

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

08th May 45-Guelma University
UNIVERSITE 08 MAI 45 -GUELMA



جامعة 08 ماي 45 قالمة

3/330.059

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

M/330.059
044

مذكرة تخرج مقدمة لتليل شهادة الماجستير

تخصص: نقود ومالية

الموضوع:



دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال
- حالة الجزائر -

من إعداد الطالب: شرياق رفيق

لجنة المناقشة:

رئيسا	أستاذ محاضر - جامعة قالمة -	د. معطي الله خير الدين
مقررا	أستاذ محاضر - جامعة سطيف -	د. جبار محفوظ
مناقشا	أستاذ محاضر - جامعة عنابة -	د. بن ثابت علي
مناقشا	أستاذ محاضر - جامعة قسنطينة -	د. بعلوج بو العيد
مناقشا	أستاذ مكلف بالدروس - جامعة قسنطينة -	أ. بن نعمون حمادو

السنة الجامعية: 2005/2004

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

التشكرات

أشكر الله سبحانه و تعالى الذي وفقني لإنجاز عملي هذا.

و أشكر كل من الأستاذ المشرف جبار محفوظ على نصائحه و تشجيعاته،

و الأستاذ بن نعمون حمادو الذي أدين له بكل آيات الشكر و التقدير

على ما قدمه لي من توجيهات سديدة و معلومات و مساعدات قيمة

كانت بمثابة الدليل المعين لإتمام هذا العمل.

كما أشكر كل من ساعدني على إنجاز هذا العمل

من قريب أو من بعيد.

الإهداء

إلى روح أبي الطاهرة.

إلى أمي أطال الله في عمرها

إلى سندي في الحياة إخواني و أخواني.

إلى كل زملاء و الأصدقاء.

إلى كل الأهل و الأقرباء.

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع.

فهرس المحتويات

التشكرات

الإهداء

أ	فهرس المحتويات
د	فهرس الجداول
هـ	فهرس الأشكال والرسومات البيانية
و	قائمة الملاحق
01	المقدمة

الفصل الأول: البنوك التجارية وأسواق رأس المال

06	تمهيد
07	I- عموميات حول البنوك التجارية
07	1- تعريف البنوك التجارية
07	2- السمات المميزة للبنوك التجارية
09	3- وظائف البنوك التجارية
13	4- ميزانية البنك التجاري
18	5- الأهداف العامة للبنوك التجارية
19	II- أساسيات أسواق رأس المال
19	1- مفهوم و وظائف سوق رأس المال
24	2- أقسام سوق رأس المال
28	3- الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال
43	4- الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال
47	خلاصة

الفصل الثاني: دور البنوك التجارية في سوق رأس المال وآلية تفعيل هذه السوق

48	تمهيد
49	I- كفاءة سوق رأس المال

49	1- مفهوم كفاءة سوق رأس المال وكيفية تحقيقها
51	2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
53	3- متطلبات كفاءة سوق رأس المال
55	4- المرتكزات الأساسية لكفاءة سوق رأس المال
58	5- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق
63	6- أهمية السوق الكفاءة وشروط قيامها
66	II- المجالات العملية لتدخل البنوك التجارية في سوق رأس المال
66	1- تكوين محفظة أوراق مالية خاصة بالبنك
73	2- تكوين وإدارة صناديق الاستثمار
79	3- إدارة محافظ الأوراق المالية للغير كأمين استثمار
81	4- القيام بعمليات الصيرفة الإستثمارية (بنك الإستثمار)
83	خلاصة
	الفصل الثالث: سوق رأس المال الجزائرية
84	تمهيد:
85	I- بورصة القيم المنقولة (بورصة الجزائر)
86	1- نشأة وتعريف بورصة الجزائر
86	2- الهيئات المنظمة و المراقبة لبورصة الجزائر
92	3- المتدخلون في بورصة الجزائر
98	4- شروط القبول و كيفية الإدراج و إجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر
103	5- أوامر البورصة و نظام تسعير و تداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر
104	6- نظام المتعاقبة والتسوية
107	II- سوق قيم الخزينة
107	1- الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة
110	2- الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق قيم الخزينة
113	3- تطور سوق قيم الخزينة الجزائرية
116	خلاصة

الفصل الرابع: دور البنوك التجارية في سوق رأس المال الجزائرية

117	تمهيد
118	I- دور البنوك التجارية في سوق القيم المنقولة الجزائرية
118	1- على مستوى السوق الأولية
129	2- على مستوى السوق الثانوية
134	II- دور البنوك التجارية في السوق السندي الجزائري
134	1- شركة إعادة التمويل الرهني (SRH)
139	2- شركة سوناطراك
145	3- الشركة الجزائرية للطيران
150	III- دور البنوك التجارية في سوق قيم الخزينة الجزائرية
150	1- برنامج الإصدار لسنة 2003
151	2- دور البنوك التجارية في السوق الأولية لقيم الخزينة
154	3- دور البنوك التجارية في السوق الثانوية لقيم الخزينة
158	خلاصة
159	الخاتمة

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
121	نتائج الإكتتاب في أسهم إرياض سطييف عبر البنوك	1-4
122	توزيع أسهم إرياض سطييف بين مختلف المكتتبين	2-4
125	نتائج الإكتتاب في أسهم صيدال على مستوى الوسطاء و البنوك	3-4
128	نتائج الإكتتاب في أسهم الأوراسي عبر مختلف البنوك والوسطاء	4-4
130	الأوامر المجمعفة من طرف BADR و SPDM خلال 2001 و 2002	5-4
132	عمليات البيع والشراء التي قام بها BEA خلال 2002 و 2003 لصالح عملاته	6-4
133	عمليات البيع والشراء التي قام بها BEA لحسابه الخاص خلال 2002 و 2003	7-4
136	بيان العطاءات الخاصة بشريحي الإصدار لشركة SRH	8-4
138	نتائج المناقصة الخاصة بالإصدار السندي لشركة SRH	9-4
141	بيان العطاءات المقدمة و الخاصة بسندات سوناطراك	10-4
143	نتائج المناقصة الخاصة بسندات سوناطراك	11-4
148	نتيجة المناقصة الخاصة بالجزء الأول من الإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران	12-4
148	نتيجة المناقصة الخاصة بالجزء الثاني من الإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران	13-4
150	أنواع قيم الخزينة المصدرة سنة 2003	14-4
152	وضعية السوق الأولية لقيم الخزينة حسب المؤسسات المكتتبة لعام 2003	15-4
155	عمليات التداول في السوق الثانوية لقيم الخزينة خلال سنة 2003	16-4

فهرس الأشكال و الرسومات البيانية

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	مكونات السوق الثانوية و العلاقة التي تربط بينها	27
2-1	مكونات أسواق المال	28
3-1	أنواع حقوق الإختيار	38
1-2	المعلومات المنشورة و المتعلقة بالمؤسسة المقيدة في سوق رأس المال	57
2-2	الإطار العام لدور المتعهد في تغطية الإصدار	82
1-3	تنظيم انطلاقة شركة تسيير بورصة القيم	90
2-3	مخطط إجراء العرض العمومي للبيع	102
3-3	مخطط السير العام لبورصة الجزائر	106
4-3	تنظيم سوق قيم الخزينة	112
1-4	نسبة مساهمة كل مكتب في أسهم إرياض سطيف	123
2-4	الأوامر المجمعمة من طرف BADR و SPDM خلال 2001-2002	131
3-4	نتائج الإكتتاب في سندات سوناطراك	144
4-4	توزيع حصص الإكتتاب في الجزء الثاني من القرض السندي للشركة الجزائرية للطيران	149
5-4	توزيع المبالغ المكتتبة في السوق الأولية لقيم الخزينة لسنة 2003	154
6-4	توزيع المبالغ المكتتبة في السوق الثانوي لقيم الخزينة لسنة 2003	156

قائمة الملحق

العنوان	رقم الملحق
إشعار بتنفيذ أمر شراء أو بيع الأوراق المالية	01
برنامج إصدارات الخزينة العمومية لسنة 2003	02
أمر بيع/ شراء الأوراق المالية المتداولة في البورصة	03
نموذج المناقصات الخاصة بالإصدار السندي لشركة SRH	04
تأشير لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة على المذكرة الإعلامية المتعلقة بالإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران	05
إثبات عمليات التداول على سندات الشركة الجزائرية للطيران	06
نموذج المناقصات الخاصة بالإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران	07
طلبات وعروض المختصين في قيم الخزينة	08
أمر بيع / شراء قيم الخزينة (خاص بالسوق الثانوية لقيم الخزينة)	09
رسملة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004	10
نموذج لعملية تداول ورقة مالية مسعرة بالبورصة	11

المقدمة

المقدمة

1- أهمية الدراسة:

تلعب أسواق رأس المال دورا مهما في تحسين وتطوير النظام المالي لأي بلد خاصة في الوقت الحالي الذي تتميز اقتصادياته بالتوجه العام نحو طرق التمويل المباشر واللجوء أكثر فأكثر إلى أسواق رأس المال للحصول على التمويل اللازم، إذ أصبحت هذه الأسواق تمثل المصدر الرئيسي لتمويل المؤسسات الاقتصادية الخاصة منها والعمومية وكذا الجماعات المحلية والدولة، كما توفر أيضا للمدخرين من أشخاص طبيعيين ومعنويين فرصة تنويع استثماراتهم، حيث يجمع الاقتصاديون على القول بأن أسواق رأس المال هي القاطرة التي تجر اقتصاد أي بلد.

ويعتبر موضوع الوساطة البنكية في سوق رأس المال موضوعا أساسيا في المنظومة الاقتصادية والمالية، خاصة وأن الأمر يتعلق بتحديث البنوك والعمل المصرفي للتكيف بفعالية وبكفاءة مع مختلف التطورات والتحديات الناتجة عن تغير القوانين المنظمة للبنوك التجارية وأسواق رأس المال والتداخل الكبير بين السوقين النقدي والرأسمالي، مما سمح للمؤسسات المالية الأخرى بالتعامل في السوق النقدي والسماح للبنوك التجارية بالعمل داخل السوق الرأسمالية، هذا بالإضافة إلى توسع مفهوم الوساطة المالية.

فالتغيرات المحلية والعالمية فرضت على البنوك التجارية ضرورة التوجه إلى مجالات جديدة وكذا إحداث تغييرات جوهرية على مستوياتها من ناحية الأداء والسياسات والعمليات والنتائج والتوجهات بغرض زيادة فعالية تعاملاتها وتوسيع هامش حركتها ونشاطها.

من هنا تظهر أهمية دراسة الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في سوق رأس المال ومدى تأثير ذلك على فعالية هذه السوق، وذلك على المستوى الدولي بصفة عامة وعلى مستوى الواقع الجزائري بصفة خاصة، خاصة وأن النظام المصرفي والمالي الجزائري عرف إصلاحات وتطورات كبيرة منذ بداية التسعينات، كما تبرز أهمية هذه الدراسة بالنسبة للبنوك التي سوف تجد من سوق رأس المال متنفسا لها لتوظيف مختلف مواردها المالية وتنويعها حسب احتياجاتها من جهة، وتنويع مصادرها المالية من جهة ثانية.

إضافة إلى ذلك فإن هذه الدراسة سوف تكون لها فائدة كبيرة بالنسبة للجزائر التي تسعى للإندماج في الإقتصاد العالمي والتعامل معه بحكمة وكفاءة، حيث لا يمكنها ذلك ما لم تتوفر لديها جهازا ماليا ومصرفيا متماسكا ومتطورا.

2- إشكالية الدراسة:

دخل الإقتصاد العالمي إلى الألفية الثالثة محمّلا ومتأثرا بمجموعة من التغيرات الاقتصادية والمصرفية العالمية التي كان ولازما وسيظل لها تأثير جذري وعميق على أداء وأعمال البنوك من منظور أن الجهاز المصرفي يلعب دورا حيويا في النشاط الإقتصادي المحلي والعالمي، فهو الجهاز العصبي لأي نظام اقتصادي، و

تعتبر البنوك التجارية المكون و المؤثر الفعال في هيكل الجهاز المصرفي إذ تلعب دورا هاما في رفع كفاءة الإقتصاد و توفير التمويل اللازم لكل القطاعات و إن كان هذا الدور تزيد أهميته في البلدان النامية عنه في البلدان المتقدمة، فمع نمو العولمة المالية تعاظمت المعاملات النقدية و المالية في أسواق رأس المال العالمية و تزايد دور البنوك في تمويل التجارة الدولية، هذا إلى جانب التغيرات في التكنولوجيا المصرفية الناتجة عن الثورة التكنولوجية و المعلوماتية، إضافة إلى وجود مستحدثات مالية و مصرفية جديدة.

تشير الكثير من التغيرات و التطورات و الدراسات الحديثة إلى أنه طرأ تغير واسع النطاق على الجهاز المصرفي، حيث حدث تغير كبير في أعمال البنوك و توسع نطاق أعمالها المصرفية سواء على المستوى المحلي أو على المستوى الدولي و العالمي و أخذت البنوك تتجه إلى أداء خدمات مصرفية و مالية لم تكن تقوم بها من قبل، و بذلك تنوعت مصادر أموالها و تنوعت مجالات توظيفها و استخداماتها، و من الملفت للنظر أن أثر هذه التغيرات الإقتصادية في مجال إعادة هيكلة صناعة الخدمات المصرفية قد امتد بشكل غير مباشر، و تمثل ذلك في دخول المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين و صناديق المعاشات و صناديق الإستثمار كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية مما أدى إلى تراجع دور البنوك التجارية على وجه الخصوص في مجال الوساطة المالية، فالبنوك التجارية في جميع أنحاء العالم أصبحت تواجه منافسة قوية من المؤسسات المالية غير المصرفية و بدأت تتحول عملية البنوك التجارية المشكّلة على أساس مخاطر الإئتمان فقط إلى عقلية بنوك الإستثمار المشكّلة على أساس مخاطر السوق.

و في ظل إعادة هيكلة صناعة الخدمات المصرفية زاد اتجاه البنوك التجارية إلى التحول نحو البنوك الشاملة، حيث نجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية التقليدية و وظائف البنوك المتخصصة و بنوك الإستثمار و الأعمال، ولعل من أهم الخدمات المصرفية التي يعد الأخذ بها انعكاسا لمفهوم البنوك الشاملة تلك الخدمات المتعلقة بأسواق رأس المال كالمساهمة في الشركات التي يؤسسها البنك الشامل، شراء الأسهم في الشركات التي يؤسسها، البيع التدريجي لمساهمات البنك في الشركات المقرر بيعها في إطار برامج الخوصصة، إعداد الدراسات و تقديم الإستشارات اللازمة للمستثمرين، إنشاء الشركات المساندة لعمل سوق رأس المال (شركات السمسرة، شركات إدارة المحافظ...)، إضافة إلى تعاملها بالمشتقات المالية في كافة الأسواق... الخ.

إضافة إلى ما سبق يمكن القول أن من أهم الأسباب التي أدت بالبنوك التجارية إلى توسيع دائرة أعمالها المصرفية هو توسع الاوساطة المالية، فالبنوك التجارية تراجع دورها في تمويل المؤسسات لصالح التمويل عن طريق أسواق رأس المال، هذه الظاهرة أدت بالبنوك إلى تنويع أنشطتها التي لم تبق منحصره في الوظيفة التقليدية لها و المتمثلة في الوساطة المالية بالمفهوم الضيق.

إن تحول نمط التمويل من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر يبين مدى أهمية أسواق رأس المال كأحد أطراف النظام المالي، وهذا بالنسبة للإقتصاد القومي و المستثمرين و الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق، وبخاصة في دول العالم الثالث التي اتجهت إلى إنشاء أسواق رأس المال حيث تبدو

الحاجة مُلِحَّة لتنشيط تلك الأسواق، و لاشك أن تنشيط هذه الأسواق مهمة أكبر كثيرا من مجرد إصدار قانون بل يحتاج في تنشيطه إلى مؤسسات مالية بنكية تلعب دورا هاما في الوساطة البنكية بمفهومها الواسع، و تعد البنوك التجارية أحد أهم هذه المؤسسات نظرا لما تتمتع به من خبرة مالية و قدرة على جلب الإدخارات و حسن توظيفها، فالإستراتيجية المستقبلية المثلى لتنشيط سوق رأس المال هي تطوير النظام البنكي و تنظيم دور الوساطة البنكية في هذه السوق وذلك من خلال حركة من الإصلاحات الإقتصادية و المالية الواسعة.

ففي الجزائر مثلا كبلد نامي و بتحول اقتصادها من الإقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق و الشروع في إنشاء سوق رأسمالية كشرط أساسي لنجاح هذا التحول، أصبحت البنوك التجارية تواجه تحديات كبيرة و على أكثر من صعيد بسبب ما تفرزه ميكانيزمات و آليات السوق من ممارسات تؤثر على نشاط البنوك، فالتنافس بين البنوك في ظل محيط متغير باستمرار يفترض سلوكا معيننا يقلل من الآثار السلبية و المفاجئة، لهذا و جب على البنوك التجارية الجزائرية التكيف مع هذه الأوضاع الجديدة من خلال تطوير و عصنة سياساتها التي تهدف إلى تجميع الموارد المالية و استثمارها في مشاريع مرهبة تُمكن البنك من الإستمرار في نشاطه.

على ضوء ما سبق تظهر إشكالية بحثنا هذا في صيغتها التالية: " ما مدى أهمية الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في سوق رأس المال و ما تأثير ذلك على فعالية هذه الأخيرة؟"، وهذا التساؤل يقودنا بدوره إلى طرح أسئلة أخرى حول طبيعة الخدمات التي تمارسها البنوك التجارية في سوق رأس المال و نوعية الأدوات و الأساليب التي يمكن للبنوك التجارية من خلالها أن تساهم بشكل كبير في تفعيل هذه السوق و ما هو واقع ذلك بالنسبة لحالة الجزائر و أخيرا حول التطلعات و الآفاق المستقبلية لسوق رأس المال في الجزائر.

3- فرضيات الدراسة:

كمنطلق للدراسة وضعنا أمامنا مجموعة من الفرضيات و التي سوف يفحصها هذا البحث، و تتمثل

هذه الفرضيات في ما يلي:

- تلعب البنوك التجارية دورا كبيرا و متميزا في مجال تنشيط سوق رأس المال.
- تعتبر سوق رأس المال مجالا جديدا للبنوك التجارية لممارسة أنشطة جديدة تسمح لها بتوسيع و تنوع مصادر أموالها و أوجه استخداماتها وبالتالي الصمود أمام المنافسة الشديدة التي تواجهها.
- العلاقة بين البنوك التجارية و أسواق رأس المال هي علاقة تكاملية، إذ أن كلا منهما يؤثر و يتأثر بالآخر و بذلك تكون الفائدة و المنفعة متبادلة بينهما.
- تمارس البنوك التجارية في سوق رأس المال الجزائرية العديد من الأنشطة و بذلك تساهم بشكل أو بآخر في تنشيطها و تطويرها.

4- أهداف الدراسة:

تتمثل الأهداف الرئيسية لهذه الدراسة في:

- محاولة الإحاطة ببعض الجوانب النظرية المتعلقة بالبنوك التجارية و أسواق رأس المال.
- إبراز أهمية الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في سوق رأس المال و تأثير ذلك على نشاط هذه الأخيرة، ثم محاولة إسقاط ذلك على الواقع الجزائري.
- تقديم خدمة و لو متواضعة للقراء و الباحثين و إثراء المكتبة العلمية بدراسة تعتبر محل اهتمام الكثير من الإقتصاديين و أصحاب القرار في مختلف الدول.

5- مناهج الدراسة:

- للسنا في دراستنا لموضوعنا هذا ضرورة اللجوء إلى مناهج مختلفة لأن المعلومات المراد الوصول إليها تختلف من حيث المصدر و المكان و الزمان و كذا الكيفية التي يمكن على أساسها تجميع تلك المعلومات، إذ تم الإعتماد على منهجين هما:
- المنهج الوصفي التحليلي كحتمية أملتها علينا طبيعة الموضوع، لأنه لا بد من الإحاطة بالظاهرة محل الدراسة و جمع و تلخيص الحقائق المرتبطة بها.
 - المنهج الإحصائي و ذلك في الدراسة الميدانية نظرا لكون هذا المنهج يتلاءم بشكل كبير مع هذا القسم من الدراسة.

6- أدوات جمع، عرض و تحليل البيانات:

- باختلاف و تباين المناهج المتبعة فإن الأدوات المستعملة لجمع البيانات كانت هي الأخرى مختلفة باعتبار المناهج هي المحدد المرجعي لأدوات البحث و جمع المعطيات، فلأجل حصر جوانب الموضوع و إثراء الدراسة تم الإعتماد على الأدوات التالية:
- البحث المكتبي و ذلك بغرض الإحاطة بالجوانب النظرية للموضوع من خلال مجموعة من الكتب التي تناولت الموضوع و لو بصورة جزئية و بصفة غير مباشرة في معظمها، وكذا معاينة بعض الأبحاث العلمية والمجلات المتخصصة، إضافة إلى مجموعة من الرسائل العلمية.
 - البحث الميداني وهذا بغرض تغطية الجانب التطبيقي للدراسة، وذلك من خلال معاينة مجموعة من الوثائق والسجلات والمستندات الخاصة بمختلف البنوك التجارية من جهة، والمتعلقة بسوق رأس المال بمختلف أقسامها من جهة أخرى، وكذا تلك التي تتعلق بالشركات المسجلة بهذه الأخيرة والتي تسمح بتعبئة المعطيات التي تمثل المادة الأساسية للبحث والتحليل والمقارنة، بالإضافة إلى إجراء بعض المقابلات الشخصية مع مختلف مسؤولي الهيئات السابقة الذكر.
 - استخدام الجداول لعرض المعطيات بصورة مفصلة ثم القيام بتحليل تلك المعطيات، و في الأخير مثلنا البعض منها برسومات بيانية من أجل التوضيح أكثر.

7- أقسام الدراسة:

بغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من الفرضيات الموضوعة، ارتأينا أن نقسم بحثنا هذا إلى أربعة فصول هي:

- **الفصل الأول:** نتناول فيه الجوانب النظرية المتعلقة بكل من البنوك التجارية وأسواق رأس المال وذلك من خلال قسمين، خصص الأول لدراسة بعض العموميات حول البنوك التجارية و خصص الثاني لدراسة أهم أساسيات أسواق رأس المال.

- **الفصل الثاني:** نتطرق فيه إلى دور البنوك التجارية في تفعيل وتنشيط سوق رأس المال و ضم هذا الفصل قسمين، تناول الأول كفاءة سوق رأس المال وكل ما يتعلق بها من مفاهيم و تناول الثاني أهم مجالات التدخل الميداني للبنوك التجارية في أسواق رأس المال و أثر ذلك على فعالية هذه الأخيرة.

- **الفصل الثالث:** نتناول من خلال هذا الفصل سوق رأس المال الجزائرية، وذلك باستعراض كل من سوق القيم المنقولة الجزائرية في قسم أول و سوق قيم الخزينة الجزائرية في قسم ثان.

- **الفصل الرابع:** نعالج فيه دراسة حالة ميدانية لسوق رأس المال الجزائرية ودور البنوك التجارية في مختلف أقسامها، حيث قسم هذا الفصل إلى ثلاثة أقسام، تناولنا في الأول دور البنوك التجارية في سوق القيم المنقولة الجزائرية، و خصصنا الثاني لدراسة دور هذه البنوك في السوق السندي الجزائري، أما القسم الأخير فتطرقنا فيه لدور هذه البنوك في سوق قيم الخزينة الجزائرية.

الفصل الأول

البنوك التجارية و أسواق رأس المال

الفصل الأول:

البنوك التجارية وأسواق رأس المال

تمهيد:

تكتسي الدراسات المالية والمصرفية أهمية كبيرة في الحياة العملية للمهتمين من متعاملين اقتصاديين و غير اقتصاديين ومن دارسين مختصين وغير مختصين، وتحتل الدراسات المتعلقة بالبنوك التجارية وأسواق رأس المال على وجه الخصوص أهمية حاسمة ضمن تلك الدراسات، خاصة في الوقت الراهن الذي يتسم بالتوجه إلى اقتصاد السوق أحيانا وإلى اقتصاد السوق المالية أحيانا أخرى.

فالبنوك التجارية تحتل مكانة بارزة في الإقتصادات الوطنية و الدولية، وتزداد هذه الأهمية من يوم لآخر بفعل التطورات و التحولات العميقة التي يشهدها المحيط المالي الدولي، و كذلك الأمر بالنسبة لأسواق رأس المال التي تشكل ركنا أساسيا من أركان هيكل القطاع المالي في الإقتصادات الحرة، حيث تلعب هذه الأسواق دورا مهما في تطوير و تنظيم أساليب التمويل متوسط و طويل الأجل.

ولأجل دراسة بعض الجوانب النظرية المتعلقة بكل من البنوك التجارية وأسواق رأس المال قسمنا هذا الفصل إلى قسمين، حيث نتناول في الأول بعض العموميات المتعلقة بالبنوك التجارية و يخصص الثاني لدراسة الجوانب الأساسية لأسواق رأس المال.

I- عموميات حول البنوك التجارية:

تحتل البنوك التجارية والنظام البنكي بصفة عامة أهمية بالغة في المنظومات الاقتصادية، وتزداد هذه الأهمية من يوم لآخر مع التطورات الهامة التي تشهدها الإقتصادات الوطنية من جهة، ومع التحولات العميقة التي يشهدها المحيط المالي الدولي من جهة أخرى، هذا ما جعلها تحظى باهتمام العديد من الباحثين والقراء.

1- تعريف البنوك التجارية:

اشتقت كلمة بنك من الكلمة الإيطالية "Banco" وتعني مصطبة، وكان يقصد بها في البداية المصطبة التي يجلس عليها الصرافون لتحويل العملة، ثم تطور المعنى فيما بعد و أصبح يقصد بالكلمة المنضدة التي يتم فوقها عد وتبادل العملات، ثم أصبحت في النهاية تعني المكان الذي توجد فيه تلك المنضدة وتجري فيه المتاجرة بالنقود، ويقال مصرف (بنك) وتعني المؤسسة المالية التي تتعاطى الإقراض والإقتراض.

