدل على توجه سياسة الدولة نحو ترقية وتشجيع الإستثمار، ونشير هنا إلى أن الارتفاع كان معتبرا حيث زاد من 5,8 % سنة 2004 إلى 55,87 % سنة 2015، أي بارتفاع قدره 3908,53 % إذا اعتبرنا سنة 2004 كأساس.

أما في ما يخص نسبة القروض قصيرة الأجل (تكون موجهة لدورة الإستغلال، الإستيراد) فكانت تعرف انخفاضا من سنة لأخرى خلال كامل مرحلة الدراسة أين سجلت تدهورا من 54,0 % سنة 2004 إلى 24,79 % سنة 2015، والملاحظ هنا أن الإنخفاض كان في النسبة من الإجمالي، لكن قيمة القروض كانت في ارتفاع مستمر، أين ارتفعت من 828,3 مليار دينار سنة 2004 إلى 1827,7 مليار دينار سنة 2015، كذلك الأمر بالنسبة للقروض متوسطة الأجل (توجه للاستثمار) أين انخفضت نسبتها من 40,2 % سنة 2004 إلى 19,38 % سنة 2015، لكن قيمتها ارتفعت من 617,6 مليار دينار سنة 2004 إلى 1425,8 مليار دينار سنة 2015 وهو ما سنبينه من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

بين الشكل أعلاه أن قيمة القروض كانت في زيادة مستمرة خلال طول فترة الدراسة (2004 - 2015) خاصة في ما تعلق بالقروض طويلة الأجل، أين كانت الزيادة كبيرة ومستمرة، وهو ما يؤيد طرحنا أن الدولة ماضية في تشجيع الإستثمار.

نستنتج مما سبق أن القروض كانت موجهة بشكل أكبر نحو تمويل الإستثمارات وهو ما يفسر الزيادة في القروض طويلة ومتوسطة الأجل.

لكن الإقتصاد ينشط به القطاع العام والخاص، والسؤال الذي نطرحه هنا كيف تتوزع هذه القروض حول القطاعين؟ وهو ما سنحجب عنه من خلال بيانات الجدول التالي:

جدول رقم (34): يبين هيكل القروض في البنوك الجزائرية حسب القطاع بين سنتي 2004 - 2015.

الوحدة مليار دينار جزائري

إجمالي القروض		الإدارة المحلية		القطاع الخاص		القطاع العمومي		السنة
النسبة	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	
100%	1535,0	00	0,3	44,0	675,4	56,0	859,3	2004
100%	1779,8	00	0,1	50,4	897,3	49,6	882,4	2005
100%	1905,4	0,1	1,4	55,5	1057,0	44,5	847,0	2006
100%	2205,2	00	0,3	55,1	1216,0	44,8	988,9	2007
100%	2615,5	00	0,3	54,0	1413,3	46,0	1201,9	2008
100%	3086,5	00	0,8	51,9	1600,6	48,1	1 485,1	2009
100%	3268,1	00	0,8	55,3	1806,7	44,7	1460,6	2010
100%	3726,5	00	0,7	53,2	1984,2	46,7	1741,6	2011
100%	4287,6	00	0,4	52,4	2247,0	47,6	2040,2	2012
100%	5156,3	00	0,4	52,8	2721,9	47,2	2434,0	2013
100%	6504,6	00	0,6	48,0	3121,7	52,0	3382,3	2014
100%	7373,1	00	0,6	47,57	3507,2	52,42	3865,3	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

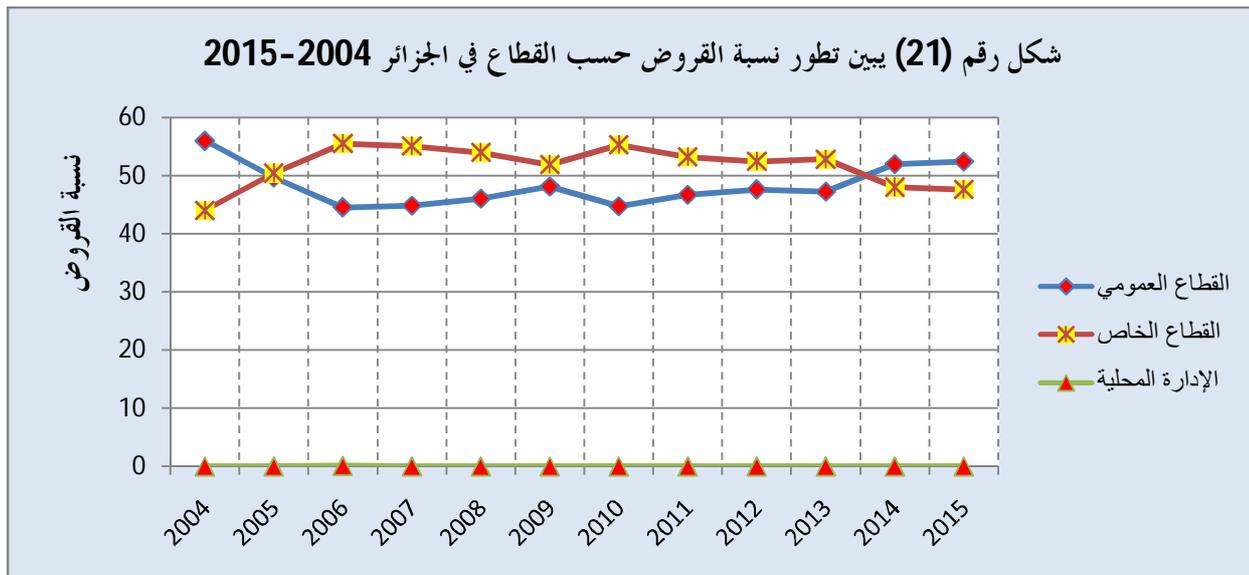
- تقرير بنك الجزائر لسنة 2008، 2013، 2014.

- تقرير بنك الجزائر لسنة 2015 متوفر على الصفحة:

http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Bulletin_32a.pdf 07/06/2016 11:30am.

يبين الجدول أعلاه هيكل القروض في الجزائر حسب القطاع بين سنتي 2004 - 2015، وسنحلل معطيات الجدول السابق من

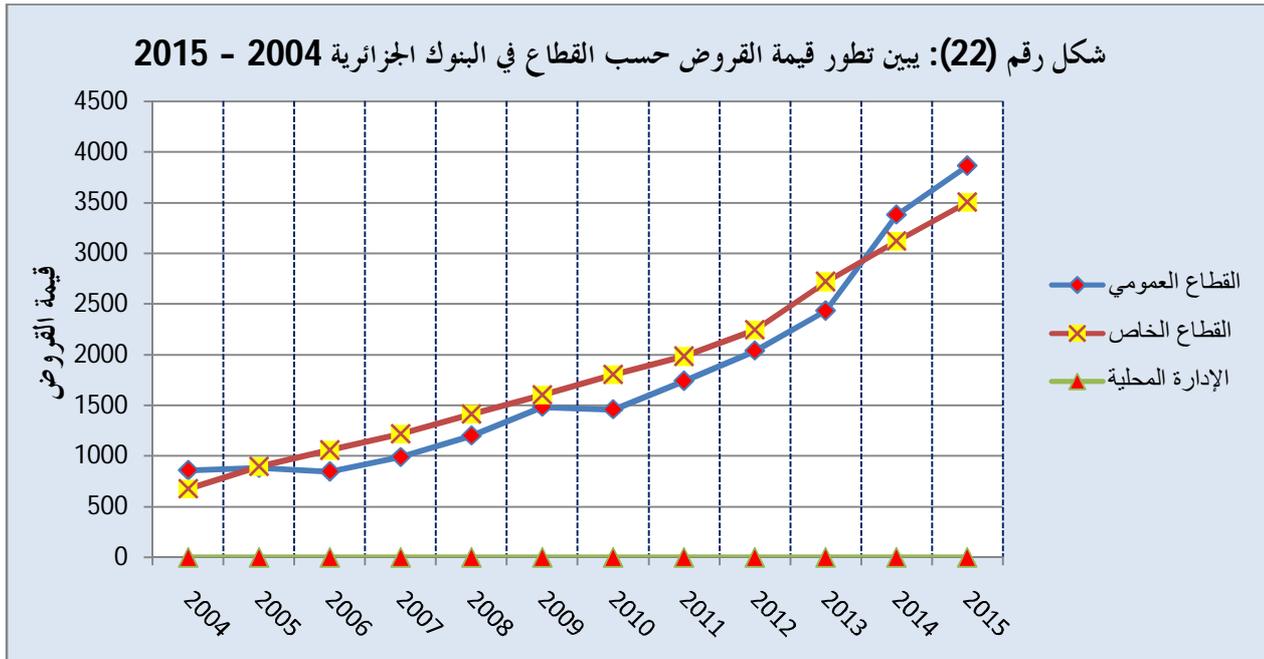
خلال ما سيينه لنا الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يتبين لنا من خلال الشكل السابق أن أغلب نسب القروض موجهة إلى القطاع العمومي والقطاع الخاص، أما الإدارة المحلية فقليلة جدا القروض الموجهة إليها، وذلك نظرا لمحدودية احتياحاتها مقارنة بباقي القطاعات، فالقطاع العمومي سنة 2004 وجهت له حوالي 56 % مقارنة بـ: 44 % وجهت للقطاع الخاص، لتتخفف مخصصات القطاع العمومي سنة 2006 إلى 44,5 % مقابل 55,5 % للقطاع الخاص في نفس السنة، الأمر الذي يدل على تفاوت النسب من سنة لأخرى دون التركيز على قطاع معين، و في ما يخص الإدارة المحلية فالنسب كانت تؤول إلى الصفر في كامل مرحلة الدراسة، هذا في ما يخص النسب أما في ما يخص قيمة القروض فسنحاول إظهارها من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يظهر لنا الشكل أعلاه أن قيمة القروض المقدمة للقطاعين العام والخاص متقاربة إلى حد كبير وفي زيادة مستمرة خلال فترة الدراسة، الأمر الذي يدل على عدم تمييز البنوك التجارية بين القطاعين كما أن القروض المقدمة للإدارة المحلية كانت ضئيلة جدا بالنسبة لإجمالها.

نستنتج مما سبق أن البنوك التجارية الجزائرية لا تميز بين القطاع العام والخاص بدليل تقارب المخصصات الممنوحة لكل واحد منهما، وأن قيمتها كانت في زيادة مستمرة عبر زمن الدراسة.

تطرقنا في ما سبق إلى أنواع الودائع ونسب توزيعها، وإلى مدة استحقاقها نسبتا وقيمتا، وإلى من توجه إلى القطاع العام أو الخاص من حيث القيمة والنسبة المخصصة، والسؤال المطروح هنا ماذا تمثل هذه الودائع كقيمة في الإقتصاد الجزائري؟ وهل هي مستغلة كما ينبغي في شكل القروض الممنوحة؟ أم أن جزءا كبيرا منها مكتنر فقط؟ للإجابة على هذه التساؤلات سنحاول تبيان ذلك من خلال الآتي:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

ثالثا: مؤشر نسبة إجمالي الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي: سنيين من خلاله الأموال المدخرة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والتي سنوضحها كما يلي:

جدول رقم (35): يبين نسبة إجمالي الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سنتي 2004 - 2015.

الوحدة: مليار دينار جزائري.

النسبة الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي	الناتج المحلي الإجمالي PIB	إجمالي الادخار	البيان السنة
44 %	6148,519	2705,3720	2004
52 %	7562,397	3932,4464	2005
55 %	8501,986	4676,0923	2006
57 %	9352,616	5330,9911	2007
57 %	11043,190	6294,6183	2008
47 %	9968,436	4685,1649	2009
50 %	11992,211	5996,1055	2010
48 %	14520,228	6969,7094	2011
48 %	15843,827	7605,0369	2012
45 %	16682,257	7507,01565	2013
52,68 %	17307,007	9 117,5	2014
40,14 %	21987,720	8825,2	2015

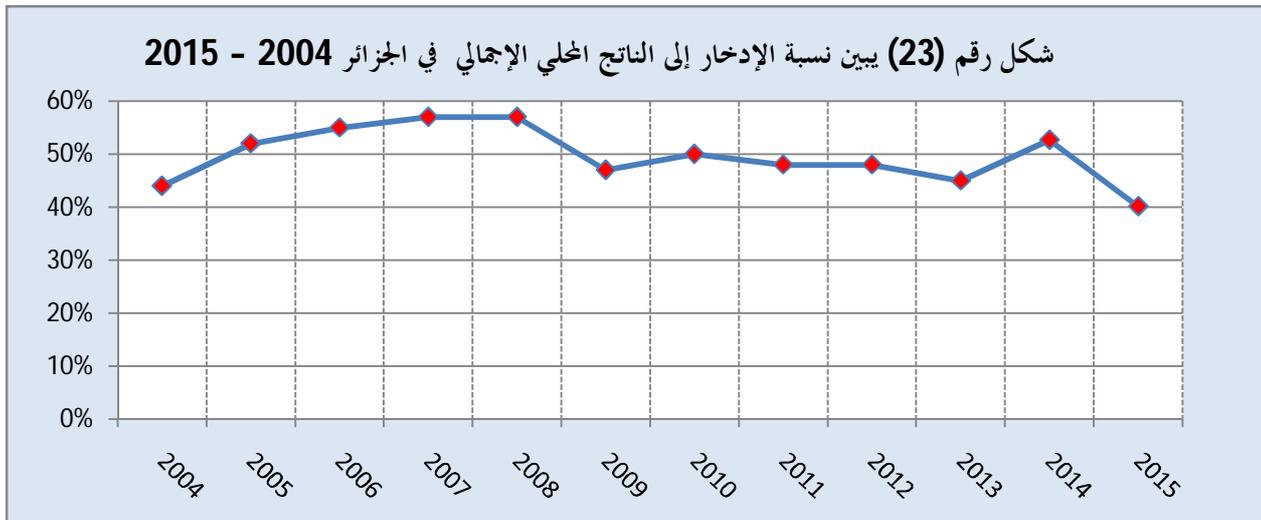
المصدر: من إعداد الباحث اعتماد على:

بالنسبة لسنة 2004 و 2014 و 2015 التقرير السنوي لبنك الجزائر. بالنسبة لباقي السنوات:

<http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS?page=1>

05/11/2015 10 :00 am-

يبين لنا الجدول أعلاه نسبة الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي، والتي سنوضح تغيرها من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تظهر بيانات الجدول والشكل السابقين الزيادة الكبيرة والمتواصلة في إجمالي المدخرات والنتائج المحلي الإجمالي (PIB) خلال كامل فترة الدراسة وتفسير ذلك هو ارتفاع مداخيل الدولة الجزائرية من المحروقات، كما توضح لنا حجم المدخرات على أنها تمثل نسب كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي تراوحت بين 44 % و 57 % أي أنها تمثل النصف كمتوسط.

تستنتج مما سبق أن المدخرات المتوفرة لدى البنوك التجارية الجزائرية تمثل في متوسطها نصف الناتج المحلي الإجمالي، الأمر الذي أهلها لأن تكون لها قدرة عالية في منح الائتمان.

أمام هذه الوفرة الكبيرة في السيولة المتاحة يفترض أن يستفيد منها الإقتصاد الجزائري في مختلف القطاعات، مما جعلنا نطرح التساؤل الآتي:

ما هي نسبة الائتمان المقدم من مجموع المدخرات؟ وهل تستغل النسبة الأكبر منها؟ سنحاول الإجابة على هذه التساؤلات من خلال المعطيات التالية:

رابعا: مؤشر نسبة الائتمان المحلي إلى الادخار الإجمالي: نحاول أن نبين من خلاله الأموال المستثمر من إجمالي الأموال المدخرة، والتي تعتبر تكلفة للإقتصاد الوطني تدفع في شكل فوائد للمودعين، وذلك من خلال ما يلي:

جدول رقم (36): يبين تطور نسبة الائتمان المحلي إلى الادخار الإجمالي في الجزائر بين سنتي 2004 - 2015.

الوحدة مليار دينار جزائري

السنة	البيان	الائتمان المحلي	إجمالي الادخار	نسبة الائتمان المحلي إلى إجمالي الادخار
2004	1535,0	2705,4	56,7384 %	
2005	1779,8	2960,6	60,1162 %	
2006	1905,4	3516,5	54,1846 %	
2007	2205,2	4517,3	48,8168 %	
2008	2615,5	5161,8	50,6703 %	
2009	3086,5	5146,4	59,7940 %	
2010	3268,1	5819,1	56,1616 %	
2011	3726,5	6733,0	55,3468 %	
2012	4287,6	7235,8	59,2554 %	
2013	5156,3	7787,4	66,2134 %	
2014	6504,6	9 117,5	71,3419 %	
2015	7373,1	1473414000000	83,5460 %	

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- تقرير بنك الجزائر لسنة 2008، 2013، 2014، 2015.

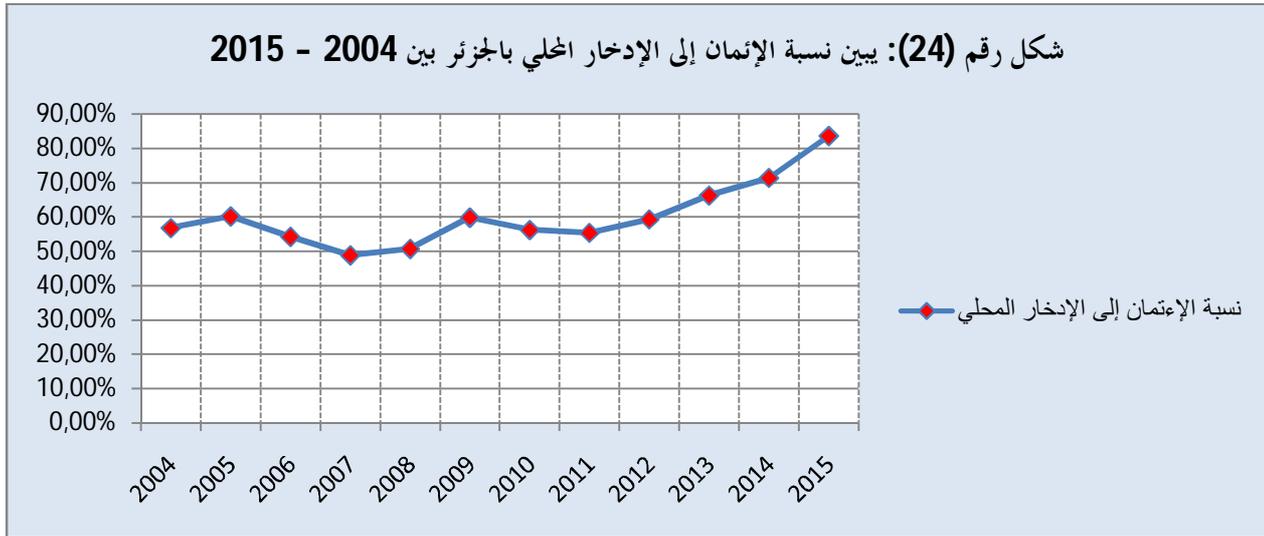
- تقرير بنك الجزائر لسنة 2015 متوفر على الصفحة:

http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Bulletin_32a.pdf 07/06/2016 11:30am.

<http://data.albankaldawli.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS/countries> 02/05/2015 09:30 am.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تشير البيانات السابقة إلى أن القروض المقدمة تشكل ما نسبته 48,8168% إلى 71,3419% وتزداد و تنخفض من سنة لأخرى لتثبت نحو الزيادة من 2011 إلى سنة 2015، وهو ما سنبينه من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يوضح لنا الشكل السابق نسبة الائتمان من مجموع المدخرات، حيث يمثل ما نسبته 50% إلى 84%، أي أن ما نسبته 50% إلى 26% غير مستغلة ومكتنزة وهي مبالغ كبير جدا تقدر بآلاف المليارات من الدينارات، الأمر الذي يجعلنا أمام مشكل فائض السيولة والتي سنبينها من خلال البيانات التالية:

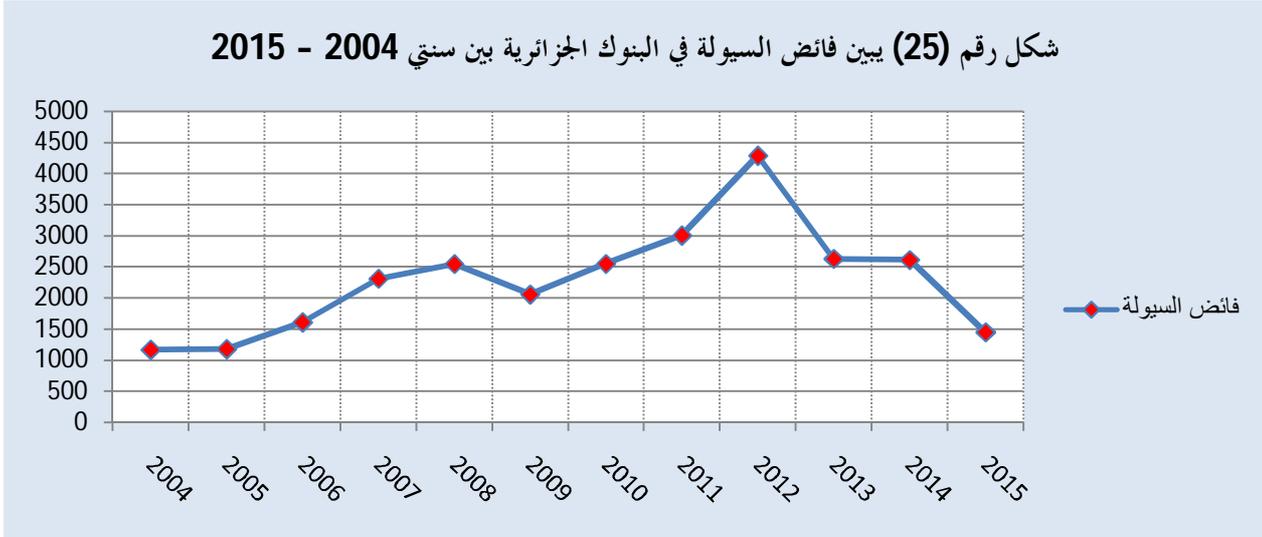
جدول رقم (37): يبين فائض السيولة لدى البنوك الجزائرية خلال الفترة 2004 - 2015.

الوحدة مليار دينار جزائري

السنة	إجمالي الودائع	إجمالي القروض	فائض السيولة = الودائع - القروض
2004	2705,4	1535,0	1170,4
2005	2960,6	1779,8	1180,8
2006	3516,5	1905,4	1611,1
2007	4517,3	2205,2	2312,1
2008	5161,8	2615,5	2546,3
2009	5146,4	3086,5	2059,9
2010	5819,1	3268,1	2551,0
2011	6733,0	3726,5	3006,5
2012	7235,8	4287,6	4287,6
2013	7787,4	5156,3	2631,1
2014	9 117,5	6504,6	2612,9
2015	8825,2	7373,1	1452

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على: - تقرير بنك الجزائر لسنة 2007، 2008، 2009، 2012، 2014، 2013، 2015.

تبين لنا الإحصائيات في الجدول أعلاه نسبة كبيرة من السيولة التي لم تستغل والتي سنبين تطور مسارها من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يوضح لنا الشكل أعلاه أن مبالغ فائض السيولة في تزايد مستمر (من سنة 2004 إلى غاية 2012) ليسجل أدنى حد سنة 2004 بمبلغ 1170,4 مليار دينار جزائري، و إلى أقصى حد لها في مدة الدراسة سنة 2012 بمبلغ قدره 4287,6 مليار دينار جزائري لتتخفف بعدها لتصل إلى 2631,1 مليار دينار سنة 2013، و إلى 1452 مليار دينار سنة 2015.

إذن نحن أمام آلاف المليارات من الدينارات و التي تعتبر تكلفة بالنسبة للبنوك تدفع في شكل فوائد للمودعين، كما تعتبر تكلفة لفرصة بديلة حيث يمكن أن تستثمر وتدر آلاف المليارات من الدينارات.

نستنتج مما سبق عرضه من خلال مؤشرات البنوك التجارية بالجزائر ما يلي:

- القروض تمنح بشكل متقارب للقطاعين العام والخاص ؛
- المدخرات تشكل نسبة كبير من إجمالي الناتج المحلي بحوالي 50 % في متوسطها ؛
- القروض لا تشكل سوى 50 % كمتوسط من إجمالي الودائع ؛
- هناك إشكال في التصرف بالمدخرات نتج عنه فائض في السيولة والتي تعتبر كتكلفة من حيث أنها تدفع فوائد لأصحاب المدخرات.

تطرقنا إلى مختلف الجوانب المتعلقة بنشاط البنوك التجارية في الجزائر، لكن هل ما ذكرناه حول نشاط البنوك التجارية يكفي لإعطائنا حكم شامل حول الجهاز البنكي في الجزائر ؟ أم أن هناك مؤشرات تقييميه على المستوى العالمي تعطينا إضافة إلى ما سبق تقييما شاملا يمكننا من الحكم النهائي عليها ؟

سنحاول الإجابة على التساؤلات السابقة من خلال المعطيات التالية:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

خامساً: مؤشرات قوة الحقوق القانونية والمعلومات الائتمانية في الجزائر: تعطي لنا هذه المؤشرات فكرة عامة وشاملة عن مدى توفر المعلومة الائتمانية في الإقتصاد الجزائري، و مدى حماية حقوق المستثمرين، والتي سنظهرها من خلال المعطيات التالية:

جدول رقم (38) : مؤشر قوة الحقوق القانونية في الجزائر خلال الفترة 2004 – 2015.

قوة مؤشر الحقوق القانونية (0 = ضعيف إلى 12 = قوي)	البيان السنة
3	2004
3	2005
3	2006
3	2007
3	2008
3	2009
3	2010
3	2011
3	2012
2	2013
2	2014
2	2015

المصدر:

<http://data.albankaldawli.org/indicator/IC.LGL.CRED.XQ/countries> 14/05/2015 10:00 pm.

تختلف القدرة على منح الائتمان من بلد إلى آخر وذلك حسب توفر الأموال والقوانين المعمول بها، يقيس مؤشر قوة الحقوق القانونية المبين في الجدول أعلاه الدرجة التي تحمي بها قوانين (المنظمة لعملية الائتمان وحماية حقوق المودعين) الضمانات العينية والإفلاس، ومدى حماية حقوق المقرضين والمقرضين، مما يؤدي بدوره إلى توفير البيئة السليمة لتسهيل عملية الإقراض (دون مخاطر)، تتراوح قيمة هذا المؤشر بين صفر (0) و اثنا عشر (12)، مع ملاحظة أن النقاط الأعلى تدل على أن هذه القوانين مصممة تصميماً أفضل لتوسيع نطاق القدرة على الحصول على الائتمان¹، و الملاحظ في هذه الحالة أن تصنيف الجزائر بين سنتي 2004 – 2012 كان 3 درجات، لينخفض بعدها إلى درجتين (2) لغاية 2015، أي أن تصنيف الجزائر ضعيف جداً، و القوانين المعمول بها في الجزائر تحوي الكثير من الثغرات، الأمر الذي جعلها لا تحمي حقوق المقرضين والمقرضين، عن طريق الضمانات العينية والتعويض من الإفلاس.

نستنتج مما سبق أن التصنيف الضعيف السابق الذكر يعطي صورة سلبية على أن القوانين المنظمة لعمل البنوك الجزائرية لا توفر البيئة المناسبة للمستثمر للعمل بأريحية، وإنما ينشط في جو تسوده حالة من عدم اليقين.

وبناء على ما سبق يجب العمل على وضع قوانين أكثر وضوحاً وأسرع في التنفيذ تحمي حقوق مختلف المتعاملين الإقتصاديين مما يخلق جواً مناسباً للإستثمار.

¹ - <http://data.albankaldawli.org/indicator/IC.LGL.CRED.XQ/countries> 14/05/2015 10:00 pm.

جدول رقم (39) : مؤشر عمق المعلومات الائتمانية في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.

مؤشر عمق المعلومات الائتمانية (0 = منخفض إلى 8 = مرتفع)	البيان السنة
00	2004
00	2005
00	2006
00	2007
00	2008
00	2009
00	2010
00	2011
00	2012
00	2013
00	2014
00	2015

المصدر:

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/IC.CRD.INFO.XQ/countries> 14/05/2015 10:00pm.

تعتمد المؤسسات المالية والبنكية على مدى توفر المعلومة المالية حول المقترض مما يساعد على عملية اتخاذ القرار بالإقراض من عدمه، حيث تظهر المعلومة نظرة شاملة حول المركز المالي للمؤسسة.

يقيس المؤشر المشار إليه في الجدول أعلاه مدى عمق المعلومات الائتمانية (درجة تفصيلها ومصداقيتها) من حيث القواعد (المعتمدة في تقديمها وتحليلها)، التي تؤثر على نطاق ومدى توافر ونوعية المعلومات الائتمانية المتاحة عن طريق مكاتب السجلات العامة أو الخاصة للمعلومات الائتمانية¹.

تتراوح قيم هذا المؤشر بين الصفر (00) وثمانية (08)، مع الإشارة إلى أن القيم الأعلى (التي تقترب من 08) تشير إلى توافر قدر أكبر من المعلومات الائتمانية (معلومات شاملة وفي وقتها)، إما عن طريق سجل عام (تابع للقطاع الحكومي) أو مركز خاص للمعلومات الائتمانية، مما يسهل قرارات الإقراض.