ولقد تعددت تعاريف البنوك التجارية، فهناك من يعرفها بأنها "مؤسسات إئتمانية غير متخصصة تضطلع أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصر والتعامل بصفة أساسية في الإئتمان قصير الأجل"¹، ويطلق أيضا على البنوك التجارية اصطلاح "بنوك الودائع"، وعلى ذلك لا تعتبر بنوكا تجارية ما لا يضطلع بقبول الودائع القابلة للسحب لدى الطلب من المؤسسات الإئتمانية، أو ما ينحصر نشاطه الأساسي في مزاوله عمليات الإئتمان طويل الأجل، كما يقصد بالبنوك التجارية "ذلك النوع من أنواع المؤسسات المالية التي يتركز نشاطها في قبول الودائع ومنح الإئتمان، ويعتبر البنك التجاري بهذا المفهوم وسيطا بين أولئك الذين لديهم أموالا فائضة وبين أولئك الذين يحتاجون لتلك الأموال"².

كما تعني البنوك التجارية أيضا " تلك البنوك التي تقوم بصفة معتادة بقبول ودائع تدفع عند الطلب أو لأجل محددة، وتزاول عمليات التمويل الداخلي والخارجي، كما تباشر عمليات تنمية الإدخار والاستثمار المالي في الداخل والخارج والمساهمة في إنشاء المشروعات وما يتطلبه من عمليات مصرفية وتجارية ومالية طبقا للأوضاع التي يقررها البنك المركزي"³.

2- السمات المميزة للبنوك التجارية:

يمكن القول بأن البنوك التجارية هي أكفأ الوسطاء الماليين لخدمة كل من المقرضين والمقترضين ولا تعتبر الكفاءة في عملية الوساطة هي الصفة الوحيدة المميزة للبنوك التجارية بل تتسم هذه الأخيرة بثلاث سمات أخرى هامة تميزها عن غيرها من منشآت الأعمال، وتمثل هذه السمات في الربحية، السيولة، الأمان، وترجع أهمية هذه السمات إلى تأثيرها الملموس على تشكيل السياسات الخاصة بالأنشطة الرئيسة التي تمارسها البنوك،

¹ - زينب حسين عوض الله، "اقتصاديات النقود و المال"، الدار الجامعية للطباعة و النشر، بيروت، 1994، ص 99.

² - منير إبراهيم هندي، "إدارة البنوك التجارية (مدخل اتخاذ القرارات)"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002، ص 05.

³ - نعمة الله نجيب وآخرون، "مقدمة في اقتصاديات النقود و الصيرفة و السياسات النقدية"، الدار الجامعية، 2001، ص 150.

والتي تتمثل أساسا في قبول الودائع، تقديم القروض والإستثمار في الأوراق المالية، ويمكن توضيح هذه السمات فيما يلي:

2-1- الربحية:

يتكون الجانب الأكبر من مصروفات البنك من تكاليف ثابتة تتمثل في الفوائد على الودائع، وعليه فإن أرباح البنك أكثر تأثرا بالتغير في إيراداتها، وذلك مقارنة بمنشآت الأعمال الأخرى و إذا كان للإعتماد على الودائع بعض الجوانب السلبية نتيجة لالتزام البنك بدفع فوائد عليها سواء حقق أرباحا أم خسر، فإن للإعتماد على الودائع كمصدر أساسي لتمويل الإستثمارات يحقق للبنك هامش صافي الفوائد والتي تتمثل في الفرق بين الأرباح المتولدة عند استثمار تلك الودائع وبين الفوائد المدفوعة عليها، ويكون ذلك في الحالة التي يكون فيها العائد الذي يحققه البنك على استثماراته أقل من العائد الذي يطلبه ملاكته¹.

2-2- السيولة:

تمثل الودائع التي تستحق عند الطلب الجانب الأكبر من الموارد المالية للبنك، لذا ينبغي أن يكون البنك مستعدا للوفاء بها في أية لحظة، و تعتبر هذه الميزة من أهم السمات التي تميز البنوك التجارية عن المنشآت الأخرى فعلاقة المودعين بالمصرف تجعل طلبهم لاسترداد ودائعهم حالة لا تقبل التأجيل أو التأخير أو الإنتظار، حيث أن تأخر المصرف في تسديد ما يطلبه المودعون يفقد ثقتهم بالمصرف، هذا قد يساعد على زيادة المسحوبات المفاجئة مما يعرض المصرف إلى الإفلاس، بالإضافة إلى ذلك فإن وساطة البنك التجاري و استعداده لتلبية طلبات المتعاملين تجعله في استعداد للوفاء بالتزاماته كل هذا جعل سمّة السيولة هي إحدى أهم سمات التشغيل في النظام المصرفي بشكل عام و البنوك التجارية بشكل خاص، هذا ما يلزم إدارة البنك بالاحتفاظ بجزء من السيولة².

2-3- الأمان:

يتسم رأس مال البنك التجاري بالصغر، هذا يعني صغر هامش الأمان بالنسبة للمودعين، فرأس مال البنك يلعب دورا مهما في تحقيق الأمان للمودعين، و دعم ثقتهم بالبنك، فكلما زادت الثقة كلما زادت قدرة البنك على جذب المزيد من الودائع اللازمة لأداء عمله و نموه و امتصاص أية خسارة غير متوقعة، و تمكين البنك من متابعة أعماله و نشاطاته دون أن تتأثر ثقة المودعين³ لهذا فإن من سمات البنوك التجارية كونها لا تستطيع أن تواجه خسائر تزيد عن قيمة رأس المال، هذه السمّة جعلت إدارة البنوك تتجنب التوظيف غير الرشيد و عدم التعرض للإفلاس، إذن رأس مال البنك يجب أن يكون كافيا لإدخال الطمأنينة و الأمان على المودعين³.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق ص ص 110، 111.

² حمزة محمود الزبيدي، "إدارة المصارف (استراتيجية تعبئة الودائع وتقديم الإئتمان)"، مؤسسة الوراق، عمان، الطبعة الأولى، 2000، ص 107-109.

³ نفس المرجع، ص ص 84، 85.

3- وظائف البنوك التجارية:

يسعى البنك التجاري إلى ممارسة العديد من الوظائف و تقديم خدمات متنوعة حيث تعمل على تحقيق مستويات متزايدة من الربحية و تحسين نوعية خدماتها من أجل خلق مركز استراتيجي متميز و إرضاء الزبائن، ويمكن أن نحمل أهم هذه الوظائف في ما يلي:

3-1- قبول الودائع:

إن مهمة البنك الحقيقية هي استقبال الأموال من الجمهور في شكل ودائع متنوعة ليقوم البنك بتوظيفها لحسابه الخاص في شكل عمليات إقراض مختلفة، و الوديعة النقدية هي حساب يسلم بمقتضاه شخص مبلغا من المال إلى البنك التجاري، و يتعهد هذا الأخير بأن يرجع إليه قيمته دفعة واحدة أو على عدة دفعات، لدى الطلب أو بعد فترة، و حسب الشروط المتفق عليها، و تحقق عملية الإيداع هذه فوائد للطرفين، فبالنسبة للمودع تعتبر نوعا من الإدخار يحصل مقابله على فوائد يختلف معدلها باختلاف مدة و نوعية الإيداع، أما بالنسبة للبنك فهي تؤمن له المبالغ اللازمة للقيام بعملية الإقراض و الخصم التي تضمن له فوائد و عمولات هامة¹، و يمكن تقسيم الودائع إلى أنواع كثيرة و ذلك حسب عدة معايير*.

3-2- منح الإئتمان:

و تعني هذه الوظيفة قيام البنك التجاري بتقديم مبالغ نقدية سواء ورقية أو كتابية للأفراد و رجال الأعمال و المشروعات على اختلاف أنواعها لآجال مختلفة على أن يقوموا برد هذه المبالغ و الفوائد المستحقة عليها عند حلول الأجل المتفق عليه، و تعدد أشكال الإئتمان الذي تمنحه البنوك التجارية والتي نذكر أهمها في ما يلي:

أ- القرض النقدي:

و هو عقد يتحقق عن طريق تقديم الأموال إلى المستفيد أو المقترض، و الذي يتعهد بدفع سعر الفائدة، و رد قيمة القرض طبقا للشروط المقررة في العقد، سواء من خلال أقساط دورية، أو عن طريق تسديد قيمة القرض دفعة واحدة عند نهاية المدة.

ب- الدفع من تحت الحساب:

قد يتيح البنك للعميل إمكانية أن يصبح حسابه مدينا في حدود مبلغ معين أو في شكل فتح اعتماد للعميل بوضع بمقتضاه مبلغ معين تحت تصرفه يجوز له السحب عليه، و لا يدفع عليه فائدة إلا عند السحب الفعلي و في حدود المبلغ المسحوب².

¹ - فاطمة مروة، 'الفنون التجارية'، دار النهضة العربية، بيروت، 1994، ص27.

* - سوف نتطرق إليها عند دراستنا لميزانية البنك التجاري.

² - وجدي محمود حسين، 'اقتصاديات النقود و البنوك'، 2002/2001، ص157.

ج- عمليات خصم الأوراق التجارية:

الخصم هو عملية ائتمانية بمقتضاه يقوم البنك بشراء قيمة ورقة تجارية (كمبيالة أو سند إذني) مستحقة الدفع بعد أجل معين مقابل مبلغ حاضر يدفع لصاحب الورقة التجارية و دون انتظار أجل السداد، و يقوم البنك بتحمل أجل الدين و تحصيل الورقة التجارية من المدين بقيمتها في موعدها، حيث تكون القيمة الحالية للورقة المخصومة أقل من قيمتها الاسمية، و الفرق بين القيمتين يمثل الفائدة التي يحصل عليها البنك، وبقسمة هذه الفائدة على القيمة الاسمية للورقة نحصل على "معدل الخصم".

د- الضمان المصرفي:

يقوم البنك بضمان أو كفالة العميل فيما يتعاقد عليه هذا الأخير فيتعهد البنك بأن يتحمل عنه المسؤولية، و يسدد عنه إلتزامه في حالة عجزه عن السداد، و عادة المصالح الحكومية هي التي تطلب هذا النوع من الضمان أثناء تعاملها مع الأفراد و المؤسسات.

ه- الإئتمان المقدم للتجارة الخارجية:

تؤدي البنوك التجارية دورا هاما في تمويل عمليات التجارة الخارجية و إتمام التسويات المالية الناتجة عن عمليات التصدير و الإستيراد، حيث يقدم البنك ائتمانه للمصدر أو المستورد، و يتحقق الإئتمان المصرفي في هذا المجال من خلال ثلاثة نماذج أساسية هي:

- **التحصيل المستندي:** أي يصدر البائع كمبيالة، و يسلمها إلى بنكه مرفقا بما كافة المستندات الأساسية للصفحة*، و يوكل البنك من قبل البائع في تسليم المستندات إلى المشتري أو بنكه.

- **خصم الكمبيالات المستندية:** هنا بدلا من أن يوكل العميل في تحصيل الكمبيالة المستندية، يطلب البائع من بنكه خصم هذه الكمبيالة أي يدفع له قيمتها و يحل محله في الدائنية قبل المستورد المدين و يتحمل البنك خطر إعسار المستورد، و إن كان يمكن الرجوع أيضا إلى عميله¹.

-- **الإعتمادات المستندية:** يعرف الإعتماد المستندي المصرفي بأنه " تصرف قانوني يتعهد البنك المنشئ بمقتضاه بأن يدفع لطرف ثالث يدعى المستفيد أو لأمره مبلغا من المال وفقا لتعليمات العميل الآخر، أو يتعهد بأداء قيمة الكمبيالة أو الكمبيالات التي يسحبها المستفيد أو يقبلها أو يتداولها مباشرة، أو يفوض أي بنك آخر القيام بذلك لقاء مستندات معينة تتطابق مع الشروط والأوصاف التي تم الإتفاق عليها مسبقا"²، حيث يطلب البائع (المصدر)، عند توقيع عقد البيع، من المشتري تدخل بنكه سواءا بالدفع أو قبول الكمبيالة في مقابل تسليم المستندات، والتي يمكن بواسطتها أن يتسلم المشتري البضاعة، فالإعتماد المفتوح لصالح المصدر- سواءا

*- تمثل تلك المستندات أساسا في الفاتورة التجارية، بوليصة الشحن، بوليصة التأمين، شهادة المنشأ و شهادات الفحص و الرقابة.

¹- مصطفى رشدي شحبة، "اقتصاديات النقود و المصارف و المال"، دار المعرفة الجامعية، الطبعة السادسة، 1996، ص ص 203 ، 204.

² 4- حسن ذياب، "الإعتمادات المستندية التجارية- دراسة مقارنة-"، المؤسسة الجاسعية للدراسات و النشر و التوزيع، بيروت، الطبعة

الأولى، 1999، ص 13.

كان اعتمادا تجاريا قطعيا أو اعتمادا مستنديا قابلا للإلغاء- يمثل ضمانا دفع، ويحصل على الإئتمان عندما يحصل على موافقة البنك، وبذلك يكون البائع بعيدا عن خطر إعسار المشتري، وبالنسبة للمستورد فإن هذا النظام يمنحه الضمان بأنه لن يكون مدينا لبنكه إلا إذا استلم جميع المستندات من البائع.

و- الإئتمان الإيجاري:

إذا كانت منشأة ترغب في التجهيز أو تحقيق إحلال وتجديد، تقوم بإجراء عقد مع البنك يسمى "عقد اعتماد التأجير" أو "الإئتمان الإيجاري"، وعمقتضى هذا العقد يقوم البنك بشراء التجهيزات التي تريدها المنشأة من البائع الذي تحدده، ثم يقوم بتأجير هذه الأجهزة للمشروع لمدة معينة مقابل الحصول على قيمة الإيجار من المنشأة، وعند انتهاء مدة العقد تختار المنشأة بين شراء الأجهزة بقيمتها السوقية وقت البيع أو إرجاعها إلى البنك¹.

3-3- خلق نقود الودائع (النقود الكتابية):

تكمن الفكرة الجوهرية وراء عملية خلق النقود الكتابية في أن البنك يحتفظ بنسبة معينة و محدودة فقط من حجم الودائع الأصلية لأن ما يسحب من هذه البنوك في شكل نقود ورقية لا يتجاوز عادة نسبة ضئيلة من حجم النقود المودعة لديها، و من هنا عمدت البنوك إلى إقراض عملائها مبالغ تقيد في شكل ودائع تحت الطلب لديها قابلة للسحب عليها بشيكات، و بهذا تكون الودائع الأصلية سببا في خلق ودائع مشتقة تزيد من الكتلة النقدية المتداولة في المجتمع.

إذن يمكن القول أنه يقصد بخلق النقد قدرة البنك التجاري على تقديم أموال للجماهير على شكل قروض من ودائع ليس لها وجود لدى البنك، حيث يأتي خلق النقود من خلال الفرق بين المبالغ المودعة و الطلب على سحبها².

3-4- تقديم خدمات استشارية للمتعاملين:

أصبحت معظم البنوك تقوم بإعداد الدراسات المالية المطلوبة للمتعاملين معها عند إنشائهم للمشروعات، و على ضوء هذه الدراسات يتم تحديد الحجم الأمثل للتمويل المطلوب وكذلك تحديد طريقة السداد و مدى اتفاقها مع سياسة المشروع في الشراء، الإنتاج، البيع و التحصيل، و ضمن هذا الإطار تقوم البنوك التجارية أيضا بدراسة الدورة النقدية و علاقتها بالمركز المالي للمشروع، لأن البنوك أصبحت تجد في نفسها مركز المستشار المالي للمشروع الذي يتوقع منه أن يدعمه في جميع الظروف التي يمر بها و أن يكون مستعدا لإبداء الرأي السليم لأصحاب المشروعات.

¹ - زينب حسين عوض، مرجع سابق، ص 107، 108.

² - جميل الزيدانيين السعودي، "أساسيات في الجهاز المالي"، دار وائل للطباعة و النشر، عمان، الطبعة الأولى، 1999، ص 164.

3-5- إدخار المناسبات:

تشجع البنوك المتعاملين معها على القيام بالإدخار لمواجهة مناسبات معينة، حيث تعطيمهم فوائد مجزية على هذه المدخرات و تمنحهم تسهيلات إئتمانية خاصة تتناسب مع حجم مدخراتهم، وتمنحهم الحق في الإقتراض بشروط سهلة.

3-6- البطاقة الائتمانية:

تعتبر البطاقة الائتمانية من أشهر الخدمات المصرفية الحديثة التي استحدثتها البنوك التجارية، و تلتخص هذه الخدمة في منح الأفراد بطاقات من البلاستيك تحتوي على معلومات، كاسم المتعامل و رقم حسابه، و بموجب هذه البطاقة يستطيع المتعامل أن يتمتع بخدمات المحلات التجارية المتفقة مع البنك على قبول منح الائتمان لحامل البطاقة على أن يقوم بسداد قيمة هذه الخدمات إلى البنك خلال خمسة و عشرون (25) يوما من تاريخ استلامه قائمة بمختلف المشتريات التي قام بها خلال الشهر الماضي، ولا يدفع المتعامل أية فوائد على هذا الائتمان إذا قام بالسداد خلال الأجل المحدد¹.

3-7- القيام بوظيفة أمناء الإستثمار لحساب العملاء:

نظر لنا تملكه البنوك التجارية من خبرة في مجال إدارة الأموال و استثمارها، إضافة لما تملكه من أجهزة متخصصة و إمكانات مادية متنوعة و متطورة، و نظرا لأن العميل قد لا يكون لديه الوقت الكافي لإدارة أمواله أو ليس لديه القدرة على ذلك سواء من ناحية الخبرة أو الإمكانيات التكنولوجية المتطورة، لذلك يعهد بعض العملاء إلى البنوك التجارية كأمناء استثمار لإدارة أموالهم و تقدم بعض الخدمات الشخصية ليس فقط في حياة العميل، بل قد يتضمن العقد الذي يربط العميل بالبنك أيضا إدارة هذه الأموال في ما بعد حياة العميل لصالح ورثته².

3-8- وظائف أخرى:

يقدم البنك لعملائه بعض الخدمات المصرفية الملحقه بعملياته المختلفة، فيقدم خدمات فنية لعملائه كإصدار الأسهم و السندات للشركات و تسويقها في سوق المال و زيادة رؤوس أموالها، عمليات الصرف الأجنبي، تأجير الخزائن الحديدية، تنظيم حسابات الأفراد، صرف الأجور و المرتبات، تحصيل الشيكات و الكمبيالات، تسديد الديون، تسديد إيصالات الدفع و تحصيل كوبونات الدفع، بالإضافة إلى القيام بإدارة محافظ الأوراق المالية عن طريق بيع و شراء الأوراق المالية لحسابه الخاص أو لحساب عملائه.

¹ - فلاح حسن الحسيني، مويد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك-مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، 2000، ص 36، 37.

² - محمد توفيق سعودي، الوظائف غير التقليدية للبنك التجاري(دور البنك كأمين استثمار)، دار الأمين للنشر و التوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2002، ص 63.

4- ميزانية البنك التجاري:

ميزانية البنك التجاري هي قائمة تصنف أصول و التزمات البنك، أي ترصد مصادر موارد البنك و الالتزامات التي توضع فيها تلك الموارد، فالبنك يحصل على موارده عن طريق الاقتراض و إصدار الالتزامات كالدائع، ثم يستخدم تلك الموارد لحيازة أصول كالأوراق المالية و تقديم قروض، و الإيراد الذي يحصل عليه البنك من وراء حيازته للأصول يغطي تكاليف إصدار الالتزامات و الباقي يعتبر ربحاً.

و في ما يلي عرض لجانب ميزانية البنك التجاري:

4-1- الخصوم:

و تمثل مصادر أموال البنك التي من خلالها يؤمن البنك السيولة و النقود اللازمة لتمويل عمليات و تتكون من مصادر ذاتية و أخرى غير ذاتية:

4-1-1- الموارد الذاتية:

و تشمل رأس المال المدفوع و ما يزيد من المخصصات التي يكونها البنك عن الالتزامات الفعلية التي كونت هذه المخصصات لمقابلتها و ما يكونه من احتياطات و أرباح غير موزعة، و يمكن تناول هذه العناصر في ما يلي¹:

أ- رأس المال المدفوع (الأساسي):

يمثل رأس المال المدفوع قيمة الأسهم التي اكتتب فيها المساهمون من أفراد و مؤسسات و حكومة، و يجب التفريق بين رأس المال المدفوع و رأس المال المصرح به، فهذا الأخير هو الذي تذكر قيمته في النظام الأساسي للبنك، أي المبلغ الذي يسمح بطرحه للإكتتاب حسب التصريح بإنشائه، أما رأس المال المدفوع هو الذي يظهر في الميزانية السنوية للبنك².

و ينقسم رأس مال البنك إلى عدد من الأسهم ذات قيمة إسمية متساوية، و قد يتعرض رأس مال البنك إلى التغير أثناء حياته سواء بالزيادة عن طريق إصدار أسهم جديدة أو زيادة قيمة الأسهم القديمة، أو بالنقصان عن طريق تخفيض قيمة الأسهم، و يعتبر رأس المال أكثر الخصوم ثباتاً و استقراراً.

ب- الإحتياطات و الأرباح غير الموزعة و المخصصات:

الإحتياطات هي عبارة عن مبالغ يقتطعها البنك من أرباحه سنة بعد أخرى لتدعيم حساب رأس المال و حماية المودعين، و بعض هذه الإحتياطات القانونية إجبارية يلتزم البنك بتكوينها بنص القانون، و بعضها الآخر إحتياطات اختيارية يكونها البنك دون إلزام قانوني بغرض تدعيم مركزه المالي، بالإضافة إلى نوع ثالث يطلق عليه " الإحتياطي الخفي " و يتكون نتيجة احتساب قيمة الأبنية و الأرضي التي يملكها البنك، فهي

¹ - أحمد أبو الفتوح الناقية، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص 163.

² - مدحت صادق، "أدوات و تقنيات مصرفية"، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة، 2001، ص 209.

تسجل في الميزانية بقيمة الشراء بينما قيمتها الحقيقية تكون أكبر من ذلك، و الفرق بين القيمتين يشكل الإحتياطي الخفي¹.

أما الأرباح غير الموزعة فتمثل المبالغ التي يعتمد البنك عدم توزيعها من إجمالي أرباحه، فهي تمثل الفرق بين الأرباح التي حققها البنك في سنة معينة و الأرباح التي وزعها فعلا على مساهميه، و هي مبالغ مؤقتة بطبيعتها حيث يتم حسابها عند تقدير الموارد المتاحة للإستخدام و التوظيف.

أخيرا و فيما يخص المخصصات فهي تلك الأرصدة التي يتم تحميلها على إجمالي الأرباح المحققة في نهاية الفترة المالية، و ذلك بغرض مواجهة ظروف معينة غير مرغوبة²، فمن المخصصات ما تكونه البنوك لمقابلة ما تتوقع فقدها في قيمة الأصول التي بحوزتها كتلك التي تكونها لمقابلة الديون المشكوك في تحصيلها و لمقابلة الهبوط المحتمل في أسعار الأوراق المالية التي تحتفظ بها و في أسعار العملات الأجنبية التي بحوزتها، ومنها ما تكونه لمقابلة الأحداث الطارئة و المخاطر التي تصاحب عمليات البنوك عموما و التي تترتب عليها خسائر، و تكون البنوك أيضا مخصصات لمواجهة احتمالات تضطر معها للوفاء بما سبق و أن التزمت به تجاه الغير، كما تكون البنوك مخصصات لتغطية مصروف مؤكد يستحق الدفع في المستقبل مثل الضرائب... .

4-1-2- الموارد غير الذاتية:

هي الموارد المالية التي يحصل عليها البنك من غير المساهمين و تمثل بصفة عامة النسبة الكبيرة من إجمالي موارده، و تتمثل هذه الموارد أساسا في ما يلي:

أ- الودائع المصرفية:

تعتبر الودائع المصرفية من أهم الموارد التي يعتمد عليها البنك التجاري في مباشرة نشاطاته التمويلية من إقراض و استثمار و أعمال مصرفية أخرى، و تعرف الوديعة على أنها "اتفاق بين المودع و البنك يدفع الأول بمقتضاه مبلغا من النقود بوسيلة من وسائل الدفع، و يترتب على ذلك التزام البنك برد هذا المبلغ للمودع أو لأمره عند لطلب أو عندما يحل أجل استحقاقه"³.

تنقسم الودائع من حيث شخص المودع إلى ودائع الأفراد و المشروعات، و دائع الهيئات الحكومية و ودائع البنوك، أما من حيث نوع أو طبيعة الوديعة فتتنقسم إلى:

• **الودائع الجارية:** هي عبارة عن مبلغ من المال يودع لدى البنك الجاري و يتعهد البنك بدفعه في أي وقت يشاء فيه صاحب الوديعة سحب كامل وديعته أو جزء منها و بدون إخطار البنك مسبقا، و عادة لا تدفع البنوك فوائد على الودائع الجارية إلا في بعض الحالات الإستثنائية كأن يكون مقدار الوديعة الجارية كبيرا أو أن تكون الوديعة بالعملة الصعبة⁴، فالودائع الجارية تتسم بحركة مستمرة زيادة و نقصانا، و تنقسم إلى

¹ - زينب حسين عوض، مرجع سابق، ص 119.

² - إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، "اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 254.

³ - مدحت صادق، مرجع سابق، ص 214.

⁴ - عقيل جاسم عبد الله، 'النقود و المصارف'، الجامعة المفتوحة، الطبعة الأولى، 1994، ص 246.

ودائع شخصية و تجارية، و تختلف هذه الودائع ضمن هذين القسمين من ناحية الحجم، الفعالية، الكلفة و الربحية، و تلعب الودائع الجارية دورا فريدا في البنوك التجارية من جهة و لعملاء البنك من جهة ثانية، حيث توفر مصدرا ماليا رئيسيا للبنوك كما تضمن لعملاء البنك حسابات تحويل جاهزة و آمنة.

• **الودائع لأجل و الودائع بإخطار سابق:** الودائع لأجل هي التي لا يجوز للعميل سحبها أو جزء منها إلا عند حلول أجل استحقاقها، و البنك غير ملزم بردها إلا عند حلول هذا الأجل، و هذا النوع من الودائع أقل من سابقه إلا أنه أفيد للبنك، و هذا ما يجعل البنوك تدفع عن هذه الودائع فوائد تختلف معدلاتها حسب مدة الإيداع، و يرجع ذلك إلى تمتع البنك بجزية أكبر في استخدام هذه الودائع لأنه مطمئن على عدم مطالبته بردها إلا في تاريخ محدد، فيجري حساباته على هذا الأساس.

أما الودائع بإخطار سابق فإن المودع يتفق مع البنك عند فتح الحساب على مدة بقائها لديه، ولا يجوز للمودع سحبها قبل انتهاء تلك المدة إلا بعد إخطار البنك برغبته في سحب الوديعة، على أن يكون الإخطار قبل التاريخ المقرر لسحب الوديعة لمدة معينة يتفق عليها، و تدفع على هذا النوع من الودائع نفس أسعار الفائدة التي تدفع على الودائع لأجل¹.

• **ودائع التوفير:** تفتح هذه الحسابات عادة للأفراد لتشجيعهم على الإدخار مقابل حصولهم على فائدة معينة، و يحق لصاحب الحساب أن يسحب من رصيده في أي وقت يشاء، و يتم السحب منها من قبل العميل شخصيا ولا تستعمل الشيكات، لكن يتم ذلك بموجب أمر بالدفع أو بالتسجيل على دفاتر التوفير الخاصة، فالدفتر يسمح بمتابعة العمليات التي تمت و يسمح بمعرفة رصيد الحسابات في أية لحظة².

ب- الإقراض:

و تشمل كل القروض التي يعتمدها البنك كمصدر لأمواله إلى جانب الودائع و يكون الإقراض من الإحتياطي لدى البنك المركزي، البنوك الأخرى، سوق رأس المال، سوق الأورو دولار أو من خلال اتفاقيات إعادة الشراء، كما قد يعتمد على القروض طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات³.

ج- خصوم أخرى:

و تحتوي على الشيكات و الإعتمادات المستحقة الدفع، و هي التزامات تقع على عاتق البنك بما فيها الأوراق الجارية التي قبل البنك خصمها و المعاد خصمها لدى البنك المركزي و البنوك الأخرى، الأرصدة الدائنة المجددة لصالح البنوك، مستحقات الفوائد و الضرائب لبعض المودعين و بعض النفقات كأجور عمال البنك، و هي موارد لا يمكن الإعتماد عليها في خلق نقود الودائع لأنها ديون اجتماعية قد لا تتحقق أحيانا⁴.

¹ - مدحت صادق، مرجع سابق، ص 216.

² - بوعتروس عبد الحق، "الوجيز في البنوك التجارية"، مطبوعات جامعة قسنطينة، الجزائر، ص 29.

³ - محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، "المؤسسات المالية (البورصة و البنوك التجارية)"، الدار الجامعية، الإبراهيمية، 2001، ص 223.

⁴ - ضياء مجيد الموسوي، "الاقتصاد النقدي"، دار الفكر، الجزائر، 1993، ص 92.

4-2-الأصول:

يقصد بأصول البنك كل الموجودات التي في حوزته و جميع الحقوق التي له بدفع الغير، فالأصول تعبر الأوجه المختلفة لاستخدامات الخصوم، و تعطي لنا مكونات الأصول فكرة عن نشاط البنك، ما بين القدرة الوقائية للبنك و تتكون أصول البنك من العديد من البنود غير المتجانسة في طبيعتها، و يمكن إيجاز أصول البنك التجاري فيما يلي:

4-2-1- النقود الحاضرة و الإحتياطي:

و تعتبر أصل كامل السيولة، و تسمى أحيانا " السيولة من لدرجة الأولى"، و تشمل كل الأرصدة النقدية الموجودة بخزائن البنك أو تحت تصرفه و مصدرها الودائع الحقيقية للأفراد و المؤسسات أو الحكومات، و تشمل النقود الحاضرة المودعة لحساب البنك التجاري لدى البنك المركزي على شكل إحتياطي، ما قد تشمل أيضا شيكات أو مستحقا مالية تحت التحصيل لدى البنوك الأخرى، و هذا النوع من الأصول لا يدر عائدا على الإطلاق و لذا يجب عدم التوسع في نسبة النقود الحاضرة من أصول البنك إلا في الحدود الضرورية¹.

4-2-2- حافظة الأوراق المالية و التجارية:

تتكون هذه الحافظة من مجموعة من الأوراق المالية و التجارية التي يحتفظ بها البنك التجاري و التي تستحق الدفع في آجال معينة، و تكون هذه الأوراق ذات طبيعة مختلفة، فهي تشمل العديد من الأوراق المالية و التجارية التي تختلف فيما بينها من حيث درجة سيولتها، و من حيث آجال استحقاقها، من حيث ما تدره من أرباح، و من حيث درجة الضمان التي تتمتع بها، و هذا ما يجعل منها مجالاً مناسباً تستثمر فيه البنوك التجارية مواردها حيث تختار منها ما يحقق لها ما تريده من أرباح و سيولة²، و أهم هذه الأوراق المالية و التجارية ما يلي:

أ- أذونات الخزنة:

وهي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة، و تكون عادة ذات آجال قصيرة و تتميز بدرجة سيولة مرتفعة نسبياً، و يطلق عليها "السيولة من الدرجة الثانية" حيث يسهل تحويلها إلى نقود حاضرة، كما تتميز بتوافر الضمان في استرداد قيمتها مع تحقيق عائد مقبول، هذا ما يحفز البنوك التجارية على شراء هذه الأوراق رغم انخفاض عائدها.

ب- الأوراق التجارية المخصوصة:

وهي سندات تتضمن التزاما بالدفع من شخص لصالح شخص آخر و لأجل قصير و تقبل التظهير لشخص آخر، فهي أدوات لتسوية الديون و قد تكون في شكل كميالة أو في شكل سند إذني، و يعتبر خصم

¹ - و جدي محمود حسين، مرجع سابق، ص 162-163.

² - عقيل جاسم عبد الله، مرجع سابق، ص 254، 255.

الأوراق التجارية من أهم المجالات التي يستثمر فيها البنك التجاري، وذلك لما تتمتع به من درجة ضمان مرتفعة وتبول البنك المركزي إعادة خصمها.

ج- الأسهم والسندات:

يستثمر البنك التجاري جزء من موارده في شراء السندات الحكومية والسندات التي تصدرها بعض الشركات الأخرى، كما يستثمر أيضا في شراء أسهم بعض الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويتميز هذا النوع من الإستثمار بارتفاع العائد وانخفاض درجة السيولة إذ يصعب أحيانا تحويلها إلى نقد سائلة، بالإضافة إلى ما تنطوي عليه من مخاطر.

4-2-3- القروض والسلفيات:

يعتبر منح القروض أو إتاحة الإئتمان شكل التوظيف الرئيسي في نشاط البنك التجاري وتحقق القروض عائدا أكبر من أنواع التوظيف الأخرى، لكنها من جهة أخرى تنطوي على مخاطر كبيرة، والقرض قد يكون في شكل نقد حاضرة أو في شكل فتح حساب دائن للعميل يسحب عليه بشيكات كما قد يكون في صورة اعتماد مستندي لتمويل عمليات التجارة الخارجية، ويستحق على القرض فائدة يتحملها المقترض تختلف بحسب مدة القرض وقيمه ونوع استخدامه¹.

وتتعدد صور القروض وأنواعها وفق معايير عديدة، فوفق معيار الشخص متلق القرض، يمكن أن نميز بين القرض الخاص والقرض العام، ووفق معيار أجل القرض نميز بين القروض قصيرة، متوسطة، طويلة الأجل، وفي ما يخص الغرض من القرض فقد يكون القرض استهلاكيًا، تجاريا أو استثماريا، أما حسب نوع الضمان المقدم لمانح القرض فكون القرض إما شخصيا أو عينيا.

4-2-4- الأصول الثابتة:

هذه الأصول وإن كانت عقيمة في حد ذاتها إلا أنها تعتبر ضرورية لقيام البنك بوظائفه، وتمثل هذه الأصول في المباني التي يمارس فيها البنك نشاطه والأدوات والمعدات التي يستخدمها، بالإضافة إلى بعض الأصول الأخرى التي تعتبر وطيدة الصلة بعمليات الإقراض مثل مخازن البنك التي يحتفظ فيها ببعض أنواع الضمانات العينية التي تكون بحوزته².

¹ - وجدي محمود حسين، مرجع سابق، ص 164.

² - عقيل جاسم عبد الله، مرجع سابق، ص 260.

5- الأهداف العامة للبنوك التجارية:

يسعى البنك التجاري كغيره من منظمات الأعمال إلى تحقيق عدد من الأهداف والتي يمكن تصنيفها و تلخيصها في الآتي¹:

أ- الأهداف المالية: وتمثل في:

- إستمرار تحقيق الأرباح،
- تعظيم معدل العائد على الإستثمار،
- المحافظة على نسبة معقولة من السيولة.

ب- أهداف تنافسية: مثل:

- زيادة حصته في سوق الخدمات المصرفية،
- القيادة في مجال الخدمات المصرفية،
- المحافظة أو تحسين السمعة على المستوى المحلي و الدولي،
- الصمود أمام المنافسة.

ج- الأهداف المرتبطة بالخدمات المصرفية المقدمة (الأهداف الإنتاجية): مثل:

- تحسين الخدمات المصرفية،
- تنويع و تطوير الخدمات المصرفية لمواجهة متطلبات جمهور العملاء،
- تخفيض تكاليف الخدمات المصرفية المقدمة،
- تخفيض الوقت الضائع.

د- الأهداف الخاصة بالنمو و الإستقرار و المحافظة على موارده المادية و البشرية و حمايتها.

ه- الأهداف الإجتماعية و البيئية: كتحقيق مستويات مرضية من العوائد أو الخدمات لأطراف التعامل الداخلي و الخارجي.

¹ - عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، "الإدارة الحديثة في البنوك التجارية"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص 370، 369.

II - أساسيات أسواق رأس المال:

تعتبر أسواق رأس المال ذات أهمية كبيرة للإقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في هذه السوق وذلك من خلال توفير الأموال للشركات لتكون رأسمالها كمشروعات جديدة والمساعدة على عمليات النمو والتوسع بالنسبة للشركات القائمة، بالإضافة إلى كونها أحد متطلبات الإصلاح الإقتصادي، وقد نجحت الحاجة إلى سوق المال بصفة عامة وسوق رأس المال بصفة خاصة عن كون الإستثمارات في الأصول الحقيقية لبعض الوحدات الإقتصادية أصبحت تفرق مدخراتها المالية.

1- مفهوم و وظائف سوق رأس المال:

1-1- مفهوم سوق رأس المال:

تسمى سوق رأس المال أيضا بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تميزها لها عن السوق النقدية، ويمكن تعريف سوق رأس المال بأنها "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية، من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي، سواء كان البائع أو المشتري مدخرا أو مستثمرا للأموال، ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية أو تحويل هذه الأصول إلى نقدية مرة أخرى، و يتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي، نمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال، القوانين والإجراءات المنظمة للتعامل في السوق المالي و سلوك البائع و المشتري للأصول المالية"¹.

و تنقسم أسواق رأس المال إلى سوق أولية يتم فيها إصدار و بيع الأوراق المالية من قبل المؤسسات و الحكومة و غيرها من المصدرين، و سوق ثانوية يتم فيها تداول تلك الأوراق، إذن فسوق رأس المال هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات و قروض طويلة الأجل، إذ تلجأ إليها المؤسسات للحصول على أموال جديدة مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وذلك من خلال طرح أسهم للإكتتاب أو تحصيل على تلك الأموال على شكل دين و ذلك بطرح السندات، كما تلجأ الحكومة أيضا إلى هذه السوق عندما تريد الحصول على الأموال لتغطية العجز أو لتمويل مشاريع جديدة أو لأي غرض آخر، و كما هو معلوم فإن المؤسسات - خاصة الإنتاجية منها- تتوفر على أصول ثابتة يجب تمويلها برؤوس أموال دائمة أو طويلة الأجل، فسوق رأس المال توفر للشركات ما تحتاجه من أموال لشراء وسائل الإنتاج المختلفة².

¹ - جبار محفوظ، "البورصة، التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية (دراسة حالة دول المغرب العربي)"، رسالة دكتوراه، 1996/1997، الجزء الأول، ص 28.

² - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل المشروعات"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص 41.

1-2- وظائف سوق رأس المال¹:

تعتبر سوق رأس المال مؤسسة حيوية بالنسبة للشركات المساهمة و الإقتصاد الوطني ككل، إذ تعمل على جمع الإدخار من القطاع العائلي و من المؤسسات المختصة و توجيهه لتمويل المؤسسات الإقتصادية، كما تساعد المؤسسات على نشر رأسمالها على الجمهور الراغب في الإستثمار في الأوراق المالية خاصة بعد اتساع الشركات أين تصبح احتياجاتها من رؤوس الأموال تفوق إمكانيات الأفراد و ربما حتى الجماعات، فالجمهور الواسع هو الوحيد الذي لديه القدرة على جمع الأموال الضخمة اللازمة لتمويل الإقتصاد الوطني و يكون ذلك من خلال سوق رأس المال.

ومهما تعدد و تنوعت طبيعة و حجم العمليات المالية التي تتم في أسواق رأس المال فإنها تهدف إلى تحقيق مجموعة من الوظائف يمكن تلخيصها في ما يلي:

1-2-1- جمع و تجنيد الإدخار:

تعمل سوق رأس المال على جمع الإدخار الوطني و توظيفه، وذلك من خلال طرح الأوراق المالية للإكتتاب فيها من طرف المدخرين الذين يرغبون في الحصول على عائد ثابت أو عائد متغير، و حتى يقبل المدخر على الإكتتاب في هذه الأوراق فإنه يحتاج إلى ثقة تجعله يوظف أمواله هناك دون خوف عليها، و من هنا يمكن القول أنه يجب أن تتوفر في عملية التوظيف عدة صفات أهمها:

- الأمان: و هذا ما يؤدي إلى طمأنة المدخرين و تشجيعهم على استثمار أموالهم في شراء الأوراق المالية بدافع أن أموالهم في موضع آمن و أنها سوف تزداد و تنمو في المستقبل.

- السيولة: فقد يحتاج المستثمر في الأوراق المالية إلى أمواله أو جزء منها في أية لحظة سواءا لحدوث طارئ أو لأجل إعادة استثمارها في أوراق مالية أخرى يرى أنها أكثر مردودية، هذا ما يجعله دائما يحاول أن يستثمر في أوراق مالية تمتاز بسوق سائلة.

- الحماية من تناقص قيمة الأموال: فالمستثمر يخاف من انخفاض القوة الشرائية لأمواله و من ثمة تناقص القيمة الحقيقية لاستثماراته، و هذا ناتج عن ارتفاع المستوى العام للأسعار، و تكون الحماية في هذه الحالة بالتوظيف في الأسهم.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 110-118.

- مصطفى رشدي شبيحة، مرجع سابق، ص 555، 556.

- رسمية قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 4-47.

- Bernard Bellatante, 'La bourse (mécanismes et financement des entreprises)', université de Lyon, 2^{ème} édition, 1885, p p26,27.

- A. M. Bouzidi, 'Comprendre la mutation de L'économie Algérienne- les mots clés-', imprimerie ANEP, Rouiba, 1992, p17.

- المردودية: إذ يهدف كل مستثمر إلى الحصول على عائد مرضي، سواء كان هذا العائد في شكل فوائد أو أرباح أو قيم مضافة.

بالإضافة إلى هذا نجد أن من عوامل زرع الثقة في المدخرين هو إعلامهم بكل المعلومات و البيانات التي تتعلق بالشركات المقيدة بسوق رأس المال و كذا الوضعية العامة للسوق، و هذا حتى يتسنى للمدخر دراسة تلك المعلومات المختلفة و اختيار الشركة أو الورقة المالية المناسبة سواء من حيث الخطر، السيولة، المردودية...

1-2-2- نشر رأس المال الإجتماعي للمؤسسات:

يتمثل رأس المال الإجتماعي في مجموع الأسهم التي بيعت في سوق رأس المال لصالح شركة ما، ومن ثم يصبح كل مشتري لمجموعة من تلك الأسهم مالكا لجزء من الشركة ووفقا لعدد الأسهم التي اشترتها، و يتمتع أو يتحمل كافة النتائج التي تحققها الشركة حسب ذلك العدد من الأسهم كما أنه من بين الشروط اللازمة لتقييد أي شركة في سوق القيم المنقولة خاصة هو نشرها لنسبة معينة من رأس مالها، وهذا ما يعني وصول قيمها المتداولة إلى الجمهور الراغب في الإستثمار فيها و ذلك عن طريق سوق رأس المال و بالتالي انتشار أوراقها المالية بصورة جيدة وواسعة، فلو لا توفر سوق رأس المال لا يمكن أن تعرف الشركة إلا عند عدد قليل من المستثمرين و بالتالي تكون قدرتها على جمع الإدخار محدودة و تكون عملية التمويل صعبة و مكلفة.

تلجأ المؤسسة إلى سوق رأس المال عن طريق نشر رأسمالها أو جزء منه و ذلك بغرض الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل عمليات توسعها و نموها و التي قد يكون المؤسسون عاجزون عن تلبيةها، هذا يعني أنه بإمكان المؤسسين استرجاع جزء من أموالهم التي دفعوها لتكوين المؤسسة أول مرة. من جهة أخرى فإن نشر رأسمال الشركات يعني تحريك جزء من الإدخار و استثماره دون تركه عاطلا، و بالتالي تحصل حركية دائمة في الاقتصاد من خلال زيادة الإستثمارات الناجمة عن الإستعمال العقلاني للإدخارات المتوفرة في السوق، هذا يؤدي بدوره إلى تزايد ونمو النشاط الإقتصادي بصفة عامة.

إضافة إلى ذلك تعد عملية نشر رأسمال الشركة في سوق رأس المال بمثابة حملة إسهامية دائمة لها ترفع من شهرتها و تزيد من إقبال الجمهور على الإستثمار في أوراقها المالية و بالتالي زيادة إمكانياتها التمويلية و بأقل تكلفة، كما أن نشر رأس المال يساعد على تفكيك المؤسسة التي يكون مالكوها من أفراد العائلة الواحدة أو التي يملكها عدد قليل من المساهمين، و باعتبار أن الشركات قد تكون عمومية تابعة للدولة أو تكون شركات خاصة فإن عملية نشر رأس المال لكل من النوعين تختلف نوعا ما، فبالنسبة للشركات الخاصة فإن العملية تعني توسيع قائمة المساهمين، لكن بالنسبة للشركات العمومية فعلى نشر رأس المال تعني خصوصتها و انتقال ملكيتها من الحكومة إلى القطاع الخاص، وعليه فإن سوق رأس المال تسهل كثيرا عملية الخصخصة.

1-2-3- تحريك وتطوير الهياكل الصناعية:

يعتبر تحريك و تطوير الهياكل الصناعية من أهم الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال، فكثيرا ما نلاحظ في الحياة الاقتصادية حدوث عمليات ضرورية لتطوير و تحسين فعالية المنظمات الصناعية و المالية، ومن هذه العمليات نجد:

- الإندماج: و يعني أن شركة أو عدة شركات تختفي قانونا في إطار شركة جديدة و هي الشركة التي امتصتهم، و بالتالي تفقد الشركة محل الإمتصاص شخصيتها القانونية و من ثم تتحول كل أصول و خصوم الشركة القديمة (المتصة) إلى الشركة الجديدة.

- الإندماج الجزئي: و يعني تنازل شركة جزئيا عن جزء من أصولها لشركة أخرى.

- التنازل عن الرقابة: ويكون ذلك من جانب مجموعة صناعية أو مالية تشارك في شركة أخرى فتبيع جزءا من أصولها للشركة الأخرى فتفقد الأغلبية و بالتالي تتنازل عن السلطة و الرقابة في هذه الشركة، فيقال أن شركة ما تسيطر و تراقب شركة أخرى إذا كانت تملك أكثر من 50% من رأسمالها الإجتماعي.

- مساهمة شركة في شركة أخرى: وهذا عن طريق العرض العام أو الإكتتاب سواء بموافقة الشركة الأخرى أو دون موافقتها.

هذه العمليات التي تتم بين الشركات تخص أساسا بند رأس المال ولا شك في أنه لسوق رأس المال دورا كبيرا في إتمام هذه العمليات، فالشركة المقيدة في سوق رأس المال يمكن شراء أسهمها وأوراقها المالية بصفة عامة بسهولة و بالتالي سهولة تحويل رأس مالها الإجتماعي أو جزء منه من شخص لآخر، هذه العملية هي الأخرى تحتاج إلى تسعير الأوراق المالية محل التحويل، وهذا أيضا ما تسهله سوق رأس المال من خلال ملاقة العرض و الطلب على تلك الأوراق، كما تسمح عملية التسعير بتقييم أولي للشركة محل الرقابة أو الإندماج (الجزئي أو الكلي) باعتبار أن قيمة الشركة هي سعر سهمها في عدد الأسهم المكونة لرأس المال الإجتماعي.

في الأخير يمكن القول أن سوق رأس المال تلعب دورا هاما في زيادة عدد المشروعات، عدد المدخرين، إعادة توزيع الذمة، إختيار وقت الشراء، إعادة توزيع مصادر التمويل، إعتداد المشروع على السوق المالي و تحسين تحريك رأس المال، فمتابعة الأسعار في سوق رأس المال تتيح للمشروعات و الإدارة فرصة لمراقبة الإنضمامات و التحويلات و التركيزات، وكلها عمليات ضرورية لنمو و فاعلية و تطور المؤسسات الصناعية و المالية.

1-2-4- قياس وضعية الإقتصاد الوطني:

تلعب سوق رأس المال دورا كبيرا في تنشيط الشركات و تنميتها و كذا تنشيط و تمويل الإقتصاد الوطني ككل، حيث توجد علاقة وطيدة بين الأسواق المالية و الشركات التي تعمل داخل الإقتصاد الوطني.

فعلی مستوى المؤسسة وفيما يتعلق بدور سوق رأس المال كمؤشر لوضعية المؤسسة فإن سعر الورقة في سوق رأس المال يعكس وضعية الشركة المعنية من حيث الأرباح المحققة، المردودية، ويعكس ثقة المستثمرين والمختصين، كما يعكس مدى قدرة إدارة المؤسسة على التسيير الحسن والوقوف أمام المنافسة الشديدة وأمام الظروف الخارجية المحيطة بالمؤسسة وتحقيق نتائج مرضية، كما يظهر أيضا التأثير المتبادل بين الشركة وسوق رأس المال عند تسجيل شركة ما لخسائر معتبرة، حيث ينعكس ذلك على أسعار أسهمها بالإنخفاض.

أما على مستوى الإقتصاد الوطني ككل فإن التأثير متبادل بين سوق رأس المال والإقتصاد، وباعتبار سوق رأس المال مرآة عاكسة للوضعية الإقتصادية للبلد المعني، فإن تحسين وضعية سوق رأس المال تهدف إلى تحسين وضعية الإقتصاد الوطني، وذلك من خلال تشجيع الإدخار وتوجيهه إلى سوق رأس المال عن طريق نشر الوعي الإدخاري والإستثماري والحملات الإشهارية والإعلامية الموجهة للجمهور.

1-2-5- تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

ترتبط هذه الوظيفة ارتباطا وثيقا بالوظيفة السابقة والمتمثلة في توفير سوق مستمرة وسائله للأوراق المالية، فلا يجب أن توفر سوق رأس المال تسهيل التسويق على حساب الأسعار لأن المستثمر بقدر ما يحرص على أن تكون لديه فرصة كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إليها فهو يحرص كذلك على أن تكون أسعار البيع مناسبة لإستثماراته، إذ أن سوق رأس المال بإمكانها تحقيق عدالة الأسعار وتحديد سعر البيع بصورة آلية، وذلك من خلال إلتقاء العرض والطلب معا، بالإضافة إلى ذلك تساعد سوق رأس المال على تحقيق السعر المناسب عن طريق إلزام الشركات المقيدة بما بمدها بالمعلومات الكافية عن أعمالها التي تؤثر مباشرة على أوراقها المالية وعليه تكون تقديرات المتعاملين مبنية على أسس معلومة، وهذا من شأنه أن يحد من أعمال المضاربة.

1-2-6- تقديم الإرشادات والنصائح للمستثمرين والمسييرين:

فسوق رأس المال تمكن المحتاجين لرؤوس الأموال من التوجه إليها والحصول على الأموال بأحسن السبل، كما ترتبط بسوق رأس المال بصورة مباشرة أو غير مباشرة هيئات خاصة وعمومية تقدم مختلف الخدمات للزبائن من مدخرين، مستثمرين و مسيرين.

1-2-7- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر:

وذلك من خلال تعدد وتنوع الأوراق المالية (أسهم، سندات الشركات، السندات الحكومية) وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق، هذا يمكن المستثمر من دراسة ومقارنة مختلف الأوراق المالية التي تساعد ويرغب الإستثمار فيها.

2- أقسام سوق رأس المال:

تتميز أسواق العمليات المالية بالتنوع الكبير والتداخل فيما بين أقسامها حيث تقسم حسب عدة معايير، وسنركز في بحثنا هذا على معيارين فقط هما "توقيت الإصدار" و"آجال العمليات"، وهذا ما نتعرض له فيما سيأتي:

2-1- التقسيم حسب توقيت الإصدار:

تنقسم سوق رأس المال وفق هذا المعيار إلى سوقين رئيسيين هما السوق الأولية، والسوق الثانوية وفيما يلي عرض مختصر لهذين السوقين:

2-1-1- السوق الأولية:

ويطلق على السوق الأولية أيضا اسم سوق الإصدارات، ويقصد بها تلك السوق التي تخلقها مؤسسة متخصصة كوسيط مالي تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية أو قد يكون هذا الوسيط بنكا تجاريا- كما هو الحال في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر - أو أحد بنوك الإستثمار، أو وسيط مالي يتعامل في الأوراق المالية كمنشأة فردية أو شركة أشخاص تأخذ شكل شركة تضامن أو شركة توصية بسيطة أو شركة توصية بالأسهم¹.