تشير البيانات المقيدة في الجدول رقم (39) إلى أن مؤشر عمق المعلومات الائتمانية في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015 يساوي إلى الصفر خلال كامل مرحلة الدراسة الأمر الذي يدل على أن المعلومة الائتمانية في الجزائر والتي يبنى على أساسها قرار الإقراض غير متوفرة فحاشيا، مما يجعل المسؤولين على الجهاز المالي والبنكي في الجزائر أمام مسؤولية كبيرة تحتم عليهم اتخاذ إجراءات ترفع من الترتيب العالمي للجزائر.

¹ - <http://data.albankaldawli.org/indicator/IC.CRD.INFO.XQ/countries> 14/05/2015 10:00pm.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

وتأكيدا لما سبق سنحاول التطرق إلى مؤشر تغطية مكاتب المعلومات الائتمانية الخاصة في الجزائر من خلال بيانات الجدول التالي:

جدول رقم (40): مؤشر تغطية مكاتب المعلومات الائتمانية الخاصة في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.

مؤشر تغطية مكاتب المعلومات الائتمانية الخاصة (% من البالغين)	البيان السنة
00	2004
00	2005
00	2006
00	2007
00	2008
00	2009
00	2010
00	2011
00	2012
00	2013
00	2014
00	2015

المصدر:

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/IC.CRD.PRVT.ZS/countries> 14/05/2015 10 :00 pm.

توفر المراكز الخاصة للمعلومات الائتمانية تغطية شاملة ووافية لعدد الأفراد والشركات المسجلة في أحد المراكز الخاصة للمعلومات الائتمانية، و التي تحتوي على معلومات حديثة عن تاريخ السداد، أو الديون غير المدفوعة، أو الائتمان غير المسدد، ويُحسب هذا الرقم كنسبة مئوية من إجمالي عدد السكان الراشدين¹، تشير الأرقام المبينة في الجدول أعلاه أن مؤشر تغطية مكاتب المعلومات الائتمانية الخاصة في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015 منعدم تمام الأمر الذي يعكس الإشكال القائم في الجزائر من حيث توفر المعلومة وتحليلها، مما يجعلنا نضع علامات استفهام ونتساءل حول الطريقة التي يتم من خلالها منح القروض وضمانها؟

من خلال المعطيات السابقة يمكننا أن نستنتج أن الجزائر لا توفر الحد الأدنى للمعلومات المالية و التي على أساسها يتم اتخاذ قرار الإقراض من عدمه، هذه المعطيات مهمة جدا للمستثمر الأجنبي الذي يريد أن يستثمر في الجزائر، لكن النتيجة السابقة تجعل المستثمر متردد في بيئة استثمارية يسودها عدم اليقين، لذلك وجب العمل على إنشاء مراكز عامة وخاصة لتوفير المعلومات المالية الائتمانية، والتي تكتسي أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤسسات المالية والبنكية أو لسوق الأوراق المالية.

ما توصلنا إليه يقودنا لطرح السؤال التالي: على قلتها وندرتهما، ماذا تغطي المعلومات العامة المتوفرة في الجزائر في الظروف السابقة؟ وهو ما سنجيب عن من خلال ما يلي:

¹- <http://data.albankaldawli.org/indicator/IC.CRD.PRVT.ZS/countries> 14/05/2015 10 :00 pm.

جدول رقم (41) : مؤشر تغطية السجلات العامة للمعلومات الائتمانية في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.

مؤشر تغطية السجلات العامة للمعلومات الائتمانية (% من البالغين)	البيان السنة
00	2004
00	2005
0.2	2006
0.2	2007
0.2	2008
0.2	2009
0.2	2010
0.3	2011
2.3	2012
2.4	2013
2.0	2014
1.9	2015

المصدر:

-<http://data.albankaldawli.org/indicator/IC.CRD.PUBL.ZS/countries?page=2> 14/05/2015 10 :00 pm.

تظهر معطيات الجدول أعلاه أرقام حول مؤشر تغطية السجلات العامة للمعلومات الائتمانية في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015، ويبين مؤشر تغطية السجلات العامة للمعلومات الائتمانية عدد الأفراد والشركات المسجلة في أحد السجلات العامة للمعلومات الائتمانية، التي تحتوي على معلومات حديثة عن تاريخ السداد، أو الديون غير المدفوعة، أو الائتمان غير المسدد، ويحسب هذا الرقم كنسبة مئوية من إجمالي عدد السكان الراشدين¹، تشير البيانات السابقة إلى ضعف تغطية السجلات العامة للمعلومات الائتمانية عدد الأفراد والشركات المسجلة في أحد السجلات العامة التي توفر المعلومات الائتمانية، والتي تبين الديون التي لم تدفع بعد، تواريخ السداد و القروض غير المسددة، أين كانت الأرقام تتراوح بين 00 % إلى 02,4 % خلال طول فترة الدراسة، بمعنى أن المعلومات في أحسن أحوالها لا تغطي ما نسبة 97.6 % من المعنيين بها.

نستنتج مما سبق أن المعلومات المالية المتوفرة لدى الجهات المعنية لا تغطي الأغلبية من المعنيين المتعاملين، الأمر الذي يؤثر على فعالية الجهاز بشكل عام خاصة وأن الجزائر مقبلة للانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة.

يتضح لنا من النتائج السابقة أن البنوك الجزائرية تعمل في جو يفتقر إلى القوانين التي تحمي المتعاملين الإقتصاديين، و دون توفر المعلومات اللازمة والهامة لعملية اتخاذ القرار الائتماني، مما يؤثر على مناخ الاستثمار بشكل عام في الجزائر، الأمر الذي يؤكد على محدودية نجاعة السياسات التي تم تطبيقها في إطار تحديث المنظومة المالية و البنكية وقيمتها للمنافسة الدولية.

¹ - <http://data.albankaldawli.org/indicator/IC.CRD.PUBL.ZS/countries?page=2> 14/05/2015 10 :00 pm.

المبحث الثاني: تحليل مؤشرات العوامل الداعمة

يعتمد الإقتصاد الموجه وفق تخطيط مركزي على الملكية العامة لوسائل الإنتاج، وذلك لتحقيق العدالة الإجتماعية وحماية الإقتصاد الوطني من المنافسة الدولية التي قد تؤدي إلى إفلاس المؤسسات الوطنية الأمر الذي يفاقم مشكل البطالة¹، مما أوجب على السلطات الوصية سنّ قوانين لحماية الإنتاج الوطني و وضع قيود على إمتلاك و إنتقال الملكية بين الخواص وتقييد الإستثمار الأجنبي، بشقيه المباشر وغير المباشر، بشروط حمائية غير مشجعة للمستثمرين خاصة الأجانب، و الإعتماد بشكل كلي على البنوك التجارية في تسوية مختلف المعاملات المالية وتمويل المؤسسات الإقتصادية والتابعة للقطاع العام وفق سياسة تمييزية، الهدف منها بقاء المؤسسات تعمل وذلك مهما حققته من نتائج.

وفي نفس الإطار دعمت الحكومة السلع الأساسية ذات الإستهلاك الواسع المستوردة من الخارج، الأمر الذي جعل هذا النوع من الإقتصاديات يفتقر إلى المنافسة و الإعتماد بشكل كبير على الدولة، هذه الحالة أفرزت طبقة ثرية من المنتفعين من هذا الوضع الذي أنقل كاهل الحكومات من خلال استنزاف مواردها واللجوء في كثير من الأحيان إلى الإقتراض من الخارج من خلال المؤسسات المالية الدولية، والذي فرضت عليها قيودا كثيرة لضمان أموالها وكذا الفوائد المترتبة عليها، الأمر الذي فرض عليها إنشاء سوق للأوراق المالية لتمويل المشاريع التنموية دون اللجوء للاستدانة، وسنحاول من خلال هذا المبحث إبراز أهم العوامل الداعمة المساعدة على إقامة سوق للأوراق المالية، وفق مبادئ إقتصاد السوق.

يؤسس الجانب القانوني لبنية إقتصادية قوية تعمل على تنظيم وتقنين كل التعاملات بمختلف أشكالها بشكل واضح وشفاف يُحفظ من خلاله حقوق جميع المتعاملين، كما تحدد لهم واجباتهم إتجاه البلد الأصلي أو المضيف (كدفع الضرائب والرسوم، حركة الأفراد، آليات الإستيراد والتصدير، إنتقال اليد العاملة الخبيزة... الخ)، على أن تتم متابعة هذه القوانين وتطبيقها من خلال الجهات الرسمية التي تتمتع بالصلاحيات والإختصاص، والتي تتابع مختلف مراحل التحول والإستراتيجية المتبعة في ذلك بشكل يؤدي إلى نجاح سياستها نحو الإفتتاح الإقتصادي.

المطلب الأول: مؤشرات الخصخصة في الجزائر

تمثل الخصخصة مظهرا هاما من مظاهر الإفتتاح الإقتصادي، فوجودها وتشجيعها وتسهيل عملها يعتبر من أهم مقومات النظام الإقتصادي الحر. يمكن النظر للخصخصة من زاويتين أساسيتين، الأولى متمثلة في نجاح المؤسسة محل الخصخصة على المستوى الجزئي، والثانية هل يمكن للقطاع الخاص أن ينشط في البلد المعني وهو ما يهمنا وسنتطرق إليه من خلال عرض بيئة الجزائر وتحليلها.

أولا: الإطار القانوني التنظيمي للخصخصة في الجزائر

يمكن عرض النصوص القانونية التي أدخلها المشرع الجزائري من خلال المراحل التالية²:

1- المرسوم القانوني رقم 93 _ 8 المؤرخ في 25 أبريل 1993:

جاء هذا المرسوم كتعديل للقانون رقم 88 _ 4 وجاء بأحكام جديدة موجهة لمجال التنمية، و التي تعمل على تقليص تدخل الدولة، حيث تم في هذا القانون إلغاء صناديق المساهمة، وتم إعادة تنظيم القطاع الإقتصادي العمومي و إنشاء المؤسسات القابضة،

¹ مشكل البطالة يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية، وبالتالي تقل الطلبات من قبل محلات التجرة، الأمر الذي ينعكس سلبا على حجم الإنتاج، مما يؤدي إلى حالة الكساد.

² مراد محفوظ، التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص: حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص: 152.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

وكذلك تم التطرق في هذا المرسوم لمجال توسيع نشاط المؤسسات العمومية الإقتصادية و إعادة هيكلتها، شمل هذا المرسوم الملكية وتسيير الرأس المال العمومي عن طريق:

- مؤسسات عمومية تابعة للدولة مباشرة أو لأشخاص معنويين آخرين من القطاع الخاص (مثل المؤسسات الصناعية و التجارية، المؤسسات العمومية المحلية، المؤسسات العسكرية ذات الطابع الصناعي والتجاري)؛
- شركات رؤوس أموال عمومية، أو مؤسسات عمومية غير مباشرة يتسنى لها إمتلاك الأسهم كلية إثر إلغاء صناديق المساهمة ، حيث يكون مصدر تلك الأسهم:

- الدولة؛
- أشخاص معنويين آخرون من القطاع الخاص؛
- شركات رؤوس أموال عمومية.

2- الأمر رقم 59 _ 22 المؤرخ في 25 سبتمبر 1995:

ينهي هذا الأمر تدخل الدولة في تسيير المؤسسات العمومية الإقتصادية عن طريق صناديق المساهمة، ويكمن التعديل الذي أدخله هذا الأمر في تشكيل شركات عمومية قابضة، وهذه الشركات تمتلك كلية مجموع أسهم المؤسسات العمومية الإقتصادية.

3- المادة 25 من المرسوم القانوني رقم 94 _ 8 المؤرخ في 26 ماي 1996:

وحسب هذا المرسوم فقد تم تعريف المؤسسات العمومية الإقتصادية من الناحية القانونية بأنها شركات رؤوس أموال تملك الدولة أو أشخاص معنويين آخرون من القطاع الخاص الأغلبية القسوى من الأسهم أو الحصص الإجتماعية، وفي هذه الحالة تكون الشركة:

- ملكا بنسبة 51% للمساهمين المتمثلين، إما في الدولة أو الأشخاص المعنويين من القطاع العمومي أو شركات الرأس المال العمومي المحض؛

- ملكا بنسبة 49% للمساهمين الخواص، الأشخاص الماديين و / أو المعنويين من القطاع الخاص (وطنيين أو أجنب).

4- المراسيم التنفيذية رقم 96 _ 104 و 96 _ 105 و 96 _ 106 المؤرخ في 11 مارس 1996:

وهذه المراسيم الثلاثة على التوالي تتعلق بسير ومهام كل من:

- مجلس الخوصصة ؛
- لجنة مراقبة عمليات الخوصصة ؛
- الهيئة المكلفة بتنفيذ الخوصصة.

5- المرسوم رقم 97 _ 329 المؤرخ في 10 سبتمبر 1997:

وفي هذا المرسوم تم تحديد شروط المنح أو الإمتيازات الإيجابية النوعية أو المختصة وكذلك لكيفية الدفع بالقسط لأرباح المشترين للمؤسسات العمومية الإقتصادية المختصة.

6- القانون التشريعي المتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية:

وتشمل عملية الخصخصة حسب هذا القانون ما يلي:

- رؤوس الأموال التجارية التي تحوزها بصفة مباشرة أو غير مباشرة الدولة و الأشخاص المعنويين التابعين للقانون العام، والمؤسسات العمومية الإقتصادية؛

- الأصول التي تحوزها الهيئات و المؤسسات العمومية.

ويشمل هذا القانون المؤسسات و الهيئات العمومية التابعة لكافة قطاعات النشاط الإقتصادي، ويتولى الوزير المكلف بالخصخصة تنشيط هذا البرنامج و تنفيذه و متابعته، و في حالة خصخصة مؤسسة عمومية والتي كانت هذه الأخيرة تضطلع بمهمة الخدمة العمومية فتكفل الدولة بعد خصخصتها بضمان إستمرار الخدمة العمومية، و يمكن للدولة الإستفادة من السهم النوعي* خلال مدة لا تتعدى ثلاث سنوات.

يتم بموجبه تأسيس مجلس إستثماري للخصخصة لدى رئيس الحكومة، حيث يقوم هذا الأخير بإقتراح على الحكومة مناهج الخصخصة و إجراءاتها الصناعية للشفافية و الحفاظ على مصالح المجموعة الوطنية، و يسهر هذا المجلس على إحترام التكنولوجيات المعتمدة عامة فيما يخص التقويم و على أحسن تنفيذ لعمليات الخصخصة.

ومن خلال هذا القانون الجديد سينتفع الأجراء القداماء للمؤسسة العمومية بحق الشفعة في 20 % على الحد الأقصى من الأسهم المعروضة على السوق، و بتخفيض قدره 10 % من سعر البيع.

ثانيا: واقع الخصخصة في الجزائر

تطرقنا في العنصر السابق إلى القوانين المنظمة لعملية الخصخصة في الجزائر، والتي شملت مختلف المؤسسات الإقتصادية باستثناء الإستراتيجية منها والتي فتحت جزئاً من رأس مالها للإكتتاب العام مثل إتصالات الجزائر، وهناك من لم يتم التطرق إليها نهائياً مثل شركة سوناطراك، والملاحظ أن القوانين سارية المفعول في ما يتعلق بالخصخصة، وفعلاً سلكت الدولة هذا الطريق بدون رجعة على الأقل إلى يومنا هذا.

* السهم النوعي هو سهم من رأس المال الشركة التي تنشأ عن طريق خصخصة مؤسسة عمومية اقتصادية و تقيده بحق خاصة بحقوقها القانوني الأساسي للشركة و تحتفظ الدولة بواسطتها بحق التدخل من أجل المصلحة الوطنية.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

وفي هذا الصدد لسنا في إطار تقييم عملية الخوصصة في حد ذاتها وإنما نريد إبراز مدى إمكانية نشاط القطاع الخاص والذي يتم التضييق عليه في الإقتصاد الموجه. إن حرية النشاط الاقتصادي الخاص يمكن أن يوفر بيئة اقتصادية مشجعة للاستثمار الأجنبي المباشر بصفة فردية، أو عن طريق الشراكة مع المستثمرين المحليين، وسنحاول في هذا العنصر الوقوف على واقع القطاع الخاص في الجزائر وذلك من خلال الآتي:

جدول رقم (42): يبين تطور عدد المشاريع ونسبتها، و قيمتها من الإجمالي في الجزائر خلال 2002 - 2015.

النسبة الإجمالية	القيمة (مليون دينار جزائري)	نسبة المشاريع لكل سنة	عدد المشاريع	البيان السنة
% 0,8643	89.655	% 0,7406	495	2002
% 3,8197	396.209	% 1,8373	1628	2003
% 2,3308	241.768	% 1,3106	876	2004
% 1,9170	198.839	% 1,2508	836	2005
% 4,6856	486.035	% 3,1450	2102	2006
% 6,4088	664.782	% 6,3691	4257	2007
% 12,8021	1.327.946	% 9,7818	6538	2008
% 4,2378	439.577	% 10,3713	6932	2009
% 3,6618	379.834	% 8,3246	5564	2010
% 12,8384	1.331.711	% 8,5101	5688	2011
% 7,2692	754.025	% 9,0921	6077	2012
% 17,9414	1.861.048	% 11,9558	7991	2013
% 21,1371	2.192.530	% 14,8179	9904	2014
% 16,8043	1.743.000	% 11,89	7950	2015
% 100	10.372.871	% 100	66838	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-annee-2015>
25/09/2015 22 :00 pm.

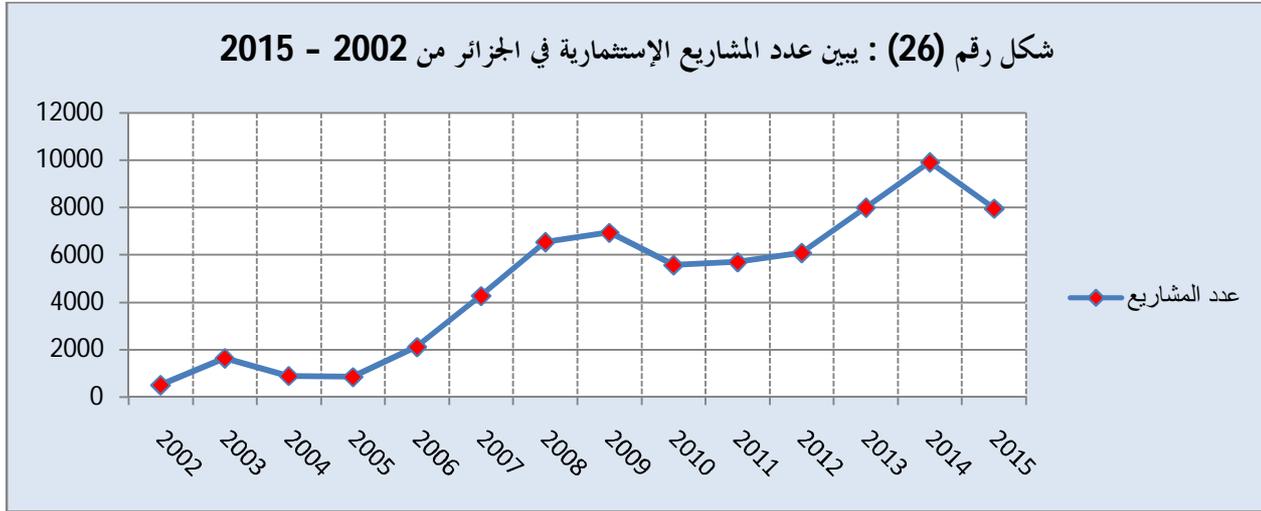
ملاحظة: تم احتساب المجموع بإضافة سنوات 2002-2014 وهو 58888 إلى ما صرح به وهو 7950 مشروع سنة 2015.

شهد عدد المشاريع في الجزائر تذبذبا خلال مرحلة الدراسة 2002 - 2015 أين سجل ما مجموعه 66838 مشروع بقيمة إجمالية قدرها 10372,871 مليار دينار جزائري وهو مبلغ معتبر جدا، وكانت سنة 2014 سجلت أكبر عدد من المشاريع

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

المسجلة والتي بلغت 9904 مشروع بنسبة 21,14 % ، في حين سجلت أقلها سنة 2002 بـ: 495 مشروع بنسبة 0,74 % من إجمالي الاستثمارات.

و سنحاول أن نبرز تطور التغيرات في عدد المشاريع من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يبين الشكل السابق الإتجاه التصاعدي لعدد المشاريع المنجزة خلال فترة الدراسة، أين كانت المشاريع تزداد من سنة لأخرى في ما عدى بعض الفترات، لكن ما لبثت أن استقرت الزيادة خاصة بين سنتي 2010 و 2014، لينخفض بشكل لافت 2015، والسبب هو نقص مداخيل الدولة بسبب انخفاض أسعار المحروقات.

نستنتج مما سبق أن المشاريع الإستثمارية تشهد نموا محسوسا في الجزائر، لكن البيانات لم تفصل بين الإستثمارات المحلية والأجنبية وهو ما سنبيّنه من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (43): يبين نوع الاستثمار ونسبته وقيمه من الإجمالي في الجزائر خلال سنتي 2002 - 2015.

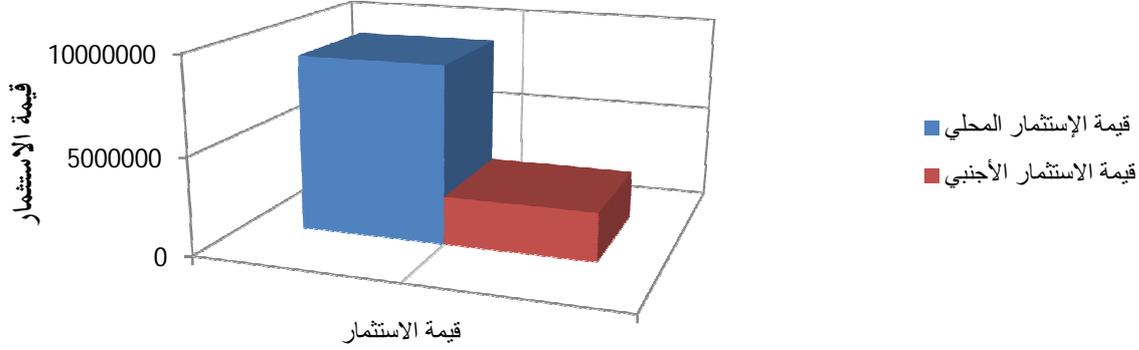
النسبة	قيمة المشاريع (مليون دينار جزائري)	النسبة من المجموع	عدد المشاريع	المشاريع الاستثمارية
79 %	9100,521	99 %	59563	الإستثمار المحلي
21 %	2471,691	1 %	676	الاستثمار الأجنبي
100 %	11572,212	100 %	60239	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث إعتمادا على:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يبين الجدول السابق أن 99% من عدد الاستثمارات كانت محلية في حين أن الإستثمارات الأجنبية لم يمثل عددها سوى 1%، لكن من حيث القيمة مثلت 21% من القيمة الإجمالية مقابل 79% للاستثمار المحلي، وهو ما سنوضحه أكثر من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (27) يبين قيمة الاستثمار المحلي والأجنبي بالجزائر بين 2002 - 2015



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يظهرها لشكل السابق أن قيمة الإستثمارات الأجنبية تمثل حوالي ربع الاستثمارات خلال فترة الدراسة، وسنحاول إظهار توزيع الإستثمارات على الفروع الإقتصادية من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (44): يبين إجمالي توزيع الاستثمارات ونسبتها، وقيمتها من الإجمالي بالجزائر خلال سنتي 2002 - 2015.

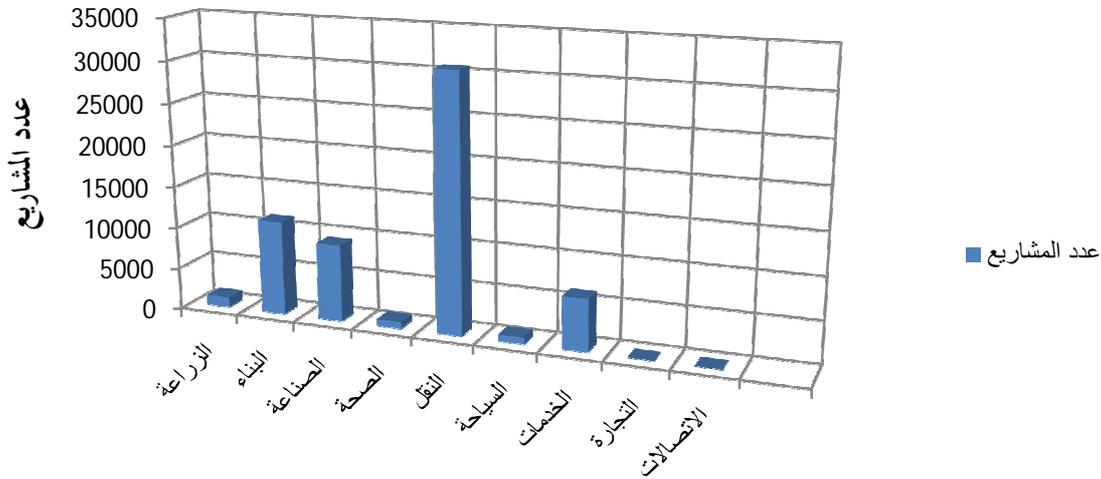
الفرع الاقتصادي	عدد المشاريع	النسبة من الإجمالي %	القيمة الفرعية (مليون دينار جزائري).	نسبة كل فرع %
الزراعة	1218	2,02	176,019	1,52
البناء	11290	18,74	1323,698	11,44
الصناعة	9231	15,32	6503,533	56,20
الصحة	809	1,34	127,684	1,10
النقل	30669	50,91	1027,480	8,88
السياحة	789	1,31	982,934	8,49
الخدمات	6226	10,34	964,388	8,33
التجارة	2	00,00	37,514	0,32
الاتصالات	5	0,01	428,963	3,71
المجموع	60239	100	11572,213	100

المصدر: من إعداد الباحث إعتقادا على:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يظهر الجدول السابق توزيع عدد المشاريع وقيمتها على مختلف الفروع الاقتصادية والتي سنحاول إبرازها من خلال الشكل التالي:

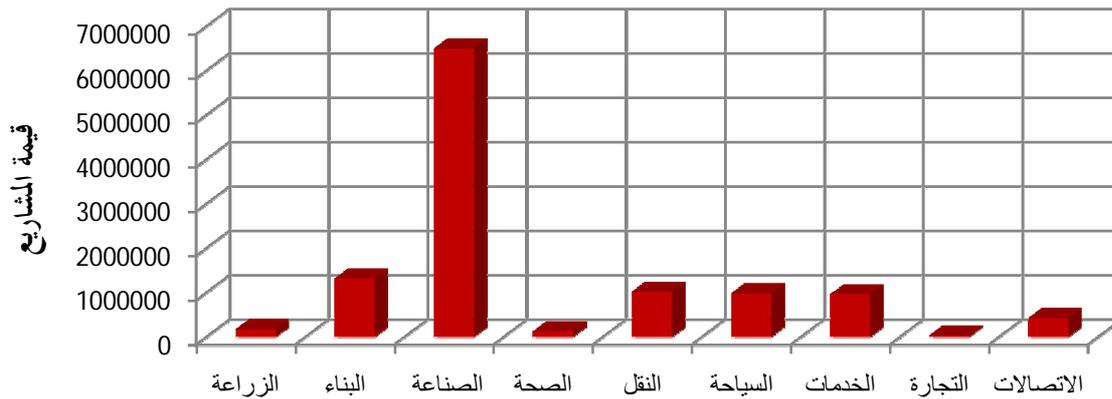
شكل رقم (28) يبين عدد المشاريع حسب الفرع الاقتصادي بالجزائر بين 2002 - 2015



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يبين الشكل السابق أن عدد المشاريع الأكبر كان يتوزع على: النقل، البناء، الصناعة والخدمات على الترتيب، وبأعداد أقل في ما يخص الزراعة، الصحة، السياحة، الاتصالات والتجارة على التوالي، كما يظهر أن عدد المشاريع الموجهة للنقل كانت مميزة على كل الفروع، لكن هل عدد المشاريع الأكبر يعني إستقطاب أكبر لرأس المال؟ وهو ما سنجيب عنه من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (29) يبين قيمة المشاريع بمليون دينار جزائري بين 2002 - 2015



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (44).

يظهر الشكل أعلاه قراءة مختلفة عن الذي قبله، حيث أن الصناعة استحوذت على الحصة الأكبر من رأس المال المستثمر، بما يقارب 6503533 مليون دينار، متبوعة بالبناء، السياحة، النقل و الخدمات والاتصالات، وفي المراتب الأخيرة كانت الزراعة والصحة فالتجارة.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

نستنتج من ما سبق أن قطاع الصناعة استقطب الجانب الأكبر من الأموال بـ: 56,20 % متبوعا بالبناء بواقع 11,44 %، أما باقي الفروع كانت نسب استقطابها رأس المال قليلة، وسنعرض في ما يلي الحالة القانونية للمشاريع من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (45): يبين الحالة القانونية للاستثمار بالمشاريع ونسبتها وقيمتها من الإجمالي بالجزائر خلال سنتي 2015 - 2002.