إذن يمكن القول أن السوق الأولية هي ذلك الجزء من سوق رأس المال الذي يتم فيه بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتداول وفي غالب الأحيان لا تكون السوق الأولية معروفة لدى الجمهور لأن بيع الأوراق المالية يتم خلف أبواب مغلقة، والسوق الأولية هي السوق التي تحصل منها الجهة المصدرة (شركات، حكومة) على الموارد المالية لتمويل الإستثمار أو لتمويل العجوزات عن طريق أصولها المالية، ولذلك فالسوق الأولية هي سوق الإستثمار الحقيقي للمصدر، وسوق الإستثمار المالي للمستثمر الذي اشترى الورقة المالية²، أما فيما يتعلق بالعمليات التي تتم في هذه السوق فإما أن تكون بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أو عن طريق البيع بالمزاد .

- الطريقة المباشرة: ويقصد بها قيام الجهة المصدرة للأوراق المالية بالإتصال المباشر بالجمهور من أفراد ومؤسسات مختصة، لكي تبيع لهم تلك الأوراق، وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها.

- الطريقة غير المباشرة: وتتم من خلال بيع تلك الأوراق المالية إلى وسط معين، ويقوم هذا الأخير ببيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات الراغبة في الإستثمار في تلك الأوراق وتكون تكاليف هذه العملية عادة أقل سببا من تكاليف البيع المباشر.

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سابق، ص44.

² - أحمد أبو الفتوح علي الناقة، ' نظرية النقود والأسواق المالية (مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية) '، مكتبة و مطبعة الإشعاع

الفنية، الطبعة الأولى، 2001، ص ص14، 15.

- طريقة البيع بالمزاد: وهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لبيع ما تصدره من أوراق مالية، وذلك بدعوة المستثمرين لتقديم عطاءاتهم فتضمن الكميات المراد شراؤها وأسعار الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للأوراق المصدرة¹.

2-1-2- السوق الثانوية:

تعرف هذه السوق أيضا بسوق الإصدارات القديمة أو سوق التداول وهي تعبر عن "المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من أسهم وسندات- السابق إصدارها- من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة"²، فالسوق الثانوية إذن هي مكان التقاء الباعة و المشترون للأوراق المالية التي سبق وأن بيعت في السوق الأولية، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على سيولة أو لإعادة الإستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية.

فرغبة حامل الأوراق المالية في تحويل هذه الأوراق إلى سيولة، أو تنويع توظيفاته، أو هما معا يؤديان إلى بيع و شراء الأوراق المالية و هي الوظيفة الديناميكية للسوق الثانوية، فلا يعقل أن يجمد شخص أو شركة أمواله في ما لا نهاية من خلال الإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة فقط، فهو يبحث عن عائد هذه الأصول(الأوراق المالية) سواء في شكل أرباح أو في شكل فوائد، كما يبحث عن تحقيق أرباح رأسمالية من خلال بيع هذه الأصول، بالإضافة إلى ذلك فهو يرغب في تنويع استثماراته أو العودة مرة أخرى إلى السيولة بأقل جهد و تكاليف ممكنة.

وبناء على مفهوم السوق الثانوية يمكن التمييز بين الأسواق المنظمة و الأسواق غير المنظمة إضافة إلى ما تسمى بالسوق الثالث و السوق الرابع و أسواق أخرى، وفي ما يلي عرض مفصل لمختلف هذه الأقسام:

أ- الأسواق المنظمة:

تعتبر الأسواق المنظمة (البورصات) من أهم أقسام السوق الثانوية إذ أنها أسواق مالية رسمية يتم التعامل فيها بقانون البورصة و إجراءات عمل محددة و تخضع لرقابة الحكومة وذلك لأجل تنظيم عمليات التداول على الأوراق المالية بيعا وشراء أو انتقال ملكيتها من مستثمر إلى آخر دون غش أو خداع، سواء من جانب العناملين في البورصة أو من جانب الشركات المقيدة بها و التي تتداول أوراقها المالية هناك.

ويمكن تقسيم الأسواق المالية المنظمة إلى أسواق مركزية و أسواق محلية، و يقصد بالسوق المركزية تلك السوق التي يتم التعامل فيها على أوراق مالية مسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة لتلك الأوراق، أما السوق المحلية (أسواق المناطق) فهي تلك السوق التي تتعامل

¹ - منير إبراهيم هندي ' الأوراق المالية وأسواق رأس المال '، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص84.

² - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سابق، ص52.

في ما تبقى من الأوراق المالية المسجلة، وهي عادة أوراق مالية لشركات صغيرة تم صغار المستثمرين في النطاق الجغرافي للشركة أو المناطق القريبة منها¹.

ب- الأسواق غير المنظمة:

وتعرف بأنها تلك السوق التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية في ما بين البنوك و سماسرة الأوراق المالية و الصيرافة و بيوت السمسرة و غيرها من المنشآت المتخصصة في الإستثمار في الأوراق المالية، خارج بورصة الأوراق المالية كسوق منظم، وذلك سواء كانت الشركات المصدرة لهذه الأوراق مقيدة أو غير مقيدة بالبورصة².

إذن فمصطلح الأسواق غير المنظمة يطلق على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي تسمى المعاملات على المنضدة (OTC) التي تتولاها بيوت السمسرة، وما يميز السوق غير المنظمة هو عدم وجود مكان محدد لإتمام الصفقات بل تتم من خلال شبكة إتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف الحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الإتصال التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين. ونشير إلى أن الأسواق غير المنظمة تتعامل أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة، لكن هذا لا يعني منع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة.

وتتكون السوق غير المنظمة من ثلاثة أقسام رئيسية و أخرى فرعية هي:

• سوق المعاملات على المنضدة (OTC): والتي تعتبر بمثابة السوق الثانية؛ وتتولى بيوت السمسرة القيام بهذه المعاملات.

• السوق الثالثة: تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظم، ويضم بيوت السمسرة و المتعاملين في الأوراق المالية خارج بورصة الأوراق المالية، سواء كانت هذه الأوراق مقيدة أو غير مقيدة في البورصة، وتكون هذه السوق مستعدة لشراء و بيع الأوراق المالية في أي وقت و بأي كمية، ويكون التعامل في هذه السوق بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة كصناديق الإستثمار و حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة³.

• السوق الرابعة: وتعرف كذلك بسوق الأغنياء، و هي تشبه السوق الثالثة من حيث إتمام الصفقات خارج السوق المنظمة، إلا أن التعامل فيها يتم من خلال الإتصال المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء دون الحاجة إلى بيوت السمسرة، و يتم الإتصال عن طريق شبكة الإتصالات كالتليفون أو الحاسب الآلي و بالتالي فإن الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة هو أحد أهم أسباب وجود هذه السوق⁴.

¹ - منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية و أسواق رأس المال "، مرجع سابق، ص ص95،96.

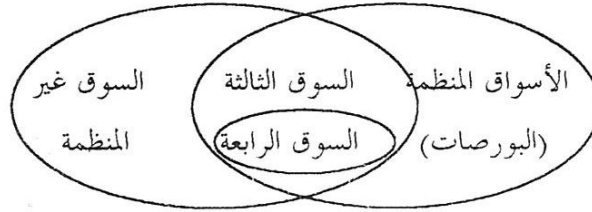
² - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سابق، ص ص71.

³ - نفس المرجع، ص ص72،73.

⁴ - رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص ص56.

• أسواق أخرى: بالإضافة إلى الأسواق الثلاثة السابقة الذكر، توجد أسواق أخرى يخلقها بصورة مباشرة أو غير مباشرة السماسرة و التجار المتنافسين فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها، والمتعاملون في هذه الأوراق هم سماسرة الخصم و تجار الطلبيات الكبيرة¹.
و يمكن توضيح مكونات السوق الثانوية والعلاقة بينها من خلال الشكل (1-1) الموالي.

الشكل (1-1): مكونات السوق الثانوية و العلاقة التي تربط بينها.



المصدر: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص112.

لعل أهم ما يميز هذا التقسيم الذي يقسم سوق رأس المال إلى سوق أولية و سوق ثانوية هو الارتباط الوثيق بين هذين السوقين فلولا وجود السوق الأولية التي تباع فيها القيم المتداولة لأول مرة لما وجد هناك ما يتداول في السوق الثانوية، ومن جهة أخرى فلولا السير الحسن للسوق الثانوية بالنسبة لورقة معينة و زيادة الطلب عليها لما سارت السوق الأولية كما ينبغي بالنسبة لتلك الورقة.

2-2 - التقسيم حسب معيار آجال العمليات:

تعتبر سوق رأس المال شق من السوق المالية إلى جانب الشق الثاني و المتمثل في السوق النقدية، وتنقسم سوق رأس المال إلى أسواق حاضرة و أسواق مستقبلية، و الأسواق الحاضرة تنقسم بدورها إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة و أسواق إحتكارية، و في ما يلي عرض مختصر لهذه الأقسام:

2-2-1- الأسواق الحاضرة:

يقصد بالأسواق الحاضرة (الفورية) تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها على أوراق مالية طويلة الأجل

يتم تسلمها و تسلمها فور إتمام الصفقة، وتنقسم الأسواق الحاضرة هي الأخرى إلى ثلاثة أقسام هي:

أ- الأسواق المنظمة: وهي كما تطرقنا إليها في التقسيم السابق.

ب- الأسواق غير المنظمة: تطرقنا إليها كذلك في التقسيم السابق.

¹ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص112.

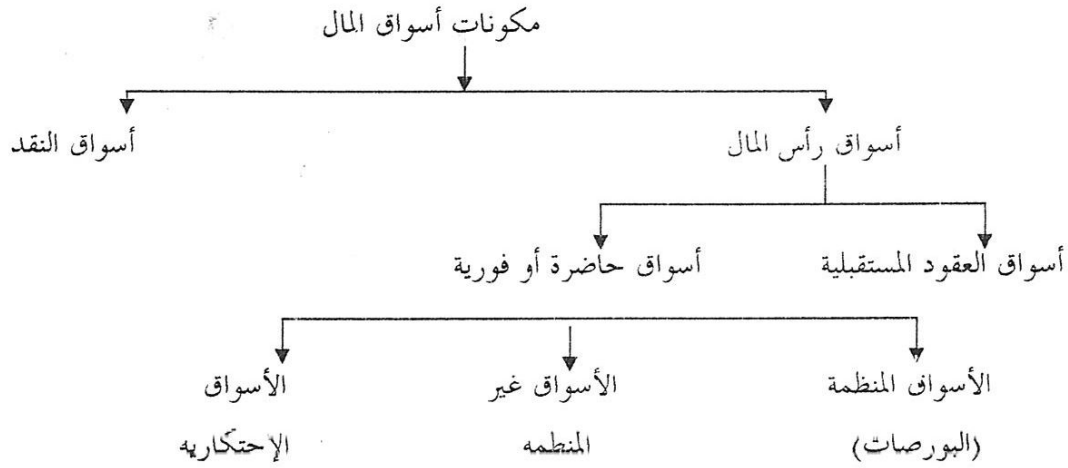
ج- الأسواق الإحتكارية:

تتمثل هذه السوق أساسا في تلك الأسواق التي يتم فيها تداول أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة و تكون هذه الأوراق محتكرة من قبل بعض المؤسسات، العمومية مثل الخزينة العمومية و البنك المركزي¹.

2-2-2- أسواق العقود المستقبلية:

هي أسواق تتعامل أيضا في الأسهم و السندات لكن من خلال عقود و اتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، أي بيع و شراء تلك الأوراق بسعر محدد مسبقا على أن يتم تنفيذ الصفقات في المستقبل. و يمكن توضيح أهم مكونات (أقسام) أسواق المال بصفة عامة و أسواق رأس المال بصفة خاصة من خلال الشكل (2-1) أدناه:

الشكل (2-1): مكونات أسواق المال.



المصدر: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص06.

3- الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال:

تعتبر الأوراق المالية السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال و هي مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للمؤسسات التي تبحث عن الأموال لتمويل استثماراتها كما يمكن للدولة أيضا أن تصدر أوراقا مالية لتمويل مشروعاتها أو لتغطية العجز أو لأجل معالجة التضخم. و تعرف الأوراق المالية بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص «عموميين كانوا (الدولة، السلطات الولائية أو المحلية)، أو مؤسسات خاصة، و ينتج عنه دين على عاتق الجهة المصدرة أو مشاركة في الملكية من قبل المشتريين لهذه الأوراق¹.

¹ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص06.

و يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية مثل الأسهم العادية، و أوراق مالية تمثل مديونية مثل السندات، و أوراق مالية تعتبر هجينة من الأسهم العادية و السندات هي الأسهم الممتازة، و إن كانت هذه الأخيرة تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية، إضافة إلى العديد من الأوراق المالية الحديثة نسبيا.

3-1- الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة:

تمثل هذه الأوراق أساسا في الأسهم العادية و الأسهم الممتازة بمختلف أنواعها:

3-1-1- الأسهم العادية:

يمثل السهم مستند ملكية في جزء من رأس المال الاجتماعي للشركة التي أصدرته، و الأسهم العادية هي أوراق مالية ذات عائد متغير لأن المساهم يحصل على جزء من أرباح الشركة تسمى التوزيعات (dividendes)، و ترتبط هذه التوزيعات بالنتائج التي تحققها المنشأة و بقرارات المسيرين، فالشركة بإمكانها أن لا توزع الأرباح و بالتالي عدم دفع مكافآت على الأموال المستثمرة إذا قررت تخصيص كل أرباحها لاستثمارات جديدة².

ويتم إصدار السهم العادي بقيمة إسمية تحدد في العقد التأسيسي للشركة، و يكون الإكتتاب في السهم العادي سواء من خلال إكتتاب عام أو إكتتاب محدود (مغلق) و يكون السهم لحامله (au porteur) أو إسمية (nominatif)، و تسمح بعض التشريعات - كما في الولايات المتحدة الأمريكية - بإصدار أسهم عادية دون قيمة إسمية³.

3-1-1-1- أنواع الأسهم العادية:

يمكن تصنيف الأسهم العادية حسب مجموعة من المعايير إلى عدة أنواع، أهمها:

- أ- الأسهم التي لها حق أكثر في التصويت و ليس لها أولوية عند توزيع الأرباح.
- ب- الأسهم التي لها أولوية في الأرباح و ليس لها ثقل في التصويت، فيستري النوع الأول من يريد السيطرة على الشركة و توجيهها الوجهة التي يريد، و يشتري النوع الثاني من يريد تحقيق الأرباح.
- ج- الأسهم الإسمية: هي الأسهم المحملة في سجلات الشركة و لا يمكن تداولها إلا بعد موافقة الشركة نفسها.
- د- الأسهم لحاملها: هي أسهم غير مسماة (هوية المساهم غير معروفة لدى الشركة المعنية) و يتم تداول هذه الأسهم بحرية دون الرجوع إلى الشركة التي أصدرتها، و يمكن للشركة تحويل أسهمها من أسهم لحاملها إلى أسهم إسمية و العكس.

¹ - جبار محفوظ، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية "، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص ص05، 06.

² - "Les cahiers français (La bourse) " , N° 237, Juillet – septembre, 1988, p 08.

³ - جبار محفوظ، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية "، مرجع سابق، ص ص10.

هـ- الأسهم النقدية: السهم النقدي هو الذي يمثل حصة نقدية من رأسمال الشركة تدفع قيمته نقدا.
و- الأسهم العينية: السهم العيني يمثل حصة عينية في رأسمال الشركة وتصدر هذه الأسهم مقابل أصول عينية يقدمها المكتتب.

كما توجد أنواع أخرى من الأسهم العادية مثل¹:

ن- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: فالمعروف هو أن المنشأة الواحدة لها مجموعة واحدة من الأسهم، وترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل، إلا أن "شركة جينرال موتورز" أدخلت إلى أسواق رأس المال نوعين إضافيين من الأسهم العادية، حيث أصدرت هذه الشركة مجموعة أسهم أطلق عليها "الفئة إي" (E class)، وترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى تسمى "الفئة إتش" (H class) وربطت فيها التوزيعات بالأرباح المحققة في قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

س- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: لا تعتبر التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية من النفقات التي تخصم قبل حساب الضريبة، لكن في الولايات المتحدة الأمريكية و في حدود الثمانينيات أصبح يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكيتها، أن تخصم تلك التوزيعات قبل حساب الضريبة، و أعطيت المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

ع- الأسهم العادية المضمونة: وتعني تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، وخلال فترة محددة بعد الإصدار، فإذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد المعين، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد الأدنى ولكن بعد انقضاء المدة المحددة فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة.

ك- الأسهم العادية القابلة للبيع مرة ثانية للشركة المصدرة: وتعني أن المستثمر الذي يشتري أسهما جديدة معروضة في السوق الأولية يتسلم مع هذا الشراء حق بيع هذه الأسهم مرة ثانية للشركة التي أصدرتها، فإذا زاد سعر السهم عن سعر العرض في السوق الأولية فإن المستثمر لا يستعمل خاصية إعادة البيع هذه للشركة، أما إذا كان سعر السهم في السوق الثانوية منخفضا ولم يحقق المرجو منه فإن المستثمر يستطيع أن يبيع السهم إلى مصدره، وبالتالي فإن خاصية إعادة البيع هذه توفر الحماية الكافية للمستثمر من مخاطر هبوط سعر السهم وتحافظ في نفس الوقت على احتمالات ارتفاع سعره².

¹- منير إبراهيم هندي، "أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 16-19.

²- صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية (علميا، عمليا)"، مكتبة ومطبعة الإشتعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000،

3-1-1-2- خصائص الأسهم العادية:

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي:

- يحدد عدد الأسهم العادية في القانون الأساسي لشركة المساهمة،
- الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف لكنها أصعب من حيث التحليل، كما تعتبر الأسهم العادية غير محدودة العمر ولا الأرباح على عكس السندات،
- للسهم العادي عدة قيم، قيمة اسمية وهي القيمة التي تظهر على قيمة السهم وتكون محددة في القانون الأساسي للشركة، قيمة دفترية وتساوي مجموع قيم الأسهم العادية وعلاوات الإصدار* والإحتياطات والأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية، وقيمة سوقية تمثل السعر الذي يباع به السهم في السوق، ويتوقف سعر السهم على الأرباح المحققة والمتوقعة، التوزيعات، تقدير الخطر الخاص بالشركة، طبيعة نشاط الشركة، الظروف السياسية والاقتصادية السائدة، كمية الأسهم المعروضة، حجم الطلب والمضاربات عليها في السوق، بالإضافة إلى الشؤون العالمية مثل المعلومات المتاحة عن أي حروب أو توترات محتملة في منطقة ما،
- يحق لشركة المساهمة سحب جزء من أسهمها من التداول عن طريق إعادة شرائها من حاملها، كما يحق لأي مستثمر أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة،
- يحصل حملة الأسهم العادية على أرباح (توزيعات) تتوقف على الأرباح التي تحققها الشركة، فتوزيعات الأسهم العادية متغيرة من سنة إلى أخرى، وتأتي بعد السندات والأسهم الممتازة في الترتيب من حيث الأولوية في الأرباح.

3-1-1-3- حقوق المساهمين العاديين¹:

- تستحق حامل السهم العادي، بمجموعته من الحصري صحتها له هامول، الشركات، ويشتمل هذه الحقوق في:
- أ- حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين: للمساهمين الحق في اختيار مجلس الإدارة الذي يتولى قيادة الشركة، ويتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة وعلى أساس أنه لكل سهم صوت، ويعتبر التصويت مهم بالنسبة لسير الشركة خاصة وأنه يتم على مسائل هامة مثل القانون الأساسي للشركة، كيفية توزيع الأرباح وقرارات الرفع المالي، فالتصويت يعتبر إذن وسيلة للسيطرة على الشركة.
 - ب- الحق في الأرباح الموزعة: ويعتبر هدف مهم بالنسبة للمساهمين حيث يحق لهم الحصول على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة، لكن الشركة ليست ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا بل بإمكانها الإحتفاظ بجزء أو

*- تعني الفرق بين القيمة الاسمية وسعر البيع للسهم.

¹- مراجع عديدة أهمها:

- جبار محفوظ، 'الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية'، مرجع سابق، ص 16-22.

- زياد رمضان 'مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي'، دار وائل للنشر، عمان، 1992، ص 57.

- Josette Peyrard, 'La bourse', Vuibert, 6^{ème} édition, 1998, p 18-20.

كل الأرباح المحققة، والقانون يجبر الشركات على الإحتفاظ بنسبة محددة من أرباحها كاحتياطي قانوني، وتحدد هذه النسبة في الجزائر مثلاً بـ 5% بالنسبة لشركات المساهمة والشركات ذات المسؤولية المحدودة.

ج- إمكانية نقل ملكية السهم: يتمتع حملة الأسهم العادية بحرية التصرف في الأسهم التي يمتلكونها وذلك عن طريق الاتجار بها أو عن طريق الهبة أو الهدية أو الإرث أو بالرهن.

د- حق حضور الجمعيات العامة للشركة: ويعتبر هذا الحق من أهم حقوق المساهمين العاديين حيث يمكنهم المشاركة في تسيير شركتهم، وقد تكون هذه الجمعيات عادية أو طارئة؛ وللمساهمين العاديين الحق في حضور النوعين معاً، وتنعقد الجمعيات العادية عادة كل سنة من أجل المصادقة على الحسابات الختامية للشركة، تخصيص النتائج ومناقشة تقرير مجلس الإدارة والميزانية، إبداء الرأي في مجلس الإدارة الحالي، واختيار مجلس إدارة جديد، دراسة قضية توزيع الأرباح.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يحق لأصحاب الأسهم حضور الجمعيات العامة إلا بعد إيداع أسهمهم إما في الشركة أو في البنوك أو في إحدى الشركات العاملة في الأوراق المالية المرخص لها بذلك.

هـ- حق الإطلاع على دفاتر وسجلات الشركة: للمساهمين العاديين الحق في الإطلاع ومراجعة الدفاتر المحاسبية وسجلات الشركة، وإذا رفضت إدارة الشركة ذلك يمكن للمساهمين طلب ذلك عن طريق المحكمة.

و- حق الأولوية في الإكتتاب في الإصدارات المستقبلية: للمساهمين العاديين القدامى الحق في الإكتتاب في الإصدارات الجديدة، سواء كانت أسهم عادية أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، ويكون ذلك الحق بنسبة ما يمتلكون من أسهم قديمة، هذا الحق يسمح لهم بالإبقاء على ما يمتلكون من الشركة، وكذا قدرته على المراقبة والسيطرة على الشركة، بالإضافة إلى إبقائهم على نسبهم في الإحتياطات والأرباح المحسوزة في السنوات التي سبقت الإصدار الجديد.

ن- الحق في الحصول على حصة من موجودات الشركة في حالة التصفية: عند تصفية الشركة لأي سبب من الأسباب تقوم ببيع أصولها وتسديد ديونها ثم تدفع نصيب المساهمين الممتازين، وما تبقى يوزع على المساهمين العاديين أما إذا تجاوزت الديون قيمة الأصول المباعة فإن المساهمين لا يحصلون على أي نصيب.

3-1-2- الأسهم الممتازة:

ويطلق عليها أيضاً اسم أسهم الأولوية أو أسهم الأفضلية ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية وإن كانت تختلف عن الملكية الناشئة عن السهم العادي- كما أن للسهم الممتاز قيمة إسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية، وليس له تاريخ استحقاق¹، وبموجب هذه الأسهم يتقرر لحاملها حقوقاً أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية، كالأولوية في الأرباح الموزعة، الأسبقية في استرجاع المبالغ المستثمرة في حالة تصفية الشركة، كما لهم الحق في أرباح سنوية محددة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم غير أن الشركة غير ملزمة بدفع تلك النسبة إذا لم تحقق أرباحاً أو في حالة تحقيق أرباح وتقرر عدم توزيعها فإنه لا يتم توزيعها لا على أصحاب

¹ - مفير إبراهيم هندي، "أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 28.

الأسهم العادية ولا الممتازة، ويحرم أصحاب الأسهم الممتازة من حق التصويت ما عدا في الحالات الخاصة أو الظروف الطارئة¹.

3-1-2-1- خصائص الأسهم الممتازة:

- تتميز الأسهم الممتازة كورقة مالية دون غيرها من الأوراق المالية الأخرى بعدد من الخصائص:
- حملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة محددة وفي ناتج تصفية أصول الشركة لكنها تأتي بعد أصحاب الديون من حيث الأسبقية في ذلك.
 - خاصية تجميع الأرباح: أي أن عدم توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يجتم على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.
 - للسهم الممتاز قيمة إسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية.
 - إمكانية الإستدعاء والتسديد: على الرغم من أن الأسهم الممتازة تعتبر مستند ملكية ليس لها تاريخ استحقاق، إلا أن الشركة بإمكانها استرداد تلك الأسهم، سواء بالشراء من حاملتها- وذلك بعرض أسعار للشراء أعلى من الأسعار التي تداول بها في البورصة- أو باستبدالها بأسهم عادية إذا رغب حاملتها في ذلك.
 - تمتاز الأسهم الممتازة أحيانا بخاصية المشاركة، فهناك أنواع كتلك التي تسمى "أسهم المشاركة" ويحقق حملة هذه الأسهم بعد حصولهم على النسبة المتفق عليها من الأرباح، وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة أو أية نسبة محددة مسبقا، مشاركة المساهمين العاديين فيما تبقى من أرباح.
 - تعتبر الأسهم الممتازة وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه غالبا ما لا يكون لهم حق التصويت.

3-2-2-1- أنواع الأسهم الممتازة:

- بالإضافة إلى الأسهم الممتازة التقليدية توجد هناك أنواع أخرى من الأسهم الممتازة أهمها:
- أ- أسهم ممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والمجمعة للأرباح.
 - ب- أسهم ممتازة من ناحية الأصول، حيث تحقق لأصحابها استرجاع قيمتها الإسمية عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية.
 - ج- أسهم ممتازة لها حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين.
 - د- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو سندات.
 - هـ- أسهم ممتازة مضمونة من جهة خارجية كالحكومة أو أي مؤسسة مالية.
 - و- أسهم ممتازة قابلة للسداد (لها تاريخ استحقاق).
 - ن- أسهم ممتازة لحاملها ليس لها مدة للوفاء بقيمتها.

¹ - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 24، 25.

س- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية.

3-2- السندات (أوراق الدين):

تعتبر السندات بمختلف أنواعها أهم الأوراق المالية التي تمثل ديناً على الشركة أو الجهة المصدرة عامة، وعلى عكس الأسهم التي هي مستندات ملكية فإن السندات هي صكوك دين طويلة الأجل، فالمكتب (حامل السند) يقرض نقوده للشركة أو المؤسسة العمومية أو للدولة التي تبحث عن قرض طويل الأجل، ويصبح بذلك دائناً لها، و ينتظر استرجاع قيمة قرضه في تاريخ معين بالإضافة إلى حصوله على فوائد محددة، وأساساً حامل السند عكس حامل السهم لا يتحمل خطر، لأنه يحصل على فوائد محددة مسبقاً، إلا أنه هناك خطرين خاصين بحامل السند هما: خطر عدم السداد لأن إفلاس المقترض يجعل عملية التسديد غير أكيدة وخطر التضخم، لأنه في حالة التضخم تنخفض القدرة الشرائية لعوائد السند (قيمة السند و فوائده)¹.

3-2-1- خصائص السندات:

يتميز السند كورقة مالية بمجموعة من الخصائص منها:

أ- يحمل السند إسم المقترض، قيمة القرض، عدد السندات المصدرة، القيمة الإسمية للسند، سعر الإصدار، السعر الواجب دفعه للحصول على السند، وإذا كان هذا السعر يساوي سعر الإصدار يقال أن السند أصدر متكافئاً، وإذا كان سعر الإصدار أقل من القيمة الإسمية يقال أن السند أصدر "بعلاوة إصدار، **Prime D'émission**"، ويكون السند "بعلاوة تسديد، **Prime de Remboursement**" إذا كان مبلغ التسديد أكبر من القيمة الإسمية.

ب- يحصل حملة السندات على دخل ثابت سنوياً يتمثل في الفائدة، سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق.
ج- للسند تاريخ استحقاق، حيث نلتزم الجهة المصدرة بإرجاع القيمة الإسمية للسند لصاحب السند في تاريخ الإستحقاق.

د- قابلية السند للتداول حيث يحقق لحامله نقل ملكيته للغير.

هـ- لا يشارك حامل السند في الجمعية العامة للمساهمين.

و- يمكن لحامل السند الإطلاع على الوثائق التي تنشر لجمعيات حملة السندات.

ن- عند تصفية الشركة يكون لحامل السند الحق في الحصول على مستحقاته تجاه الشركة المصدرة قبل حملة الأسهم العادية، لكن ليس لصاحب السند الحق في الحصول على الأرباح التي تقرر توزيعها على حملة الأسهم.

س- حملة السندات الحق في حضور الجمعيات الخاصة بحملة السندات*.

¹ - 'Les cahiers français (La bourse)', Op.cit, P 08.

*- الجمعيات الخاصة بحملة السندات ليس لها أي ثقل في إتخاذ القرارات باعتبار أن حملة السندات هم دانتون و ليسوا ملاكاً للشركة، وبذلك فهم يقدمون توصيات تتعلق بحقوقهم للجمعيات العامة للمساهمين.

3-2-2- أنوع السندات¹:

توجد أنواع كثيرة من السندات نذكر أهمها فيما يلي:

أ- السندات التقليدية: تمثل هذه السندات الشكل البسيط للمنتوجات المالية التي تمثل ديننا على الجهة التي أصدرتها، وكل ما قيل عن السندات فيما سبق ينطبق على هذا النوع من السندات.

ب- السندات بمعدل فائدة متغير: تتميز أسعار الفائدة في السوق الموازية بالتغير ارتفاعا وانخفاضاً، وعليه ففي حالة انخفاض أسعار الفائدة يتضرر مصدرها السندات بمعدلات ثابتة وذلك بمقدار الفرق بين ما يدفع لحملة السندات وسعر الفائدة السائد في السوق، ويستفيد حملة تلك السندات بمقدار الفرق بين ما يتقاضونه وأسعار الفائدة السائدة في السوق، والعكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، ولهذا تم استحداث هذا النوع من السندات لحماية كل من المقرض والمقترض من مخاطر تغير أسعار الفائدة، وبهدف تغيير سعر الفائدة إلى تقريبه أو مساواته بسعر الفائدة السائد بالسوق.

ج- السندات التي لا تحمل معدلاً للكوبون (Zero coupon): تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد صاحب السند القيمة الإسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، ويتمثل مقدار العائد الذي حققه المستثمر في الفرق بين ما دفعه لشراء السند وبين القيمة الإسمية أو سعر البيع في حالة ما إذا باعها، ويمكن أن نسمي هذه السندات أيضاً بـ "السندات بعلاوة" وتكون إما بعلاوة إصدار أو بعلاوة تسديد، ففي الحالة الأولى يدفع المكتب قيمة أقل من القيمة الإسمية للسند على أن يسترد القيمة الإسمية للسند كاملة في تاريخ الاستحقاق، أما في الحالة الثانية فالمكتب يدفع القيمة الإسمية للسند كاملة ويسدد السند بقيمة أكبر من قيمته الإسمية.

د- السندات المضمونة: هي السندات التي يتقرر لصاحبها حق أو امتياز محدد كأن تكون هذه السندات مضمونة ببعض الأصول الثابتة للشركة أو أوراق مالية أو غيرها، أو تكون مضمونة من طرف الحكومة أو مؤسسة مالية لضمان الوفاء بقيمة السند والفوائد المستحقة له.

هـ- السندات غير المضمونة: على عكس السندات المضمونة، فإن السندات غير المضمونة لا تكون مرتبطة بأي أصل من أصول الشركة، ولذلك يتضمن عقد الإصدار عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر أصحاب هذه السندات، كإصدار مثل هذه السندات مرة أخرى أو زيادة الإصدار.

و- السندات القابلة للتحويل: يمكن لحامل هذه السندات تحويلها إلى أوراق مالية أخرى لنفس الشركة خاصة إلى أسهم عادية بشروط محددة وخلال فترة زمنية معينة مسبقاً في عقد الإصدار، وبذلك يصبح مثله مثل المساهمين العاديين، فحملة هذه السندات يستفيدون من الفوائد الثابتة على السندات أثناء تحقيق الشركة نتائج

¹ - عدة مراجع أهمها:

- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 50-69.

- Josette Peyrard, Op.cit, p 30-36.

- "Les cahiers français (la bourse)", Op.cit, p 11.

غير مرضية، ويتحول إلى مساهم حصل على توزيعات في حالة تحسن وضعية الشركة، وعادة تكون هذه السندات قابلة للإستدعاء بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية.

ن- السندات بكوبونات الإكتتاب في السندات* (OBSO): السندات بقسيمات الإكتتاب هي سندات بمعدلات ثابتة تسمح لحاملها بالحصول في تاريخ معين وبسعر محدد في عقد الإصدار على سندات لنفس الشركة، حيث يرفق كل سند قديم بكوبون (قسيمة) يمكن استبداله بسند جديد، ويمكن تسجيل هذه الكوبونات في البورصة بصفة مستقلة عن السندات، وذلك بعد الإنتهاء من الإصدار الأولي، ونشير إلى أن هذه السندات تصدر بمعدل فائدة أقل من المعدل السائد في السوق، لأن القسيمة هذه تعطي الحق في شراء سند بسعر محدد ويكون هذا السعر المحدد مسبقا ذو أهمية كبيرة خاصة في حالة ارتفاع الأسعار مستقبلا.

س- السندات المرتبطة بمؤشر (السندات المستقرة): هي سندات يرتبط سعر الفائدة الخاص بها، أو المبلغ الأصلي، أو الإثنين معا بتغيرات مؤشر معين (مستوى المعيشة، مستوى أسعار التجزئة، مستوى أسعار الجملة، معدل التضخم...)، وذلك للمحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند.

ع- السندات الحكومية (الريوع)*: تُصدر هذه السندات من طرف الحكومات لتمويل مشاريع ذات منفعة اجتماعية، ولتغطية العجز في الميزانية، أو لتخفيض معدل التضخم، ولا يمكن للشركات الخاصة إصدار هذا النوع من السندات، وينقسم هذا النوع من السندات إلى قسمين رئيسيين هما: السندات التي تصدرها الحكومة الفدرالية، والسندات التي تصدرها الحكومات المحلية.

ك- السندات ذات الدخل: يحق لحامل هذه السندات الحصول على فوائد بنسبة محددة من الدخل الذي يحققه المشروع (الشركة)، لكن في السنوات التي لم تحقق الشركة أرباحا فلا يجوز لحاملها المطالبة بالفوائد، وتتفق هذه السندات بهذه الميزة إلى حد كبير مع الأسهم العادية.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه بالإضافة إلى الأنواع السابقة من السندات، هناك أنواع أخرى مثل سندات الإحتكار التي تصدرها الشركات القابضة لتمويل الشركات التابعة لها، السندات القابلة للإستدعاء غير القابلة للإستدعاء، السندات التي لها حق في الأرباح بالإضافة إلى الفائدة المحددة... الخ.

* - Obligation à Bons de Souscription aux Obligations.

* - من هذه السندات ما يمثل ديناً طويل الأجل، ومنها ما يمكن بيعه في البورصة أو لدى الخزينة العامة، ومنها ما لا يمكن بيعه، ومنها ما يمكن إستدعاؤه، ومنها ما لا يمكن ذلك، ومنها ما يمكن إسداده، ومنها ما هو دائم لا يسترد.

3-3- الأوراق المالية المهجنة¹:

تجمع هذه الأوراق بين خصائص الأسهم وخصائص السندات، فبالإضافة إلى الأسهم الممتازة والتي صنفتها حسب رأي البعض ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية في الشركة التي أصدرتها، يمكن أن نذكر أوراق أخرى على سبيل المثال لا الحصر مثل:

أ- أوراق المساهمة*: هي شهادات قابلة للتداول تصدر من طرف شركات المساهمة، وباعتبار هذه الأوراق أوراق هجينة فإن دخلها يتكون من جزأين، جزء ثابت وجزء آخر متغير.

ب- السندات بقسيمات الإكتتاب في الأسهم (OBSA)**: يمكن لصاحب هذه السندات الإكتتاب في أسهم الشركة المعنية، حيث أن تسليم (أو دفع) إحدى القسيمات المرفقة بالسند يمكنه من الإكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة معينة مسبقا، فحامل هذه السندات بالإضافة إلى احتفاظه بصفته كدائن بإمكانه أن يصبح مساهما في فترة قادمة.

ج- شهادات الإستثمار: يتمتع أصحاب هذه الأوراق المالية بنفس الحقوق التي يتمتع بها حاملت الأسهم العادية ماعدا حق التصويت الذي يحرم منه أصحاب هذه الشهادات، فيمكن اعتبار هذه الشهادات جزء من السهم، إذ يمثل الجزء الآخر في شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحملت شهادات الإستثمار امتلاكها ولا يمكن التنازل عن شهادات حقوق التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادات الإستثمار.

3-4- عقود المشتقات:

يقوم المهندسون الماليون بابتداع أدوات استثمار مالية جديدة تلي احتياجات المستثمرين ورغباتهم الاستثمارية وتسمى هذه الأدوات الجديدة بـ "عقود المشتقات"، بحيث أنزاهها، وأصبحت هذه المشتقات، هذا الاسم من كون قيمتها تشتق من قيمة مرجعية كقيمة السهم العادي أو السند مثلا، وقد بدأ استعمال المشتقات منذ بداية السبعينات من القرن العشرين، وتطور استعمالها مع مرور الزمن حتى أصبحت هناك أسواق خاصة بها ويهدف استعمال هذه المشتقات إلى التحوط (Hedging) من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات الكثير من الأصول، كما تستعمل كذلك لغرض المضاربة²، وتنقسم عقود المشتقات إلى:

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- جبار محفوظ، 'الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية'، مرجع سابق، ص 81-86.

- A. M. Bouzidi, Op. cit, P 70.

- 'Les cahiers français (La bourse)', Op. cit, P11.

*- هناك أوراق أخرى قريب اسمها من اسم هذه الأوراق هي 'أوراق المشاركة' وهي أوراق تصدرها مؤسسات لا تهدف للربح، مثل المؤسسات ذات الطابع العلمي والتفاني والجمعيات الخيرية.

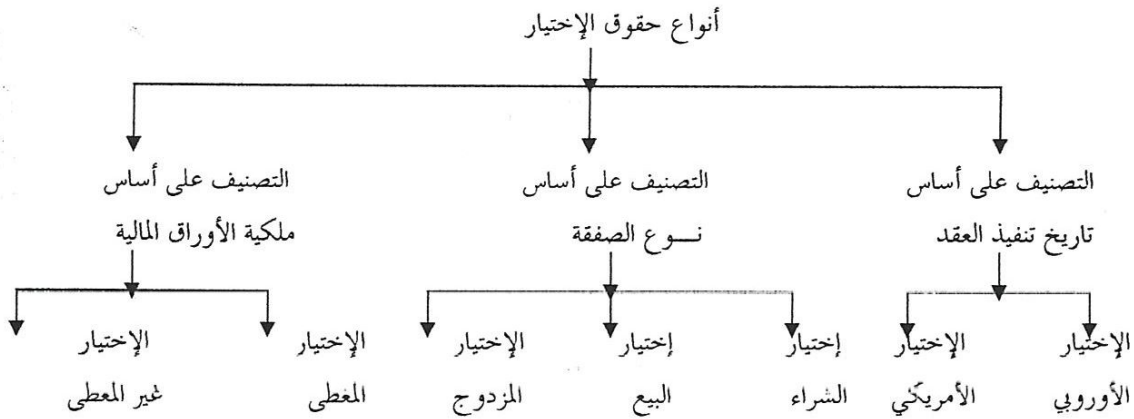
** - Obligation à Bons de Souscription aux Actions

² - زياد رمضان، مرجع سابق، ص 89.

3-4-1- الإختيارات (الخيارات، Les options):

الإختيارات هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها، والملزمة لمصدرها (محررها)، حيث تعطي لحاملها حق خيار تنفيذ أو عدم تنفيذ صفقة شراء أو بيع مجموعة من الأصول (الأوراق المالية، المعادن الثمينة، أسعار الفائدة، مؤشرات البورصة، العملات الصعبة...) بسعر محدد مسبقا يسمى "سعر التنفيذ" وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد وهذا مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يدفع لمحرر العقد على سبيل التعويض أو المكافأة، يعرف هذا المبلغ بـ "سعر الإختيار"¹. ويمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع تختلف باختلاف معيار التصنيف و ذلك مثل ما هو مبين في الشكل(1-3).

الشكل(1-3): أنواع حقوق الإختيار.



المصدر: محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات" الدار الجامعية، الإسكندرية، ص231.

أ- من حيث تاريخ التنفيذ: حسب هذا المعيار نميز بين الإختيار الأمريكي والإختيار الأوروبي، فالإختيار الأمريكي يعطي لصاحبه (المستثمر) الحق في شراء أو بيع عدد معين من الأوراق المالية أو أصول أخرى على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت يشاء المستثمر، وذلك خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد حتى تاريخ استحقاق العقد، أما الإختيار الأوروبي فلا يمكن تنفيذه إلا في تاريخ استحقاقه، وكما يبدو فإن الإختيار الأمريكي أكثر مرونة من الإختيار الأوروبي وذلك لما يوفره لحامله من حرية في تنفيذه، وعلى هذا تكون المكافأة الخاصة به أكبر من مكافأة الإختيار الأوروبي².

¹ - زياد رمضان، مرجع سابق، ص 91.

² - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص ص 90، 91.

ب-- من حيث ملكية الأوراق المالية (الأصول محل العقد): طبقا لهذا المعيار نميز بين الإختيار المغطى والإختيار غير المغطى، فالإختيار المغطى هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا يكون فيه محرر العقد يملك فعلا الأوراق المالية التي تم الإتفاق عليها، أما الإختيار غير المغطى فهو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا وفيه يكون المستثمر لا يملك فعلا الأوراق المالية المتعاقد عليها¹.

ج- من حيث نوع الصفقة (طبيعة العقد): نميز حسب هذا المعيار بين ثلاثة أنواع أساسية من الإختيارات هي: إختيار الشراء، إختيار البيع، الإختيار المزدوج.

• إختيار الشراء: هو اتفاق يعطي الحق -وليس الإلزام- لمشتري الإختيار في شراء عدد معين من الأصول في أو قبل تاريخ معين وبسعر متفق عليه مسبقا عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد، ويكون ثمن العقد ثمنا رمزيا².

فالمستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية التي يرغب في شرائها في المستقبل، ومن أجل تجنب مخاطر هذا الإرتفاع يتعاقد مع طرف ثاني يكون مستعدا لبيع تلك الورقة المالية خلال نفس الفترة بالسعر الجاري مقابل مكافأة يدفعها المستثمر (مشتري الإختيار) لمحرر الإختيار، ويبقى يراقب الأسعار، فإذا ارتفعت القيمة السوقية للورقة المالية في أو قبل تاريخ الإستحقاق (بالنسبة للإختيار الأمريكي) أو في تاريخ الإستحقاق تحديدا (بالنسبة للإختيار الأوروبي) حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ العقد، أي يطلب من محرر العقد أن يبيعه الأوراق المالية المتفق عليها بالسعر المتفق عليه، وبذلك يكون المستثمر قد حقق ربحا صافيا يتمثل في الفرق بين المكافأة التي دفعها إلى محرر العقد ومقدار الزيادة في سعر الورقة المالية.

أما في حالة ما إذا لم تتحقق أرباح المستثمر وانخفضت قيمة الورقة المالية فإنه لن يطلب تنفيذ الإتفاق بل سيفضل شراء هذه الورقة من السوق بالسعر السائد، وحينئذ تكون خسائره منحصرة في مقدار المكافأة المدفوعة والتي تعادل الأرباح التي يحققها محرر الإختيار.

وبهذا يحقق إختيار الشراء حماية للمستثمر، فخسائره محدودة بمقدار المكافأة أما أرباحه فغير محدودة بل ترتفع بارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ التنفيذ، أما بالنسبة لمحرر الإختيار فإن أرباحه محدودة بمقدار المكافأة أما خسائره فليست محدودة إذ ترتفع بارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية.

وعلى عكس مشتري إختيار الشراء الذي يراهن على ارتفاع سعر الورقة المالية المعنية بالإختيار، فإن بائع إختيار الشراء يراهن على انخفاض سعرها، كما أن بائع الإختيار يرضخ لرغبة المشتري في تنفيذ الإختيار على اعتبار أنه تسلم مكافأة كمقابل لذلك.

وأخيرا نشير إلى أهم محددات سعر الإختيار (المكافأة) سواء كان ذلك إختيار شراء، إختيار بيع، أو إختيار مزدوج، فحسب القاعدة العامة فإن سعر الإختيار يتحدد بقوى العرض والطلب في البورصة، أي

¹ - محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 332.

² - Bernard Bellatante, Op.cit, P48.

بتحقق التوازن بين العرض والطلب، هذا التوازن يتأثر بمجموعة من العوامل أهمها القيمة السوقية للورقة المالية محل العقد، سعر تنفيذ الإختيار، تاريخ التنفيذ، التقلب في سعر الورقة المالية، مستوى أسعار الفائدة والتوزيعات النقدية التي تدفع لحامل الورقة المالية محل الإختيار¹.

• إختيار البيع: هو عقد يعطي لحامله الحق - وليس الإلزام - في بيع أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا، ويتيح إختيار البيع فرصة لحامله (المستثمر) لحماية نفسه من خطر انخفاض القيمة السوقية للأصول التي يمتلكها، حيث يقوم المستثمر بشراء عقد إختيار البيع، إي بيع عدد محدد من الأصول بسعر معين قبل أو في تاريخ محدد لطرف آخر هو محرر العقد، ويكون ذلك مقابل مكافأة غير قابلة للرد في ظل أي ظرف من الظروف، ويلاحظ أن مشتري حق إختيار البيع يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها، بينما يراهن محرر إختيار البيع على انخفاض الأسعار.

ففي حالة ما إذا تحققت توقعات المستثمر وانخفضت أسعار تلك الأوراق المالية فإن المستثمر سوف يمارس حقه في البيع لمحرر العقد بالسعر المتفق عليه ويخضع بائع الإختيار هنا إلى قرار مشتري الإختيار، أما في حالة ما إذا لم تتحقق تنبؤات المستثمر وارتفعت أسعار الورقة المالية محل الإختيار، فيستخدم حقه في عدم تنفيذ العقد ويفضل بيع الأوراق المالية المتفق عليها في السوق.

• الإختيار المزدوج: ويعرف كذلك باسم "Le stéllage" وهو إختيار يسمح لصاحبه في أو قبل تاريخ استحقاقه بشراء أو بيع كمية متفق عليها من الأوراق المالية (الأصول) بسعر محدد مسبقا وبتكلفة مساوية لضعف تكلفة الإختيار العادي، وهنا يحدد سعر شراء أكبر وسعر بيع أصغر من سعر السوق في تاريخ إبرام العقد².

انطلاقا من تعريف الإختيار المزدوج يمكن القول أنه نوع من العمليات الإختيارية أين يكون للمستثمر الحق في أن يتقدم كبائع أو كمشتري لتنفيذ هذا الإختيار، وذلك حسب تغيرات أسعار الأصل المتفق عليه من تاريخ عقد الصفقة حتى تاريخ الإستحقاق، وحسب ما يراه ملائما.

فإذا ارتفعت الأسعار خلال تلك الفترة عن السعر المتفق عليه، فإن المستثمر يتقدم كمشتري ويحقق بذلك أرباحا لأنه سوف يشتري الأصل المتفق عليه بالسعر المحدد مسبقا والذي هو طبعا أقل من السعر السائد في تاريخ الإنتهاء، أما في حالة انخفاض الأسعار فإن المستثمر يتقدم كبائع للأصل المتفق عليه بالسعر المحدد سابقا، وبذلك يحقق أرباحا أيضا لأنه سيبيع بالسعر المتفق عله وليس بالسعر السائد في تاريخ الإنتهاء والذي انخفض.

¹ - لمزيد من التفصيل ارجع إلى:

- منير إبراهيم هندي، 'أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية'، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 216 - 223.

² - Bernard Bellatante, Op.cit, p p 51,52.

يراهن مشتري الإختيار المزوج على تغيرات الأسعار ارتفاعا أو انخفاضاً، بينما يراهن البائع على استقرارها، ولهذا يحدد للاختيار المزوج سعرين عند إبرام الإتفاق - سعر البيع و سعر الشراء- فإذا قيل مثلا أن سعر ورقة مالية في سوق الإختيارات المزوجة هو 490/450 £، فمشتري الإختيار بإمكانه شراء الكمية المتفق عليها من هذه الأوراق المالية بسعر 490 £، أو بيع نفس الكمية بسعر 450 £.

و نشير إلى أن خسائر مشتري الإختيار المزوج محدودة بمقدار المكافأة التي قدمها لبائع الإختيار، لكن أرباحه غير محدودة و تزداد بتزايد تغيرات الأسعار ارتفاعا و انخفاضاً، على العكس من ذلك فإن أرباح بائع الإختيار المزوج محدودة بمقدار المكافأة التي تحصل عليها، بينما خسائره غير محدودة و تزايد هي الأخرى بزيادة تدبذب سعر الورقة (الأصل) محل الإختيار.

3-4-2- المستقبليات (عقود المستقبليات):

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام نمطي* إما لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد مسبقا وفي تاريخ مستقبلي محدد، حيث يتم الإتفاق على السعر و الأصل والكمية عند تاريخ توقيع العقد، لكن دفع الثمن وتسليم الأصل يتم في المستقبل¹.

وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله و ذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، و ذلك تجنباً للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أي طرف منهما على الوفاء بالتزاماته³.

و تختلف عقود المستقبليات عن عقود الخيارات بوجود التزام طرفي العقد بتنفيذ الإتفاق في النهاية، بينما عقود الإختيار تعطي الحق و ليس الإلزام لأحد الطرفين هو مشتري الإختيار.

وتتعدد أنواع المستقبليات حسب نوع و موضوع العقد فنجد مثلا عقود المستقبليات المالية، عقود مستقبليات المحاصيل الزراعية، عقود مستقبليات المعادن الثمينة و المواد الخام، عقود مستقبليات العملات الأجنبية... الخ.

3-4-3- عقود الخيارات المستقبلية:

و هي من عقود مشتقات المشتقات، حيث تطور مفهوم عقود الخيار، و أصبح موضوعها يشمل عقود المستقبليات، أي بالإمكان الدخول كطرف في عقد اختيار يكون موضوعها أحد العقود المستقبلية، و يضمن عقد الإختيار المستقبلي لحامله حق اختيار شراء أو بيع عقود مستقبلية مختلفة بأسعار محددة مسبقا قبل أو في

*- يتعلق التمييز بحجم العقد، تاريخ التنفيذ، الأسعار المستقبلية، متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية، المواصفات الواجب توافرها في الأصل محل التعامل، طرق ووسائل تسليم الأصل:

¹- زياد رمضان، مرجع سابق، ص 97.

²- صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 249.

تواريخ مستقبلية محددة مسبقا، أي يكون السعر المستقبلي للمستقبلات هو سعر التنفيذ في عقود الإختيارات السابقة¹.