الوحدة: مليون دينار جزائري

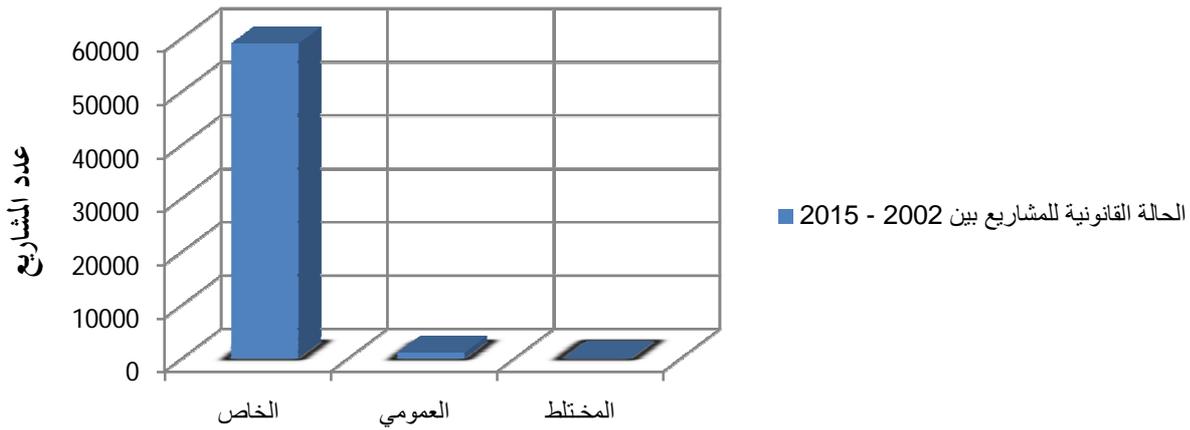
الحالة القانونية	عدد المشاريع	النسبة %	القيمة	النسبة %
الخاص	59047	98	6415,186	55
العمومي	1095	1.8	3983,635	34
المختلط	97	0.2	1173,374	10
المجموع	60239	100	11572,213	100

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-25/09/2015> 22 :00 pm -2015

يظهر الجدول أعلاه الحالة القانونية للاستثمارات بالجزائر بين سنتي 2015 - 2002 من حيث العدد والقيمة، ولتحليل المعطيات نستعمل الشكلين الآتيين:

شكل رقم (30) بين الحالة القانونية للمشاريع الاقتصادية في الجزائر بين 2015 - 2002



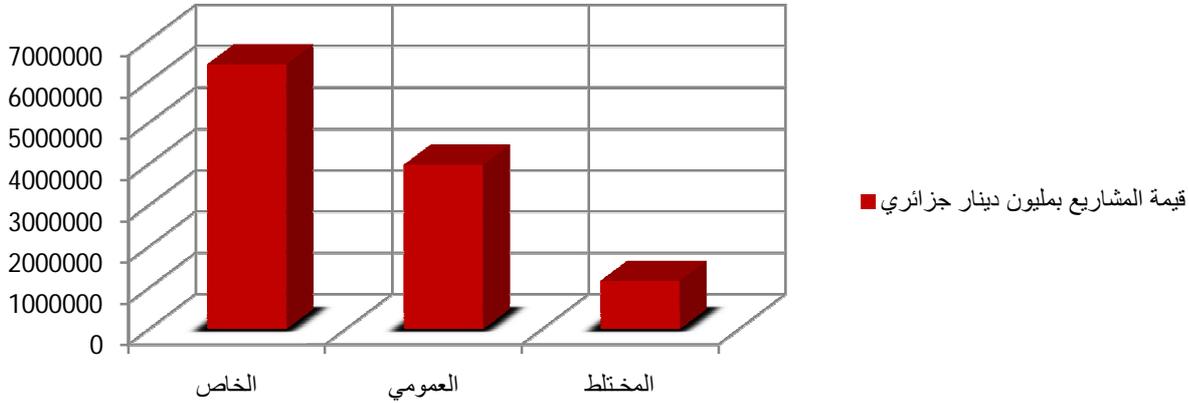
المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يبين الشكل أعلاه أن العدد الأكبر من المشاريع التي تم الاستثمار من خلالها تلك المتعلقة بالقطاع الخاص بـ: 59047 ونسبة وصلت إلى 98,00 % مشروع، يليها القطاع العمومي بـ: 1095 مشروع ونسبة 1,8 %، وأخيرا القطاع المختلط بـ: 97 مشروع ونسبة بلغت 0,2 %.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

لكن السؤال هو هل سيبقى القطاع الخاص محافظا على تقدمه إذا ما قورن بباقي القطاعات من ناحية القيمة المالية المستثمرة؟ سنجيب على هذا التساؤل من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (31) يبين قيمة المشاريع بمليون دينار جزائري بين 2002-2015



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول السابق.

يبين الشكل السابق أن المشاريع الخاصة استحوذت على الحصة الأكبر من الأموال المستثمرة بمبلغ 6415186 مليون دينار جزائري وبنسبة 55%، تليها المشاريع العمومية بمبلغ 3983635 مليون دينار جزائري وبنسبة بلغت 34%، وأخيرا المشاريع المختلطة بمبلغ 1173374 مليار دينار جزائري، وبنسبة 10%.

نستنتج مما سبق أن الاستثمارات بالجزائر في أغليبتها بمساهمة القطاع الخاص، مما يجعلنا نؤكد أن الخصوصية في الجزائر في مسارها الصحيح وشجعت على نشاط القطاع الخاص.

المطلب الثاني: مؤشر الإستثمار في الجزائر

أولا: القوانين و التشريعات المنظمة للإستثمار الأجنبي المباشر

قامت الجزائر بجملة من الإصلاحات في ما يخص سياسة دعم وتحفيز الإستثمار، حيث أصدرت العديد من القوانين التي تنظم من خلالها العملية، وقامت بتطوير هذه القوانين عبر عدة مراحل سنذكر أهمها من خلال ما يلي:

1- قانون النقد والقرض 90-10 لسنة 1990:

جاء هذا القانون لينظم العمل البنكي وتكييفه مع الإصلاحات التي تبنتها الجزائر، بالتركيز على تنظيم سوق الصرف وحركة رؤوس الأموال، أعطى هذا القانون أولوية كبيرة للإستثمار الأجنبي وحدد حركة رؤوس الأموال مع الخارج من خلال¹:

¹ - محمد بلقاسم حسن، الجزائر بين الأزمة الاقتصادية، الاقتصادية والأزمة السياسية، مطبعة دحلب، الجزائر، 1993، ص: 173 - 174.

1-1- المجال المالي:

الترخيص بفتح مكاتب للتمثيل أو فروع في الجزائر للبنوك والمؤسسات المالية الأجنبية، وكذا المساهمات الأجنبية في البنوك والمؤسسات الخاضعة للقانون الجزائري، شريطة أن تمنح البلاد الأجنبية المعاملة بالمثل للرعايا الجزائريين أو الشركات الجزائرية، ومن هنا يتأكد أن هذا القانون نص على حرية إنشاء بنوك ومؤسسات مالية خاصة، وتكون لغير المقيمين سواء لوحدهم أو بالتعاون مع المقيمين.

1-2- المجال الاستثماري:

يرخص للمقيمين وغير المقيمين بالحرية الكاملة للقيام بالشراكة أو بالإستثمار المباشر، وتحويل رؤوس الأموال بين الجزائر والخارج لتمويل مشاريع إقتصادية، وقد أقر هذا القانون أربعة مبادئ نذكرها فيما يلي:

- المبدأ الأول: حرية الإستثمار؛
- المبدأ الثاني: حرية تحويل رؤوس الأموال؛
- المبدأ الثالث: تبسيط وتسهيل عملية قبول الإستثمار؛
- المبدأ الرابع: تطبيق الضمانات الواردة في الإتفاقيات الدولية التي وقعت عليها الجزائر.

1-3- تشجيع الإستثمار الأجنبي :

في إطار تشجيع الإستثمار الأجنبي تم إصدار قانون النقد و القرض ليتيح للأجانب تحويل أموالهم إلى الجزائر لتمويل كل الأنشطة الإقتصادية غير المخصصة للدولة أو مؤسستها أو لأي شخص معنوي مشار إليه بصراحة بموجب نص قانوني، وتشير المادة 183 من قانون النقد والقرض إلى أن مجلس النقد والقرض يحدد بموجبه نظام يصدر كيفية إتمام هذه التمويلات مع الأخذ بعين الاعتبار حاجات الإقتصاد الوطني في مجال:

- خلق فرص عمل وترقية الشغل؛
 - تحسين مستوى الإطارات والمستخدمين الجزائريين؛
 - الإستغلال الأمثل لبراءات الإختراع والعلامات التجارية المسجلة، و العلامات المحمية في الجزائر طبقاً للإتفاقيات الدولية؛
 - تطوير الأساليب التكنولوجية للإستغلال الأمثل لبراءات الإختراع والعلامات التجارية.
- حيث ينص القانون صراحة على:

- يخصص للأجانب الذين أتاحت لهم الفرصة للإستثمار في الجزائر بنقل أموالهم إلى الخارج بالعملة الصعبة على أن تكون ذات علاقة بالتمويل المنصوص عليه في المادة 183 من القانون، وتمتع بالضمانات الملحوظة في الإتفاقيات الدولية التي وافقت عليها الجزائر¹؛

- إن السلطة العمومية، وعن طريق مجلس النقد والقرض تمتلك كل الصلاحيات للحكم على مدى تطابق كل تحويل يسري طبقاً للأحكام التنظيمية المتخذة بمقتضى المادة 183، قبل القيام بأي نشاط لأي إستثمار²؛

¹ - قانون النقد والقرض 90-10 المادة 184.

² - قانون النقد والقرض 90-10 المادة 185.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- من أجل تفعيل نشاط رجال الأعمال الجزائريين في الخارج، سمح القانون للمقيمين بتحويل أموالهم إلى الخارج لتأمين تمويل نشاطات خارجية متممة لنشاطاتهم بالسلع والخدمات في الجزائر¹؛
- من أجل التحكم في مخاطر الصرف ينص القانون على منع تعدد سعر صرف الدينار².

2- قانون الإستثمار لسنة 1993:

جاء هذا القانون ليُلغى القوانين الصادرة في نفس الموضوع، والقوانين المخالفة له، وذلك ما نصت عليه المادة 49 والتي جاءت بالنص التالي: "عدا القوانين المتعلقة بالمخروقات، تلغى جميع الأحكام السابقة المخالفة لهذا المرسوم التشريعي"³.

تم التركيز من خلال القانون 93-12 على ترقية الإستثمار وجاء لينسجم مع برنامج إعادة هيكلة الإقتصاد الجزائري، وتحقيق سياسة الإنفتاح، ولتكتملة قانون النقد والقرض 90-10 الذي أبرز الإنفتاح التشريعي للإقتصاد الوطني، من خلال تحسين الشروط المتعلقة بجذب وإستقبال رؤوس الأموال الأجنبية بما فيها الإستثمارات وتشجيعها.

إن المرسوم التشريعي لسنة 1993 هو نتيجة سياسة إقتصادية لمرحلة دامت ثلاثين سنة، أراد المشرع من خلاله مسايرة الإصلاحات الإقتصادية التي بدأت منذ سنة 1988، بإنشاء المؤسسات العمومية الإقتصادية، كما يهدف إلى تحرير الإقتصاد الوطني بإرساء قواعد إقتصاد السوق، وبالتالي الإنتقال من سياسة مناهضة للإستثمار الأجنبي المباشر، إلى فتح الباب على مصراعيه للرأسمال الخاص الوطني والأجنبي، فكان بذلك الهدف المعلن هو التنمية، لكن الهدف الحقيقي هو البحث عن حل للخروج من أزمة المديونية، على هذا الأساس فاللجوء إلى الإستثمار الأجنبي المباشر هو وسيلة لحل أزمة المديونية، فالخروج من المديونية هو الذي سيسمح للجزائر بأن تسطر سياسة تنموية كما سبق لها وأن فعلت ذلك في السبعينات⁴.

3- قانون 1994 المتعلق بمناطق التوسع الإقتصادي والمناطق الحرة:

تكميلا للسياسة الهادفة إلى تشجيع إستقطاب الإستثمار الأجنبي، تضمن القانون مجموعة من العناصر التي تعمل على توسيع المبادلات مع العالم الخارجي، وذلك من خلال:

3-1- مناطق التوسع الإقتصادي:

حددت بواسطة المرسوم التنفيذي 94-321 والذي نص في مادته الرابعة على تعريف وتحديد مناطق التوسع الإقتصادي والتي كانت على النحو التالي⁵:

"تتكون مناطق التوسع الإقتصادي من الفضاءات الجيو إقتصادية التي تنطوي على خصائص مشتركة من التنجاس الإقتصادي والإجتماعي أو متكاملة، تزخر بطاقات من الموارد الطبيعية والبشرية والهياكل القاعدية المطلوبة الكفيلة بتسهيل إقامة الأنشطة لإنتاج السلع والخدمات وتطويرها".

¹ - قانون النقد والقرض 90-10 المادة 187.

² - قانون النقد والقرض 90-10 المادة 189.

¹ - الجزائر، المرسوم التشريعي رقم 93-12 المؤرخ في 05 أكتوبر 1993 يتعلق بترقية الإستثمار، الجريدة الرسمية، عدد 64-93 الموافق لـ 10 أكتوبر 1993.

⁴ - كمال عليوش قربوع، قانون الإستثمارات في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1999، ص: 16.

⁵ - الجزائر، المرسوم التنفيذي رقم 94-321 المؤرخ في 17 أكتوبر 1994 المتعلق بترقية الإستثمار وتعيين شروط مناطق التوسع الإقتصادي وضبط حدودها.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يتمثل الهدف الأساسي من تكوين مناطق التوسع الإقتصادي في الوصول في المدى القصير أو المتوسط، إلى إبراز بعض المناطق المشتملة على عناصر ذات طابع إقتصادي مالي ضريبي، فالهدف إذن هو التجانس الإقتصادي و الإجتماعي، و وجود الموارد الطبيعية والبشرية والهياكل القاعدية هي عبارة عن شروط لكي تعتبر المنطقة منطقة توسع إقتصادي¹.

3-2- المناطق الحرة:

حددت بواسطة المرسوم التنفيذي 320-94 الذي نص عليها المرسوم التشريعي تحت رقم 93-12 فعرّفها بذلك المشرع الجزائري في المادة الثانية من المرسوم التنفيذي 320-94 بأنها²:

"مساحات مضبوطة الحدود، تمارس فيها أنشطة صناعية أو تجارية أو خدمية، ويمكن أن تكون أراضي الأساس بالقرب من مطار أو ميناء أو منطقة صناعية".

وفي الجزائر تم تهيئة ميناء جيجل ليؤدي المهمة، لكن في أواخر سنة 2004 ألغت الحكومة هذه المناطق الحرة، لأن دورها لم يعد مهم لأن الجزائر بصدد الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، وبذلك فإنها ستخفض الرسوم الجمركية و الضرائب إلى حدود معقولة، وفق شروط المنظمة.

4- القانون الصادر في 22 أوت 2001 لدعم الإستثمار: يتضمن هذا القانون ثلاثة محاور أساسية نذكر من خلال ما يلي³:

4-1- مبدأ الشفافية: يقصد به كل المعلومات المتعلقة بالإستثمار ومحيطه، بحيث يجب أن تكون متوفرة بشكل عادي دون تمييز أو تكلفة، ولا يتم تحقيق هذا المبدأ إلا بوجود شرطين أساسيين هما:

- حرية الإستثمار وتوفير الحماية بقوة القانون؛
- عدم التمييز بين المستثمرين الأجانب والمحليين ومعاملتهم بطريقة عادلة في مجال الحقوق والواجبات.

4-2- مبدأ سهولة حركة رؤوس الأموال: عن طريق حرية تحويل العوائد الناجمة عن الإستثمار، ولتوفير هذا المبدأ يجب توفر حرية التحويل وحرية دخول العملة الصعبة إلى الأسواق.

4-3- مبدأ الإستقرار: يؤدي هذا المبدأ دورا هاما في ترقية العلاقات الإقتصادية والسياسية لبلد ما مع مختلف دول العالم، وهذا نتيجة وجود الأخطار السياسية المتعلقة بـ:

- نزاع الملكية؛
- الإستيلاء والتأميم؛
- الحروب الأهلية والخارجية و الإنتفاضات؛
- تحويل رأس المال والعملة الصعبة.

¹ - كمال عليوش قربوع، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

² - الجزائر، المرسوم التنفيذي رقم 320-94 المؤرخ في 17 أكتوبر 1994، المتعلق بالمناطق الحرة، الجريدة الرسمية رقم 67-94 الموافق لـ 19 أكتوبر 1994.

³ - الجزائر، الأمر رقم 03-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الإستثمار، الجريدة الرسمية رقم 47-01 الصادرة في 22 أوت 2001، المواد 7 - 14.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

ويستفيد المستثمر المحلي أو الأجنبي من أحد النظامين المنصوص عليهما في الأمر المتعلق بالإستثمار الصادر في 20 أوت 2001، والمتمثلان فيما يلي¹:

أ- النظام العام:

تتمتع الإستثمارات في ظل النظام العام بالحد الأدنى المضمون لمدة لا تتجاوز ثلاث سنوات بامتيازات جبائية وجمركية وتتمثل هذه الإستثمارات في:

- اقتناء أصول تدرج ضمن إستحداث نشاطات جديدة، أو توسيع قدرات الإنتاج، أو إعادة تأصيل منتوجات قديمة؛
- المساهمة في رأسمال المؤسسة العمومية؛
- إستفادة النشاطات في إطار الخوصصة الكلية أو الجزئية.

أما المزايا الممنوحة للإستثمار في إطار هذا القانون فهي كالاتي:

- تطبيق النسبة المنخفضة في مجال الحقوق الجمركية فيما يخص التجهيزات المستوردة، والتي تدخل مباشرة في إنجاز الإستثمار؛
- الإعفاء من الضريبة على القيمة المضافة فيما يخص السلع والخدمات، والتي تدخل مباشرة في إنجاز الإستثمار؛
- الإعفاء من دفع رسم نقل الملكية، فيما يخص كل المقتنيات العقارية التي تدخل في إطار الإستثمار العيني؛
- الإعفاء طيلة مدة تقدر أذناها بستين وأقصاها خمس سنوات من الضريبة على أرباح الشركات، والدفع الجزائي والرسم على النشاط الصناعي والتجاري وأصبحت حاليا المدة تقدر بعشر سنوات كأقصى تقدير.

ب- النظام الاستثنائي: تستفيد الإستثمارات ضمن الإصلاحات التي جاء بها القانون مما يلي:

- الإستثمارات التي تنجز في المناطق التي تتطلب تنميتها مساهمة خاصة من الدولة؛
- الإستثمارات ذات الأهمية الخاصة بالنسبة للإقتصاد الوطني، لاسيما عندما تستعمل تكنولوجيا متطورة وخاصة التي من شأنها أن تحافظ على البيئة وتحمي الموارد الطبيعية وتدخر الطاقة وتؤدي إلى تنمية مستدامة؛

أما المزايا الممنوحة في إطار قانون أوت 2001 فهي كالاتي:

- الإعفاء من دفع حقوق نقل الملكية فيما يخص كل المقتنيات العقارية التي تتم في إطار الإستثمار؛
- تطبيق حق ثابت في مجال التسجيل بنسبة منخفضة قدرها 2% فيما يخص العقود التأسيسية والزيادة في رأس المال؛
- تتكفل الدولة جزئيا أو كليا بالمصاريف بعد تقييمها من الوكالة فيما يخص الأشغال المتعلقة بالمنشآت الأساسية الضرورية لإنجاز الإستثمار؛

- الإعفاء من الضريبة على القيمة المضافة بالنسبة للسلع والخدمات التي تدخل في إنجاز المشروع؛
- تطبيق النسبة المنخفضة في مجال الحقوق الجمركية، بالنسبة للسلع المستوردة التي تدخل مباشرة في إنجاز الإستثمار؛
- الإعفاء من الرسم العقاري على الملكيات العقارية في إطار الإستثمار لمدة عشر سنوات ابتداء من تاريخ الإقتناء.

¹ - الجزائر، الأمر رقم 03-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الإستثمار، الجريدة الرسمية رقم 47-01 الصادرة في 22 أوت 2001، المواد 11-29-30-31.

5- قانون المالية التكميلي لسنتي (2009 - 2010):

ينص على أن الإستثمارات الأجنبية لا يمكن أن تنجز إلا في إطار الشراكة، بحيث تكون حصة المساهمة الوطنية للمقيمين تمثل نسبة 51 % على الأقل من رأسمال الشركة، وأن كل مشروع إستثمار أجنبي يجب أن يعرض على المجلس الوطني للإستثمار لدراسته وإبداء الرأي فيه.

و تم إستحداث مجموعة من التدابير المتعلقة بإعادة تأطير الإستثمار الأجنبي المباشر، و التي تضمنها قانوننا (2) المالية التكميليين لسنتي 2009 و 2010، وفق ما يأتي¹:

- إنه لا يمكن لشركات الإستيراد الأجنبية أن تمتلك رؤوس الأموال الأجنبية بنسبة 100 %، ولكن يتعين عليها أن تفتح مساهمتها بنسبة 30% لفائدة رؤوس الأموال الجزائرية؛

- إنه لا يمكن بالنسبة إلى شركات الإنتاج الراغبة في الإستقرار بالجزائر، أن تنجز استثماراتها في المستقبل إلا في إطار الشراكة مع المتعاملين الجزائريين الذين يجب أن يحوزوا نسبة 51 % من الرأسمال، مع إلزامية إعادة استثمار أرباح المزايا المرتبطة بالإستثمارات خلال أربع (4) سنوات بعد تحقيقها، وفرض ضرائب على فوائض القيمة المتصلة بالإمتيازات الممنوحة، وفرض رسوم على عمليات نقل فروع الشركات الأجنبية، وحق النظر والشفعة على عمليات التنازل عن الأصول التي تقوم بها المجموعات المحلية والأجنبية، كما أن أي مشروع يجب أن يترتب عليه دخول مبالغ من العملة الصعبة تفوق المبالغ التي تخرج من هذه العملة إذ أنه من الطبيعي أن تساهم المؤسسات الأجنبية الموجودة في الجزائر وتشارك في ثراء البلاد؛

- شروط جديدة في مجال منح الصفقات العمومية للمؤسسات الأجنبية الذي يتجسد من خلال التقليل من عملية اللجوء إلى المؤسسات الأجنبية إلى أدنى درجة لفائدة المؤسسات العمومية، ويمكن بذلك أن تحصل المؤسسات الجزائرية على عقود من خلال عروض تفوق بنسبة 25% العروض التي تقدمها المؤسسات الأجنبية المنافسة، في مقابل نسبة 15 % المعمول بها في الوقت الحاضر.

ثانيا: المؤسسات الداعمة للإستثمار

كان صدور القانون 93-12 المتعلق بترقية الإستثمار، بمثابة بداية للعمل المتواصل والجددي في جلب الإستثمارات الأجنبية المباشرة، وتبعت هذا القانون عدة مراسيم وتشريعات وقوانين تكميلية كلها تصب وتركز على الإندماج في الإقتصاد العالمي، وخلق أجواء مواتية لهيئة المناخ المناسب الذي يسهل عملية الإستثمار، وذلك بمنحها التحفيزات اللازمة، والضمانات الكافية لصالح المستثمرين الأجنب والخليين على حد سواء، وقد سخرت لذلك مؤسسات، تعمل جاهدة لمتابعة ومرافقة الإستثمارات والتي تمثلت فيما يلي:

¹ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته السنة 2010 ص: 11، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

1- وكالة ترقية ودعم الإستثمار (APSI):

بموجب المرسوم التشريعي 93-12 تأسست وكالة ترقية ودعم الإستثمار عام 1993، من أجل النهوض بالإستثمارات وترقيتها، وهي جهاز حكومي له طابع إداري أنشئ لخدمة المستثمرين، فالوكالة تمثل مرجعا أساسيا لكل ما يتعلق بالإستثمار المحلي والأجنبي في الجزائر، لقد دُعِمَ قرار نشأة وكالة ترقية ودعم الإستثمار، بصدور المرسوم التنفيذي 94-319 يحدد صلاحياتها وينظم سيرورة عملها كما يلي¹:

1-1- مهام الوكالة الوطنية لدعم وترقية الإستثمار: بين المرسوم التنفيذي مهام الوكالة كالتالي:

- التعريف بالمناخ الإستثماري للجزائر، والترويج للفرص الإستثمارية عن طريق المشاركة في المؤتمرات والمعارض والندوات وتنظيم التظاهرات والندوات الإقليمية والدولية؛
- دعم ومساعدة المستثمرين في إطار تنفيذ المشاريع الإستثمارية؛
- العمل على ترقية الإستثمارات الأجنبية والمحلية وتطويرها؛
- ضمان متابعة إحترام المستثمرين للإلتزامات التي تعهدوا بها؛
- أن تضع تحت تصرف المستثمرين كل المعلومات ذات الطابع الإقتصادي التقني التشريعي والتنظيمي والمتعلق بممارسة أنشطتهم؛
- ضمان توزيع وشرح كل المعطيات والمعلومات المتعلقة بفرص الإستثمار؛
- تساعد المستثمرين على إستيفاء الإجراءات اللازمة بإقامة الشباك الوحيد؛
- تشجع المستثمر كتابيا باستلام تصريح الإستثمار الذي أودعه وتبلغه بقرار منحة المزايا المطلوبة أو رفضها؛
- نشر القرارات المتعلقة بالإستثمارات؛
- تحديد وترتيب المشاريع المهمة بالنسبة للاقتصاد الوطني، من حيث الحجم، الأرباح والمردودية بالنسبة للاقتصاد الوطني؛
- العمل على تنفيذ كل تدبير تنظيمي مرتبط بالإستثمار؛
- تسهر على تطبيق كل قرار إلزامي يتخذ في مجال الإستثمارات؛
- تصحيح نظرة العالم الخارجي للجزائر والعمل على إيصال الصورة الحقيقية للبلد.

1-2- الشباك الوحيد: أستحدث هذا المكتب لتسهيل الإجراءات الإدارية للمستثمرين، ولتجنيبهم عناء التنقل بين الإدارات ومهامه

تتلخص فيما يلي:

- يضم الهيئات والإدارات المعنية بالإستثمار؛
- يوفر الخدمات الإدارية الضرورية لتحقيق الإستثمارات؛
- يتأكد الشباك بالإتصال مع الإدارة والهيئات المحلية؛
- تحديد الأراضي والعقارات الخاصة بعملية الإستثمار من خلال تمثيل الهيئات المكلفة بالعقار؛

كما يوجد داخل الشباك الوحيد مجموعة من المكاتب كل حسب اختصاصه، وهي:

¹ - الجزائر، المرسوم التنفيذي رقم 94-319 المؤرخ في 17 أكتوبر 1994 المتعلق بنشأة وكالة ترقية ودعم الإستثمار وتحديد صلاحياتها وتنظيم سيرها.

- مكتب وكالة دعم الإستثمار وترقيته؛
- مكتب المجلس الشعبي البلدي؛
- مكتب الوكالة الوطنية للتشغيل؛
- مكتب التهيئة العمرانية؛
- مكتب المركز الوطني للسجل التجاري؛
- مكتب الأملاك العامة؛
- مكتب البيئة؛
- مكتب بنك الجزائر؛
- مكتب المديرية العامة للحمارك.

2- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI):

تم إنشاء وكالة ترقية ودعم الاستثمار بمقتضى المرسوم التشريعي 93-12 وكنتيجة لها وتكملة لأحكامها، وعملا بأحكام المادة السادسة من الأمر رقم 01-03 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الاستثمار، أنشئت لدى رئيس الحكومة وكالة وطنية لتطوير الاستثمار، ونصت عليها المادة الأولى من الأمر رقم 01-03 وعرفت على أنها "مؤسسة عمومية ذات طابع إداري، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي"¹.

يتولى مهمة تسيير الوكالة مجلس إدارة يرأسه ممثل رئيس الحكومة، يسيرها مدير عام ويساعده أمين عام، كما يجتمع مجلس الإدارة في دورة عادية أربع مرات في السنة، بناء على إستدعاء من رئيسه، كما يوجد على مستوى الإدارة شبك وحيد يضم الإدارات والهيئات المعنية بالإستثمار، يؤهل الشبك الوحيد قانونيا ليوافر الخدمات الإدارية الضرورية لتحقيق الإستثمارات، كما يتأكد من تحقيق وتبسيط الإجراءات التأسيسية للمؤسسات وإنجاز المشاريع ويسهر على تنفيذ هذه الإجراءات بالإتصال مع الإدارات والهيئات المعنية، تتولى الوكالة مجموعة من المهام المنوطة إليها في مجال الإستثمارات، والتي يمكن تلخيصها من خلال النقاط التالية²:

- الإتصال مع الإدارة والهيئات المعنية؛
- تتولى ترقية الإستثمارات الوطنية والأجنبية وتطويرها ومتابعتها؛
- تسهيل إستيفاء الشكليات التأسيسية عند إنشاء المؤسسات وإنجاز المشاريع من خلال الشبك الوحيد؛
- تتأكد من إلتزام المستثمرين بالتعهدات المقدمة خلال فترة الإعفاء؛
- تسيير صندوق دعم الإستثمار؛
- تسيير المحفظة العقارية، وتقديم المعلومات والمعطيات الإقتصادية؛
- إبراز فرص الإستثمار؛
- التعريف بالحيط الإستثماري في الجزائر؛

¹ - الجزائر، الأمر رقم 01-03 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية رقم 47-01 الصادرة في 22 أوت 2001، المواد 01-06.