3-4-4- صكوك الشراء اللاحقة لأسهم المنشأة:

وتسمى أيضا بحقوق الشراء الإختيارية التي تصدرها الشركات، و تعتبر هذه الصكوك من الأوراق المالية المتداولة في سوق الإختيار و الغير معروفة بالنسبة للكثير من المستثمرين، و يعرف هذا الصك بأنه حق إختيار يعطي لصاحبه حق الإكتتاب خلال فترة معينة و بسعر محدد مسبقا في أسهم الشركة التي أصدرته سواء في فرع من الفروع أو في الشركة الأم، أي أن الصك عبارة عن شهادة يمكن لصاحبها تحويلها إلى سهم أو أكثر من الأسهم العادية حسب رغبته، و لإتمام ذلك يجب على حامل هذه الشهادة التخلي عنها للشركة المصدرة قبل تاريخ محدد و دفع مبلغ من النقود².

و تقوم بعض المنشآت بإصدار نوعا من الصكوك تعطي لحاملها الحق في شراء عدد من أسهمها مستقبلا بسعر يحدد مسبقا يسمى "سعر التنفيذ" و يمكن أن يكون هذا السعر ثابتا كما يمكن أن يكون للمنشأة حق تغييره في أي وقت شاءت، و هذه الصكوك تشبه في جوهرها إختيار الشراء إلا أنها تختلف عنه في أن فترة التنفيذ قد تمتد لمدة طويلة و قد تكون أبدية، كما أن الصك تصدره المنشأة المعنية، أما إختيار الشراء قد يجره طرف ليس له أي علاقة بالمنشأة بل قد لا يكون يملك الورقة المالية التي يتعاقد على بيعها، و يمكن لشهادة الصك أن تبين عدد الصكوك المقابلة لسهم واحد أو عدد الأسهم المقابلة لصك واحد، و في غالب الأحيان يكون الصك يقابل سهما واحدا³.

في الأخير نذكر الإشارة إلى أنه بالإضافة للأوراق المالية التي ذكرناها توجد كذلك أنواع أخرى من المشتقات و الإختراعات التي تعتبر بمثابة الثورة في تجديد و تطوير و ابتداع الأدوات و المؤسسات المالية، حيث يمكن أن تنشأ هذه المشتقات من تركيب أي نوعين من الأنواع السابقة و تسمى بـ "مشتقات المشتقات" مثل: عقود المبادلة الإختيارية، أوراق المشاركة، السندات الدولية، السندات بوصول مساو للصفر، المؤشرات و الإبداعات المالية الأخرى.

¹ - زياد رمضان، مرجع سابق ص 106.

² - جبار محفوظ، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية "، مرجع سابق، ص 117.

³ - منير إبراهيم هندي، " أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال "، مرجع سابق، ص 77، 78.

4- الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال:

هناك من يعتبر النشاط المالي في سوق رأس المال صناعة، هذه الصناعة تتوقف فيها الممارسة على طبيعة السوق و التي تنقسم إلى سوقين، السوق الأولية و السوق الثانوية، و أسواق رأس المال هي أسواق معقدة و لابد أن يتم التعامل فيها بسهولة و بسرعة و بتوافر المعلومات، و على هذا يمكن تقسيم الأطراف المتدخلة في السوق إلى ثلاث فئات رئيسية هي:

- العارضون لرؤوس الأموال،

-الطالبون لرؤوس الأموال،

-الوسطاء و المحكمون والمراقبون للعلاقة بين العارضين و الطالبين.

و نشير إلى أنه هناك من يعتبر الوسطاء كطرف يساعد و يسهل حسن سير سوق رأس المال فقط أكثر

منهم متدخلين حقيقيين.

4-1- العارضون لرؤوس الأموال:

تتمثل هذه الفئة في البنوك، شركات التأمين، صناديق الإيداع، صناديق الإدخار و النقابات و الجمعيات، شركات التوظيف و الإستثمار و صناديق الإستثمار و من أهم وظائف هذه الشركات هو توظيف أموالها و أموال عملائها في سوق رأس المال، و يقصد بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية تلك الشركات التي تمارس نشاطا أو أكثر من الأنشطة الآتية¹:

- ترويج و تغطية الإكتتاب في الأوراق المالية،

- الإشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها،

- المقاصة و التسوية في معاملات الأوراق المالية،

- تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية و صناديق الإستثمار،

- السمسرة في الأوراق المالية.

4-2- الطالبون لرؤوس الأموال:

تتكون هذه الفئة من الشركات الصناعية، التجارية و القابضة حيث تقوم هذه الشركات بإصدار الأسهم و السندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى ذلك نجد الحكومات التي تصدر السندات لتغطية العجز في الميزانية أو لمواجهة النفقات الإنتاجية و الإستثمارية للبنية الأساسية، و من المعروف أن الإصدارات الحكومية هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر، كما نجد الهيئات العامة و المحلية و الشركات العامة تصدر السندات لمواجهة العجز أو تمويل الإستثمارات الجديدة، و كذلك تعتمد برامج الخصخصة على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم و السندات، كما تقوم أيضا المؤسسات الأجنبية المسجلة في البورصات المحلية باللجوء إلى

¹ - مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص 521 .

أسواق رأس المال في غير بلدها للحصول على رؤوس أموال إضافية، و يعني زيادة العارضين تفضيل الإدخار عن السيولة و زيادة الاستقرار، و تخفيض سعر الفائدة، و زيادة النشاط الاقتصادي¹.
و للإشارة فإن الشركات الصناعية و التجارية الحديثة أصبحت توظف فوائضها المالية في مجالات تجلب لها الأرباح، و لم تبق مقتصرة على إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لسيرها وتوسعها، إذ أصبحت تتدخل في البورصات و الأسواق المالية لتوظيف فوائضها المالية و تحقق أرباحا قد تفوق أرباح أنشطتها العادية.

4-3- الوسيط الماليون:

نقص الخبرة لدى المتعاملين في سوق رأس المال يقف عائقا أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، كما يقف عائقا أمام التوظيف الأمثل من حيث العائد و المخاطر المالية، هذا ما يحتم ضرورة وجود مجموعة من الوسطاء الماليين لهم خبرة كبيرة، يعمل على التوفيق بين رغبات الطالبين و العارضين و تنفيذ الأوامر، أو تحقيق التوظيف الأمثل بعائد أكبر و مخاطر أقل، بالإضافة إلى الشركات الأخرى العاملة في سوق رأس المال- غير السماسرة- و العناصر المحكمة والمراقبة للسوق.

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في سوق رأس المال، فإلى جانب التعامل في الأوراق المالية نجد أن هذه الفئة من المتدخلين قد وسعت نشاطها ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في سوق رأس المال، ولهذا قاموا بإنشاء مراكز البحوث لمتابعة النتائج التي تحقها الشركات المتواجدة في مختلف أنحاء العالم وجمع المعلومات عنها، خاصة المكتتبة لديهم، كما يتابعون كافة التطورات التي قد تمس قطاع معين أو صناعة ما والتي قد تؤثر على القرارات الإستثمارية².

و يتمثل أهم الوسطاء الماليين فيما يلي:

4-3-1- السماسرة أو وكلاء التبادل³:

السماسرة هو الذي يقوم بعمليات الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية، وينفذ الأوامر ويضمن سلامة العمليات، وإتمام أي عملية لا بد وأن تكون عن طريق السماسرة، ويتخذ هذا الأخير شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، وهو يعمل باسمه ولحساب الغير ولهذا يعتبر وكيلا بالعمولة. وحسب ما ينص عليه قانون سوق رأس المال فإن التعامل في الأوراق المالية المقيدة بما يتم بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك، وتضمن الشركة سلامة العمليات التي تقوم بها، كما يجبر القانون سوق رأس المال على امتلاك سجل تقييد فيه الشركات المرخص لها بالعمل في مجال الأوراق المالية التي تباشر نشاطها بها.

¹- مصطفى رشدي شبيحة، مرجع سابق، ص 522 .

²- جبار محفوظ، 'تنظيم وإدارة البورصة'، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص 08.

³- مصطفى رشدي شبيحة، مرجع سابق، ص ص 523، 524.

ويجب على شركة السمسرة تسجيل الأوامر فور ورودها إليها، ويتضمن التسجيل مضمون الأمر، إسم مصدره وصفته، ساعة وروده إلى الشركة والتمن الذي يرغب العميل التعامل به، كما يجب أن يكون تنفيذ أوامر بيع وشراء الأوراق المالية في المكان والآجال التي تحددها إدارة السوق، ويجب عرض هذه الأوامر بعلائية وبالبيانات اللازمة للتعريف بالعملية ووفقا لما تقرره هيئة السوق، ويجب أيضا أن تكون العمولات التي يتقاضاها السمسار عن العمليات التي يقوم بها محددة بصفة قانونية من قبل سلطات السوق.

ففي البورصات الأمريكية والبريطانية ينقسم هؤلاء الوسطاء إلى نوعين أساسيين، يعرف النوع الأول باسم (Brokers) ويتكون من الوسطاء الذين يحملون أوامر العملاء وينفذونها لصالح هؤلاء مقابل عمولة محددة من قبل سلطات البورصة، ويعرف النوع الثاني باسم (Dealers أو Jobbers) ويمثل هذا النوع أولئك الذين يقومون بالتجار في الأوراق المالية لحسابهم الخاص، أما في البورصات الفرنسية فكان يقوم بذلك الدور وكلاء الصرف (Agents de change) الذين استبدلوا أو انضموا بعد عام 1988 في شركات عرفت بشركات البورصة¹.

وعموما يساعد هؤلاء الوسطاء على تنشيط السوق وإفادة المستثمرين على تكوين حوافظهم المالية، خاصة في ظل تواجد العديد من الفرص الإستثمارية بخصائص مختلفة.

4-3-2- صناديق الإستثمار:

هي تشكيلات، من الأوراق المالية المختارة بدقة، ليناسب كل منها فريقا معينا من المستثمرين، تقدم هذه الصناديق خدمات أساسا للمستثمرين الذين لا تتوفر لديهم موارد مالية كافية لتكوين محفظة خاصة من الأوراق المالية، والمستثمرين الذين قد تكون لديهم الإمكانيات المالية و لكن تقصصهم الخبرة و المعرفة أو ينقصهم الوقت الكافي لإدارة تلك المحفظة².

فصناديق الإستثمار تلعب دورا هاما في سوق رأس المال سواء على مستوى السوق الأولية أو السوق الثانوية، وتعتبر هذه الصناديق بمثابة وسطاء ماليين من الدرجة الثانية حيث تقوم بتجميع الإدخارات الفردية وتصدر في مقابلها وثائق استثمارية، ثم تعيد توظيف هذه المدخرات في الأوراق المالية بما لها من خبرة و معرفة، و بذلك تستفيد من الأرباح المحققة مشاركة بينها و بين المدخرين طبقا لنظامها الأساسي، وتتخذ هذه الصناديق شكل شركات مساهمة، كما يسمح القانون للبنوك و شركات التأمين أن تمارس نشاط صناديق الإستثمار.

4-3-3- المحكمون و المراقبون:

إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين و الطالبين و التوقيف بين رغبتهم المتعارضة وتنفيذ أوامرهم تحتاج إلى السماسرة فإن وظيفة سوق رأس المال لا تتمثل في إتمام العمليات فقط، بل تعمل أيضا على نظامية

¹ - جبار محفوظ، "تنظيم وإدارة البورصة"، مرجع سابق، ص 05.

² - منير إبراهيم هندي، "أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 91.

العمليات و شرعيتها و الرقابة على السوق لمنع الانحرافات و الإطمئنان على سلامة العملية، و التأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، و لأجل ذلك يكون لكل سوق رأسمالية مجلس إدارة و محكمين توكل إليهم وظيفة التنظيم و التثمين و المعلومات و الرقابة.

ولأجل ذلك ينشأ القانون هيئة سوق رأس المال و يسند إليها الوظائف السابقة من حيث تنظيم سوق رأس المال، تدريب العاملين و الإشراف على توفير و نشر المعلومات و البيانات الكافية عن سوق رأس المال و المتعاملين فيها، التحقق من سلامة ووضوح هذه المعلومات و البيانات و كشف الحقائق التي تعبر عنها، مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة و أنه لا يشوبه غش أو نصب أو إهمال أو مضاربات وهمية.

أما تسوية المنازعات في سوق رأس المال فيتم من خلال لجنة يشكلها الوزير و يتم الفصل في المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكام القانون فيما بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية عن طريق التحكيم لا غير. و يضاف إلى فئة المحكمين فئة الإكتواريين، و هم مجموعة من الخبراء تقوم أساسا بنشر البيانات و التوقعات في سوق رأس المال، و بناء على دراساتهم يمكن للمتعاقدین التعرف على حقيقة الورقة المالية و حقيقة المنشأة المصدرة لها¹.

و نشير في الأخير إلى أن هؤلاء المتدخلين تختلف تقسيماتهم و تسمياتهم من سوق لآخر و من بلد لآخر، ففي سوق رأس المال الفرنسية مثلا نجد أن أهم المتدخلين فيها هم وكلاء الصرف، المستثمرون التأسيسيون، الجمهور العريض، لجنة عمليات البورصة (COB)*، الخبراء و الإختصاصيون، الطالبون لرؤوس الأموال.

¹ - مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص 531.

* - Commission des Opérations de Bourse.

خلاصة:

البنوك التجارية هي مؤسسات أعمال يتركز استثمارها الأساسي في حقوق مالية مثل القروض و الأسهم و السندات بدلا من الأصول الحقيقية كالمباني و المعدات و المواد الخام، وللبنوك التجارية سمات تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى هي الربحية، السيولة و الأمان.

تمارس البنوك التجارية العديد من الوظائف منها ما هو تقليدي كقبول الودائع و منح الإئتمان و غيرها، ومنها ما هو حديث كتلك الخدمات المتعلقة بسوق رأس المال، و يهدف البنك من وراء ذلك كغيره من منظمات الأعمال إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التي تمكنه من الإستمرار و التوسع.

تتكون ميزانية البنك التجاري كأى مؤسسة اقتصادية أخرى من جانبين، جانب الموارد و جانب الإستخدامات، و تمثل حافظة الأوراق المالية أهم استخدامات البنك في الوقت الحالي نظرا لتحول نمط التمويل من التمويل عن طريق البنوك إلى التمويل بواسطة أسواق رأس المال.

فأسواق رأس المال أصبحت تلعب دورا هاما في تشابك القطاعات الإقتصادية و ذلك من خلال دورها في توفير الإستثمارات في القطاعات التي توجد بها سيولة فائضة، هذا من جهة، و من جهة أخرى من خلال تمويل القطاعات التي تعاني عجز في السيولة النقدية.

تتميز أسواق رأس المال بالتنوع الكبير و التداخل في ما بين أقسامها حيث تصنف حسب عدة معايير، فحسب معيار توقيت الإصدار تقسم إلى قسمين رئيسيين هما السوق الأولية و السوق الثانوية، أما حسب معيار آجال العمليات فتقسم إلى أسواق حاضرة و أسواق آجلة.

هذا و تبقى الأوراق المالية تمثل السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال حيث تصنف هذه الأوراق من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية و أوراق تمثل مديونية و أخرى هجينة بالإضافة إلى أوراق أخرى حديثة نسبيا.

ويتم التعامل في سوق رأس المال بين مجموعة من المتعاملين هم الطالبون لرؤوس الأموال، العارضون لها، الوسطاء و المحكمون و المراقبون.

الفصل الثاني

دور البنوك التجارية في سوق رأس المال
و آلية تفعيل هذه السوق

الفصل الثاني:

دور البنوك التجارية في سوق رأس المال وآلية تفعيل هذه السوق

تمهيد:

تعتبر البنوك التجارية من أهم المتدخلين في سوق رأس المال مقارنة بباقي المتدخلين حيث تمارس العديد من الأنشطة والأدوار في هذه السوق سواء لحسابها الخاص أو لحساب عملائها من أشخاص طبيعيين ومعنويين، ويكون تدخلها لحسابها الخاص من خلال عمليات بيع وشراء الأوراق المالية لصالح محفظتها المالية، أما تدخلها لصالح الأشخاص الطبيعيين وخاصة صغار المدخرين فيكون عن طريق تكوينها لصناديق الإستثمار وإشراك الجمهور فيها، إضافة إلى قيامها بإدارة محافظهم المالية في إطار دورها كأمين استثمار، أما تدخل البنوك التجارية في سوق رأس المال لصالح الأشخاص المعنويين (المؤسسات و الشركات) فيكون من خلال توليها عمليات الصيرفة الإستثمارية ومرافقة الشركات الراغبة في الدخول إلى سوق رأس المال ومساعدتها على تحقيق ذلك.

إن قيام البنوك التجارية بهذه الأنشطة في سوق رأس المال من شأنه أن يؤدي بصورة مباشرة أو غير مباشرة إلى زيادة كفاءة و فعالية هذه السوق.

I- كفاءة سوق رأس المال:

وفقا لمفهوم كفاءة سوق رأس المال يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية وبسرعة لأيّة معلومة جديدة ترد إلى السوق يؤدي ذلك إلى تغيير نظرة المستثمرين عن المنشأة المصدرة لهذه الأوراق، ومادامت المعلومات ترد إلى السوق في أي وقت وبصفة مستقلة عند بعضها البعض فإنه من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية وذلك حسب المعلومات الواردة إلى السوق، حيث ترتفع الأسعار مع الأنباء السارة وتنخفض مع الأنباء غير السارة، وفي ظل المنافسة الشديدة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات لا يمكن لأي منهم أن يكون سباقا في الحصول على المعلومات أو تحليلها وبالتالي عدم تمكنه من تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

وحتى تقوم سوق رأس المال بتخصيص المدخرات على أفضل الإستثمارات لا بد وأن تكون تتميز بالكفاءة، ولهذا سوف نتعرض فيما سيأتي بشيء من التفصيل لمفهوم كفاءة سوق رأس المال، متطلبا، كيفية تحققها، المرتكزات الأساسية لتحقيقها، صيغها المختلفة، أهميتها وشروط قيامها.

1- مفهوم كفاءة سوق رأس المال وكيفية تحققها:

1-1- مفهوم كفاءة سوق رأس المال:

تعرف السوق الكفاءة بأنها " تلك السوق التي تنعكس فيها فوراً كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية"¹، وتعرف أيضا بأنها " تلك السوق التي تتوفر على معلومات كثيرة وبأسعار منخفضة بالنسبة لكافة المستثمرين، ولأن كل المعلومات المتعلقة بالورقة المالية قد انعكست في أسعارها، لهذا فإن المشتريات والمبيعات في سوق كفاءة هي صفقات بغير مبالغ صافية مساوية للصفر"²، وهناك من يعرفها بأنها " السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم، من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، حيث ظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، والذي يعكس القيمة الحقيقية (المحورية) لها، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في الورقة المالية من مخاطر"³.

إذن يمكن القول عن سوق كفاءة إذا عكست أسعار الأسهم التي تصدرها شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت ماضية أو متوقعة، وتشمل هذه المعلومات: القوائم والتقارير المالية، السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات السابقة، تحليلات وتقارير عن الوضعية الحالية للشركة أو

¹ - جبران محفوظ، " البورصة، التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية - دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي- "، رسالة دكتوراه، الجزائر، 1997/1996، الجزء الثاني، ص365.

² - نفس المرجع، ص365.

³ - صلاح الدين حسن السبسي، " بورصات الأوراق المالية "، عالم الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص24.

التوقعات المستقبلية، معلومات تخص اشتقاق الأسهم* (Stock split)، أو نشوب حرب تمنع وصول المواد الأولية إلى الشركة، إضرابات أو نزاعات عمالية، الإعلان عن زيادة في التوزيعات أو في الأرباح المتولدة، أو فرض رسوم جمركية على الواردات من المنتجات المنافسة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.

ففي ظل السوق الكفاءة تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي ينتج عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بتعبير آخر، تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناتجة عن امتلاكه - والمقصومة بمعدل عائد على الإستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر - تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه¹، وهذا ما يمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{C_n}{(1+i)^n}$$

حيث:

C_0 : القيمة الحالية للسهم.

D_t : توزيعات الفترة (t).

i : معدل العائد المطلوب.

C_n : قيمة السهم في الفترة (n).

يمكن القول أن السوق الكفاءة تقوم بالتوزيع الكفاء للمدخرات المتاحة على أفضل الإستثمارات (كفاءة التخصيص)، حيث يلتقي كل من المقرضين و المقرضين المتنافسين من أجل تعظيم منافعهم، وهذا ما يجعل الموارد المالية تمر عبر قنوات لتصل إلى الإستثمارات الأكثر ربحية ومر دودية، وفي هذا الصدد يقول البعض بأنه يمكن الحكم على السوق بأنها تمتاز بكفاءة التخصيص إذا تحددت الأسعار بطريقة تجعل المعدل الحدي للعائد لكل من المنتجين والمدخرين متساويا، أي أن التعامل في تلك السوق يتم بأسعار للأسهم يستفيد منها كل من المقرضين والمقرضين².

1-2- الكيفية التي تتحقق بها كفاءة السوق³:

من المعلوم أن جميع المستثمرين يحاولون تحقيق أقصى منفعة ممكنة من وراء ما لديهم من مدخرات، ومن ثم فقد يتنافسون فيما بينهم لتعظيم الأرباح المحققة من الصفقات التي يبرمونها، وكما نعلم مما سبق فإنه في ظل السوق الكفاءة لا سبيل أمام كل منهم سوى السبق في الحصول على المعلومات قبل غيره من المستثمرين

* - يعني زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال دون أن يصحب ذلك زيادة في حقوق الملكية، وهو ما ينجم عنه انخفاض في قيمة السهم، أو بمعنى آخر يعني اشتقاق الأسهم تقسيم السهم إلى سهمين أو أكثر.

¹ منير إبراهيم هندي، 'الأوراق المالية وأسواق رأس المال'، مرجع سابق، ص490.

² - جبار محفوظ، 'البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية... '، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص369.

³ - منير إبراهيم هندي، 'الأوراق المالية وأسواق رأس المال'، مرجع سابق، ص491 - 493.

لأجل معرفة ما إذا كانت القيمة الحالية للسهم في ظل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية، وذلك لأجل اتخاذ القرار الإستثماري السليم قبل غيره، وبالتالي إمكانية تحقيق أرباح غير عادية لا يحققها الآخرون، لكن هذا في أغلب الأحيان لا يتحقق لأي مستثمر، لأن عملية جمع و تحليل المعلومات المتاحة ليس من الواجب أن يقوم بها المستثمرون أنفسهم، بل تقوم بها نيابة عنهم بيوت السمسرة، مستشاري الإستثمار، المكاتب المستقلة للبحوث والدراسات، الأجهزة الحكومية أو الصحف والمجلات المتخصصة، وفي هذا المناخ التنافسي فيما بين مختلف هذه الجهات التي تتنافس فيما بينها لخدمة المستثمرين، يتوقع أن تصل نتائج التحليل إلى المستثمرين بسرعة كبيرة وفي نفس الوقت تقريبا، أي ليس بإمكان أي منهم الحصول على المعلومات قبل غيره على تقييم السعر الذي يباع به السهم، وإذا ما كان أكبر أو أقل من قيمته الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة الواردة، وعليه يصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

ففي ظل السوق، الكفاءة لا يوجد هناك فاصل زمني بين تحليل المعلومات والتوصل إلى نتائج محددة مستقبلا بشأن القيمة الحقيقية للسهم ولا يوجد كذلك فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها، فالمعلومات عن وجود فرق بين القيمة السوقية الحالية للسهم وقيمته الحقيقية نتيجة ورود معلومات جديدة سوف يتم تحليلها بسرعة لتصل إلى الجميع وفي نفس الوقت وهذا ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لعكس قيمته الحقيقية دون أن يكون لأي

مستثمر فرصة تحقيق أرباح غير عادية وحتى إذا ما حقق المستثمر عائدا إضافيا نتيجة المبالغة في تحليل المعلومات فإن التكاليف الإمبراهيمية السائلة لا تعادل ورتبها تفوق العائد الإضافي الذي سقتده، ونشير في هذا الصدد إلى مقولة مفادها أنه لكي تكون السوق كفاءة يجب أن يوجد بعض المستثمرين الذين يعتقدون بأن السوق غير كفاءة، هذا الاعتقاد يدفع بكل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للإستفادة منها وهذا ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل قيمته الحقيقية، ومن هنا تتحقق كفاءة السوق وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر تحقيق الأرباح الإضافية التي كان يسعى إلى تحقيقها.

2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية:

في مجال كفاءة سوق رأس المال يمكن التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية:

2-1- الكفاءة الكاملة:

يطلق مصطلح الكفاءة الكاملة على الكفاءة التي تتميز بها السوق التي لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إليها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وانعكاس ذلك في السعر حسب ما تحمله تلك المعلومات من أخبار سارة أو غير سارة، هذا بالإضافة إلى عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر و آخر على تلك المعلومات وبالتالي لا يمكن أن تتاح أي فرصة لأحدهم دون الآخرين¹.

¹ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 494.

وتتحقق الكفاءة الكاملة لسوق رأس المال عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها¹:

- عدم وجود تكاليف للمعاملات أو ضرائب ورسوم على تلك المعلومات ولا قيود تشريعية تمنع حرية دخول وخروج المستثمرين والمؤسسات التي تبحث عن الأموال إلى من السوق وان المعلومات التي تتعلق بتوقعات المستثمرين لأرباح ومخاطر الأوراق المالية متوفرة للجميع وفي ذات اللحظة وبدون تكاليف وفي ظل هذا الشرط تكون توقعات الجميع متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم
 - وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق وبالتالي يقتنع كل منهم بالأسعار المحددة من قبل السوق ويأخذها مسلم به
 - إمكانية تقسيم قيمة الورقة المالية إلى أجزاء صغيرة أي الإشتقاق بحيث يستطيع أي مستثمر أن يشتري أو يبيع أي كمية من الأسهم مهما كان حجمها وذلك بسهولة ويسر نسبيا
 - تمتع المستثمرين بالرشد الإقتصادي وبالتالي سعيهم إلى ترشيد صفقاتهم وتعظيم أرباحهم ومنافعهم.
- لكن في الواقع العملي لا تتحقق هذه الشروط اللازمة لتحقيق الكفاءة الكاملة إذ توجد هناك قيود تضعها التشريعات والتنظيمات وهناك تكاليف للمعاملات، وهذا ما يؤدي إلى حدوث اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية، فمهما بلغت درجة كفاءة السوق فإنه سوف يبقى هناك اختلاف ولو طفيف بين السعر السوقي للورقة وقيمتها الحقيقية.