² - Nations Unies, Rapport d'activité, Examen de la politique de l'investissement en Algérie, Genève, décembre 2003, P:25.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- تحديد العراقيل والضغوطات التي تعيق إنجاز الإستثمارات وتقتصر على السلطات العمومية المعنية بالتدابير التنظيمية والقانونية لحلها ؛
- تنظيم ندوات وملتقيات دراسية يرتبط محتواها بهدف الوكالة ؛
- إقامة علاقات تعاون مع هيئات أجنبية مماثلة ؛
- تشكيل مجموعة من الخبراء يقومون بمعالجة الوسائل الخاصة بالإستثمار.

3- المجلس الوطني للإستثمار (CNI):

- المجلس الوطني للإستثمار عبارة عن هيئة رئيضية لمجموعة من المؤسسات المكلفة بترقية ودعم الإستثمار، يترأسه رئيس الحكومة ويتشكل من مجموعة من الوزراء، وهم¹:
- الوزير المكلف بالمالية ؛
 - الوزير المكلف بالجماعات المحلية ؛
 - الوزير المكلف بالطاقة والمناجم ؛
 - الوزير المكلف بالتجارة ؛
 - الوزير المكلف بالمساهمة وترقية الإستثمار ؛
 - الوزير المكلف بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
 - الوزير المكلف بالصناعة.

أوكلت إلى المجلس مجموعة من المهام والمتمثلة في ما يلي²:

- إقتراح إستراتيجية لتطوير الإستثمار وأولوياتها، وتحديد ما يناسب المرحلة ؛
- إقتراح تدابير تحفيزية للإستثمار و مساندة للتطورات، التي تحصل وتماشيا مع المطالب الدولية ؛
- يقوم بالفصل في مجموعة من القضايا والمتمثلة أساسا في:

- الإتفاق بين الوكالة لحساب الدولة والمستثمر ؛
- الإتفاقية المبرمة بعد موافقة المجلس الوطني للإستثمار ؛
- الإتفاق على منح المزايا ونوعها حسب طبيعة كل إستثمار.

- يقترح على الحكومة القرارات والتدابير الضرورية لتنفيذ ودعم الإستثمار وتشجيعه بما يسهل جذبه؛
- يبحث ويشجع على إستحداث مؤسسات وأدوات مالية ملائمة لتمويل الإستثمارات، وتطويرها وتسهيل مصادر تمويلها.

4- الإجراءات المتخذة لتحفيز الإستثمار:

- في إطار الجهود المبذولة من طرف الدولة، تم تقديم جملة من التحفيزات، والتي تطرقت لعدة ميادين هامة تمس مختلف جوانب الإستثمار، حيث قدمت تسهيلات في :

¹ - الجزائر، المرسوم التنفيذي رقم 01-281 المؤرخ في 24 ديسمبر 2001 المتعلق بتنظيم وهيكله المجلس الوطني للإستثمار، المادة الرابعة.

² - الجزائر، الأمر رقم 03-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الإستثمار، الجريدة الرسمية رقم 01-47 الصادرة في 22 أوت 2001، المواد 18-19.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

4-1- ميدان العقار الصناعي: تم مواجهة مشكل العقار الذي يقام عليه الإستثمار، والذي كان يقف عائقا أمام الكثير من المشاريع الهامة، حيث قامت الحكومة بـ¹:

- إعداد إستراتيجية واضحة ونهائية بهدف تحديد سعر توازني بإمكانه أن يؤمن أفضل عرض للأراضي ؛
- تحرير أكبر عدد ممكن من الأراضي، خاصة الموجودة في المناطق المطلوبة للإستثمار فيها، وعرضها على المستثمرين بكل شفافية والتوجيه الفعال للمتعاملين ؛
- خلق مركز مراقبة للعقار، وبنك معلومات للعقار الصناعي والأراضي ؛
- تحديد هيئة مسؤولة تقوم بتسهيل إجراءات إنجاز ومتابعة مراحل العمل في مجال العقار الصناعي، وضمان متابعة الإجراءات والقرارات المتخذة ؛
- تقديم المعلومات حول الأراضي المتوفرة للمتعاملين الإقتصاديين ؛
- الربط بين مختلف الوكالات، وذلك من قبل الوزارة الوصية على ترقية الإستثمار ؛
- تخفيض إجراءات الحصول على العقار الصناعي، إضافة إلى تقليص فترة التسليم ؛
- العمل على إسترجاع الأراضي سواء كانت للقطاع العام أو الخاص المخصصة للإستثمار.

4-2- إصلاح النظام القضائي والمالي:

الإصلاحات الهادفة لتشجيع الإستثمار تطرقت أيضا إلى مسألة إصلاح الإجراءات المالية والقضائية المتعلقة بالإستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال:

- تكوين مناسب وملائم للقضاة عن طريق تكثيف التكوين القاعدي المتعلق بالإستثمار ومتطلباته ؛
- إنشاء محاكم متخصصة في حل النزاعات الناتجة عن المعاملات التجارية ؛
- تنفيذ وتطبيق قرارات المحكمة، والعمل على تسريع إتخاذ القرارات عن طريق إدماج واستعمال تكنولوجيا المعلومات والإتصال ؛
- التقليص في آجال الإعلان عن الحكم وخلق مركز للتحكيم التجاري ؛
- التطور التقني في الإدارة الإقتصادية والمصرفية ؛
- وجود الأدوات المالية والأوعية الإيداعية وسهولة طرحها وتملكها وتداولها، عن طريق تنوع مصادر التمويل ؛
- فتح المجال أمام البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في مجال الإستثمار.

ثالثا: واقع الاستثمار الأجنبي في الجزائر

تطرقنا في العناصر الثلاثة السابقة إلى مختلف الإصلاحات القانونية التي تبنتها الدولة الجزائرية الهادفة إلى تشجيع الإستثمار الأجنبي، وكذا إلى المؤسسات التي أقيمت خصيصا لدعمه، ثم التحفيزات التي تم تبنيها من قبل السلطات لتشجيع الاستثمار، والسؤال الذي

¹ - Nations Unies, Rapport d'activité, 2003, Op.cit., P :49.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

نظره في هذا الصدد هو: هل أدت الإجراءات السابقة الذكر إلى النهوض بهذا القطاع الحساس؟ سنحاول أن نجيب على هذا السؤال من خلال ما يلي:

جدول رقم (46): يبين إجمالي الاستثمار الأجنبي بالجزائر خلال الفترة 2004 - 2015.

إجمالي الاستثمار الأجنبي (دينار الجزائري)	سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي	إجمالي الاستثمار الأجنبي، صافي التدفقات الوافدة (دولار أمريكي)	البيان السنة
63.549.714.000	72,06	881.900.000	2004
84.711.680.000	73,28	1.156.000.000	2005
133.748.650.000	72,65	1.841.000.000	2006
116.873.974.856,6	69,29	1.686.736.540	2007
170.401.242.255,72	64,58	2.638.607.034	2008
199.579.115.389,6	72,65	2.747.131.664	2009
171.100.113.891,01	74,39	2.300.041.859	2010
187.545.519.992,88	72,94	2.571.230.052	2011
116.341.206.205,62	77,54	1.500.402.453	2012
134.078.653.551,63	79,37	1.689.286.299	2013
123.609.720.000	80,58	1.53.400.000.000	2014
2.471.691.000	100,69	24.547.532,0290	2015

المصدر، من إعداد الباحث اعتمادا على:

<http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD/countries> 24/10/2015 23:00 pm.

<http://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?page=2> 04/08/2015 11 :30 am.

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2015> 04/08/2015 11 :30 am.

يبين الجدول أعلاه إجمالي الاستثمارات الأجنبية في الجزائر خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2004 و 2015 وقد حولنا قيمه من الدولار الأمريكي إلى الدينار الجزائري لتقريب المفاهيم أكثر، على أن يتم مقارنة هذه البيانات بمجموعة من المتغيرات الكلية الأساسية في تحليل البيانات الاقتصادية لإظهار مدى مساهمة الاستثمار الأجنبي فيها، وسنبين ذلك عن طريق المعلومات التالية:

جدول رقم (47): يبين نسبة إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي PIB خلال الفترة 2004 - 2015.

النسبة إجمالي الاستثمار الأجنبي إلى الناتج المحلي الإجمالي	الناتج المحلي الإجمالي PIB (مليار دينار جزائري)	إجمالي الاستثمار الأجنبي، صافي التدفقات الوافدة (دينار جزائري)	البيان السنة
% 1,0336	6148,519	63.549.714.000	2004
% 1,1202	7562,397	84.711.680.000	2005
% 1,5731	8501,986	133.748.650.000	2006
% 1,2496	9352,616	116.873.974.856,6	2007
% 1,5443	11043,190	170.401.242.255,72	2008
% 2,0021	9968,436	199.579.115.389,6	2009
% 1,4268	11992,211	171.100.113.891,01	2010
% 1,2916	14520,228	187.545.519.992,88	2011
% 0,7343	15843,827	116.341.206.205,62	2012
% 0,8037	16682,257	134.078.653.551,63	2013
% 0,7142	17307,007	123.609.720.000	2014
% 0,1124	21987,019	2.471.691.000	2015

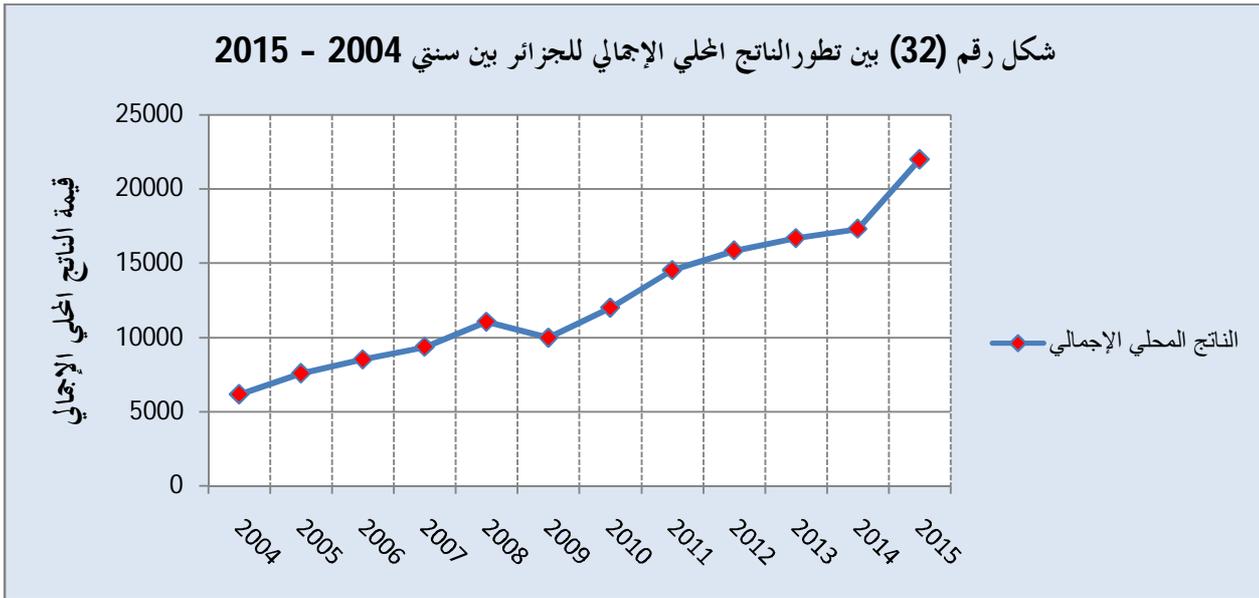
المصدر، من إعداد الباحث اعتمادا على:

- تقرير البنك المركزي لسنة 2005 - 2014 - 2015.

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries> 24/10/2015 23:00 pm.
 - <http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2015> 24/10/2015 23:00 pm.

تبين لنا معطيات الجدول السابق أن قيمة الناتج المحلي الإجمالي كانت في زيادة مستمرة وهذا أرجعناه إلى سبب ارتفاع أسعار المحروقات كما فسرناه في مؤشرات سابقة (في ما عدا سنة 2009 أين انخفضت أسعار البترول إلى حدود 35,58 دولار للبرميل)، وفي ما يخص سنة 2015 يعود ارتفاعه إلى الزيادة الكبيرة في الضرائب التي استحدثت وفق سياسة التقشف، أما في ما يخص تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فكانت قيمتها تتراوح بين 63,55 و 199,58 مليار دينار بشكل متذبذب بين الإرتفاع و الإنخفاض خلال فترة الدراسة، شكلت هذه القيم نسبة تتراوح بين 0,7142 % و 2,0021 % من الناتج المحلي الإجمالي (PIB).

تظهر النسب المساهمة الهزيلة جدا للإستثمار الأجنبي المباشر وذلك رغم كل التسهيلات التي قدمت لهذا القطاع سواء من الناحية القانونية التنظيمية، أو من الناحية الإدارية، كما أن معدلات نموه من حيث القيمة المالية أو كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (PIB) لم تدل على توجه واضح نحو الإرتفاع لنحكم بنجاح السياسة المتبناة أو إنخفاض مستمر لنثبت عكس ذلك، وهو ما سنحاول توضيحه من خلال البيانات التالية:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول رقم 47.

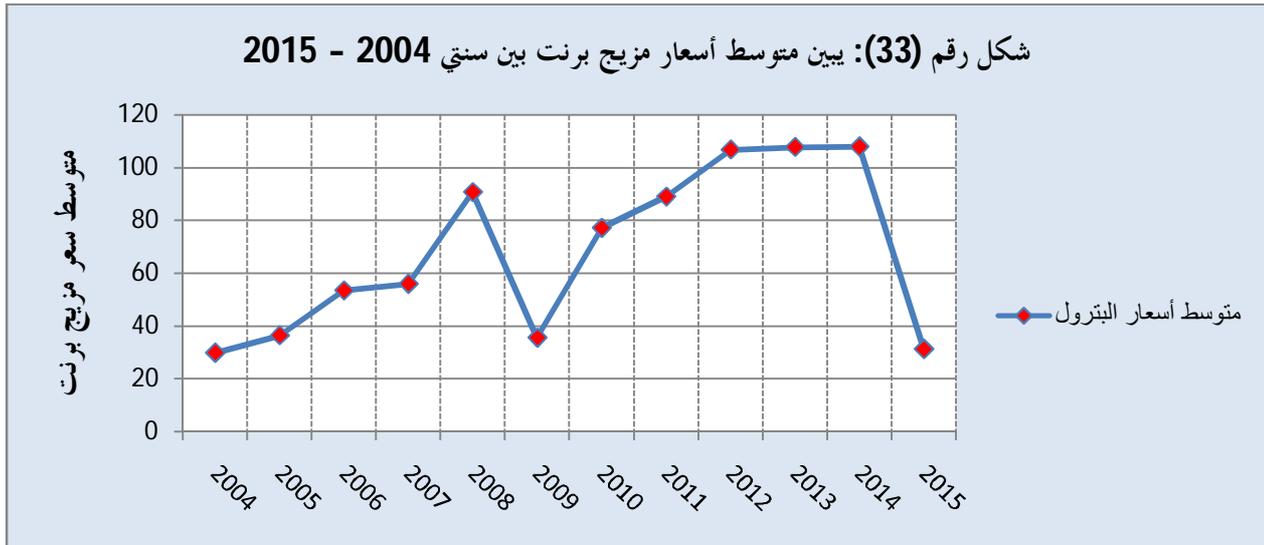
لتوضيح أثر التغير في الناتج المحلي الإجمالي سنتطرق إلى متوسط أسعار البترول خلال نفس الفترة وذلك من خلال الجدول التالي:

جدول (48): يوضح تطور أسعار خام مزيج برنت بين سنتي 2004 - 2015.

معدل سعر البترول (بالدولار الأمريكي)	البيان السنة
31,27	2015-12-31
52,00	2014-12-31
107,94	2013-12-31
107,76	2012-12-31
106,84	2011-12-31
88,99	2010-12-31
77,16	2009-12-31
35,58	2008-12-31
90,70	2007-12-31
55,97	2006-12-31
53,47	2005-12-31
36,43	2004-12-31

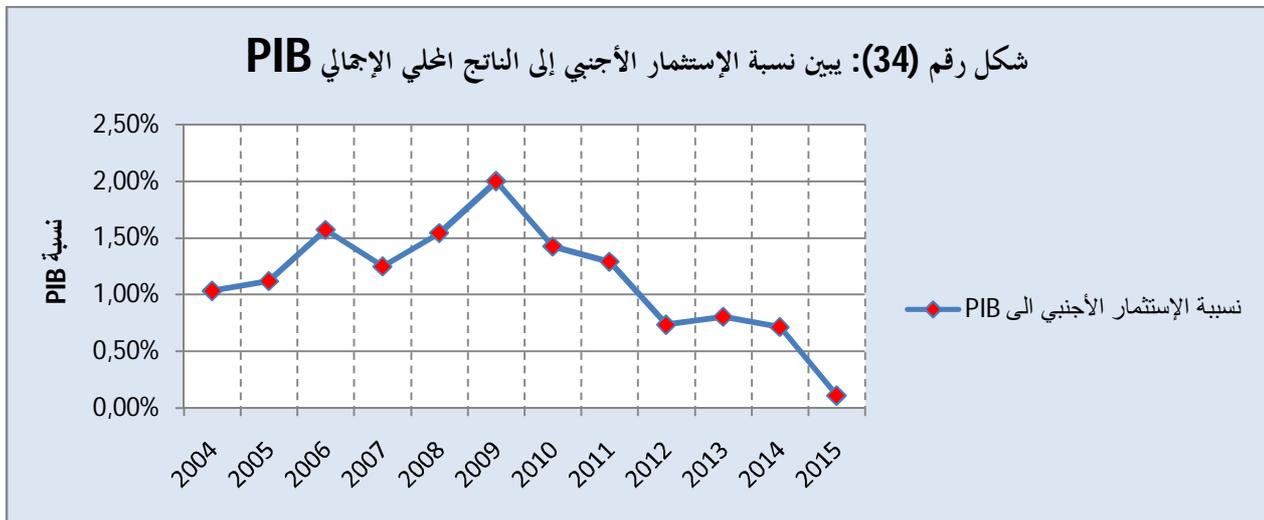
<https://www.quandl.com/data/OPEC/ORB-OPEC-Crude-Oil-Price> 12/11/2015 10 : 00am

المصدر:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول رقم(48).

يبين لنا الشكلين السابقين (الشكل الرقم (32) و (33)) مدى التطابق التام في اتجاه حركة أسعار البترول و الناتج المحلي الإجمالي خلال نفس الفترة (2004 - 2014)، في ما عدى 2015 أين تم تغطية العجز كما قلنا بسياسة تقشفية، ويظهر جليا في انخفاض أسعار البترول سنة 2009 قابله إنخفاض في الناتج المحلي الإجمالي، ويمكننا أن نستنتج و نؤكد على اعتماد الجزائر المطلق على المحروقات، و أن الإستثمار الأجنبي المباشر ليس له أثر واضح أو مهم في تكوين الناتج المحلي الإجمالي، وسنوضح تغيره ونسبته من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول رقم 47.

يوضح الشكل أعلاه النسب الضئيلة التي يمثلها الإستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، أين شهدت النسبة ارتفاعا بين سنتي 2004 و 2009 (فيما عدا سنة 2007 شهدت انخفاضا نسبيا طفيفا) لتعاود الإنخفاض بعدها إلى غاية سنة 2015 لحدود 0,11%.

بعد أن بينا في ما سبق النسب الضعيفة للإستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي، سنحاول إبراز مدى مساهمته مقارنة بإجمالي الإستثمار وذلك من خلال المعطيات الآتية:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

جدول رقم (49): يبين نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر خلال الفترة 2004 - 2015. الوحدة: دينار جزائري

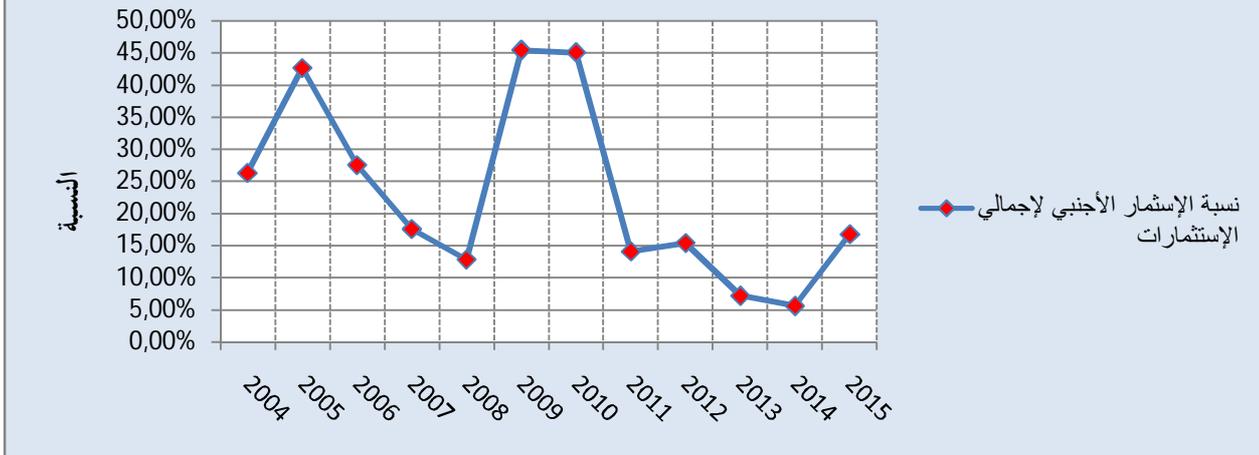
نسبة صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد إلى إجمالي الاستثمارات	إجمالي الاستثمارات	الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة	البيان السنة
% 26,2854	241.768.000.000	63.549.714.000	2004
% 42,6031	198.839.000.000	84.711.680.000	2005
% 27,5183	486.035.000.000	133.748.650.000	2006
% 17,5808	664.782.000.000	116.873.974.856,6	2007
% 12,8319	1.327.946.000.000	170.401.242.255,72	2008
% 45,4025	439.577.000.000	199.579.115.389,6	2009
% 45,0460	37.9834.000.000	171.100.113.891,01	2010
% 14,0830	1.331.711.000.000	187.545.519.992,88	2011
% 15,4293	754.025.000.000	116.341.206.205,62	2012
% 7,2045	1.861.048.000.000	134.078.653.551,63	2013
% 5,6378	2.192.530.000.000	123.609.720.000	2014
% 16,7752	1.473.414.000.000	2.471.691.000	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- <http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries> 24/10/2015 23:00 pm.
- <http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2015> 24/10/2015 23 :00 pm.

تظهر البيانات السابقة إلى أن نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر إلى إجمالي الاستثمارات تراوحت خلال الفترة المعنية بالدراسة بين 5,6378 % و 45,4025 % خلال فترة الدراسة الممتدة بين 2004 - 2015 وهي نسب متفاوتة جدا بين سنة وأخرى، ففي سنة 2009 مثل الاستثمار نسبة النصف تقريبا بقيمة وصلت إلى 199,579,115,389.6 مليار دينار مقابل 439,577,000,000 مليار دينار كإجمالي من الاستثمار من نفس السنة أي بنسبة 45,4025 %، ليسجل 123,609,720,000 مليار دينار جزائري سنة 2014، مقابل إجمالي استثمارات في حدود 2192,530,000,000 مليار دينار جزائري أي بنسبة 5,6378 % وهي صغيرة نسبيا إذا ما قورنت بالمستويات الأعلى، وسنحاول أن نوضح التغيرات التي شملت إجمالي الاستثمارات مقارنة بالاستثمار الأجنبي من خلال الشكل التالي:

شكل رقم(35): يظهر نسبة الإستثمار الأجنبي المباشر لإجمالي الإستثمارات بين 2004 - 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول السابق.

يظهر لنا الشكل السابق أن هناك فترات شكل فيها الإستثمار المباشر نسبة هامة جدا (2005 ، 2009 - 2010)، فاقت 42%، وأغلب الفترات كانت نسبة متواضعة بأقل من 30 % لتتناقص من 2012 إلى 2014 لتصل حتى حدود 5 % وهي نسبة متواضعة جدا، لترتفع 16% سنة 2015. المعطيات السابقة جعلتنا نتساءل حول مدى مساهمة الإستثمار الأجنبي المباشر في الإقتصاد بعد كل هذه الإصلاحات؟ وهو ما سنجيب عنه من خلال ما يلي:

جدول رقم (50): يبين نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في الجزائر خلال الفترة 2004-2015.

الوحدة: دولار أمريكي.

السنة	البيان	الإستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة	الإستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الخارجة	الإستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات
2004		881.900.000	- 1.250.000.000	- 368.100.000
2005		1.156.000.000	- 2.257.000.000	- 1.101.000.000
2006		1.841.000.000	- 3.603.000.000	- 1.762.000.000
2007		1.686.736.540	- 3.226.481.668	- 1.539.745.128
2008		2.638,607.034	- 4.959.361.698	- 2.320.754.664
2009		2.747.131.664	- 5.279.639.229	- 2.532.507.565
2010		2.300.041.859	- 4.380.850.648	- 2.080.808.789
2011		2.571.230.052	- 4.608.542.437	- 2.037.312.385
2012		1.500.402.453	- 3.042.247.068	- 1.541.844.615
2013		1.689.286.299	- 3.650.320.941	- 1.961.034.642
2014		1.534.000.000	- 2.200.000.000	- 666.000.000
2015		1.122.256.430,6287	- 2.390.000.000	- 1.267.700.000

المصدر:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- تقارير بنك الجزائر لسنة: 2005، 2006، 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013، 2014.

- تقرير بنك الجزائر لسنة 2015 متوفر على الصفحة: وهي نتائج حتى الثلاثي الثالث:

http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Bulletin_32a.pdf 07/06/2016 11:30am.

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement> 14/09/2015 10:00 pm

يبين لنا الجدول السابق أن صافي التدفقات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر سالبة تماما خلال فترة الدراسة، أي أن مخرجاته من العملة الصعبة أكبر من المدخلات منها وبالتالي يساهم في عجز ميزان المدفوعات.

وبناء على ما سبق يمكننا أن نستنتج أن الإستثمار الأجنبي المباشر لا يساهم في الرفع من الناتج المحلي الإجمالي وإنما العكس من ذلك، حيث كان من بين أسباب نزيف العملة الصعبة، إلا أننا لا ننكر أنه أسس لتوطين صناعات هامة جدا مثل صناعة السيارات سواء العسكرية منها والمدنية، والصناعات المتعلقة بالخروقات، وكذا المتعلقة بالبنية التحتية.

هناك إشكال طرحناه عند تحليلنا لمؤشر البنوك الجزائرية والمتعلق بفائض السيولة، يجعلنا نتساءل هنا حول ما هي القيمة المستثمرة من إجمالي المدخرات؟ وهو ما سنجيب عنه من خلال ما يلي:

جدول رقم (51): يبين تطور نسبة الاستثمار الإجمالي إلى الادخار الكلي في الجزائر بين سنتي 2004 - 2015.

الوحدة مليار دينار جزائري

نسبة الاستثمارات الكلية إلى الادخار الإجمالي	إجمالي الاستثمارات	إجمالي الادخار	البيان السنة
8,9366 %	241,768	2705,3720	2004
5,0564 %	198,839	3932,4464	2005
10,3940 %	486,035	4676,0923	2006
12,4701 %	664,782	5330,9911	2007
21,0965 %	1327,946	6294,6183	2008
9,3823 %	439,577	4685,1649	2009
6,3347 %	379,834	5996,1055	2010
19,1071 %	1331,711	6969,7094	2011
09,9148 %	754,025	7605,0369	2012
24,7908 %	1861,048	7507,01565	2013
24,0475 %	2192,530	9 117,5	2014
16,6924 %	1473,414	8825,2	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

بالنسبة لسنة 2004 و 2014 و 2015 التقرير السنوي لبنك الجزائر، بالإضافة إلى:

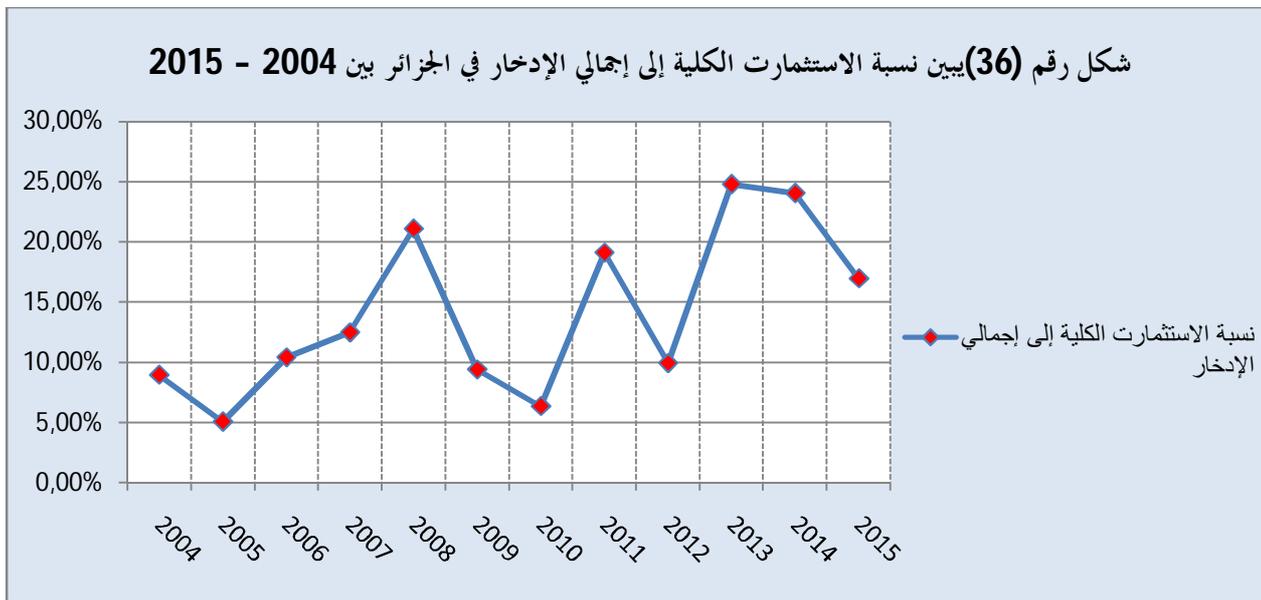
-<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2013>

-<http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS?page=1> 05/11/2015 10 :00 am.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أن نسبة الاستثمارات الكلية إلى الادخار الإجمالي تتراوح بين 5,0564 % و 24,7908 % وهي نسب متواضعة جدا تتفاوت من سنة لأخرى دون أن تثبت نحو إتجاه معين ثابت يساعد على التحليل، أو الحكم على السياسة المتبناة في هذا الإطار.

ففي أحسن رقم سجله الاستثمار في سنة 2013 بنسبة قدرت 24,7908 % يعني أن 75,2092 % من المدخرات لا توجه للإستثمار، وهو ما يتطلب المزيد من الجهود لتشجيع الإستثمار و الإبتعاد عن الإكتناز الذي يكلف البنوك التجارية مبالغ كبيرة. وسنحاول أن نبين العلاقة بين نسبة الاستثمارات الكلية إلى الادخار الإجمالي من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول السابق.

يبين لنا الشكل السابق تذبذب نسبة الإستثمارات الكلية إلى إجمالي الادخار في الجزائر في حدود متدنية جدا، كان أعلاها سنة 2013 بما يناهز 1861,05 مليار دينار بنسبة 24,7908 % وهي نسبة ضعيفة تضع أصحاب القرار أمام مسؤولية كبيرة جدا للرفع من مستوى الإستثمار في ظل توفر السيولة و عدم مساهمة الإستثمار الأجنبي المباشر بشكل فعال.

بعد التطرق إلى الجانب المالي للإستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، سنحاول في ما سيأتي من بيانات أن نظهر أهم البلدان المستثمرة في الجزائر، لكي نوضح خريطة انتشار هذا النوع من الإستثمار على المستوى الوطني، وأي القطاعات يتجه نحوها، وما هي أهم الدول المستثمرة في بلدنا، وما هو ما سنظهره من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (52): بين البلدان المستثمرة في الجزائر بين سنتي 2002 - 2015.

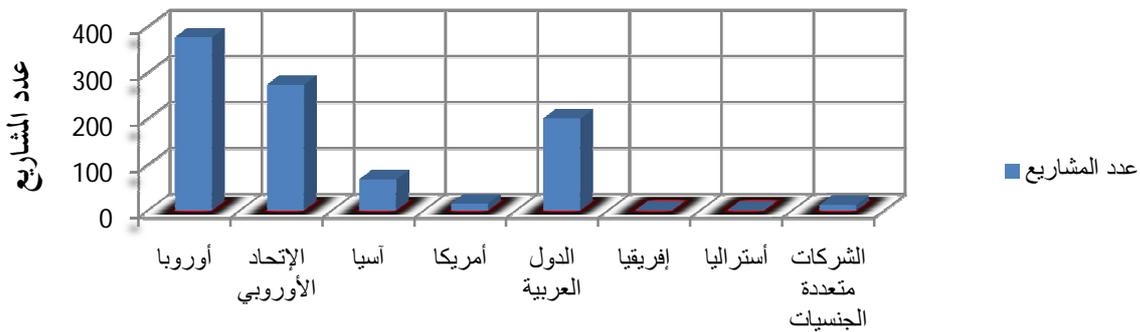
النسبة %	القيمة (مليون دينار جزائري)	النسبة %	عدد المشاريع	المناطق
36,34 %	898,192	55,77 %	377	أوروبا (بما فيها الاتحاد الأوروبي)
22,79 %	563,346	40,53 %	274	الاتحاد الأوروبي (للتوضيح)
4,83 %	119,506	10,01 %	68	آسيا
2,65 %	65,636	2,37 %	16	أمريكا
51,28 %	1267,592	29,58 %	200	الدول العربية
1,12 %	27,799	0,15 %	1	إفريقيا
1,12 %	29,74	0,15 %	1	أستراليا
3,64 %	89,992	1,92 %	13	الشركات متعددة الجنسيات
100 %	2471,691	100 %	676	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- <http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2015>
25/09/2015 22 :00 pm.

يبين لنا الجدول السابق مجموعة من الدول والشركات المستثمرة في الجزائر بأعداد متفاوتة في المشاريع نحاول أن نبينها من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (37): بين عدد المشاريع حسب الدول بالجزائر بين 2002 - 2015



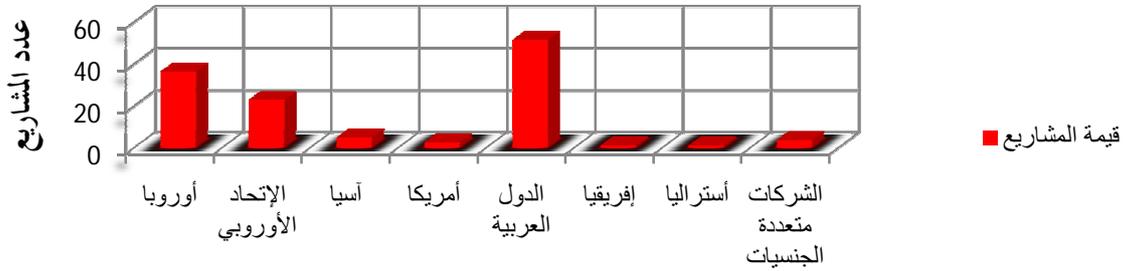
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول السابق.

يبين لنا الشكل السابق أن أكبر عدد للمشاريع أقامته أوروبا بـ: 377 مشروع (بما فيها الإتحاد الأوروبي) والدول العربية وآسيا بـ: 200 مشروع، 68 مشروع على التوالي، أما في ما يخص الشركات المتعددة الجنسيات، أمريكا و أستراليا، وإفريقيا، فكانت

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

إستثمارها بأعداد متواضعة جدا قدرت بـ: 13 مشروع ، 16 مشروع و 01 و 01 مشروع على التوالي، هذا من حيث العدد أما في ما يخص القيمة المالية المشاريع فسنبينها عن طريق الشكل التالي:

شكل رقم (38): بين قيمة المشاريع حسب البلدان في الجزائر بين 2002 - 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول السابق.

فيما يخص القيمة المالية للمشاريع تختلف عن ترتيب عدد المشاريع ففي المرتبة الأولى نجد الدول العربية بـ: 1267592 مليار دينار، تليها كل من أوروبا (بما فيها الإتحاد الأوروبي)، ثم آسيا والشركات المتعددة الجنسيات بـ: 898192 مليار دينار ، 119506 مليار دينار و 89992 مليار دينار على التوالي، وأخيرا أمريكا بـ: 65636 مليار دينار و أفريقيا و أستراليا بـ: 27799 و 2974 مليار دينار، ويتوزع عدد المشاريع و القيمة المالية لها حسب القطاعات هي كما يلي:

جدول رقم (53): بين توزيع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر بين سنتي 2002 - 2015.

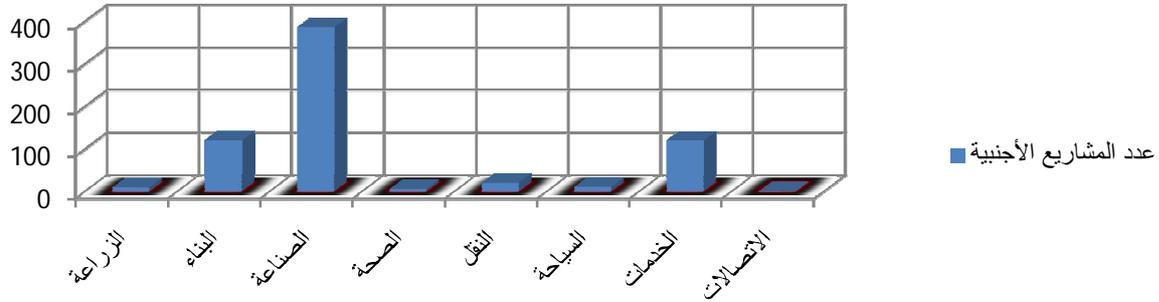
المناطق	عدد المشاريع	النسبة من الإجمالي	القيمة (مليون دينار جزائري)	نسبة كل فرع
الزراعة	10	% 1.48	3,117	% 0.13
البناء	121	% 17.90	989,96	% 4.01
الصناعة	386	% 57.10	1681,400	% 68.03
الصحة	6	% 0.89	13,573	% 0.55
النقل	21	% 3.11	13,172	% 0.53
السياحة	11	% 1.63	420,657	% 17.02
الخدمات	120	% 17.75	151,335	% 6.12
الاتصالات	1	% 0.15	89,441	% 3.62
المجموع	676	% 100	2471,691	% 100

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

تبين المعطيات في الجدول السابق توزيع عدد المشاريع على مجموعة من القطاعات بشكل متفاوت والذي سنبينه من خلال الشكل التالي:

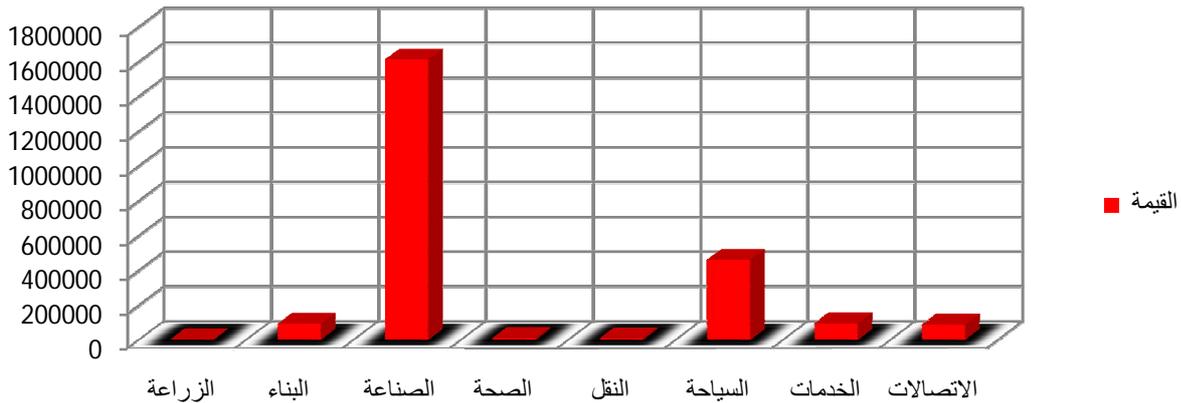
شكل رقم (39): يبين عدد مشاريع الإستثمار الأجنبي حسب القطاع في الجزائر بين سنتي 2002 - 2015



المصدر: من إعداد الباحث إعتدا على بيانات الجدول السابق.

يتبين لنا من خلال الشكل السابق أن الإستثمارات الأجنبية تركزت من حيث العدد على الصناعة بشكل كبير بنسبة بلغت 57,10 % من إجمالي المشاريع بـ: 386 مشروع تلاها قطاع الخدمات بـ: 120 مشروع وبنسبة 17,75 % من إجمالي المشاريع ثم قطاع البناء بنسبة 17,90 % بـ: 121 مشروع، ثم بنسب قليلة كل من: النقل، السياحة، الزراعة، الصحة، بـ: 21، 11، 10، 06 مشاريع على التوالي بالنسب التالية: 3,11 %، 1,63 %، 1,48 %، 0,89 % على الترتيب. أما في ما يخص القيمة المالية للمشاريع فتوزعت حسب كل قطاع كما يلي:

شكل رقم (40) يبين قيمة المشاريع المستثمرة من قبل الأجانب في الجزائر حسب القطاع بين سنتي 2002 - 2015



المصدر: من إعداد الباحث إعتدا على بيانات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يتضح لنا من خلال الجدول السابق أن قطاع الصناعة إستقطب الجزء الأكبر من الأموال الأجنبية بما قيمته 1681400 مليار دينار جزائري ونسبة بلغت 68,03 %، ليتصدر القطاع الصناعي الرأس مال الأجنبي من حيث العدد والقيمة، تليه من حيث القيمة السياحة بـ 420657 مليار دينار ونسبة 17,02 %.

أما فيما يخص باقي القطاعات فكانت بنسب ضئيلة وقيم مالية صغيرة جدا، لتسجل الخدمات و الإتصالات، البناء، الصحة و النقل والزراعة، ما نسبته: 6,12 % و 3,62 %، 4.01 %، 0,55 % و 0,53 % و 0,13 % على الترتيب، والقيم المقابل لها كانت تساوي على التوالي: 151,335 مليار دينار و 89,441 مليار دينار، 98,996 مليار دينار، 13,573 و 13,172 و 3,117 مليار دينار جزائري.

تطرفنا بالتفصيل إلى إجمالي الإستثمار، وكذا الإستثمار الأجنبي المباشر لتؤكد لنا النتائج السابقة مجموعة من الحقائق المتعلقة بالإقتصاد الجزائري خاصة فيما يتعلق بالاعتماد الكبير على المحروقات و عدم مساهمة رأس المال الأجنبي بشكل فعال في عملية تمويل المشروعات، أما في ما يخص الإستثمار الأجنبي غير المباشر فيمكن أن نوضح وضعيته من خلال ما يلي:

جدول رقم (54): يبين الاستثمار في حافظة أسهم رأس المال ببورصة الجزائر خلال الفترة 2004-2015.

البيان السنة	حافظة أسهم رأس المال، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)
2004	00
2005	00
2006	00
2007	00
2008	00
2009	00
2010	00
2011	00
2012	00
2013	00
2014	00
2015	00

المصدر:

<http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.PEF.TOTL.CD.WD?page=2> 17/05/2015 21:00 pm.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يبين لنا الجدول السابق أن استثمار المحفظة (الإستثمار الأجنبي غير المباشر) لا يساهم بأي شكل من الأشكال في تمويل المشاريع فهو حسب المعطيات المتاحة لدينا يؤول إلى الصفر رغم كل الجهود المبذولة لتطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر، لذلك على المسؤولين مسؤولية كبيرة للإستفادة من هذا النوع من الإستثمارات.

نستنتج من خلال عرضنا لمؤشر الإستثمار الأجنبي بالجزائر ما يلي:

- الإقتصاد الجزائري يعتمد بشكل كبير على المحروقات ؛
- لا يساهم الإستثمار الأجنبي المباشر في عملية التمويل بشكل فعال ؛
- يشكل الإستثمار الأجنبي نسبة ضئيلة من الناتج المحلي الإجمالي؛
- لا يتم إستغلال أكثر 75 % الأموال المدخرة في عمليات تمويل الإستثمارات المحلية ؛
- الدول العربية في مقدمة المستثمرين الأجانب ؛
- أغلب الإستثمارات الأجنبية موجهة نحو الصناعة والسياحة ؛
- الزراعة أقل قطاع مستفيد من الرأس المال الأجنبي ؛
- لا تساهم بورصة الجزائر في إستقطاب المستثمرين الأجانب رغم كل التسهيلات والإصلاحات التي باشرتها الجهات الوصية.

المطلب الثالث: مؤشر الجمارك و الضرائب في الجزائر

أولاً: مؤشر الجمارك في الجزائر

تقوم الجمارك بدور مهم جدا في الإقتصاد المغلق، بحيث تعمل على مراقبة مختلف أنشطة التجارة الخارجية وتسجيلها وفرض رسوم عليها وفقا لمتطلبات الإقتصاد الوطني تحت وصاية وزارة المالية، فهي من جهة تحمي المنتجات المحلية من المنافسة الخارجية، ومن جهة ثانية توفر دخلا إضافيا لخزينة الدولة عن طريق الرسوم الجمركية، لكن وفي ظل سياسة الإنفتاح على العالم الخارجي عملت السلطات في الجزائر على منح تسهيلات جمركية للمساعدة على تهيئة الأجواء لمناخ إستثماري يساهم في التخفيف من القيود الإقتصادية الموروثة من الإقتصاد الموجه، وسنعكف على دراسة هذا المؤشر للوقوف على مدى انفتاحه لمواكبة الظروف الراهنة وتهيئة الأجواء للإندماج إلى المنظمة العالمية للتجارة وذلك من خلال ما يلي:

1- التشريعات الجمركية:

تعتبر التشريعات الجمركية الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها إدارة الجمارك في أداء مهامها لحماية اقتصاد البلاد، حيث أولى قانون الجمارك اهتماما كبيرا بالمخالفات و العقوبات المسلطة عليها و تكون بدفع غرامة مالية بطريقة ودية أو باللجوء إلى القضاء لحل النزاع، و يتم إكتشاف هذه المخالفات الجمركية بفضل الجهود الكبيرة المبذولة من طرف أعوان الجمارك إثر قيامهم بمراقبة التجارة الخارجية، و كل ما يجري عبر حدودنا الوطنية، و تكون حسب المادة 319 من قانون الجمارك كما يلي¹:

¹ - طويل آسيا، دور الجمارك في حماية الإقتصاد الوطني، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

" تعد مخالفة من الدرجة الأولى، كل مخالفة للأحكام و القوانين و النظم التي تتولى إدارة الجمارك تطبيقها، عند ما لا يعاقب هذا القانون كل هذه المخالفة بصرامة أكبر"، و تعد مخالفات من الدرجة الأولى على الخصوص:

- كل سهو أو عدم صحة البيانات التي تتضمنها التصريحات الجمركية ؛
- كل تصريح مزور في تعيين المرسل إليه الحقيقي أو المرسل الحقيقي ؛
- عدم تنفيذ التزام عندما لا يتجاوز التأشير المعائن مدة ثلاثة أشهر ؛
- عدم احترام المسلك و الأوقات المحددة، و كذا محاولات المعاينة في مجال العبور دون مبرر مشروع، و التي يكون هدفها أو نيتها تشويه وسائل الترخيص أو الأمن، أو التصرف فيها وجعلها غير صالحة، فضلا عن العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات يعاقب على المخالفات المذكورة أعلاه بغرامة مالية قدرها خمسة آلاف (5000 دينار).

و حسب المادة 320 من قانون الجمارك:

" تعد مخالفة من الدرجة الثانية، كل مخالفة لأحكام القوانين و الأنظمة التي تتولى إدارة الجمارك تطبيقها عندما يكون الهدف منها، أو نيتها هو التملص من تحصيل الحقوق و الرسوم أو التناضي، عندها لا يعاقب عليها هذا القانون بصرامة أكبر"¹.

و تعد المخالفات من الدرجة الثانية على الخصوص :

- كل نقص غير مبرر في الطرود أو نقص في بيانات الشحن و في التصريحات الموجزة، و كل إختلاف في نوعية البضائع المقيدة في بيان الشحن أو في التصريحات الموجزة ؛
- عدم الوفاء بالالتزامات المكتوبة كليا أو جزئيا ؛
- كل تصريح مزور لبضائع يبين النوع و القيمة أو المنشأ ؛
- عمليات الإستبدال التي تطرأ على البضائع الموضوعة تحت نظام العبور خلال نقلها ؛
- يعاقب مرتكب كل المخالفات المذكورة أعلاه بغرامة تساوي ضعف مبلغ الحقوق و الرسوم للتقليص منها.

2- الإتفاقيات الجمركية:

إن عمل إدارة الجمارك على مستوى ترابها الوطني لمكافحة التهريب الذي يهدد استقرار البلاد و يهضم حقوق الخزينة العمومية يبقى غير فعال، لذا استوجب عليها خلق إطار تعاوني للتبادل بينها و بين إدارات الجمارك للدول المجاورة لها على المستوى الإقليمي، و بين إدارات الجمارك الأخرى على المستوى الدولي، و هذا ضمانا لحماية مصالحها الاقتصادية الجبائية، و التجارية بتنسيق مجهوداتها و وضع قوانين تسمح بتنظيم التبادل في إطار اتفاقية ثنائية كاتفاقية " ليبيا-الجزائر " أو متعددة الأطراف كمشروع " إتفاقية التعاون الإداري بين بلدان اتحاد المغرب العربي.

¹ - المادة 320 من قانون الجمارك الجزائري.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

بالإضافة إلى ذلك عمدت الجزائر إلى الإستعانة بالدول المتقدمة لغرض تزويدها بأحدث التقنيات المستعملة لمحاربة كل الأفعال التي من شأنها حرق تشريعاتها الجمركية و ذلك بتوقيع اتفاقيات دولية ثنائية كإتفاقية " الجزائر - فرنسا " أو إتفاقيات متعددة الأطراف¹.

3- تكييف التعريف الجمركية والمتطلبات الإقليمية والدولية الجديدة:

أمام الإلتزامات الإقليمية الجديدة للجزائر مع الإتحاد الأوروبي في المجال الجمركي والمتمثلة في إنشاء منطقة للتبادل الحر بعد توقيع اتفاق الشراكة من جهة، والتحضيرات المتسارعة للانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة من جهة أخرى، بادرت الجزائر بالمزيد من الإصلاحات في مجال التعريف الجمركية²، والتي نلخصها فيما يلي³:

- تقليص عدد معدلات التعريف الجمركية إلى ثلاثة معدلات، بالإضافة للإعفاء (0%) وهي 5%، 25% و 40%؛

- إلغاء الرسم النوعي الإضافي (TSA) المؤسس سنة 1994⁴؛

- إلغاء تطبيق القيمة الإدارية و تعويضها بنظام القيمة التجارية⁵؛

- تأسيس حق إضافي مؤقت (DAP)⁶، ويطبق على مجموعة من المنتجات المستوردة والمحددة في قائمة خاصة، وحددت نسبته بـ: 60% على أن يتم تخفيضها بنسبة 12% سنوياً وكان ذلك ابتداء من أول جانفي 2012، ويستهدف تأسيس هذا الحق متابعة ومراقبة القيمة الجمركية التجارية المبنية على أسعار الفواتير المصرح بها، وكذا مواجهة آثار تخفيض المعدل الأقصى (45%) وإلغاء الرسم النوعي الإضافي (TSA)⁷.

وتواصلت هذه الإصلاحات بشكل دوري، حيث أسفر التنسيق مع خبراء صندوق النقد الدولي، وأشغال اللجنة الوزارية المشتركة إلى اعتماد الأسس الآتية كركائز للإصلاح:

- تقليص عدد معدلات الحقوق الجمركية إلى ثلاث مجموعات يتم ترتيبها حسب درجة تصنيع المنتج (مواد أولية، منتجات نصف مصنعة، منتجات نهائية) كما يلي: 5%، 15%، 30% إضافة للإعفاء، وبهذا خفض المعدل الأقصى من 40% إلى 30%، وألغى تماماً معدل 25%؛

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 193.

² - مداني لخضر، تطور سياسة التعريف الجمركية في النظام التجاري متعدد الأطراف والتكتلات الاقتصادية العالمية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 165.

³ - الجزائر، القانون رقم 01-12 المؤرخ في 27 ربيع الثاني 1422، 2001 المتضمن قانون المالية التكميلي، الجريدة الرسمية رقم 38، الموافق لـ 19 يوليو لسنة 2011.

⁴ - تم تأسيس الرسم النوعي الإضافي سنة 1994 (قانون المالية سنة 1994) في إطار إعادة هيكلة الجباية الجمركية بالعودة إلى الضريبة كأساس لنظام فرض الضرائب معوضاً بذلك الرسم التعويضي، وللإشارة فإن الرسم التعويضي الذي تم إنشائه سنة 1982 يعتبر ضريبة تفرض الواردات والإنتاج المحلي وتصيب إيراداته في صندوق خاص خارج نطاق الميزانية، تتمثل مهمته في إدارة إعانات ودعم الاستهلاك والإنتاج

⁵ - تدابير إدارية تحدد القيمة الجمركية لبعض المنتجات الاستهلاكية، لتوسع بعدها إلى كثير من المنتجات المستوردة والمنافسة للمنتجات المصنعة محلياً.

وتم اللجوء إلى تدابير القيمة الإدارية بدل زيادة نسب التعريف الجمركية احتراماً لشروط برنامج التعديل الهيكلي المتفاوض عليه من طرف صندوق النقد الدولي، والذي لا يسمح باللجوء إلى تعظيم نسب التعريف الجمركية والتي حدت سقفها خلال هذه الفترة بنسبة 45%.

⁶ - الذي تم إحداثه في هذه السنة والمحدد بمعدل 60% في بداية تطبيقه، بإحضاع بعض المنتجات المصنوعة محلياً لهذا الحق، وهذا لتدعيم حماية الإنتاج الوطني بمنح ضمانات أكثر للمتداولين الاقتصاديين المعنيين للحفاظ على إنتاجهم وتنميته طبقاً لميكانيزمات وقواعد السوق وضمان مساندة المنافسة الأجنبية

⁷ - الرسم النوعي الإضافي (TSA) الذي تم إحداثه سنة 1994 معوضاً الرسم التعويضي وفي نفس الوقت موفراً لحماية إضافية معتبرة.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

- الإعفاء (0 %) : ويطبق على البذور، بعض المنتجات الصيدلانية (اللقاح)، التجهيزات العسكرية والتحف أو الحفريات الأثرية؛
- معدل 5 %: ويطبق على المواد الأولية وبعض المنتجات الاستهلاكية الأساسية (الدواء، الحبوب...) وكذلك على سلع التجهيز؛
- معدل 15 %: ويطبق على المنتجات نصف المصنعة و سلع وسيطية أخرى موجهة للتحويل؛
- معدل 30 % ويطبق على المنتجات الاستهلاكية النهائية¹.
- تسهيل تشكيلة التعريف الجمركية بمدف الحفاظ على تشتت عقلائي للنسب التعريفية ليخفف من اللجوء إلى الغش من جهة، وتحسين عملية تسييرها من جهة أخرى.
- و هناك عدة جهود مبدولة في هذا المجال تمثلت فيما يلي²:
- تسهيل أكبر للإجراءات الجمركية العامة ؛
- تعديلات هامة في ما يخص التعريفات الجمركية ؛
- تسهيلات في مجال الضرائب وتخفيضها إما جزئيا أو كليا ؛
- تسهيلات جبائية عامة وأخرى استثنائية ؛
- إنتهاج سياسة جبائية ناجحة في إقناع المستثمرين بالإستثمار في الجزائر.

ثانيا: واقع الجمارك في الجزائر

ينص المرسوم التشريعي رقم 93-12 المتعلق بترقية الاستثمارات، أنه يتم العمل من خلال قوانين المالية في كل سنة، و تتم التعديلات تماشيا مع التطورات الاقتصادية والمالية التي تشهدها الجزائر لحماية الإقتصاد الوطني من الإنهيار، وهو ما تكفله القوانين الدولية، وضمان التحول السلس لإقتصاد السوق، وسنبين صحة ذلك من خلال ما يلي:

1- مؤشر نسبة التعريف الجمركية المطبقة: والتي سنوضح تطوراتها من خلال الجدول التالي:

¹ - Kassi Abes, **Le tarif douanier ;évolution et perspective**, Revue DOUANE, Algérie, N°spécial ,Avril 2002, p 19.

²-Nations Unies, Rapport d'activité 2003, Op,Cit, P50.

جدول رقم (55) : يبين نسب التعريفات الجمركية المطبقة في الجزائر بين سنتي 1992 - 2015.

المعدلات	نسب الضريبة الجمركية المطبقة						السنوات
06	%60	%40	%25	%15	%7	%3	1992
06	%50	%40	%25	%15	%7	%3	1996
04	-	%45	%25	%15	%5	-	1997
04	-	%45	%25	%15	-	%3	1998
04	-	%45	%25	%15	%5	-	1999
04	-	%40	%25	%15	%5	-	2001
03	-	-	%30	%15	%5	-	2002
03	-	-	%30	%15	%5	-	2003
03	-	-	%30	%15	%5	-	2004
03	-	-	%30	%15	%5	-	2005
03	-	-	%30	%15	%5	-	2006
03	-	-	%30	%15	%5	-	2007
03	-	-	%30	%15	%5	-	2008
03	-	-	%30	%15	%5	-	2009
03	-	-	%30	%15	%5	-	2010
03	-	-	%30	%15	%5	-	2011
03	-	-	%30	%15	%5	-	2012
03	-	-	%30	%15	%5	-	2013
03	-	-	%30	%15	%5	-	2014
03	-	-	%30	%15	%5	-	2015

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مجموعة القوانين المالية و التكميلية بين سنتي 1992 - 2015.

يظهر الجدول السابق أنه وخلال سنتي 1992 و 1996 كانت تطبق ستة معدلات للحقوق الجمركية، لتتخفف إلى أربعة معدلات بين سنتي 1997 و 2001 بعد مجموعة من الإصلاحات، لتثبت التعريفات الجمركية بعد تقليص عدد معدلات الحقوق الجمركية إلى ثلاث مجموعات يتم ترتيبها حسب درجة تصنيع المنتج، بدء من سنة 2002 وبذلك تثبت الجزائر التزامها الدولي من حيث معدلات التعريفات الجمركية، وسنوضح تطور الحماية الجمركية من خلال الجدول التالي:

2- مؤشر تطور الجباية الجمركية:

جدول رقم (56): تطور نسبة الجباية الجمركية إلى إجمالي الضرائب في الجزائر للفترة 2004-2015.