2-2- الكفاءة الإقتصادية:

في ظل الكفاءة الإقتصادية للسوق أو كما تعرف لدى البعض بالكفاءة العادية فإنه يمكن أن يمضي بعض الوقت، منذ وصول المعلومات، إلى السوق حتى يتمكن تلك المعلومات، في الأسواق الأمامية، وهذا يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمة الحقيقية ولو لبعض الوقت، أي أن كيفية تغير سعر ذلك السهم تكون بطيئة بعض الشيء لكن بسبب وجود تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من التكاليف سوف لن يكون الفرق بين القيمتين السوقية والحقيقية للسهم كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل².

فاستنادا إلى مفهوم الكفاءة الإقتصادية فإن السوق الكفأة هي تلك السوق التي تتصف بمرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للمعلومات والبيانات الواردة إلى السوق وبما يؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

¹- مراجع عديدة أهمها:

- صلاح الدين حسن السبيسي، مرجع سابق، ص26.

- عبد الغفار حنفي، " البورصات- أسهم، سندات، صناديق الإستثمار -"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995، ص145.

- Leuttengger Marie-Agnes, " Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers ", Economica, Paris, 1999, p 57.

²- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية و أسواق رأس المال "، مرجع سابق، ص497.

3x- متطلبات كفاءة سوق رأس المال:

سبق وأن قلنا بأن السوق الكفءة هي تلك السوق التي تنعكس فيها المعلومات الواردة على الأسعار وتتغير الأسعار صعوداً أو نزولاً تبعاً لطبيعة تلك المعلومات وذكرنا أيضاً أن السوق الكفءة هي السوق التي تتميز بالتخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة نحو القطاعات الأكثر ربحية وفي هذا الصدد تلعب السوق الكفءة دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر فبالنسبة للدور المباشر فيقوم على فكرة مفادها أنه عندما يشتري المستثمر أسهم المنشأة فهم بذلك يشترون عوائد مستقبلية وبالتالي فالمنشآت التي وصلت عنها أخبار إلى المتعاملين في السوق بأن لها فرصاً استثمارية مستقبلية سوف يبيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب وبالتالي زيادة حصة الأسهم وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية أما بالنسبة للدور غير المباشر فيتمثل في أن إقبال المستثمرين على شراء أسهم المنشأة يرسم صورة جديدة عن المنشأة لدى المقرضين إذ يعتبر بمثابة مؤشر أمان للمقرضين وهذا يساعد المنشأة في الحصول على موارد مالية إضافية عن طريق إصدار سندات أو من خلال الإقراض من المؤسسات المالية ويكون ذلك بسعر فائدة ملائم، لكن بالنسبة للمنشآت التي لا تتوفر لها فرص استثمارية واعدة فلا تستطيع إصدار وتصريف أسهم جديدة، وإن تم ذلك فعادة ما يكون الإصدار بخصم وبالتالي تكون حصة الإصدار منخفضة وتكاليف أكبر وإذا كان التمويل المعتمد من قبل المنشأة هو الإقراض فسوف يكون بمعدل فائدة مرتفع.

وحتى نحقق سوق رأس المال هدفها المتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية يجب أن تكون تتميز بالكفاءة التشغيلية والكفاءة التسعيرية، وسوف نتناول ذلك فيما يلي بشيء من التفصيل.

3-1- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

تعرف السوق التي تتميز بكفاءة التشغيل بأنها " السوق التي يستطيع فيها البائعون والمشترون الحصول على الخدمات الخاصة بالصفقات بأقل الأثمان الممكنة مع الأخذ بعين الاعتبار تكاليف تلك الخدمات "1، تعرف كذلك بأنها " قدرة السوق على تحقيق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية ودون أن يتاح لصناع السوق* فرصاً لتحقيق هامش ربح مغالى فيه "2. من خلال هذين التعريفين يمكن القول بأن كفاءة التشغيل تتمثل في العوامل التي من شأنها تنشيط وتحسين وتسهيل عمليات تسويق الأوراق المالية في سوق رأس المال، وخاصة فيما يخص تخفيض تكلفة التعامل هناك لأن ذلك سوف يؤدي بالمتعاملين إلى السعي للحصول على المعلومات وعقد الصفقات ومن ثم زيادة التنافس والنشاط في سوق رأس المال.

1- جبار محفوظ، 'البورصة، التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية...'، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص372.

* - صانع السوق هو المتخصص أو التاجر أو بيت السمسرة أو أي طرف آخر لديه الإستعداد في أي وقت لبيع أو شراء ورقة مالية ما.

2- صلاح الدين حسن الميسبي، مرجع سابق، ص25.

وخير مثال على التشريعات التي صدرت من أجل رفع كفاءة التشغيل في أسواق رأس المال الأمريكية تلك التي صدرت في منتصف السبعينات والتي سمحت للمنشأة بإمكانية تسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق (بورصة) إلى جانب تشريعات أخرى سمحت بتحرير عمولة السمسرة وجعلتها محلا للتفاوض بين العميل والسمسار، هذا ما أدى إلى خلق تنافس شديد بين صناع السوق والسمسرة مما نتج عنه انخفاض الهامش الذي يتقاضونه وبالتالي ارتفاع التشغيل في تلك الأسواق.

بالإضافة إلى ذلك زيادة المنافسة بين صناع السوق الناتجة عن وجود السوق الثالثة والسوق الرابعة والسوق الثانوية وتجار الطلبيات الكبيرة، إضافة إلى القرارات التي بإمكان إدارة السوق أن تتخذها لوقف التعامل في حالة الإختلال الكبير بين العرض والطلب، و ذلك له أثر بالغ الأهمية في رفع كفاءة التشغيل لأن هذه الأسواق الموازية تمنح فرصة للحصول على الأموال للمنشآت التي لا تتوفر فيها شروط الدخول إلى السوق الرسمية.

3-2- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

يقصد بكفاءة التسعير " تلك الكفاءة التي تتحقق عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة مع تكافؤ فرص الحصول عليها والاستفادة منه"¹، وتعرف كذلك الأسعار في سوق تتميز بالكفاءة التسعيرية بأنها " تلك الأسعار التي تعكس تماما كافة المعلومات المتاحة والمناسبة لتحديد القيم وذلك في أية لحظة"².

فالمعاملون يتنافسون لأجل الحصول على المعلومات التي ترد إلى السوق ومن ثم تحليلها واستعمالها في اتخاذ قراراتهم الإستثمارية وينعكس ذلك في أسعار الأوراق المالية تبعا لتلك المعلومات ما إذا كانت سارة أو غير سارة، وهنا يقال أن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات المتعلقة بها بسرعة فائقة.

وانطلاقا من مفهوم كفاءة السوق وعلاقتها بالمعلومات فإن كفاءة التسعير تقوم على أساس أن سعر السهم في فترة قادمة يساوي سعره الحالي مضافا إليه العائد المتوقع خلال تلك الفترة.

إذن فالمعلومات المتاحة حاليا منعكسة طبعا في السعر الحالي أما في الفترة القادمة فيكون السعر مخالفا للسعر السائد حاليا وذلك وفقا لتلك المعلومات

إن صعوبة تحقيق أرباح غير عادية في السوق الكفأة لا يعني تماما أنه أمر مستحيل فقد يتحمل المستثمرين قليلي الخبرة أو الغير جديين خسائر كبيرة بسبب دخولهم السوق دون تحليلهم المعلومات المتاحة فهذا لا يعني نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل أو كسل المستثمرين أنفسهم كما انه يكون بإمكان القلة القليلة من المستثمرين استخدام أساليبهم ووسائلهم الخاصة في الحصول على الأرباح وتحقيق أرباح غير عادية

¹ - صلاح الدين حسن السبيسي، مرجع سابق، ص 25.

² - جبار محفوظ، 'البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية...'، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 373.

من وراء ذلك لكن ذلك لا يكون بصفة دائمة ومتكررة لأن أي أسلوب أو وسيلة جديدة سوف تتدمر بمجرد أن يتفطن لها المتعاملون الآخرون وتصبح معروفة لدى الأغلبية منهم
وتجدر الإشارة إلى أن تسعير الأوراق المالية في السوق بكفاءة (الكفاءة التسعيرية) تتطلب تشغيل كفاء لتلك السوق (الكفاءة التشغيلية)، فلكي يعكس سعر الورقة المالية المعلومات المتاحة يجب أن تكون تكاليف التعامل عند حدها الأدنى وهذا ما يشجع المتعاملين على التنافس للحصول على معلومات جديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الناتج عن تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية، لكن ارتفاع تكلفة المعاملات قد يقف حاجزا أمام البحث عن معلومات جديدة لأن العائد المحقق من وراء ذلك قد لا يغطي حتى تلك التكاليف.

4- المرتكزات الأساسية لكفاءة سوق رأس المال:

تقوم كفاءة سوق رأس المال على مجموعة من المرتكزات أهمها:

4-1- تنظيم سوق رأس المال وكفاءته¹:

تختلف التنظيمات الخاصة بأسواق رأس المال من بلد لآخر وذلك حسب الأهداف المسطرة لكل سوق وحسب الإمكانيات المتوفرة، ومن المعروف أن تنظيم سوق رأس المال له تأثير على كفاءته وذلك على عدة مستويات نذكر أهمها فيما يلي:

4-1-1- هيئات المراقبة والكفاءة:

تعمل أسواق رأس المال تحت رقابة هيئات المراقبة التي تعمل على تنظيم هذه الأسواق ومراقبة طبيعة المعلومات المنشورة للجمهور من طرف المنشآت المقيدة بالسوق أو من طرف الوسطاء المكلفين بإعلام الجمهور والتأكد من سلامة ودقة واستمرارية تلك البيانات والمعلومات، كما تعمل هذه الهيئات على تحقيق العدل فيما بين المستثمرين أثناء عقد الصفقات، ومن خلال الدور الذي تلعبه هذه الهيئات يتضح تأثيرها على كفاءة السوق وتغير فعالية هذا الدور من سوق لآخر حسب قدرة تلك الهيئات على التحكم في تقنيات السوق ومدى استقلاليتها عن القرارات السياسية وحسب إدارتها والإمكانيات التي تستعملها في التسيير أيضا.

4-1-2- نشر المعلومات من طرف السوق أو الصحافة:

يتمكن الهيئات الحاكمة والمسيرة لسوق رأس المال التأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك من خلال لفت انتباه المستثمرين نحو هذه الأوراق، وللإشارة فان هناك هيئات رسمية مثل لجان التنظيم والمراقبة وهناك هيئات غير رسمية كالصحف والمجلات المالية، ويظهر تأثير هذه الهيئات على الأسعار على عدة مستويات هي:

أ- التحريات التي تقوم بها هيئات السوق: يحق للجنة المراقبة القيام بتحريات عن المؤسسات المقيدة في سوق رأس المال ونشر نتائج هذه التحريات وكل ماله علاقة بالمنشأة، وقد أكدت الدراسات أن الإعلان عن هذه

¹ - Gillet Philippe, " L'efficacité des marchés financiers ", Economica, Paris, 1999, p 164 – 171.

التحريات يؤثر سلبي على كفاءة سوق رأس المال متجسدا ذلك التأثير في أسعار الأوراق المالية لكن هذا التأثير السلبي سوف يختفي إذا كانت المنشأة غير مدينة.

ب- نصائح الصحف المالية: قد تؤثر النصائح والاستشارات التي تنشرها الصحف المالية على القرارات الإستثمارية للمستثمرين حيث تصبح الفرصة متاحة أمام البعض منهم لتحقيق أرباح متميزة.

ج- إدخال أو إخراج ورقة مالية إلى/من مؤشر بورصي* ذو أهمية: إذ أن القيام بإدخال أو إخراج ورقة مالية إلى/من أحد المؤشرات البورصية الهامة يكون له تأثير على مردودية الورقة المعنية، فإدخال ورقة مالية إلى مؤشر بورصي مهم يجعلها ذات أهمية وسيولة كبيرتين ويظهر المؤسسة في وضع قوى وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية من وراء الإستثمار في تلك الورقة وبذلك يكون في هذا التأثير نوع من اللاكفاءة.

فمن خلال هذه العوامل يظهر التأثير اللإرادي الذي تحدته الهيئات الحاكمة لسوق رأس المال على مردودية المؤسسة وبالتالي دفع المستثمرين إلى إعادة النظر في قراراتهم الإستثمارية حسب الصورة التي تنشرها هذه الهيئات، وهذا ما يتنافى مع فرضية السوق الكفاءة.

و مما سبق إذن يمكن ملاحظة أن تنظيم السوق له علاقة مباشرة موجبة بكفاءة السوق.

4-2- الكفاءة الإعلامية لسوق رأس المال¹:

تتحقق الكفاءة الإعلامية لسوق رأس المال من خلال:

4-2-1- الإفصاح المالي عن أوضاع الشركات:

إن الإفصاح السليم والعاقل عن البيانات والمعلومات المالية للشركات من شأنه أن يمد السوق بالمعلومات اللازمة التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الإستثمارية بصفة رشيدة وفي هذا الصدد يظهر الدور الكبير الذي تلعبه المكاتب المحاسبية وبيوت السمسة إذ أن تطبيقها لمعايير محاسبية سليمة في إعداد القوائم المالية للشركات يعطي الوضع الحقيقي للشركة بالإضافة إلى ذلك نجد السلطات الحكومية تعمل دائما على تعديل القوانين والتشريعات والسعي إلى تحسين البيانات المالية للشركات وطرق إشهار المعلومات كل هذا يؤدي بدوره إلى رفع الكفاءة الإعلامية لسوق رأس المال

4-2-2- المعلومات الصادرة عن سوق رأس المال:

هناك بعض المعلومات ذات أهمية كبيرة إلا أنها قد تبقى غائبة عن المستثمرين ومتخذي القرارات وهذا غالبا ما يؤثر سلبي على سلامة القرارات الإستثمارية المتخذة وما يميز هذه المعلومات هي صفة الكليية مثل

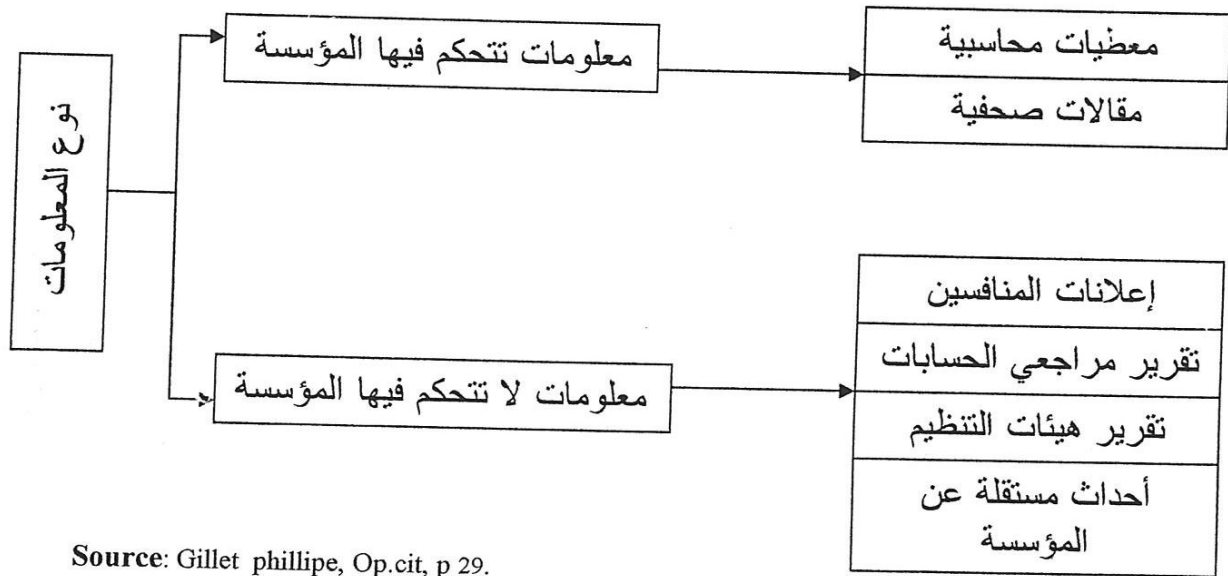
*- يقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال، بحيث تكون العينة ممثلة لسوق رأس المال المراد قياسه بواسطة هذا المؤشر، و يميز بين المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر دوجونز لمتوسط الصناعة و مؤشر ستاندر آند بور، و المؤشرات التي تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة مثل مؤشر دوجونز لصناعة النقل و مؤشر ستاندر آند بور لصناعة الخدمات العامة (الكهرباء، الغاز...).

¹- منصر كريمة، " السوق المالية: نشأتها و إجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية- المغرب، تونس و الجزائر"، مذكرة ماجستير، الجزائر، 2001/2002، ص ص35، 36.

(عدد الشركات المقيدة في كل سنة، الرسالة الكلية لتلك الشركات، اتجاهات التعامل وحجمه وتطوره خلال مدة زمنية طويلة).

ويمكن توضيح أهم المعلومات والبيانات التي تنشر عن المؤسسات المقيدة بالبورصة من خلال الشكل الآتي:

الشكل (1-2): المعلومات المنشورة والمتعلقة بالمؤسسة المقيدة.



Source: Gillet phillipe, Op.cit, p 29.

4-3- التشريعات الحكومية:

- تعمل السلطات الحكومية على وضع التشريعات والقوانين التي تحكم وتنظم إجراءات التعامل على الأوراق المالية وذلك لتحقيق الإستقرار للسوق وحماية المستثمرين، ويكون ذلك من خلال:
- إلزام الحياذ في مراقبة أداء السوق وعدم التأثير على عمليات التداول لضمان استقلالية آلية العرض والطلب.
 - صياغة وإعداد وتنفيذ القوانين المتعلقة بسوق رأس المال وفق ما يتناسب وتقنيات هذه السوق.
 - إتخاذ إجراءات عقابية ضد الأفراد والمؤسسات التي تروج إشاعات مضللة عن الشركات المقيدة بغرض التأثير على حجم التداول في السوق.
 - منع استغلال المعلومات غير المنشورة والتي يحاول البعض الحصول عليها بطريقة أو بأخرى والتي من شأنها التأثير على حركة الأسعار داخل السوق.
 - تنشيط وتفعيل حركة التداول داخل أسواق رأس المال وذلك بإصدار تشريعات وقوانين تشجع الأفراد والمؤسسات على التعامل داخل هذه الأسواق.

5- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق:

قلنا أن أسعار الأوراق المالية (خاصة الأسهم) في السوق الكفاءة تعكس تماما المعلومات المناسبة المتاحة، فما هي هذه المعلومات المناسبة وما طبيعتها، ما هو ترتيبها الزمني بالنسبة للفترة التي يراد فيها معرفة كفاءة السوق وهل بإمكان بعض المستثمرين أن يحصلوا عليها قبل غيرهم، الإجابة على هذه التساؤلات تقتضي التعرض للأشكال المختلفة لكفاءة السوق وهي ثلاثة أشكال: الضعيف، المتوسط و القوي.

5-1- فرض الصيغة الضعيفة:

تعني الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق (Weak form efficiency) أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم هي كافة المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار والإيرادات وحجم المعاملات التي جرت في الماضي على الأسهم وغيرها من المعلومات التاريخية، وبالتالي فإن محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم هي عملية عديمة الجدوى لكون تلك المعلومات التاريخية أصبحت معروفة لدى كل المستثمرين وقد عكستها الأسعار الحالية فلا يمكن لأي مستثمر التفوق على الآخرين في تحقيق أرباح غير عادية¹.

وباختصار يمكن الحكم على سوق ما أنها تتميز بمستوى كفاءة ضعيفة " إذا لم يستطيع أي مستثمر المتاجرة على المعلومات التاريخية كأسعار السهم للأيام والشهور أو السنوات السابقة"².

فحسب الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق فإن تغيرات أسعار الأسهم تتبع حركة عشوائية* إذ أن التغيرات المستقبلية لأسعار الأسهم تكون مستقلة تماما عن التغيرات السعرية التي حدثت في الماضي. وقد اختبرت الصيغة الضعيفة للكفاءة من خلال ثلاثة مداخل هي سلسلة الارتباط وقواعد (تقنيات) التصفية واختبار الأنماط الطارئة وذلك لمعرفة مدى عشوائية الأسعار أو ارتباطها بالمعلومات التاريخية. أ- سلسلة الارتباط³:

يفسر الارتباط مدى استجابة متغير تابع لتغيرات متغير مستقل، وذلك بتغير هذا الأخير على فترات متتالية، ويقاس الارتباط بما يسمى -معامل الارتباط-، فسلسلة الارتباط هنا تقيس معامل الارتباط بين أسعار الأسهم خلال فترات زمنية متتالية.

وقد أثبتت الاختبارات الميدانية لفرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق والتي قام بها الكثير من المالىين منذ أوائل الستينات من القرن الماضي -عدم وجود ارتباط بين التغيرات التاريخية والتغيرات المستقبلية لأسعار الأسهم.

¹ - جبار محفوظ، "البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية..."، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 375.

² - محمد عبده مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 1998، ص 35.

* - يعني أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير وفق نمط (اتجاه) معين يمكن تتبعه.

³ - جبار محفوظ، "البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية..."، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 376.

ب- اختبار الأنماط الطارئة:

يرى أصحاب هذا المدخل أن تغيرات الأسعار يمكن أن تكون عشوائية معظم الوقت، لكنها قد تأخذ من وقت لآخر نمطا معيناً يمكن اقتفاء أثره، ولمعرفة مدى إمكانية حدوث ذلك تستخدم اختبارات التغيير في اتجاه الأسعار التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها تغير في اتجاه الأسعار وطول الفترة في كل مرة¹، أي معرفة الجرى والذي يعني المجال الذي تسجل فيه نفس الإشارة على مدى زمني معين، أي جملة التغيرات المتتالية في سعر الورقة المالية في نفس الاتجاه (ارتفاع، انخفاض، استقرار).

إذن فمن خلال مفهوم اختبار الأنماط الطارئة تقسم التغيرات في أسعار الأسهم إلى ثلاثة أنواع، تغير موجب (ارتفاع السعر)، تغير سالب (انخفاض السعر)، تغير معدوم (استقرار السعر).

وعلى العموم أثبتت الدراسات أنه لا يمكن التنبؤ بمجري متكررة في تغيرات الأسعار والإعتماد عليها في تحقيق أرباح متميزة، وذلك سواء كان الإعتماد على عدد التغيرات أو المدة التي أمضاها كل تغير أو مقدار التغير، وهذا ما يؤكد الحركة العشوائية للأسعار.

ج- قواعد التصفية²:

هناك أربعة مجموعات من قواعد التصفية لإثبات صحة أو خطأ فرض الشكل الضعيف لكفاءة السوق، أولى هذه المجموعات هي تلك التي تقوم على أن ارتفاعاً في السعر بنسبة معينة ولتكن (س%) يعد مؤشراً يعتمد عليه في اتخاذ قرار الشراء، وأن انخفاضاً في السعر بنسبة معينة ولتكن (ع%) تعتبر مؤشراً سليماً لاتخاذ قرار البيع، فهذه المجموعة تقوم على إستراتيجية - أشتري واحتفظ - وعليه فهي تنفي فكرة عشوائية الأسعار، إذ يمكن وضع نموذج يتغير حسب سعر الورقة المالية المعنية ويتم وفقاً له اتخاذ قرار البيع والشراء مما يحقق أرباحاً أكبر.

وقد أظهرت هذه التقنية أو كما تسمى تقنية ألكسندر (Alexander) أن هناك ارتباطاً بين تغيرات أسعار الأوراق المالية عبر فترات معينة وهذا ما ينفي عشوائية الأسعار، لكن مما يؤخذ على هذه التقنية أنها لم تأخذ في الحسبان تكاليف المعاملات ولم تبين التعامل بأقل من تلك النسبة التي يتم عندها البيع (ع%) وبأكثر من تلك التي يتم عندها الشراء (س%)، كما لم تأخذ بعين الإعتبار قضية توزيع الأرباح على الأسهم لأن المشتري على المكشوف يبقى مديناً بها.

وبالأخذ بعين الإعتبار العوامل السابقة خاصة تكاليف المعاملات فإنه تم التوصل من خلال دراسات ميدانية إلى عدم وجود علاقة بين تغيرات أسعار الأوراق المالية في سوق رأس المال عبر فترات متتالية، وهذا ما يؤكد مرة أخرى صحة فكرة عشوائية الأسعار.

¹ - منير زيراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 550.

² - جبار محفوظ، "البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية..."، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 379-381.

هذا فيما يتعلق بالمجموعة الأولى، أما المجموعة الثانية فتعرف بقواعد الدورات الموسمية ومنها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار لكن فصل الشتاء تنخفض فيه الأسعار، ومنها ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بشكل كبير في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي الشهور، أما المجموعة الثالثة فهي تلك التي تسمى بالقوة النسبية لسعر السهم، وأخيرا المجموعة الرابعة وتتمثل في المتوسط المتحرك¹.