الوحدة مليار دينار جزائري

نسبة الجباية الجمركية إلى الضرائب الإجمالية	نسبة الجباية البترولية إلى الضرائب الإجمالية	الجباية الجمركية	الجباية البترولية	إجمالي الضرائب	البيان السنة
% 9,1559	% 64,6855	118,34	836,060	1292,500	2003
% 9,4771	% 54,0707	144,810	862,200	1528,000	2004
% 9,0462	% 54,9568	147,980	899	1635,830	2005
% 7,0195	% 54,9187	117,080	916	1667,920	2006
% 6,6987	% 53,9771	120,753	973	1802,616	2007
% 6,3046	% 50,4262	121,300	970,200	1924,000	2008
% 5,3697	% 58,4404	149,600	1628,500	2786,600	2009
% 5,5265	% 59,5749	170,300	1835,800	3081,500	2010
% 5,3602	% 49,2046	160,400	1472,400	2992,400	2011
% 6,7382	% 45,1898	232,850	1561,600	3455,650	2012
% 6,9604	% 49,2652	228,300	1615,900	3280,000	2013
% 11,5144	% 37,4031	485,7	1577,73	4218,180	2014
% 11,0360	% 36,7784	517,000	1722,940	4684,650	2015

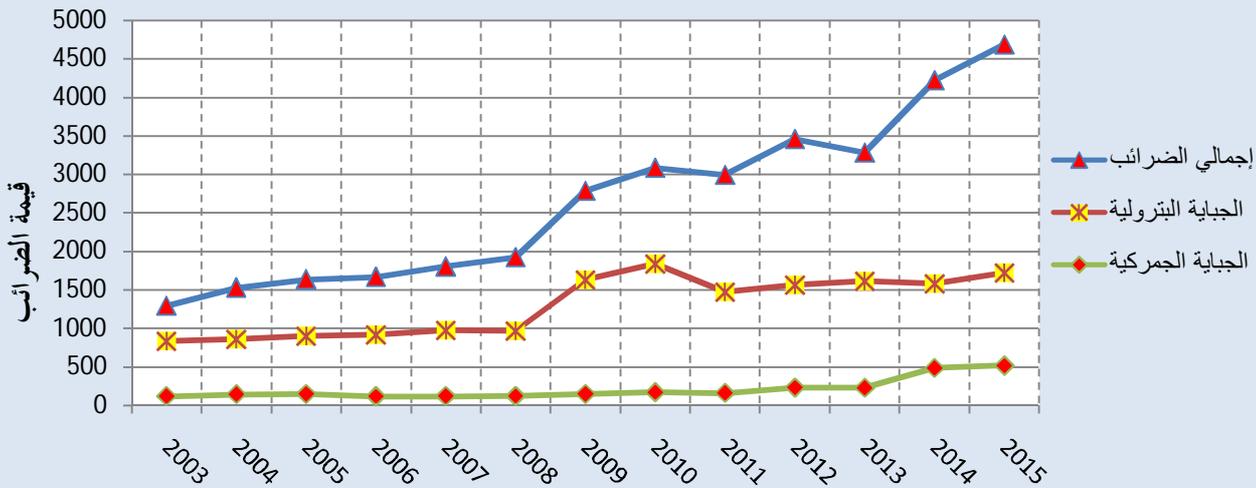
المصدر: من إعداد الباحث و اعتمادا على تقارير المديرية العامة للضرائب على الموقع التالي: من سنة 2003 إلى غاية 2015.

- http://www.mfdgi.gov.dz/images/pdf/vos_impots_25/10/2015_08:00am.

يظهر الجدول أعلاه إجمالي الضرائب، الجباية البترولية والجباية الجمركية. ومن خلال هذه المعطيات قمنا بحساب نسبة الجباية البترولية إلى الضرائب الإجمالية لكي نظهر حجمها من إجمالي الضرائب، كما عملنا على حساب نسبة الجباية الجمركية إلى الضرائب الإجمالية لنظهر أهميتها وتطورها خلال 2004 - 2015.

تظهر البيانات السابقة أن الضرائب الإجمالية كانت بين 1292,500 مليار دينار سنة 2003 و 4684,650 مليار دينار سنة 2015، أي بارتفاع قدره: 262,449 % على إعتبار سنة 2003 كسنة أساس، في حين سجلت الجباية البترولية مبلغا قدره 1292,500 مليار دينار سنة 2003 و 1722,940 مليار دينار سنة 2015 أي بارتفاع قدره: 106,079 % على إعتبار سنة 2003 كسنة أساس، أما في ما يخص الجباية الجمركية فارتفعت من 118,34 مليار دينار سنة 2003 إلى 517,000 مليار دينار سنة 2015 أي بنسبة زيادة تقدر بـ: 336,877 % على أساس سنة 2003، وعليه فإن نسبة زيادة الجباية الجمركية كانت الأعلى، ونرجع هذا لسبب الإرتفاع الكبير في فاتورة الإستيراد، وسنحاول إظهار تغيرات أشكال الضريبة أعلاه من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (41): يبين الضرائب الإجمالية والبتروولية، والجمركية بين 2003 - 2015

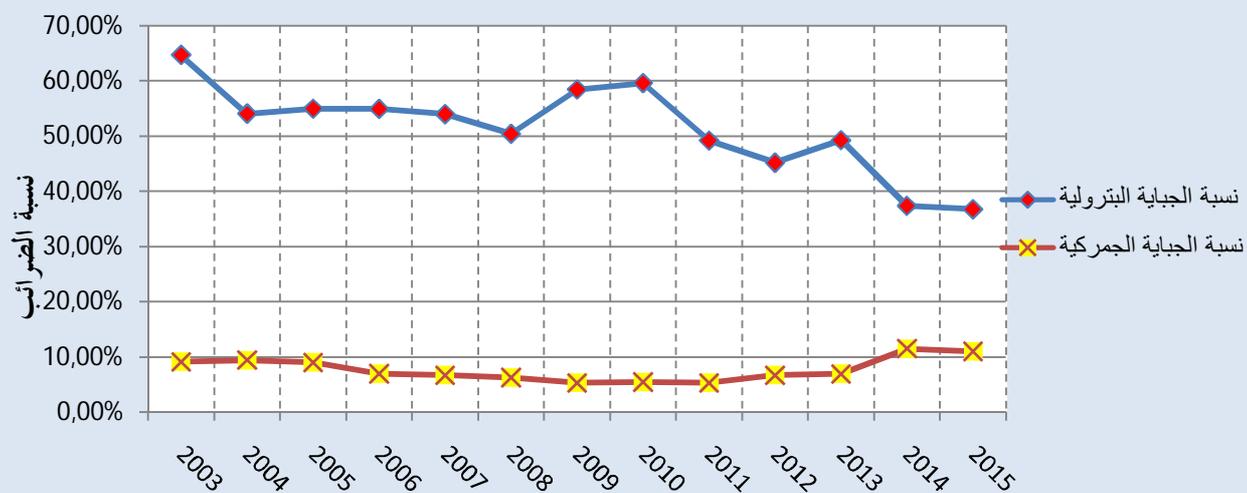


المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول السابق.

يتبين لنا من خلال الشكل السابق أن قيمة الجبائية الكلية في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة فيما عدى سنة 2011 أين شهدت الجبائية البتروولية إنخفاضاً قدر بـ: 363,4 مليار دينار، وكذا الجبائية الجمركية بـ: 9,900 مليار دينار، وسنة 2013 أين شهدت الجبائية البتروولية إنخفاضاً بـ: 4,550 مليار دينار، كما يتبين لنا التأثير الكبير للجبائية البتروولية على إجمالي الضرائب من خلال التطابق في اتجاه تغير المتغيرين زيادة ونقصاناً، والتوجه العام كان نحو الزيادة خلال كامل الفترة محل الدراسة، في حين يتبين لنا الإرتفاع المستمر في الجبائية الجمركية، كما سبق وأرجعناه إلى الزيادة المستمرة في فاتورة الإستيراد.

أما من ناحية التغير بالنسب فسنوضحه من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (42): يبين نسبة الجبائية البتروولية والجمركية إلى الجبائية الكلية بين سنتي 2003 - 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يبين الشكل السابق التغير النسبي من سنة لأخرى حيث يظهر إنخفاض كبير في نسبة الجباية البترولية رغم إرتفاع قيمتها ونرجع سبب ذلك إلى أن الإرتفاع في الجباية الكلية كان أكبر من الإرتفاع في الجباية البترولية، في حين أن نسبة الجباية الجمركية شهدت إنخفاضا طفيفا بين سنتي 2003 و 2013 لترتفع قليلا سنتي 2014 و 2015 بسبب الزيادة في حجم التجارة الخارجية وسنحاول أن نوضح العلاقة بين الجباية الجمركية وحجم التجارة الخارجية وذلك من خلال ما يلي:

جدول رقم (57): يبين تطور الإيرادات الجمركية بالعملة الصعبة للفترة 2004-2015.

الإيرادات الجمركية مقومة بالمليون دولار	متوسط سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار	الإيرادات الجمركية (بالمليار دينار)	البيان السنة
1529,5334	77.37	118,34	2003
2009,5753	72.06	144,810	2004
2019,3777	73.28	147,980	2005
1611,5623	72.65	117,080	2006
1742,7190	69.29	120,753	2007
1878,2905	64.58	121,300	2008
2059,1879	72.65	149,600	2009
2289,2862	74.39	170,300	2010
2199,0677	72.94	160,400	2011
3002,9662	77.54	232,850	2012
2876,4017	79.37	228,300	2013
6415,9841	80.58	485,7	2014
5134,5714	100,69	517,000	2015

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- تقارير بنك الجزائر من 2004 إلى غاية سنة 2015، بالإضافة إلى:

- <http://www.andi.dz/index.php/ar/statistique> 26/11/2015 10:30 am.
- <http://www.amf.org.ae/ar/ctrylistar/54/> 14/10/2015 10:45 am.
- <http://www.mincommerce.gov.dz> 26/08/2015 09:00 am.
- http://www.mfdgi.gov.dz/images/pdf/vos_impots 14/06/2015 14:00 pm.

يبين لنا الجدول السابق قيمة الإيرادات الجمركية مقومة بالمليون دولار وذلك لمطابقتها وتوحيدها مع المعطيات التي تحصلنا عليها بالعملة الصعبة والتي تبين لنا تطور نسبة الإيرادات الجمركية إلى إجمالي الصادرات في الجزائر للفترة (2003-2015)، والتي سنبينها من خلال معطيات الجدول الموالي:

جدول رقم (58): يبين تطور نسبة الإيرادات الجمركية إلى إجمالي الصادرات في الجزائر للفترة 2003-2015.

الوحدة مليون دولار أمريكي

البيان السنة	حجم الصادرات	حجم الواردات	إجمالي التجارة الخارجية	الإيرادات الجمركية	نسبة الإيرادات الجمركية إلى التجارة الخارجية
2003	24612	13534	38146	1529,5334	% 4,0097
2004	31713	18199	49912	2009,5753	% 4,0262
2005	45036	20048	65048	2019,3777	% 3,1044
2006	54613	21456	76069	1611,5623	% 2,1185
2007	60163	27631	87794	1742,7190	% 1,9850
2008	79298	39479	118777	1878,2905	% 1,5814
2009	45194	39294	84489	2059,1879	% 2,4372
2010	57053	40473	97526	2289,2862	% 2,3474
2011	73489	47247	120736	2199,0677	% 1,8214
2012	71866	47490	119356	3002,9662	% 2,5160
2013	65917	54852	120769	2876,4017	% 2,3817
2014	95662	33058	128720	6415,9841	% 4,9844
2015	37787	51501	89288	5134,5714	% 5,7506

المصدر، من إعداد الطالب اعتمادا على:

سنة 2004 وثائق من وزارة التجارة.

من سنة 2005 إلى غاية 2015 المصدر: المركز الوطني للإعلام الآلي و الإحصاء التابع للجمارك CNIS، بالإضافة إلى:

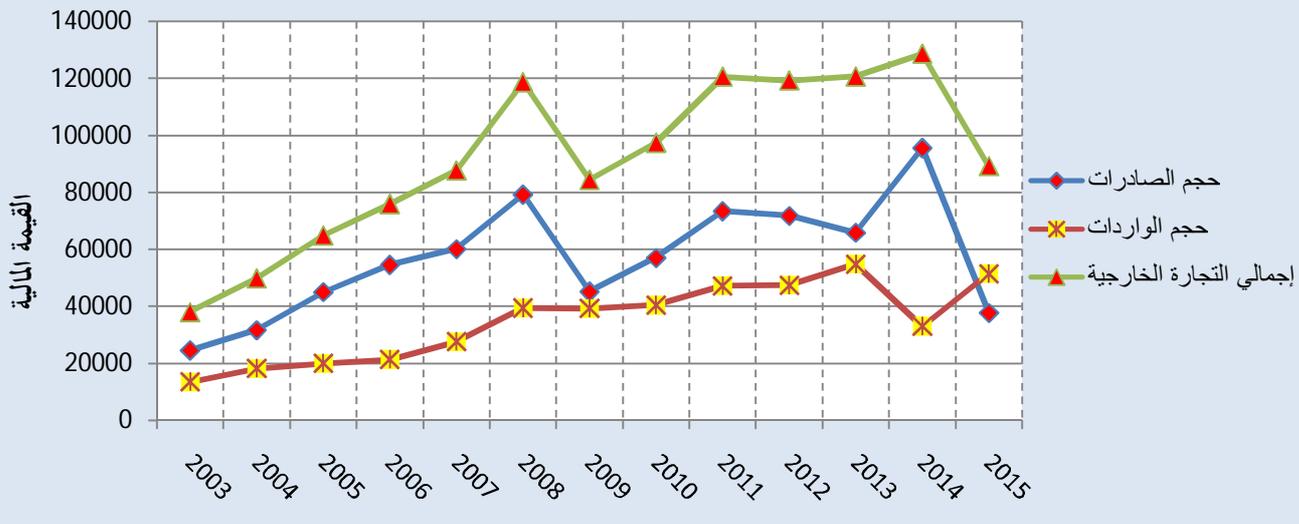
- <http://www.andi.dz/index.php/ar/statistique> 26/11/2015 10:30 am.

- <http://www.amf.org.ae/ar/ctrylistar/54/> 14/10/2015 10:45 am.

- <http://www.mincommerce.gov.dz> 26/08/2015 09:00 am.

يظهر الجدول أعلاه إجمالي التجارة الخارجية في الجزائر بين سنتي 2003 - 2015 والتي سنين تغيراتها من خلال الشكل التالي:

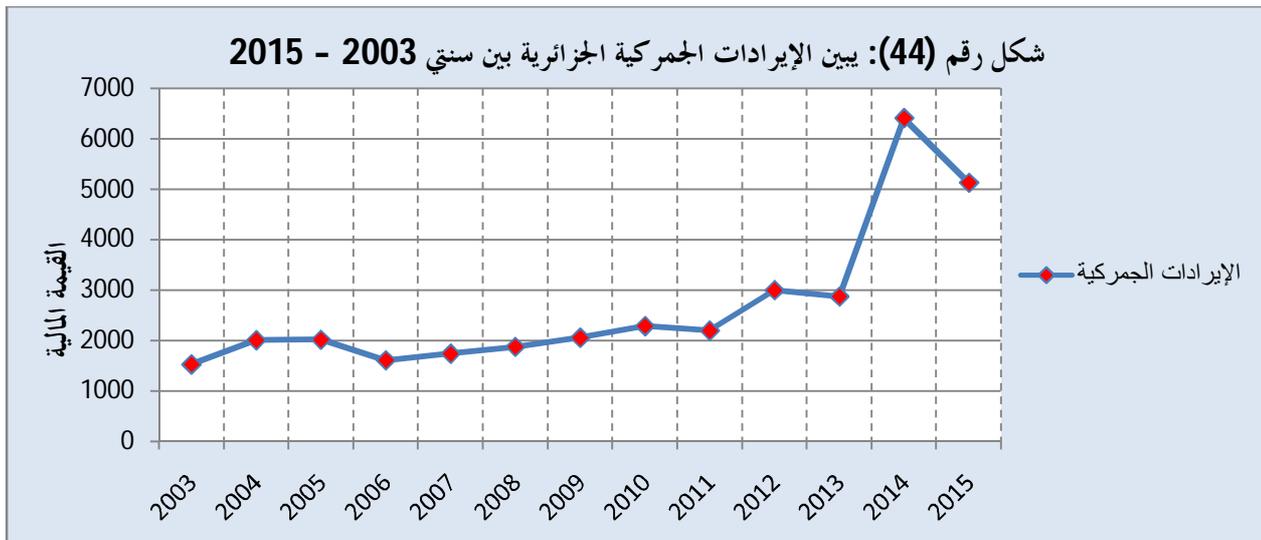
شكل رقم (43): يبين حجم الصادرات والواردات وإجمالي التجارة الخارجية للجزائر 2003-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

فيما يخص حجم الصادرات يظهر لنا الجدول السابق أن حجمها كان في زيادة مستمرة خلال فترة الدراسة في ما عدى سنة 2009 و 2015 أين إنخفضت وذلك بسبب إنخفاض أسعار البترول إلى 58,35 و 31,27 دولار/الدرميل على التوالي، الأمر الذي يدل على إرتباطها بشكل كبير بالخروقات، كما يشير أيضا إلى التطابق في اتجاه تغير حجم الصادرات مع إجمالي التجارة الخارجية مما يجعلنا نستنتج على أنها مرتبطة بها زيادة ونقصانا، أما بخصوص الواردات فكانت في زيادة خلال مرحلة الدراسة إلى غاية سنة 2013 أين إنخفضت بشكل مفاجئ بسبب فرض إجراءات على استيراد السيارات من الخارج، وكذا الإجراءات المتعلقة بسياسة التقشف، أما في ما يخص الإيرادات الجمركية يمكن أن نوضح تغيراتها من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول السابق.

يظهر لنا الشكل السابق بشكل واضح أن الإيرادات الجمركية كانت في اتجاه تصاعدي بسبب الزيادة في الواردات من سلع استهلاكية كمالية وأساسية وغيرها من المواد الصيدلانية، ومنه يمكننا أن نستنتج أن المداخيل الجمركية مرتبطة بحجم الصادرات، وأنها لم تتأثر بالإصلاحات التي باشرتها الجزائر لتهيئة الإقتصاد الوطني لمرحلة الإنفتاح، و الإنضمام للمنظمة العالمية للتجارة، أما في ما يخص الإنخفاض المسجل لسنة 2015 فهو مرتبط بسياسة التقشف وتقليص الواردات خاصة ما تعلق بقطاع السيارات.

مما سبق التطرق إليه من خلال مؤشرات الجمارك يمكننا أن نستنتج ما يلي:

- الجزائر قامت بإصلاحات جمركية في إطار تشجيع الإستثمار الأجنبي و الشراكة الأورومتوسطية ؛
- الإجراءات السابقة الذكر لم تؤثر على الإيرادات الجمركية والتي اتخذت منحى تصاعدي ؛
- نجحت الجزائر في عملية التفكيك الجمركي.

ثالثا: مؤشر الضريبة في الجزائر

سنحاول من خلال هذا المؤشر إظهار مدى تأثير الضريبة على المستثمرين في الجزائر وذلك من خلال قياس الضغط الضريبي المطبق عندنا والحكم عليه وذلك من خلال ما يلي:

1- تحديد الضغط الضريبي الأمثل:

ليس للضغط الضريبي الأمثل معدل معين ثابت وإنما يكون مثاليا عندما يساهم في رفع إجمالي الناتج الوطني إلى أعلى مستوياته، وتحقيق مستويات ضريبية مرتفعة دون أن يؤثر على العملية الإنتاجية¹، و عليه فالمعدل الأمثل يمكن أن يكون المطبق في الدول المتقدمة التي تحقق مستويات نمو جيدة، كما أنها تستقطب إستثمارات أجنبية كبيرة، و عليه يمكننا القول أن المعدل الأمثل للضغط الجبائي يمكن تحديده بمقارنة العبيء الجبائي على مستوى الدول المتطورة وفي هذا الصدد يحددها كولن كلارك (Collin Clark) بأن لا تتجاوز نسبة 25% من الناتج المحلي الإجمالي. فإذا أخذت البلدان المتطورة كمرجع فإن نسبة الضغط الجبائي تتراوح ما بين 20% و 30%².

أما في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تعتبر مثال للإقتصاد الرأس مالي فهناك من أراد تحديدها بنسبة 19% وهما الأستاذان روبرت هال وإلفان روبوشكا حيث يعتقدان يمكن أن يدفع بالأفراد التوجه نحو الإستثمار بعيدا عن التفكير بالمزايا الضريبية وكيفية التهرب الضريبي، وفي هذا الصدد دعا بعض الناشطين الأمريكيين من خلال جمعية " أمريكيون من أجل ضريبة عادلة" أن يكون هناك معدل موحدة عبر كامل البلاد في حدود 23%، كما دعا الجمهوري ريتشارد لوغار لتطبيق معدل وحيد 17%، و في نفس التوجه إقترح زميله ريتشارد أرمي معدل 20% مع إلغاء المزايا الضريبية الممنوحة³.

2- حساب الضغط الضريبي في الجزائر:

المقصود بالضغط الضريبي أو الجبائي هو نسبة الإقتطاعات الجبائية الكلية (إجمالي الضرائب) إلى الناتج المحلي الإجمالي، وبحسب من خلال المعادلة التالية:

$$\text{الضغط الجبائي الكلي} = \frac{\text{إجمالي الضرائب}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} \dots (3)$$

و بخصوص الضغط الضريبي المطبق في الجزائر سنحاول حساب هذا المعدل خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2003 إلى غاية 2015 من خلال الجدول التالي:

¹ - عند مستويات مرتفعة للضريبة تؤثر على الأسعار وبالتالي يقل الطلب الأمر الذي يؤثر على مستويات الأرباح مما يعود بالسلب على الإيرادات الضريبية.

² - ATHMANE KANDIL : **Théorie fiscale et développement** , SNED, Alget 1970, P16.

³ - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 164.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

الجدول (59): يبين إجمالي الضرائب، الجباية البترولية، الجباية خارج قطاع المحروقات ونسبتها في الجزائر بين 2003 و 2015.

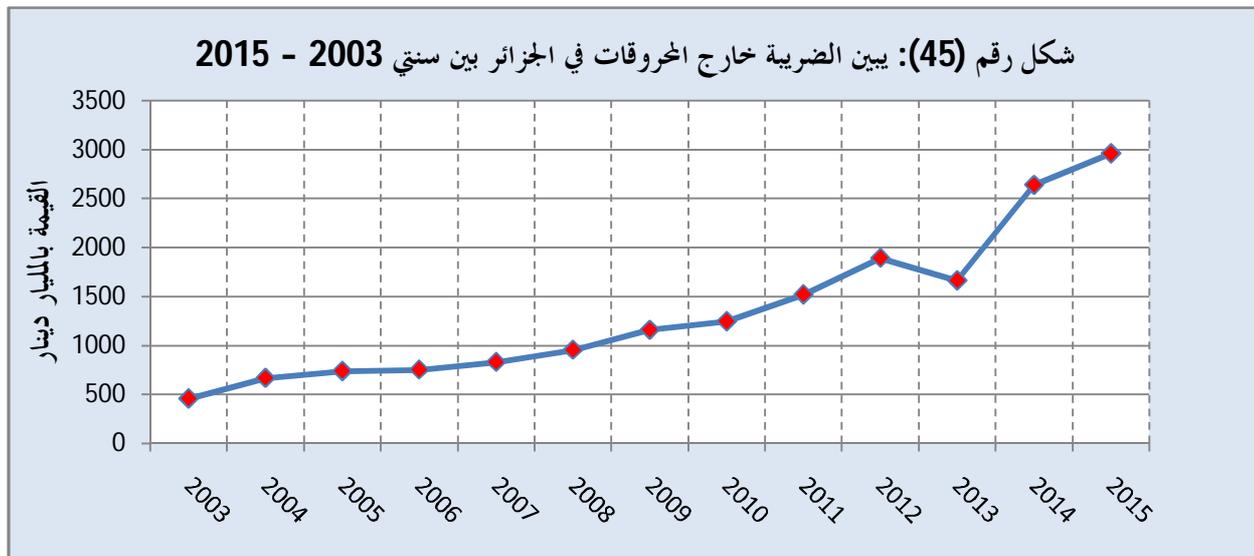
الوحدة مليار دينار جزائري

السنة	إجمالي الضرائب	الجبائية البترولية	الجبائية دون المحروقات	نسبة الجباية دون المحروقات إلى إجمالي الضرائب
2003	1292,500	836,060	456,44	35,3145 %
2004	1528	862,200	665,8	43,5733 %
2005	1635,830	899	736,83	45,0432 %
2006	1667,920	916	751,92	45,0813 %
2007	1802,616	973	829,616	46,0229 %
2008	1924	970,200	953,8	49,5738 %
2009	2786,600	1628,500	1158,1	41,5596 %
2010	3081,500	1835,800	1245,7	40,4251 %
2011	2992,400	1472,400	1520	50,7953 %
2012	3455,650	1561,600	1894,05	54,8102 %
2013	3280	1615,900	1664,1	50,7348 %
2014	4218,180	1577,73	2640,45	62,5969 %
2015	4684,650	1722,940	2961,71	63,2216 %

المصدر: من إعداد الباحث و اعتمادا على: المديرية العامة للضرائب على الموقع التالي:

-http://www.mfdgi.gov.dz/images/pdf/vos_impots_26/11/2015_15:30_pm.

بين لنا الجدول أعلاه أن الجباية خارج قطاع المحروقات تراوحت بين 456,44 مليار دينار جزائري سنة 2003 و 2961,71 مليار دينار جزائري سنة 2015 أي بزيادة قدرها 548,8717 %، هذا إذا ما اعتبرنا سنة 2003 كسنة أساس، مما يعني زيادة قدرها أكثر من خمسة أضعاف خلال فترة الدراسة وهذا رغم الارتفاع غير المسبوق في أسعار المحروقات خلال نفس الفترة وهو ما سنبيحه من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول السابق.

الفصل الثالث دراسة تحليلية للعوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر

يبين الشكل السابق أن الزيادة في الضرائب خارج قطاع المحروقات اتخذت منحى تصاعديا خلال طول فترة الدراسة في ما عدا سنة 2013 انخفضت قليلا ثم عاودت الصعود مجددا، هذا الأمر يقودنا إلى التساؤل على حدود الضغط الضريبي المطبق في الجزائر، وهو ما سنقوم بحسابه وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (60): الضغط الجبائي المطبق في الجزائر من سنة 2004 إلى سنة 2015.

الوحدة مليار دينار جزائري

البيان السنة	إجمالي الضرائب	الجبائية دون المحروقات	الناتج المحلي الإجمالي PIB (مليار دينار)	الضغط الجبائي الكلي	الضغط الجبائي خارج قطاع المحروقات
2004	1528	665,8	6148,519	24,8515 %	10,8286 %
2005	1635,830	736,83	7562,397	21,6311 %	9,7434 %
2006	1667,920	751,92	8501,986	19,6180 %	8,8441 %
2007	1802,616	829,616	9352,616	19,2739 %	8,8704 %
2008	1924	953,8	11043,190	17,4225 %	8,6370 %
2009	2786,600	1158,1	9968,436	27,9542 %	11,6177 %
2010	3081,500	1245,7	11992,211	25,6958 %	10,3876 %
2011	2992,400	1520	14520,228	20,6085 %	10,4681 %
2012	3455,650	1894,05	15843,827	21,8107 %	11,9545 %
2013	3280	1664,1	16682,257	19,6616 %	9,7553 %
2014	4218,180	2640,45	17307,007	24,3727 %	15,2565 %
2015	4684,650	2961,71	21987,019	21,3064 %	13,4702 %

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

-http://www.mfdgi.gov.dz/images/pdf/vos_impots_26/11/2015_15:30_pm.

-<http://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?page=2> 04/08/2015 11 :30 am.

يبين الجدول أعلاه الضغط الجبائي الكلي و الضغط الجبائي دون المحروقات، بالنسبة للضغط الجبائي الكلي فهو يتراوح بين 17,4225 % وبين 24,8515 %، فهي معدلات مقبولة إذا ما قورنت بمعدلات الدول المتطورة والتي كما رأينا سابقا تتراوح ما بين 20% و 30%، أما بخصوص معدلات الضغط الضريبي المتعلقة بالضغط الجبائي خارج قطاع المحروقات المسجلة خلال نفس فترة الدراسة فكانت قيمتها تتراوح بين 8,6370 % و 15,2565 % وهي معدلات لم تصل في أقصى حالاتها للحد الأدنى المعمول به في الدول المتقدمة.

نستنتج مما سبق أن نسب الضرائب المطبق في الجزائر لا تشكل عبئا ضريبيا على المستثمرين وبالتالي تساهم في خلق مناخ إيجابي للاستثمار بمختلف أشكاله، مما يساهم في تنمية سوق الأوراق المالية.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذه الفصل إبراز كل الجوانب القانونية و الاقتصادية المتعلقة بسوق الأوراق المالية في الجزائر، فبالنسبة للجوانب القانونية في البداية تطرقت إلى القوانين المنشئة لبورصة الجزائر وتطويرها بما يناسب متطلبات المرحلة، عبر مجموعة من التشريعات التي تحدد نظام عمل الهيئات المشرفة عليها وفق هيكل تنظيمي واضح، وتحديد صلاحياتها ومدى قدرتها على التحكم في دواليب السوق، في حدود ما هو ممنوح لها، من حيث شروط إدراج المؤسسات و مراقبة عملياتها ومختلف نتائجها، وكذا الإشراف على الوساطة المالية، وحماية حقوق المستثمرين والمحافظة على أوراقهم المالية من التلف والضياع، كما حرصت على تبيان جانب مهم جدا والمتعلق بالقوانين التي تحكم إصدار القيم المنقولة في الجزائر، وكيفية الإكتتاب فيها واستحقاقها وتحويلها وكل العمليات المتعلقة بها، وحماية حقوق حامليها من عمليات الإحتيال و النصب، والقوانين المنظمة لإنشاء شركات المساهمة وتنظيم العمل الإداري بها.

أما بالنسبة للجوانب الاقتصادية التي تعمل من خلالها بورصة الجزائر، فقمنا بتحليل البيئة الداخلية والخارجية التي تعمل من خلالها بورصة الجزائر عن طريق تحليل تسعة مؤشرات كلية والمتعلقة بالبيئة التي تنشط من خلالها السوق والتي تتأثر بها بشكل مباشر، والتي تمثل في مجملها العوامل الأساسية والداعمة لتنمية بورصة الجزائر.

وبعد إظهار البيئة الاقتصادية والقانونية التي تعمل من خلالها بورصة الجزائر، و تبيان واقع عمل الجوانب التكنولوجية والتقنية المستعملة فيها، ومدى إسهامها في تفعيل عملية الإتصال وإيصال المعلومات المالية والحاسبية، وذلك بالإعتماد على التقارير الرسمية التي تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومقارنتها بالمعايير المقترحة في النموذج النظري للتنمية، حاولنا إبراز مكانم الضعف لديها مقارنة بما يجب ويمكن توفره بما هو متاح على الصعيد الدولي، من خلال اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية.

الخاتمة العامة

أولاً: الخلاصة العامة

تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً كبيراً في عملية تمويل مختلف المؤسسات الاقتصادية، عن طريق تجميع المدخرات المحلية والأجنبية وتحويلها للمؤسسات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها، مما أهلها لتلعب دوراً محورياً في الإقتصاد دون أن يتحمل تبعات المديونية، الأمر الذي أدى بالدول النامية إلى محاولة إقامة أسواق رأس مالية للإستفادة من المزايا التي توفرها، وكان لها ذلك ولكن بنسب نجاح متفاوتة، بتفاوت الإرادة السياسية، و الإمكانيات المتوفرة، و الأساليب المنتهجة في إنشائها، ومتابعة تنميتها وتطويرها.

وصلت هذه الأسواق إلى مرحلة جد متطورة في العالم الغربي، وأصبحت تشكل مصدر تمويل قوي لهذه الدول لدرجة أنها أصبحت تؤثر على نمو هذه الإقتصاديات، و أي إنخفاض في معاملاتها المالية يؤثر وبشكل مباشر على تنميتها الإقتصادية، بل يؤدي إختيار هذه الأسواق إلى إختيار الإقتصاد بالكامل، وهذا ما أثبتته الأزمات المالية عبر فترات زمنية متباينة.

إن ترابط هذه الأسواق على النحو الذي هو عليه الآن، كان نتاج جهود كبيرة بذلتها الدول المتقدمة، أين إستهدفت بشكل كبير تحرير حركة رؤوس الأموال عبر حساب رأس المال بين مختلف البلدان، والتي كانت بدايتها عن طريق تدويل هذه الحركة وفق اتفاقيات ثنائية وإقليمية، إلى أن تمت العولمة الشاملة في إطار المنظمة العالمية للتجارة، وكان ذلك وفق بنود إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، كما ساعدها في عملية الإرتباط تطور تكنولوجيا الإعلام والإتصال، وما يصاحبها من تطور في الآلات والمعدات المستخدمة، والبرمجيات المتطورة والمتخصصة، والمتحكم بها عن طريق يد عاملة خبيرة ومدربة.

حاولنا من خلال هذه الأطروحة والتي شملت أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على تنمية أسواق الأوراق المالية، بالتطبيق على حالة الجزائر، وضع أسس متكاملة لقيام سوق للأوراق المالية، تراعي المعايير الإقتصادية والقانونية المعتمدة على المستوى الدولي، عن طريق معالجة الإشكالية التي تطرح تساؤلاً حول ما هي العوامل الأساسية والداعمة، الإقتصادية والقانونية التي تساهم في بناء و تنمية سوق للأوراق المالية، وفقاً لما توفره إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية ؟ من خلال فصول الدراسة الثلاثة التي تناولنا فيها أهم بنود إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، والدراسات السابقة في الموضوع، والبيئة التي تنشط من خلالها بوصة الجزائر.

ثانياً: نتائج إختبار الفروض

إنطلاقاً مما تم طرحه من خلال ما تضمنته فصول الأطروحة، والتي قارنت بين الدراسة النظرية من جهة، وبين الواقع العملي الذي تعيشه بورصة الجزائر من جهة أخرى، توصلنا أثناء إختبارنا للفروض إلى النتائج التالية:

فيما يخص الفرضية الأولى والتي مفادها أن إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية توفر تقنيات متطورة، فلقد تحققت وما يثبتها ويحققها هو بنود الإتفاقية التي تم الاتفاق من خلالها على تنظيم تجارة التكنولوجيا المتعلقة بالإتصال والمعلومات، والآلات والتجهيزات المختلفة، والبرمجيات الحديثة، وإدارة المحافظ، وكذا اليد العاملة الخبيرة والمتخصصة في المجالات السابقة الذكر، وعلى مستوى عال جداً من التطور.

وفيما يخص الفرضية الثانية و المتعلقة بالجانب القانوني والقائلة بأنه لا يتطابق القانون الجزائري المنظم للإستثمار مع المعايير الدولية المعمول بها، فقد تحقق جزئياً منها، و لم يتحقق الآخر. أما الجزء الذي تحقق سنحاول طرحه من خلال ما يلي:

- تركز القوانين الدولية على كل زوايا السوق وهيكلتها التنظيمي، والحرص على توضيح العلاقات بينها، وتحديد الصلاحيات بين جميع المستويات ومختلف المتعاملين، سواء تعلق الأمر بالسوق أو بالمؤسسات المدرجة فيه، والحرص على حماية أموال المستثمرين ومعاملتهم بشكل متساوي، وتنظيم العلاقة بينهم وبين مؤسسات الوساطة المالية، في حين أن القوانين الجزائرية تشهد الكثير من النقائص وهو ما أثبتناه من خلال المؤشر القانوني، الأمر الذي سنفصل فيه من خلال نتائج الدراسة؛

- قصور في الجانب القانوني الملزم والمنظم لعملية الإفصاح والشفافية، والذي يظهر جلياً في عدم توفر المعلومات المالية المساعدة في إتخاذ قرار الإقراض و الإستثمار في القطاع المالي، وهو ما تحقق على أرض الواقع من خلال مؤشر عمق المعلومات الائتمانية في الجزائر و مؤشر تغطية مكاتب المعلومات الائتمانية الخاصة، أين كان المؤشر يشير إلى الصفر (00) مؤكداً على إنعدام هذه المعلومات الهامة جداً.

أما الجزء الذي تم نفيه من الفرضية فستتطرق إليه من خلال الآتي :

- قوانين الإستثمار في الجزائر تساعد على تشجيع نشاط القاع الخاص، وما يؤكد هذه النتيجة مؤشرات الخوصصة في الجزائر، حيث يوضح لنا مؤشر الحالة القانونية للإستثمارات بأن المشاريع الخاصة المسجلة كانت في المقدمة من حيث النسبة العددية والقيمة المالية، مما جعلنا نتأكد من حرية عمل القطاع الخاص بالجزائر؛

- القوانين و الإجراءات الجمركية المطبقة في الجزائر تتماشى مع التوجه نحو الإنفتاح الإقتصادي، وهو ما تأكد لنا من خلال مؤشرات الجمارك أين بينت لنا القوانين والأرقام أن الجزائر خفضت من معدلات الرسوم والتزمت بها، خاصة بعد قرار تشجيع الإستثمار الأجنبي، والشراكة الأورومتوسطية؛

- القوانين الضريبية المطبقة في الجزائر، كان نتائجها أن الضغط الضريبي في حدود مقبولة جداً، ويساهم في تشجيع الإستثمار المحلي و الأجنبي، وتأكدنا من ذلك عن طريق حساب معدل الضغط الضريبي المطبق في الجزائر ومقارنته بالمعدلات المطبقة بالدول المتقدمة (والتي تعرف نمواً وتطوراً في مختلف المجالات)، والذي تبين لنا أنه كان ضمن حدود مقبولة.

أما الفرضية الثالثة و التي بنيت على أساس أن الجزائر تعتمد سياسة الكبح المالي، فقد تأكدنا من صحتها عن طرق مؤشر التحرير المالي في الجزائر، أين تبين لنا من خلال الأرقام و المعطيات أن بنك الجزائر يتحكم إدارياً في سعر الفائدة، كما يوجه سعر الصرف وفق سياسة التعويم الموجه، و يراقب حركة رؤوس الأموال من و إلى خارج الوطن.

أما في ما يتعلق بالفرضية الرابعة والتي تنطلق من أن الاستثمار الأجنبي لا يساهم في تمويل التشريعات بشكل كبير، فقد تم التحقق من صحتها من خلال ما يلي:

- معطيات الفصل التطبيقي تؤكد أن قيمة استثمار المحفظة (الإستثمار الأجنبي غير المباشر) كانت معدومة تمام خلال كامل فترة الدراسة ؛
- الجزائر تشهد تأخرا كبيرا في توفير وتعميم تكنولوجيا المعلومات و الإتصال، وتؤكدنا من ذلك عن بواسطة مؤشر تكنولوجيا الإعلام والإتصال في الجانب التطبيقي أين أظهرت الأرقام الرسمية حقائق مخيفة بشأن هذه التكنولوجيا، ومدى إنتشارها بين عموم المجتمع الجزائري، والمراتب الأخيرة التي إحتلتها الجزائر بين أمم العالم ؛
- البنوك الجزائرية تقوم بمنح الإئتمان دون تمييز بين القطاعين العام والخاص، وتمويلها غالبية المشاريع الإستثمارية، وهو ما أثبتته الأرقام الرسمية في الجانب المتعلق بمؤشرات البنوك الجزائرية من خلال عرض هيكل القروض في البنوك الجزائرية حسب القطاع، والتي بينت لنا التقارب في النسب بين القطاعين خلال كامل فترة الدراسة ؛
- مؤشرات الإستثمار الأجنبي المباشر و بالتحديد مؤشر نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى إجمالي الاستثمارات في الجزائر أين أظهرت الأرقام مساهمته بنسب متواضعة جدا، وما نتج عنه من تحويل للعملة الصعبة للخارج.

ثالثا: عرض نتائج الدراسة

- تسعى مختلف الدول النامية جاهدة لتنمية أسواق أوراقها المالية، والإستفادة مما تقدمه من مزايا، والجزائر ليست إستثناء في ذلك، فالسلطات الوصية تبذل جهودا ملموسة في النهوض بها وجعلها في مصاف الأسواق الناشئة.
- إن ما توصلنا إليه من نتائج من خلال هذه الأطروحة، هي عبارة عن مقارنة تحليلية بين ما يمكن توفيره على أساس إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، وبين الواقع الذي تعمل من خلاله بورصة الجزائر، والتي سنعرضها من خلال ما يلي:

1- القوانين المتعلقة بالقيم المنقولة، و بإنشاء بورصة الجزائر، و التأخر الكبير في انطلاق العمل بها:

يظهر القصور المتعلق بالجانب القانوني في عدة زوايا أثرت بشكل كبير على تنمية بورصة الجزائر، فمثلا القانون المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 و 33 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993، والذي تضمنه القانون التجاري الجزائري، والمتعلق بتحديد القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة الجزائرية، لم يتطرق إلى تنوع الأوراق المالية مما يتيح فرصا أكبر للمستثمر بتنوع إستثماراته، و إنما اقتصر الإصدار على:

- سندات كتمثيل لرأسمالها، وهي تمثل الحصص التي يقدمها الشركاء في رأس مال الشركة ؛
- سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها ؛
- سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى، تمثل حصة معينة لرأس مال الشركة عن طريق التحويل أو التبادل، أو أي إجراء آخر.

والملاحظ هنا هو عدم ظهور الأسهم الممتازة والمشتقات المالية بمختلف أنواعها، وإنما تم التركيز على السندات، والتي تعتبر قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، كما يشترط القانون مرور سنتين على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة، وهذه مدة طويلة نسبيا خاصة إن كانت المؤسسة المعنية تتمتع بمركز مالي سليم.

أما فيما يخص مدة إنهاء الصفقات التي تتم داخل البورصة (مدة التسوية والتسليم)، فالمعيار الدولي المعتمد هو أن أقصى أجل لإنهاء الصفقات هو يوم + ثلاثة أيام بعد إجراء الصفقة كأقصى حد، أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر فهو يوم+30 يوم، وهي مدة زمنية طويلة جدا إذا ما قورنت بالمعايير الدولية.

الإطار التشريعي البطيء جدا في عملية التنفيذ والمتابعة، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في 23 ماي 1993، إلا أن تعيين أعضائها كان بتاريخ 1995/12/27، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم إلا في شهر فيفري 1996، و تم تدشين بورصة الجزائر رسميا في 04 أوت 1999، أي أنها فترات طويلة جدا تفصل بين الإعلان عن التأسيس، و الإعلان عن الإنطلاقة الرسمية لها، في هذه الحالة نتكلم عن سنوات مجرد تحقيق تقدم بسيط جدا.

أما في ما يخص شركة تسيير القيم المنقولة (SGBV)، والتي أنشئت بمقتضى المرسوم التشريعي المنشئ لبورصة الجزائر، وحددت مهامها في الفقرتين رقم 15 و 18 من القانون رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993، في حين انعقدت جمعيتها العامة التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 بمقر اللجنة، وفي هذه الحالة نتكلم عن أربعة سنوات، وهي فترة طويلة نسبيا إذا ما قورنت بالخطوات التي تقدمت بها الشركة.

وبخصوص الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)، و التي أنشئت بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مارس 1993، ولم يتم اعتماد الوسطاء، إلا بمقتضى المرسوم رقم 96-03 المؤرخ في 1996/07/03، كذلك في هذه الحالة تضي سنوات، في انتظار الإنطلاقة فيما يتوفر لنا فقط، وفي مجال الوسائل والإجراءات الموضوعة، فإن الوسطاء في عمليات البورصة لا يزال يعانون من النقص فيما يأتي:

- الإستقلالية في المجال المالي، واتخاذ القرار المرتبط بالنشاط ؛

- البرمجيات المعلوماتية اللازمة لتسيير النشاط.

أما فيما يخص إدارة الأوراق المالية، فإن سوق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة يبقى غير موجود من الناحية العملية، إذ أن رأسمال الشركة الوحيدة الموجودة والمتمثلة في شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم" التي تم اعتمادها في سنة 1998، ما زال دائما مقفلا ؟ ولا يجوز له إلا المساهمون المؤسسون دون سواهم، أي انه بعد مرور أكثر سبعة عشرة سنة (17)، ولم تفتح بعد على الجمهور.

مما سبق التطرق إليه هناك تأخر كبير، في إنطلاق العمل ببورصة الجزائر، وعلى مستوى كل الهيئات المكونة للبورصة، سواء من الناحية التشريعية أو القانونية المؤسسة لها، أو من الجانب التقني والمتمثل في المعدات والأدوات اللازمة لتجهيز السوق وانطلاق العمل بها، بمعدل يصل

حسابه بالسنوات، بل حتى عملية اتخاذ القرار على مستوى بالغ الأهمية والمتمثل في مؤسسة الوساطة المالية غير ممكنة وتخضع لسلطة أعلى، والتي يفترض أن تقوم بمعالجة مختلف العمليات بسرعة كبيرة جدا؟ وهو ما يفسر بشكل واضح عدم تطور بورصة الجزائر إلى يومنا هذا.

2- الضعف الكبير للأداء الإقتصادي لبورصة الجزائر:

تجلى هذا الضعف بشكل كبير من خلال التذبذب الذي شهدته مؤشرات البورصة، وحتى هذا التغير كان في الحدود الضعيفة جدا للأداء والتي يمكن أن نبينها من خلال ما يلي:

- ما يتم تداوله في بورصة الجزائر هو عدد محدود من التنوع في الأوراق المالية، وعدد محدود جدا من الشركات المدرجة ؛
- التذبذب الكبير في سوق الإصدار بقيمة إجمالية لم تتجاوز 16 مليار دينا في أحسن أحوالها ؛
- معدل رأس المال السوقي في بورصة الجزائر ضعيف جدا ؛
- البورصة في الجزائر لا تساهم في تمويل الاقتصاد الوطني بالشكل الذي كان مرجوا من إنشائها، ولا تعتبر كبديل للبنوك التجارية في عملية تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية أو الخاصة ؛
- عدم الاستقرار في رأس المال السوقي خلال الفترة محل الدراسة، وهو دليل على عدم استقرار السوق مما أثر على نموها ؛
- معدل الدوران في سوق التداول الجزائري ضعيفة جدا.

3- العوامل التكنولوجية والتقنية:

أثبتت الدراسة التطبيقية أن تكنولوجيا المعلومات و الإتصال في الجزائر لم ترقى إلى ما هو مطلوب على المستوى الدولي ولا يزال هناك الكثير من العمل للرقى بهذا القطاع على المستوى الوطني، أما بالنسبة لما هو مطبق منها في البورصة فيما يتعلق ببرمجيات المعلوماتية المحاسبية والمالية المتعلقة ببورصة الجزائر، ورغم محاولة تزويدها بمعدات متقدمة، وتكوين الأطارات المؤهلة لتسييرها والتعامل معها، إلا أن بورصة الجزائر تعاني نقصا كبيرا في:

- التكنولوجيا المرتبطة بمعالجة المعلومات، فعلى سبيل المثال لا الحصر فإنها تعاني من نقص في تنظيم هياكل ماسكي الحسابات - حافظي السندات، وتعلق العيوب التي لوحظت، في الغالب، بما يأتي:

- عدم وجود محاسبة خاصة بالسندات ؛
- عدم وجود برمجيات معلوماتية ضرورية لتسيير السندات والأوراق النقدية ؛
- المراقبة الداخلية غير الكافية ؛
- النقص في إجراءات مسك الحساب على مستوى بعض البنوك ؛
- التأخر المسجل بشأن الإنتهاء من هذه العملية ؛
- إمكانيات الميزانية المحدودة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

يعتبر توفير المعدات التكنولوجية والبرمجيات الحديثة والمتعلقة بالمعلومات المالية والمحاسبية، وكذا تكنولوجيا الإعلام والاتصال من أهم العوامل الأساسية المؤدية إلى تطوير التعاملات بالبورصة، إلا أن الملاحظ وحسب المصادر الرسمية أن بورصة الجزائر تعرف عجزا كبيرا في هذا المجال، مما يفسر جانباً كبيراً في أسباب تخلفها، وعدم مواكبتها التطورات العالمية الحديثة، وفي ما يخص تطبيق النظام المحاسبي المالي الجديد، هناك مجموعة من المشاكل في تطبيقه، والمتمثلة أساساً في ما يلي:

- تسجيل طلبات إرجاء أجل النشر التي تقدم بها المصدرون بسبب النظام المحاسبي المالي ؛
- عدم وجود بيانات تتعلق بتقييم الآثار التي تمت معابنتها بحكم التغيير الذي طرأ في المرجعية المحاسبية.

إن المؤسسات على المستوى العالمي تستعمل تقنيات متطورة في إدارة شؤونها اليومية وكذا الإستراتيجية، فهي تستفيد مما توفر تقنيات المحاسبة التحليلية والتسيير المالي، كما تستعين بخبراء لمستشارهم في مختلف المجالات السابقة الذكر، وكذا في ما يتعلق بالمحيط المالي والإقتصادي، على المدى المتوسط والبعيد، إلا أن الملاحظ حول المؤسسات الجزائرية المدرجة في البورصة والتي تعتبر كبرى المؤسسات في الجزائر، ليس بمقدورها حتى التحكم في تقنيات المحاسب العامة، وبمجرد العمل بالنظام المحاسبي الجديد لم تستطع مجارات الوقت الممنوح لها وإصدار جداولها المالية، في صورتها التقليدية، لتقدم الطلب بمنحها المزيد من الوقت، لتتمكن من الإنتهاء من قوائمها المالية الأساسية، وهو ما يفسر بشكل واضح بعدنا كل البعد عن ما هو متعارف عليه في ما يخص معايير الدولية حول الشفافية والإفصاح.

4- الجانب المتعلق بالمعلومات والاتصال:

من خلال التقارير الرسمية المحلية والدولية، يتبين لنا بأن المعلومات المالية التي يتم تبليغها في بورصة الجزائر هي في الواقع معلومات موجزة، وتفتقد إلى كل تحليل وتعليق بشأن سياسة الإستثمار، ونسب التحليل المالي والآفاق المستقبلية، كما يلاحظ غياب المنشورات و المجالات المتخصصة بمجال المال والأعمال، و مكاتب التحليل والخبراء في هذا المجال، إذ يقتصر الأمر على الجداول المالية والمحاسبية التي تعرضها المؤسسات المسجلة في البورصة (قبل البدء بالنظام المحاسبي الجديد)، وهذا في نهاية السنة المالية، كما يلاحظ من خلال التقارير الدولية الإنعدام التام للمعلومة المالية في الجزائر الأمر الذي لا يشجع على جذب الإستثمارات الأجنبية.

5- الإفصاح والشفافية:

بالرغم من الجهود المبذولة من طرف السلطات الجزائرية، إلا أن بورصة الجزائر لم تصل بعد إلى درجة أن تواكب بها التطورات العالمية المهادفة إلى إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح الكلي والمستمر وبشفافية تامة، والتركيز على إحترام مواقيت النشر.

6- حركة رؤوس الأموال في الجزائر:

تبين لنا من خلال الجانب التطبيقي بأن الجزائر تعتمد سياسة الكبح المالي، من خلال تحكم بنك الجزائر في سعر الفائدة على القروض والودائع، توجيه سعر الصرف ومراقبة حركة رؤوس الأموال من وإلى الجزائر.

7- البنوك التجارية الجزائرية:

تبين لنا من خلال دراسة حالة الجزائر أن البنوك الجزائرية تمتلك فوائض مالية كبيرة لكنها غير مستغلة بشكل كبير مما خلق لها مشكل فائض السيولة، كما أنها تعمل في جو يفتقر إلى القوانين التي تحمي المتعاملين الإقتصاديين، و دون توفر المعلومات اللازمة والهاممة لعملية اتخاذ القرار الإئتماني، مما أثر على مناخ الاستثمار بشكل عام في الجزائر، الأمر الذي يؤكد على محدودية نجاعة السياسات التي تم تطبيقها في إطار تحديث المنظومة المالية والبنكية وهيبتها للمنافسة الدولية.

8- الخوصصة:

رغم الجهود المبذولة من طرف السلطات الجزائرية في عملية الخوصصة ونجاحها في تهيئة الأجواء الملائمة للنشاط الخاص، بدليل العدد الكبير للمؤسسات الخاصة التي تنشط في السوق والتي شكلت غالبية الإستثمارات، إلا أنها من تعاني جملة صعوبات أثرت على البيئة الإستثمارية في الجزائر وأهمها:

- عدم قابلية بعض المؤسسات للخوصصة بسبب بنيتها الإجتماعية، وتأثيرها بمخلفات الإقتصاد الموجه ؛
- المركز المالي السيئ للمؤسسات المراد خوصصتها ؛
- الصعوبات المرتبطة بمحيط المؤسسة القابلة للخوصصة، في ما يخص المنافسة، وعدم وجود مشترين مؤهلين ؛
- تركيز المستثمرين الأجانب على القطاعات الإستراتيجية ؛
- عدم توفر بدائل تتيح التمويل المناسب للمؤسسات التي تنشط في الجزائر.

9- بيئة الإستثمار الأجنبي المباشر:

إن المرسوم التشريعي رقم 93-12 المتعلق بترقية الإستثمارات، يؤكد على أن القوانين المالية في كل سنة تأتي بتعديلات حسب الظروف الإقتصادية والمالية للبلاد، إضافة إلى إبرام اتفاقيات ثنائية ومتعددة الأطراف وانتهاج نظام الخوصصة للمؤسسات العمومية، وخلق مؤسسات مرافقة له، وهذه الإصلاحات كلها من أجل التحول إلى نظام اقتصاد السوق، و الإنفتاح نحو العالم الخارجي.

يظهر هذا التفتح جليا من خلال القوانين التي أصدرتها الدولة في فترة الثمانينات والتسعينات وبداية الألفية الثالثة، وبهذه القوانين تكون الجزائر قد وفرت الجو والشروط القانونية لضمان الإستثمار الأجنبي، والشيء الذي يثبت نية الجزائر في تحرير الإستثمار هو إمكانية اللجوء إلى التحكيم الدولي، وما يمكن قوله في هذا الصدد أن هناك تطابق بين المبادئ التي تبنتها الجزائر على المستوى الداخلي، والمبادئ المكرسة على المستوى الدولي، وبذلك إنسجمت السياسة الإقتصادية الجزائرية مع توجهات إقتصاد السوق.

لكن صدور قانون المالية التكميلي لسنتي (2009 - 2010) والمتضمن التدابير الجديدة المتعلقة بالإستثمار الأجنبي في الجزائر، والذي ناقض كل ما سبق تأكيده في المرسوم التشريعي رقم 93-12 المتعلق بترقية الإستثمارات، خاصة في مجال التحفيزات الموجهة للإستثمار، إذ ينص على أن:

- الإستثمارات الأجنبية لا يمكن أن تنجز إلا في إطار الشراكة، بحيث تكون حصة المساهمة الوطنية للمقيمين تمثل نسبة 51% على الأقل من رأسمال الشركة، وأن كل مشروع استثمار أجنبي يجب أن يعرض على المجلس الوطني للإستثمار لدراسته وإبداء الرأي فيه ؛

- لا يمكن لشركات الإستيراد الأجنبية أن تمتلك رؤوس الأموال الأجنبية بنسبة 100%، ولكن يتعين عليها أن تفتح مساهمتها بنسبة 30% لفائدة رؤوس الأموال الجزائرية ؛

- لا يمكن بالنسبة إلى شركات الإنتاج الراجعة في الإستقرار بالجزائر، أن تنجز استثماراتها في المستقبل إلا في إطار الشراكة مع المتعاملين الجزائريين الذين يجب أن يحوزوا نسبة 51% من الرأسمال، مع إلزامية إعادة استثمار أرباح المزايا المرتبطة بالإستثمارات خلال أربع (4) سنوات بعد تحقيقها ؛

- فرض ضرائب على فوائض القيمة المتصلة بالإمتيازات الممنوحة، وفرض رسوم على عمليات نقل فروع الشركات الأجنبية ؛
- حق النظر والشفعة على عمليات التنازل عن الأصول التي تقوم بها المجموعات المحلية والأجنبية، كما أن أي مشروع يجب أن يترتب عليه دخول مبالغ من العملة الصعبة تفوق المبالغ التي تخرج من هذه العملة، إذ أنه من الطبيعي أن تساهم المؤسسات الأجنبية الموجودة في الجزائر وتشارك في ثراء البلاد ؛

- شروط جديدة في مجال منح الصفقات العمومية للمؤسسات الأجنبية الذي يتجسد من خلال التقليل من عملية اللجوء إلى المؤسسات الأجنبية إلى أدنى درجة لفائدة المؤسسات العمومية، ويمكن بذلك أن تحصل المؤسسات الجزائرية على عقود من خلال عروض تفوق بنسبة 25% العروض التي تقدمها المؤسسات الأجنبية المنافسة، في مقابل نسبة 15% المعمول بها في الوقت الحاضر.

إن الشروط التي فرضها قانون المالية التكميلي لسنتي (2009-2010) والمتضمن التدابير الجديدة المتعلقة بالإستثمار الأجنبي في الجزائر، ترجعنا إلى نقطة البداية وتجعل المتابع لشأن الإستثمار في الجزائر وكأنه يدور في حلقة مفرغة، لا مخرج منها، إذ أن المسؤول عن إصدار هذا المرسوم وكأنما يريد به الرجوع إلى زمن الحكم الإشتراكي وفق مقاليد الحكم الموجه، من خلال فرض قيود تركت صداها في العالم الغربي، أدت إلى تحفظ المستثمرين الأجانب، وكذا الدول الغربية، لما له من آثار تعمل على تقييد حرية المستثمر بتحديد نسب تملكه لرأس المال المستثمر في المشروع، وكذا حرية إنتقال رؤوس الأموال عن طريق فرض ضرائب على الأرباح المحققة، وإشتراط إعادة إستثمارها في ما لا يقل عن أربع (4) سنوات، كما أنه يفرض رقابة على أرباح المؤسسات والتي يجب أن تحقق أكثر من رأسمالها المستثمر.

هذه القرارات المفاجئة والمرتبلة، تعطي صورة نمطية عن مناخ الإستثمار في الجزائر، وتفسر عدم نجاحه في جلب الإستثمارات الأجنبية، والتي تحبذ العمل في بيئة مستقرة يحكمها القانون، و العدل بين الجميع، في ظل الإقتصاد المفتوح، إضافة إلى ما سبق فإن قطاع الإستثمار لا يزال يعاني من مشاكل هيكلية كبيرة يمكن حصرها في ما يلي:

- تباطؤ نمو الهياكل القاعدية، وتراجع فعاليتها عبر الزمن ؛
- بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجد صعوبة في الحصول على التمويل اللازم لها ؛
- نقص المعلومات المالية والحاسبية الخاصة بالإستثمار الأجنبي المباشر وعلى مستوى كل القطاعات ؛
- صعوبة الحصول على عقار صناعي رغم الإصلاحات ؛

- صعوبة الإجراءات الإدارية وتعقيدها ؛
- إنعدام التنسيق بين الوزارات المعنية، والمؤثرة بشكل مباشر على بيئة الإستثمار ؛
- إنعدام المنافسة في بعض الأسواق، وهيمنة الشركات العمومية، وأصحاب المصالح المتحكمون بها.

10- الضرائب والجمارك:

نجحت الجزائر إلى حد كبير في تكيف أنظمتها الضريبية والجمركية تماشيا مع متطلبات الإفتتاح العالمي بدليل إلتزام الجزائر بمعدلات جمركية قليلة وفق إتفاق الشراكة الأورومتوسطية وهو ما يؤهلها في هذا المجال للإلتزام بالمنظمة العالمية للتجارة، كما أن معدل الضغط الضريبي مقبول ومشجع على الإستثمار.

رابعا: التوصيات.

من خلال الأطروحة التي قدمناها، وبناءا على النتائج التي توصلنا إليها يمكننا تقديم بعض التوصيات والتي نراها مهمة في تصورنا وهي كالتالي:

- إنضمام الجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة، وما سيحققه لها هذا الإنضمام من منافع من جراء التسهيلات الممنوحة للدول النامية، من خلال ما تضمنه إتفاقيات المنظمة، خاصة ما تعلق بمبدأ الدولة الأولى بالرعاية، وما توفره اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية ؛
- على الجهات المعنية توفير الأطر التشريعية والقانونية، التي تعمل على تنظيم البنية الكلية و الجزئية بما يتماشى مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية على المستوى العالمي، خاصة ما تعلق بقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية، إضافة إلى القوانين المنظمة للإستثمار الأجنبي، والضريبة على أرباح الشركات، و المتعلقة بأرباح القيم المنقولة، وقوانين الجمارك ذات الصلة المباشرة بالسوق ومحيطه ؛
- عدم التماطل في إصدار وتطبيق التشريعات والقوانين، المتعلقة بالبورصة، أو بالمؤسسات التي تنشط من خلالها، والسهر على تطبيق القوانين في وقتها بدون تأخير ؛
- توفير مناخ إستثماري منسجم، ومتكامل خال من التناقضات التي تشوه بنيته، يتم من خلاله توفير كل المتطلبات القانونية و الإقتصادية والتقنية، اللازمة لتسهيل مختلف العمليات المرتبطة بتجارة السلع والخدمات، بما يتماشى مع ما هو مطبق في دول العالم المتطورة، حيث يتم من خلاله حماية جميع حقوق المتعاملين بشكل متساوي دون أي استثناء ؛
- العمل على تفعيل التشريعات والقوانين التي تلزم الشركات المدرجة في البورصة، بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حتى تكون للمعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح والشفافية المالية بما يتماشى مع ما هو مطبق في أسواق الأوراق المالية المتطورة ؛

- يجب أن تتضمن التشريعات والقوانين المتعلقة بأسواق الأوراق المالية على نصوص صريحة و واضحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين، مما سيثجع أفراد المجتمع على الإستثمار من خلالها ؛

- الإنفتاح على الإقتصاد الدولي، والتخلص من المخاوف التي أورثتها الإقتصاديات الموجهة، و الإندماج في المحيط العالمي، في ظل المنظمة العالمية للتجارة ؛

- تزويد البورصة بالآلات والمعدات المتطورة والخاصة بأنظمة التداول، وكذا مختلف العمليات المرافقة لها من إتصال على المستوى الدولي، وتسجيل العمليات، وتسوية المعاملات، وتوفير البرمجيات...، و ذلك من أجل زيادة قدرة السوق على التعامل مع مختلف القيم المنقولة، مما يؤدي لرفع كفاءتها وزيادة سرعة تنفيذها للعمليات بما يتماشى والنشاطات على المستوى العالمي ؛

- التقليل من فترة تسوية المعاملات، التي تتم بالسوق وتوفير كل ما يسهل ذلك، عن طريق جلب نظم تكنولوجيا الإتصال المتطورة، والتي تعمل على الربط بين مختلف المتعاملين، خاصة ما تعلق بتسوية المعاملات البنكية ونقل الحقوق المالية، والتأكد من سلامة العمليات التي تم إجراؤها ؛

- توسيع فرص الإستثمار في القيم المنقولة، بتنوعها، بما يتماشى مع ما هو متوفر في الإقتصاد الوضعي والإسلامي، وذلك لتوفير الفرص لجميع المتعاملين الأجانِب و المحليين ؛

- تعزيز وتقوية كل ما يتعلق بالشفافية والإفصاح، مما يعمل على تعزيز ثقة المستثمر، بتوفير وسائل الإتصال ذات الجودة العالية في المجال المالي، ولهذا السبب يتعين إلزام الشركات المسعرة في البورصة أن تعمل على بذل جهود إضافية وتقوم بالمبادرات من خلال تنظيم إجتماعات إعلامية ونشر الحوارات التلفزيونية، والإعلانات المالية، والتواصل مع المساهمين، وكذلك العمل على التحيين المنتظم لمواقع الويب على شبكة الإنترنت، وذلك عند نشر الكشوف المالية وغيرها من الأحداث ذات الدلالة في حياة الشركة ؛

- تقديم حوافز ضريبية تشجع المستثمرين المحليين والأجانِب، لتشمل الأرباح المحققة من النشاطات الإنتاجية، وكذا تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالقيم المنقولة ؛

- العمل على متابعة عملية الخصخصة وتشجيع الإستثمار من خلالها، وإزالة كل المعيقات التي تبطئ سيرورتها، والسهر على إشراك سوق الأوراق المالية في هذه العملية بتوفير كل الحوافز للمستثمرين، والتركيز على خصخصة المؤسسات الناجحة التي تمتلك مراكز مالية جيدة، الأمر الذي يسهل فتحها أمام الجمهور، ويوفر لها وسائل بديلة للتمويل دون اللجوء إلى البنوك ؛

- تشجيع ثقافة الإدخار و الإستثمار لدى الأفراد، من خلال مراعاة مختلف الجوانب الثقافية والدينية للمجتمع، ومطابقة القوانين المنظمة لها بما هو متعامل به دوليا، والعمل على نشر التربية الإدخارية بين الأفراد باستخدام جميع الوسائل المتاحة، الإعلامية والتعليمية في مختلف مراحل دراستهم وحياتهم، وكذا العمل في نفس الإطار السابق على زرع الثقافة الإستهلاكية المتوازنة، وعدم التبذير المؤدي إلى هدر الموارد المحدودة والمتاحة ؛
- التزام الجزائر بتطبيق اتفاق تحرير تجارة الخدمات المالية بشكل متأني و ممنهج والاستفادة من الوقت الانتقالي الممنوح لها، وذلك بتكييف مختلف إمكاناتها المادية والبشرية والقانونية بشكل يسهل عملية التحرير المالي وبأقل تكاليف ممكنة، وبما يعود بالفائدة على الإقتصاد المحلي ؛
- العمل على تشجيع المشاريع المشتركة بين المؤسسات المحلية والأجنبية، وذلك للإستفادة من الإمكانيات التكنولوجية والخبرات البشرية التي تمتلكها المؤسسات الأجنبية ؛
- تشجيع الإستثمار في مجال تكنولوجيا الاتصال و المعلومات، وبالخصوص الموجه للقطاع المالي المحلي، وذلك لمسايرة التقدم الكبير الذي تتمتع به الدول الأجنبية في هذا المجال والذي يوفر لها سرعة ومرونة كبيرة في أداء مختلف الخدمات المالية ؛
- العمل على تحرير حركة رؤوس الأموال، و الإستفادة من خبرات البلدان السابقة في مجال تحرير تجارة الخدمات المالية، والتي نجحت في استغلال تحرير القطاع المالي والبنكي، والعمل على تقديم خدمات بنكية حديثة، ترقى إلى مستوى خدمات البنوك الأجنبية، خاصة المتعلقة بالبورصة ؛
- تنظيم القطاع المالي وذلك بإصدار تشريعات رقابية وتنظيمية بشكل تراعى فيه مصالح المؤسسات المالية المحلية، ويحفظ فيه حقوق المؤسسات الأجنبية، وتقديم الدعم التقني و المالي للبنوك المحلية خلال المرحلة الانتقالية، وذلك لتمكينها من مواجهة المنافسة المحتملة من البنوك الأجنبية ؛
- العمل على الإستفادة من الفوائض المالية التي تم تحقيقها خلال سنوات إرتفاع أسعار المحروقات، وعدم إكتنازها، وتوجيهها نحو الإستثمارات المحلية.

خامسا: آفاق البحث.

تناولت هذه الأطروحة أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على تنمية أسواق الأوراق المالية، إن المتغير المستقل المكون لعنوان الأطروحة، والمتمثل في اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية شمل مختلف الخدمات البنكية وخدمات التأمين، والخدمات المتعلقة بسوق الأوراق المالية، وذلك على المستوى الدولي، وفي حدود بحثنا تطرقت الدراسة إلى الخدمات التي يمكن أن توفرها اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية لبورصات القيم المنقولة، باعتبارها من أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها الدول المتطورة، والتي تسعى لتفعيلها الدول النامية، ولذلك وبناء على ما سبق ذكره يمكن تناول هذا الموضوع من عدة زوايا، وهذا في حدود علمنا، وأهمها:

- أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على قطاع التأمينات بالدول النامية ؛
- أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على تنمية القطاع البنكي بالدول النامية ؛
- أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على حركة رؤوس الأموال المرتبطة بالإستثمار الأجنبي المباشر ؛
- أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على حركة رؤوس الأموال المرتبطة بالإستثمار الأجنبي غير المباشر ؛
- أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على حركة رؤوس الأموال المرتبطة بها.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية.

أ- الكتب:

- 1- أحمد عبد العزيز الشرفاوي، السياسة الضريبية والعدالة الإجتماعية، معهد التخطيط القومي، القاهرة، مصر، 1981.
- 2- أحمد علي دغيم، اقتصاديات البنوك، الطبعة الثانية، مكتبة مدبولي، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 3- ثابت عبد الرحمان، جمال الدين محمد المرسي، الإدارة الإستراتيجية، مفاهيم ونماذج تطبيقية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 4- حمدان الطاهر حيدر، مبادئ الإستثمارات، الطبعة الثانية، دار المستقبل للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2007.
- 5- خلدون إبراهيم شريفات، إدارة و تحليل مالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.
- 6- رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 7- سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 8- صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية: دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، مصر، 2009.
- 9- ضياء المجيد الموسى، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها (الأسهم، السندات)، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 10- عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد المالي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 11- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 12- عبد الله سالم، الخصخصة وتقييم الأصول في البورصة، مكتبة النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1996.
- 13- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 14- محسن أحمد الخيضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، إشتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006.
- 15- محمد الصالح وآخرون، إستقلالية المؤسسات العمومية الإقتصادية: تسيير واتخاذ القرارات في إطار المنظور النظامي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
- 16- منير إبراهيم الهندي، إدارة الأسواق المالية والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 17- منير إبراهيم الهندي، إدارة البنوك التجارية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 18- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2007.
- 19- منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خوصصة المشروعات العامة، خلاصة الخبرات العالمية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2005.
- 20- نبيل مرسي خليل، هل يمكن لشركتك النجاح بدون إعداد خطة إستراتيجية؟، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1995.
- 21- نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة، جامعة حلوان، القاهرة، مصر، 2007.
- 21- يونس إبراهيم حيدر، الإدارة الإستراتيجية للمؤسسات والشركات، مركز الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2003.
- 22- يونس أحمد البطريق، اقتصاديات المالية العامة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

ب - أطروحات الدكتوراه:

- 23-** بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها - دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 24-** زايد مراد، دور الجمارك في ظل إقتصاد السوق - حالة الجزائر -، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 25-** سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس و الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 26-** فارس فضيل، أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر و المملكة العربية السعودية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم: العلوم الاقتصادية فرع: التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004.

ج-رسائل الماجستير:

- 27-** طالبي محمد، الرقابة الجبائية في النظام الضريبي الجزائري، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002.
- 28-** طويل آسيا، دور الجمارك في حماية الإقتصاد الوطني، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.
- 29-** عيجولي خالد، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية المعاملات المالية - دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 30-** محمد فهد نادر العجمي، دور الإفصاح المحاسبي في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، الأردن، 2006.
- 31-** مختاري عبد الجبار، أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على مصادر تمويل التجارة الخارجية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر 2009.
- د- المجلات والمقالات:
- 32-** حمدي عبد العظيم، خارطة طريق للتدريب و ثقافة البورصة، مجلة البحوث الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، عدد خاص، أفريل 2004 .
- حيدر نعمت بخت، سياسات التحرير في البلدان العربية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 25، 2005.
- هـ- الملتقيات:
- 33-** صالح أحمد صالح، عولمة أسواق رأس المال في إطار اتفاقية تحرير الخدمات المالية، المخاطر وأساليب مواجهتها، بحث مقدم إلى مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية لإتفاقيات منظمة التجارة العالمية، المنعقد من 09-11 ماي 2004، دبي.
- 34-** صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الأول حول: حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، المنعقد بكلية الإقتصاد، جامعة دمشق، من 15-16 أكتوبر 2008.

- 35-** الجزائر، الجريدة الرسمية، المرسوم التنفيذي 10/93 المؤرخ في 1993/03/23.
- 36-** الجزائر، المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- 37-** الجزائر، بمقتضى المرسوم التشريعي لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 97-03 المؤرخ في 1997/11/18.
- 38-** الجزائر، المادة 15 من الجريدة الرسمية، العدد 47، الصادرة في: 22 أوت 2001، ص:12.
- 39-** الجزائر، المرسوم التشريعي رقم 93-12 المؤرخ في 05 أكتوبر 1993 يتعلق بترقية الإستثمار، الجريدة الرسمية، عدد 64-93 الموافق لـ 10 أكتوبر 1993.
- 40-** الجزائر، المرسوم التنفيذي رقم 94-321 المؤرخ في 17 أكتوبر 1994 المتعلق بترقية الإستثمار وتعيين شروط مناطق التوسع الاقتصادي وضبط حدودها.
- 41-** الجزائر، المرسوم التنفيذي رقم 94-320 المؤرخ في 17 أكتوبر 1994، المتعلق بالمناطق الحرة، الجريدة الرسمية رقم 67-94 الموافق لـ 19 أكتوبر 1994.
- 42-** الجزائر، الأمر رقم 03-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الإستثمار، الجريدة الرسمية رقم 47-01 الصادرة في 22 أوت 2001، المواد 7 - 14.
- 43-** الجزائر، الأمر رقم 03-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية رقم 47-01 الصادرة في 22 أوت 2001، المواد 11-11-29-30-31.
- 44-** الجزائر، القانون رقم 01-12 المؤرخ في 27 ربيع الثاني 1422، 2001 المتضمن قانون المالية التكميلي، الجريدة الرسمية رقم 38، الموافق لـ 19 يوليو لسنة 2011.
- 45-** الجزائر، المرسوم التنفيذي رقم 94-319 المؤرخ في 17 أكتوبر 1994 المتعلق بنشأة وكالة ترقية ودعم الإستثمار وتحديد صلاحياتها وتنظيم سيرها.
- 46-** الجزائر، الأمر رقم 03-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية رقم 47-01 الصادرة في 22 أوت 2001، المواد 01-06.
- 47-** الجزائر، المرسوم التنفيذي رقم 01-281 المؤرخ في 24 ديسمبر 2001 المتعلق بتنظيم وهيكلية المجلس الوطني للإستثمار، المادة الرابعة.
- 48-** الجزائر، الأمر رقم 03-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 والمتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية رقم 47-01 الصادرة في 22 أوت 2001، المواد 18-19.
- 49-** القانون التجاري الجزائري، لاسيما المواد: 715، 592 - 594، 600 - 674.
- 50-** قانون النقد والقرض 90-10 المادة 184.
- 51-** قانون النقد والقرض 90-10 المادة 185.
- 52-** قانون النقد والقرض 90-10 المادة 187.
- 53-** قانون النقد والقرض 90-10 المادة 189.

- 54- تقرير اللجنة الاقتصادية لغرب آسيا، السياسات التكنولوجية في الأقطار العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، الأمم المتحدة، 1997.
- 55- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته لسنة 2008 .
- 56- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010 .
- 57- صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، 2000.
- 58- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سلسلة "الاستعلام عن: ماسك الحسابات (حافظ السندات)، الجزائر، 2004.
- 59- وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة الجزائرية، الجزائر، 2009.
- 60- تقرير بنك الجزائر لسنة 2008.
- 61- تقرير بنك الجزائر لسنة 2010.
- 62- تقرير بنك الجزائر لسنة 2012.
- 63- تقرير بنك الجزائر لسنة 2013.
- 64- تقرير بنك الجزائر لسنة 2014.
- 65- تقرير بنك الجزائر لسنة 2015.
- 66- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2003.
- 67- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2004.
- 68- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2005.
- 69- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2006.
- 70- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2007.
- 71- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2008.
- 72- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2009.
- 73- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2010.
- 74- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2011.
- 75- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2012.
- 76- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2013.
- 77- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2014.
- 78- تقرير المديرية العامة لضرائب لسنة 2015.

1-Livres:

79- Corynne Jaffaux, Bourse et financement des entreprises, DALLOZ, Paris, 1994.

80-M. LAURE, Influence de la fiscalité sur la formation de l'épargne, 2^{ème}, Dalloz, Paris, 1991 .

2-Articles:

81- Aaditya Mattoo, Financial Services and the WTO: Liberalization in the Developing and Transition Economies, WTO working papers are available 01 October 2001.

3 -Les rapports:

82- Nations Unies, Rapport d'activité, Examen de la politique de l'investissement en Algérie, Genève, décembre 2003.

83- O.C.D.E : Définition de références, détail des investissements internationaux, Paris 1983.

84- Organisation mondial du commerce, division de l'information et de la relation avec les médias , 2^{ème} édition, Genève, Suisse, 2001.

85-Rapport de présentation du P.C.N MF/ SNC Alger(1973).

86- Guide de COSOB, guide de l'introduction, 1997.

87- Cosob- Rapport annuel 2004.

88 -Cosob- Rapport annuel 2005.

89-Cosob- Rapport annuel 2006.

90-Cosob- Rapport annuel 2007.

91 -Cosob- Rapport annuel 2008.

92 -Cosob- Rapport annuel 2009 .

93-Cosob- Rapport annuel 2010.

94 -Cosob- Rapport annuel 2011.

95 -Cosob- Rapport annuel 2012.

96 -Cosob- **Rapport annuel** 2013.

97 -Cosob- **Rapport annuel** 2014.

98-Cosob- **Rapport annuel** 2015.

99 -Banque d'Algérie, **Rapport annuel**, 2004.

100 -Banque d'Algérie, **Rapport annuel**, 2005.

101 -Banque d'Algérie, **Rapport annuel**, 2006.

102 -Banque d'Algérie, **Rapport annuel**, 2007.

103 -Banque d'Algérie, **Rapport annuel**, 2009.

104 -Banque d'Algérie, **Rapport annuel**, 2014.

105 -Banque d'Algérie, **Rapport annuel**, 2015.

4 -Internet:

106 -http://www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/10-anfin_e.htm.

107 -<http://cyber.law.harvard.edu/rfi/papers/WTO.PDF>.

108 - http://www.wtoarab.org/data1/d4667828819cfep_IP.pdf .

109 - <http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/parlin.pdf>.

110 - <http://www.ulominsania.net>.

111 -<http://www.oecd.org>.

112 -http://www.wto.org/english/news_e/pres96_e/pr057_e.htm

113 - <http://www.tishreen.shern.net/new%20site/univmagazine/VOL272005/Ec>

114 -<http://www.saaaid.net/Doat/hasn/hawkama.doc>.

115 -<http://www.cosob.org/publications/publications>.

116 -<http://www.cosob.org/publications-rapports-annuels.htm>.

117 -<http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries>

118 -<http://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?page=2>

119 -<http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries>-

120-<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2013>-

122-<http://www.mptic.dz/ar/?-11> مؤشرات-تكنولوجيا, https://www.itu.int/dms_pub/itu-d/opb/ind/D-IND-ICT_CORE-2010-PDF-A.pdf .

123 -<https://itunews.itu.int/Ar/Multimedios/pdfs/27639.pdf> .

-
- 124**https://www.itu.int/en/ITU-T/Statistics/Documents/publications/mis2014/MIS2014_without_Annex_4.pdf.
- 125**-http://unctad.org/en/docs/iteipc20054_en.pdf
- 126**https://www.itu.int/en/ITU-T/Statistics/Documents/publications/mis2013/MIS2013_without_Annex_4.pdf.
- 127**-http://unctad.org/en/docs/iteipc20065_en.pdf.
- 128**-https://www.itu.int/en/ITU-T/Statistics/Documents/publications/mis2012/MIS2012_without_Annex_4.pdf.
- 129**-<http://www.statisticalconsultants.co.nz/blog/ict-development-index-2010.html>.
- 130**-http://unctad.org/en/docs/iteipc20065_en.pdf.
- 131**-http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_IT_Report_2015.pdf.
- 132**-https://www.itu.int/osg/spu/publications/worldinformationsociety/2007/WISR07_full-free.pdf.
- 133**-<http://562digitaldivide.wikidot.com/measurement>.
- 134**-<http://data.albankaldawli.org/indicator/IE.PPI.TELE.CD/countries>.
- 135**-<http://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.DPST/countries>.
- 136**-<http://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.LEND/countries>.
- 137**-<http://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.LNDP/countries>.
- 138**-<http://data.albankaldawli.org/indicator/IC.CRD.PRVT.ZS/countries>.
- 139**-<http://data.albankaldawli.org/indicator/BN.KLT.DINV.CD>.
- 140**-http://www.mfdgi.gov.dz/images/pdf/vos_impot.
- 141**-https://www.itu.int/dms_pub/itu-d/opb/ind/D-IND-ICT_CORE-2010-PDF-A.pdf .

فهرس المحتويات

III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
215	قائمة الأشكال البيانية.....
أ	المقدمة العامة.....
ت	الإشكالية.....
ث	فرضيات الدراسة.....
ث	مبررات اختيار الموضوع.....
ج	أهداف الدراسة و أهميتها.....
ح	تحديد إطار الدراسة.....
خ	منهجية الدراسة وأدواتها.....
خ	هيكل البحث.....
1	الفصل الأول: العوامل الأساسية والداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية.....
2	تمهيد الفصل.....
3	المبحث الأول: قراءة تحليلية لإتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية.....
3	المطلب الأول: المطلب الأول: إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية.....
4	أولاً: أقسام إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية.....
5	ثانياً: الملحق الخاص بتجارة الخدمات المالية.....
6	ثالثاً: تحليل نص الملحق الخاص بتجارة الخدمات المالية.....
7	المطلب الثاني: الخدمات المالية الموجهة للسوق المالي.....
13	المبحث الثاني: العوامل الأساسية لتنمية أسواق الأوراق المالية.....
13	المطلب الأول: القوانين المنظمة لإقامة الإطار المؤسسي لسوق الأوراق المالية.....
13	أولاً: تنظيم سوق الأوراق المالية.....
14	ثانياً: العضوية في سوق الأوراق المالية.....

15	ثالثا: الإلتزامات المتعلقة بنشر المعلومات.....
17	المطلب الثاني: حماية المستثمرين و تنظيم العمل بالسوق.....
17	أولا: وجود قوانين تحمي وتنظم التعامل في سوق الأوراق المالية.....
19	ثانيا: دور الحكومة في مراقبة سوق الأوراق المالية.....
19	ثالثا: القوانين المنظمة للتعامل في الأوراق المالية.....
23	المطلب الثالث: العوامل التكنولوجية والتقنية و دورها في عولمة البورصة.....
23	أولا: تكنولوجيا المعلومات و الاتصال.....
26	ثانيا: العوامل التقنية.....
29	ثالثا: حرية انتقال رؤوس الأموال.....
29	المطلب الرابع: دور البنوك في تنشيط أسواق الأوراق المالية.....
32	أولا: تمويل المستثمرين في السوق.....
32	ثانيا: الوساطة المالية وإدارة المحافظ.....
35	ثالثا: الأبحاث والإستشارات التي توفرها اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية.....
38	المبحث الثالث: العوامل الداعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية.....
38	المطلب الأول: الجانب التشريعي المتعلق بالخصوصية.....
38	أولا: الإطار القانوني التنظيمي للخصوصية.....
39	ثانيا: أهداف الخصوصية.....
40	المطلب الثاني: القوانين و التشريعات المنظمة للإستثمار.....
40	أولا: قانون الإستثمار الأجنبي المباشر.....
41	ثانيا: القانوني المنظم لحركة رؤوس الأموال المرافقة للإستثمار.....
42	المطلب الثالث: الجمارك و الضرائب.....
42	أولا: الجمارك.....
43	ثانيا: الضرائب.....
45	خلاصة الفصل.....
46	الفصل الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع.....
47	تمهيد.....
48	المبحث الأول: تقديم وتحليل الدراسات السابقة باللغة العربية.....
59	المبحث الثاني: تقديم وتحليل الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.....

67	المبحث الثالث: مساهمة الأطروحة.....
67	المطلب الأول خلفية إختيارنا للموضوع، وتحديد متغيراته الأساسية.....
67	أولا: أهمية الإستثمار في سوق الأوراق المالية.....
68	ثانيا: تحديد العوامل الأساسية التي توفرها الإتفاقية بشكل مباشر.....
69	ثالثا: تحديد العوامل الداعمة التي يجب توفرها لإنجاح العوامل الأساسية.....
71	المطلب الثاني: ما يميز دراستنا.....
73	خلاصة الفصل.....
74	الفصل الثالث: دراسة تحليلية للعوامل الأساسية و الداعمة لتنمية بورصة الجزائر.....
75	تمهيد الفصل.....
76	المبحث الأول: تحليل مؤشرات العوامل الأساسية.....
76	المطلب الأول: المؤشر القانوني (القوانين المنظمة لسوق الأوراق المالية وشركات المساهمة بالجزائر).....
76	أولا: تنظيم سوق الأوراق المالية والعضوية فيها.....
83	ثانيا: وجود قوانين تحمي وتنظم التعامل في سوق الأوراق المالية.....
91	المطلب الثاني: القوانين المنظمة لإنشاء شركات المساهمة في الجزائر و القيم المنقولة المصدرة لها.....
91	أولا: القوانين المنظمة لإنشاء شركات المساهمة في الجزائر.....
95	ثانيا: القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة وفق القانون التجاري الجزائري.....
103	المطلب الثالث: تحليل مؤشرات بورصة الجزائر.....
103	أولا: مؤشر حجم سوق إصدار الأوراق المالية ودرجة التركز.....
105	ثانيا: مؤشرات تقييم سوق الإصدار في الجزائر.....
110	ثالثا: مؤشرات التداول بسوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2004-2015).....
114	رابعا: مؤشر السيولة (معدل الدوران).....
116	المطلب الثالث: التطور التكنولوجي للمعلوماتية و دوره في عولة بورصة الجزائر.....
116	أولا: التطور التكنولوجي للمعلوماتية.....
120	ثانيا: مؤشر تنمية تكنولوجيا المعلومات و الاتصال.....
124	ثالثا: التكنولوجيات الجديدة التي تم تطبيقها في بورصة الجزائر.....
127	المطلب الرابع: مؤشرات التحرير المالي في الجزائر.....
127	أولا: مؤشر سعر الفائدة.....

128	.....ثانيا: مؤشر حرية دخول المستثمرين إلى السوق المالي.(السوق النقدي، سوق الأوراق المالية)
131	.....ثالثا: مؤشر فتح حساب رأس المال
135	.....المطلب الخامس: مؤشرات البنوك التجارية بالجزائر
136	.....أولا: مؤشر هيكل الودائع
138	.....ثانيا: مؤشر هيكل القروض
142	.....ثالثا: مؤشر نسبة إجمالي الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي
143	.....رابعا: مؤشر نسبة الائتمان المحلي إلى الادخار الإجمالي
146	.....خامسا: مؤشرات قوة الحقوق القانونية والمعلومات الائتمانية في الجزائر
150	.....المبحث الثاني: تحليل مؤشرات العوامل الداعمة
150	.....المطلب الأول: مؤشرات الخوصصة في الجزائر
150	.....أولا: الإطار القانوني التنظيمي للخوصصة في الجزائر
141	.....ثانيا: واقع الخوصصة في الجزائر
158	.....المطلب الثاني: مؤشر الإستثمار في الجزائر
158	.....أولا: القوانين و التشريعات المنظمة للإستثمار الأجنبي المباشر
163	.....ثانيا: المؤسسات الداعمة للإستثمار
167	.....ثالثا: واقع الاستثمار الأجنبي في الجزائر
180	.....المطلب الثالث: مؤشر الجمارك و الضرائب
180	.....أولا: مؤشر الجمارك في الجزائر
183	.....ثانيا: واقع الجمارك في الجزائر
190	.....ثالثا: مؤشر الضريبة في الجزائر
193	.....خلاصة الفصل
194	.....الخاتمة العامة
206	.....قائمة المراجع
214	.....فهرس المحتويات