5-2- فرض الصيغة متوسطة القوة:

يعني فرض السوق متوسطة القوة (Semi strong form efficiency) أن أسعار الأسهم لا تعكس التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم فحسب، أي أنها لا تعكس فقط المعلومات التاريخية عن الأسهم إنما تعكس كذلك كل المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تبني على أساسها تلك المعلومات²، وتتمثل هذه المعلومات في التقارير السنوية للمؤسسة المعنية، المعلومات التي تنشر من طرف المستشارين المختصين في الإستثمار وكل ما يتعلق بالقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالأحوال الإقتصادية الوطنية والدولية وغيرها من المعلومات التي تتاح للجمهور، فإذا لم تعكس الأسعار بسرعة تلك المعلومات الواردة إلى السوق يقال عنها أنها سوق غير كفاة ومن ثم يصبح بإمكان بعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية.

إذن يمكن القول عن سوق ما أنها تتميز بمستوى نصف قوي للكفاءة " إذا لم يستطع فيها أي مستثمر الأجره على المعلومات الحالية المتاحة مثل المراكز المالية المنتهية"³

وقد تعرضت صيغة الفرض متوسط القوة إلى عدة اختبارات تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح المحففة والأرباح الموزعة، إشتقاق الأسهم، الإصدارات الجديدة، حجم المعاملات على الأسهم أو الإعلان عن تغير إجراء من إجراءات المحاسبة في المنشأة، إلى غير ذلك من الاختبارات.

أ- الإعلان عن الأرباح والتوزيعات أو الإشتقاق:

عملية اشتقاق الأسهم تعني تقسيم السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، فكلما انخفض سعر السهم نسبيا أدى ذلك إلى سهولة وزيادة التعامل به، أما ارتفاع سعر السهم قد يقف عائقا أمام التعامل به.

وقد بينت إحدى الدراسات أن عملية الإشتقاق تترجم لدى المستثمرين على أنها مؤشر على زيادة التدفقات النقدية للمنشأة (الأرباح المحففة) وارتفاع في التوزيعات وبالتالي زيادة ثقة المسيرين بأنفسهم، ولأجل تأكيد هذه الفرضية فقد قسمت عينة الأسهم المأخوذة في هذه الدراسة إلى أسهم تخص الشركات التي وزعت أرباحا أكبر من متوسط الأرباح الموزعة بالنسبة للسوق - وذلك بعد عملية الإشتقاق - وأسهم أخرى تتعلق بالشركات التي وزعت أرباحا أقل من متوسط أرباح السوق، وكانت النتيجة أن القسم الأول من الأسهم

1 - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 505.

2 - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 159.

3 - محمد عبده مصطفى، مرجع سابق، ص 35.

حقق أرباحا كبيرة نسبيا وهذا دليل على أن عملية الإشتقاق فعلا تنبئ بزيادة الأرباح الموزعة، أما القسم الثاني فقد سجل انخفاضا في أسهمه بعد عملية الإشتقاق حتى تصل إلى حد معين ثم تستقر¹.

إذن فأسعار الأسهم تعكس بسرعة المعلومات التي يتضمنها الإعلان وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أحد المستثمرين لأرباح غير عادية أمرا مستبعدا ومستحيلا، أي أن هذا تأكيد لفرض السوق متوسط القوة.

ب- المعلومات المحاسبية:

إن القيام بتغيير طريقة من طرق المحاسبة* في المنشأة بغرض الظهور في موقع قوة يؤدي إلى تغيير في النتائج المحققة، حيث أثبتت الدراسات أن أسعار الأسهم تستجيب لهذه التغيرات في الطرق المحاسبية (القوائم المالية)، لكن سرعان ما ترجع الأسعار لتعكس مرة أخرى السعر الحقيقي للسهم لأن تلك التغيرات تعتبر تغيرات صورية لا تزيد من القيمة السوقية للمؤسسة المعنية، كما أن هذه التغيرات قد تعطي صورة سيئة عن المنشأة بأما في وضع ضعيف وتحاول الظهور بوجه أحسن، فأسعار الأسهم إذن تعكس وبسرعة المعلومات المتعلقة بتغيير القواعد المحاسبية، وهذا ما يعتبر تأييدا مرة أخرى لفرض الشكل متوسط القوة لكفاءة السوق².

ج- الإصدارات الجديدة:

فيما يخص الأسهم التي تطرح لأول مرة في السوق، فيرى ميلر وريلي (Miller and Reilly) أن أسعارها عادة ما تكون أقل من أسعارها الحقيقية، لكن بعد انتهاء عملية طرح الإصدار الجديد بحوالي يوم واحد فإن السعر السوقي للسهم سوف يرتفع ليشاوي القيمة الحقيقية عاكسا بذلك كل المعلومات المتاحة³.

بالإضافة إلى ذلك كشفت عمليات الاختبار أيضا أن المعلومات الواردة عن حجم المعاملات والإندماج وعن الشؤون الاقتصادية سرعان ما تعكس في أسعار الأسهم وبالتالي لا يمكن الاعتماد عليها في تحقيق أرباح غير عادية، وهذا ما يعد تأكيدا لفرض الصيغة متوسط القوة والتي غالبا ما تتميز بها السوق.

5-3- فرض الصيغة القوية:

يعني الشكل القوي لفرض كفاءة (Strong form efficiency) أن أسعار الأسهم في السوق تعكس كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجمهور الخاص والعام، بالإضافة إلى تلك التي قد لا تكون معروفة لدى المستثمرين العاديين ومعروفة لدى البعض الآخر مثل إدارة المنشأة المعنية وكبار العاملين بها ومسيروا الحوافظ المالية خاصة صناديق الإستثمار، معلومات عن أوضاع السوق، إضافة إلى تلك المعلومات التي يمكن أن يصل

¹ - جبار محفوظ، "البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية..."، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 385، 386.

* - كالإنتقال من تقييم المخزون بطريقة "الوارد أولا صادر أولا (FIFO)" إلى طريقة "الوارد آخرًا صادر أولا (LIFO)"، أو التحول من طريقة "الإهلاك بالقسط المتسارع" في حساب الإهلاكات إلى طريقة "القسط الثابت".

² - جبار محفوظ، "البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية..."، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 386، 387.

³ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 509.

إليها المحللون الأساسيون بفضل ما يملكونه من أدوات وخبرة ومهارات عالية، وفي ظل هذه السوق هي الأخرى ليس بإمكان أي مستثمر تحقيق أرباح متميزة عما يحققه المستثمرون الآخرون¹.

إذن يمكن القول أن السوق تتميز بمستوى كفاءة قوي " إذا لم يستطع أي مستثمر المتاجرة على المعلومات الخاصة غير المنشورة مثل خطة اندماج الشركة"².

وقد تعرضت صيغة الفرض القوي لكفاءة السوق أيضا لعدة اختبارات من خلال قياس العائد الذي يمكن أن يحققه بعض المستثمرين على اعتبار أنهم يملكون وسائل تمكنهم من الحصول على معلومات - وبسرعة- لم تتاح للجمهور الآخر، ومن أهم المؤشرات التي استخدمت لاختبار هذا الفرض نذكر:
أ- المؤسسات المالية المختصة في الإستثمار:

أهم هذه المؤسسات التي أجريت عليها عملية اختبار الشكل القوي للسوق هي صناديق الإستثمار لأن مُدراؤها يترددون وبكثرة على سوق رأس المال ولديهم معارف واتصالات كثيرة في المجال المالي، وبالتالي إمكانية حصولهم على معلومات قبل غيرهم تسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية. وقد بينت إحدى الدراسات عدم قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد أعلى من العائد الذي بإمكان أي مستثمر آخر تحقيقه بإتباع إستراتيجية - أشر وأحفظ - التي سبقت الإشارة إليها، كما أكدت دراسة أخرى أن تلك المؤسسات ليس بإمكانها حتى التنبؤ بالإتجاه الذي ستأخذه الأسعار مستقبلا إضافة إلى عدم اهتمام هذه المؤسسات بالتحليل الكمي للعائد والمخاطر، كل هذا من شأنه أن يجعل فكرة تحقيق عوائد غير عادية أمرا جد صعب³.

ب- المنشآت المتخصصة في التحليل:

نظرا لما تمتلكه هذه المنشآت من اتصالات ومهارات فنية عالية فانه من المفروض أن تكون سبابة في الحصول على معلومات جديدة قبل غيرها، ورغم هذا فقد بينت أنها غير قادرة على تحقيق أرباح تفوق الأرباح العادية، كما أن تقديراتها لسعر السهم عادة ما تكون غير دقيقة، وأكثر من ذلك فان هذه المنشآت لا تستطيع حتى تحديد إتجاه الخطأ المرتكب- إن وجد- في تقديرها للسعر الحقيقي للسهم⁴.

وعليه فانه في ظل سوق تتميز بمستوى قوي للكفاءة يصبح الاعتماد على الاستشارات التي تقدمها هذه المنشآت لعملائها من أجل تحقيق أرباح متميزة أمرا مستحيلا.

ج- المتاجرة الداخلية بالأسهم:

فيما يتعلق بالعوائد التي يمكن أن يحققها كبار العاملين بالمنشأة (أو كما يسميهم البعض بالعاملين المسجلين، وهم رئيس وأعضاء مجلس الإدارة، المديرين، كبار الملاك) من خلال إتجارهم في الأوراق المالية التي

¹- عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص ص162، 163.

²- محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص ص35.

³- عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص ص163.

⁴- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص ص511، 512.

تصدرها منشأهم، فقد كشفت الدراسات الأولى عن قدرة هؤلاء العاملين على تحقيق أرباح غير عادية، لكن بعد صدور تشريعات وعقوبات صارمة ضد كبار العاملين الذين يستعملون المعلومات المتوفرة عن منشأهم والاعتماد عليها في التعامل على أوراقها المالية، فإن الدراسة أكدت عدم قدرة هؤلاء العاملين على تحقيق أرباح غير عادية، نظراً لأهم أصبحوا لا يستغلون تلك المعلومات لاغتنام الفرص المتاحة¹.

في الأخير وبعد استعراض الصيغ المختلفة لكفاءة السوق، تلاحظ أن الباحثين متفقون جميعهم ومؤيدون للشكل الضعيف للكفاءة، إذ أنه حقيقة أسعار الأسهم تعكس كل المعلومات التاريخية المتعلقة بالأسهم واستحالة تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تلك المعلومات، أما الشكلين الآخرين للكفاءة (القوي والمتوسط القوة) فيقيا محل خلاف بين الباحثين ولا أحد يستطيع الجزم بأن السوق تتميز بمستوى كفاءة قوي أو متوسط القوة².

6x- أهمية السوق الكفاءة وشروط قيامها:

6-1- أهمية السوق الكفاءة³:

إن من أهم ما تحققه السوق الكفاءة هو خلق منافسة بين المستثمرين في البحث عن الأوراق المالية (خاصة الأسهم) المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ولأجل ذلك يقومون بدراسات فيما يتعلق بسعر السهم في الماضي وتوزيعاته، التنبؤ بربحية الشركة، مديونيتها في المستقبل والضرائب التي ستدفعها، طبيعة النشاط الذي تمارسه، الآفاق والفرص المستقبلية التي يمكن أن تنفذها الشركة، وذلك في ظل التغيرات المتتالية في الظروف الاقتصادية.

إن جميع العارومات المتاحة ونماها من شأنه أن تدفع بأسعار الأسهم القيمة بأقل من حقيقتها نحو السعر العادل وذلك بسبب المنافسة بين المستثمرين وهذا ما يؤدي مرة أخرى إلى اتجاه السوق نحو كفاءة أحسن، فجوودة وحادثة المعلومات التي يتم جمعها وتحليلها يلعب دوراً مهماً في تحقيق توازن السوق، فالسوق الكفاءة إذن تضمن للشركة أن تبيع أسهمها بالسعر العادل بحيث تكون كل المعلومات المتعلقة بالشركة منعكسة في أسعار أسهمها.

6-2- شروط قيام سوق رأسمالية كفاءة وفعالة:

يتطلب قيام سوق رأسمالية فعالة توافر العديد من الشروط يمكن إيجازها فيما يلي⁴:

1- توافر مناخ استثماري مناسب يتميز بالاستقرار، ويكمن هذا المناخ في الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي، سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، انتعاش اقتصادي، توافر مدخرات الأفراد وغيرها، ولا يخفى أن قيام أسواق رأس المال في الظروف الاقتصادية الملائمة يجعلها من أكبر وأحسن الوسائل التي تسمح بتحقيق

¹- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص 512، 513.

²- نفس المرجع، ص 513.

³- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 186.

⁴- صلاح الدين حسن السبيسي، مرجع سابق، ص 21-24.

أكبر قدر ممكن من السيولة بالنسبة للإستثمارات طويلة الأجل، وبواسطة هذه السوق يمكن للمستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع لأي خطر من المخاطر أو الهزات التي تحدث عن تغيير ملكية المشروع في غالب الأحيان.

2- توافر الحرية الاقتصادية والوعي الإقتصادي بما فيه الثقافة المالية وثقافة البورصة، وهذا لكي يتسنى لسوق رأس المال القيام بدورها على أكمل وجه وتحقيق الأهداف والأغراض التي أنشأت لأجلها.

3- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية-خاصة البنوك التجارية- التي تستخدم في نشاطاتها أساليب فنية متقدمة ووسائل مادية متطورة وإطارات بشرية كفاءة.

4- توافر التقنية المناسبة لربط أسواق رأس المال ببعضها البعض من أجل توفير المعلومات اللازمة بدقة، وتمثل هذه التقنية في شبكة اتصالات متقدمة وشبكة إلكترونية متطورة.

5- توافر الإفصاح والعلانية، وذلك من خلال نشر كتيبات عن الأسعار اليومية للأوراق المالية المتداولة في السوق وإلزام الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وكل المعلومات والبيانات التي تتعلق بها، وهذا حتى يكون المستثمر على اطلاع يومي بحالة الشركات التي يملك أوراقها المالية من جهة، وانعكاس تلك المعلومات في أسعار الأوراق المالية للشركات من جهة أخرى، وبالتالي تسعير الأوراق المالية بسعرها الحقيقي الذي يتحقق وفقا لقانون العرض والطلب في السوق.

6- قيام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول بحيث يكون هذا التعامل أيضا لا يشوبه أي غشش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية، وأن يتم التعامل داخل السوق ومن خلال وسطاء ماليين يعملون على ملاقاتة البائعين بالمشتريين للأوراق المالية، وقد تمتد نشاطهم إلى عقد الصفقات لصالح الغير.

7- توافر المنافسة الحرة أو الكاملة بين العرض والطلب على الأوراق المالية لتحقيق التوازن في السوق.

8- السرعة والدقة، حيث يجب سرعة إتمام الصفقات وعرض أوامر العملاء وتنفيذها في الآجال والشروط المحددة بأوامرهم.

9- المرونة، إذ لا بد أن تكون الأوراق المالية تتميز بنوع من المرونة لتسهيل عملية انتقال ملكيتها من مشروع لآخر ومن مستثمر لآخر، وإنشاء قسم للإستعلامات هدفه تزويد المستثمرين بكافة المعلومات التي يطلبونها، كما يجب تدعيم السوق بالوسائل الإحصائية الآلية لتسهيل إصدار بيانات يومية عن حجم التداول الخاص بكل ورقة مالية لتمكين المستثمرين من اتخاذ القرارات الإستثمارية السليمة.

10- ضمان سلامة الإدخار وحمايته، وذلك من خلال خلق جو الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات، ويتحقق هذا الجو من الثقة من خلال إتباع سياسة إعلانية لفائدة المدخرين عن حياة الشركات.

11- تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم، وذلك عن طريق رفع أسعار الفائدة المدفوعة لحملة السندات، أو إعفاء العائد من الضرائب.

12- توافر المرافق العامة مثل المواصلات والاتصالات.

- 13- الموقع الجغرافي للبلد ومدى قربه من مواقع أسواق رأس المال الأخرى واعتدال جوه.
 - 14- وجود عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية وشركات الإستثمار الوطنية والأجنبية.
 - 15- نمو الوعي الإدخاري وارتفاع نسبة الإدخار لدى الأفراد.
 - 16- عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف.
 - 17- وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى في أسعاره.
 - 18- خطوات أخرى يجب القيام بها:
- أ- طرح أسهم بعض شركات القطاع العام للإكتتاب للجمهور بما يسمح بزيادة مساهمة الأفراد في هذه الشركات.
- ب- ضرورة قيد الشركات المساهمة وأسهمها في السوق بما يساعد على تحويلها إلى سوق عالمية.
- ج- تحريك محافظ الأوراق المالية للبنوك وشركات التأمين والهيئات الإدخارية الأخرى ودخولها السوق مشترية في حالة انخفاض السعر وبانعة في حالة ارتفاعه، وذلك للعمل على إحداث نوارن السوق.
- د- إصدار سندات نوعية ذات قيمة إسمية تتناسب مع صغار المدخرين بأسعار فائدة مرتفعة، وذلك لتدعيم دورهم في خطة التنمية المنشودة وزيادة الأوراق المالية المتداولة في السوق.
- هـ- رفع نسبة تسليف البنوك التجارية على الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال وذلك تشجيعا للتعامل في الأوراق المالية.
- و- السماح بقيد أسهم الشركات الأجنبية التي يكون مركزها الرئيسي بالخارج والتي تعمل في سوق رأس المال، وذلك كمرحلة أولى يليها قيد أية أسهم أجنبية أخرى، حيث يترتب إمكانية التعامل بين الأسواق المحلية والأجنبية، وكذا إتاحة الفرصة لمكاسب السمسرة الأجنبية لفتح مكاتب لها في الدولة.

II- المجالات العملية لتدخل البنوك التجارية في سوق رأس المال:

تعتبر البنوك التجارية من أهم مكونات السوق المالية، كما تعتبر أيضا من أهم المتدخلين في سوق رأس المال سواء كعمولة أو كطالبة للتمويل أو كمقدمة للكثير من الخدمات المتعلقة بهذه السوق والتي يعتبر الأخذ بها انعكاسا لمفهوم البنوك الشاملة*، فالبنوك التجارية تحتل الصدارة في عمليات سوق رأس المال حيث تلعب دورا فعالا في تنشيط التعامل بالأوراق المالية وتفعيل الأسواق التي تتداول فيها تلك الأوراق، هذا ما أثار فكرة دراسة الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات المالية المصرفية في سوق رأس المال بشقيها الأولي والثانوي ومدى أهمية ذلك في تفعيل و تنشيط هذه السوق.

و يتخذ نشاط البنك في سوق رأس المال ثلاثة اتجاهات متقاربة و متوازنة و متكاملة، حيث يتدخل البنك في هذه السوق إما لصالح العملاء و المدخرين الصغار، أو لصالح الشركات و المؤسسات غير البنكية، أو يتدخل لصالحه في إطار تكوين و تسيير محفظته المالية.

1- تكوين محفظة أوراق مالية خاصة بالبنك:

يعتبر الإستثمار في الأوراق المالية المصدر الثاني لاستخدامات أموال البنوك التجارية وذلك بعد القروض التي تمثل الإستثمار الأساسي للبنوك التجارية، والسبب وراء قيام البنك بتوجيه جزء من أمواله إلى الإستثمار في الأوراق المالية هو عدم كفاية طلبات الاقتراض في بعض الأحيان، بالإضافة إلى سبب آخر هو استخدام هذه الأصول كخط دفاع ضد مخاطر نقص السيولة لأنه يمكن التصرف في جزء من تلك الأصول أو كلها بالبيع في سوق رأس المال وبسهولة خاصة في حالة وجود سوق مالية نشيطة.

1-1- ماهية محفظة الأوراق المالية:

تمثل محفظة الأوراق المالية سياسة استثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الإستثمارية الأكثر فعالية وذلك بتحقيق قدر من التنوع يوفر له حماية مناسبة ضد مخاطر تقلب القيمة السوقية لمكونات تلك المحفظة هذا ما يعرف في مجال الإستثمار بسياسة التنوع والتي يعبر عنها عادة بالقول "لا يضع المرء كل ما يملكه من بيض في سلة واحدة".

ويمكن تعريف محفظة الأوراق المالية بأنها عبارة عن مجموعة اختيارات من الأوراق المالية تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، تم اختيارها بعناية وبدقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، ولذلك تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك) تتباين وتختلف فيما بينها من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها¹.

*- هي تلك الكيانات المصرفية التي تسعى دائما وراء تنوع مصادر التمويل و تعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة القطاعات، و توظف مواردها و تفتح و تمنح الإئتمان المصرفي لجميع القطاعات.

¹- محمد أحمد الخضيرى، "كيف نتعلم البورصة في 24 ساعة"، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999، ص65.

عند تكوين محفظة الأوراق المالية يجب الأخذ في الاعتبار العديد من الاعتبارات العامة والإدارية والفنية التي تؤثر في تكوين وإدارة المحفظة المالية مثل ذلك، كفاءة أسواق رأس المال، اتجاهات أسعار الفائدة على القروض، معدل التضخم والقوى الشرائية للنقود، الحالة الإقتصادية العامة للدولة، حجم الإدخار الوطني، ظروف الصناعات والشركات المصدرة للأوراق المالية في الماضي والحاضر والمستقبل اللازمة لتقييم البدائل الإستثمارية المتاحة، التشريعات القانونية التي تحكم الإستثمار في أسواق رأس المال وغيرها من الاعتبارات¹.

1-2- أهداف إدارة محفظة الأوراق المالية:

ترتبط محفظة الأوراق المالية بإدارة عملية الإستثمار في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال، وذلك من خلال عمليات البيع والشراء لهذه الأوراق لتحقيق عائد معين يتناسب والمخاطرة المصاحبة لعملية الإستثمار، حيث تتميز كل ورقة مالية بدرجة معينة من العائد والمخاطرة تبعاً لخصائص وطبيعة كل ورقة، ويجب الأخذ في الاعتبار كل هذه الخصائص عند تكوين وإدارة المحفظة لتوفير السيولة اللازمة وتحقيق العائد المطلوب وتوزيع مخاطر الإستثمار على عدد من الأوراق المالية، وبناء على هذا يمكن ذكر أهم أهداف تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية فيما يلي:

- تحقيق عائد مرتفع يزيد قليلاً عن العائد الذي يحققه رأس المال المشروع مع الأخذ في الاعتبار المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في المحفظة، إذ تلعب هذه المخاطر دوراً كبيراً في توجيه المدخرات نحو المجالات الأكثر أماناً.

- توفير قدر مناسب من السيولة يكفي البنك لمواجهة التزاماته الطارئة بسرعة وبدون خسائر كبيرة.

- ضمان استمرار البنك (أو ضمان دخل مناسب للفرد)، وعدم تعرضه لخطر الإفلاس والعسر المالي إذا ما تعرض نشاطه الأساسي لأية أزمة تؤدي إلى توقفه عن العمل لمدة زمنية معينة.

و هناك أهداف فرعية لإدارة المحفظة مثل:

- الحفاظ على رأس المال الأصلي فمهما تعرض المحفظة إلى مجموعة من المخاطر فإنه على مدير المحفظة أن يحميها من وصول الخسارة إلى رأس المال، وذلك من خلال الإختيار الأفضل للأوراق المالية.

- إستقرار تدفق النقد إذ يجب أن تتضمن المحفظة أوراقاً مالية تحقق دخلاً شبه ثابت مثل السندات.

- التنوع، حيث يعتبر هذا الهدف من أهم الوسائل لتقليل المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة.

- قابلية مكونات المحفظة للتسييل والتسويق إذ يجب أن تتضمن المحفظة أوراقاً مالية قابلة للسيولة في أي وقت ودون خسارة.

- تحقيق نمو في رأس المال.

1- غازي فلاح المومني، " إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة "، دار المناهج، عمان، الطبعة الثانية، 2003، ص 20.

1-3- مبادئ ومقومات نجاح محفظة الأوراق المالية:

يتطلب تحقيق الأهداف المسطرة من وراء محفظة الأوراق المالية توفر مجموعة من المبادئ والمقومات أهمها:

أ- مبدأ المقياس الكمي:

ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية وذلك باستخدام طريقة القيمة المتوقعة، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية مثل حساب التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، ويتطلب قياس العائد والمخاطرة توفر معلومات عن العوائد المحققة في فترات سابقة عن كل ورقة مالية تتضمنها المحفظة، وعن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة مستقبلا والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة ككل¹.

ب- مبدأ الشمول:

ويقصد به اشتغال المحفظة على معظم أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك تمويل، سندات حكومية، أذونات خزينة...)، وذلك لتمكين البنك (أو الفرد) من تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا وبأقل مخاطرة ممكنة.

ج- مبدأ الارتباط:

ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ضوء درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار في أوراق مالية لشركتين مختلفتين، فهناك علاقة طردية بين معامل الارتباط والعوائد المحققة من الأوراق المالية للشركتين، وبين درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر في هذه الأوراق، فكلما كانت محفظة المستثمر تتشكل من أوراق مالية لشركات مستقلة عن بعضها البعض كلما كان الخطر الذي يمكن أن يتعرض له هذه المحفظة ضعيفا جدا.

د- مبدأ الجودة:

تعتبر الجودة من أهم المقومات التي تأخذها البنوك التجارية في الاعتبار عند تكوين محفظة الأوراق المالية، ويقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها وشراؤها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية على مدى بعدها عن المخاطر الناتجة عن تقلبات السوق، كما أن تمتع الورقة بجودة عالية يعني زيادة قابلية السوق لها وتحسن فرص ترويجها، لكن أحيانا نجد أوراقا مالية تتوفر فيها الجودة إلا أن قابلية السوق لها قليلة ويرجع ذلك لارتفاع ثمنها، فالبنوك التجارية تحتاج في محفظتها المالية إلى أوراق مالية تحظى بقبول كبير في السوق.

وللإشارة فإنه يبدو هناك تعارض بين مبدأ الجودة ومبدأ الشمول وهذا راجع إلى أسلوب التنوع المتبع في تكوين المحفظة ما إذا كان أسلوب التنوع الساذج أم أسلوب تنوع ماركويتز اللذان سنتطرق لهما لاحقا.

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سابق، ص 324.

٥- مبدأ التنوع:

يقصد بالتنوع قرار البنك المتعلق بتشكيلة الأوراق المالية المكونة لمحفظة الأوراق المالية، إذ أن التشكيل الجيد لهذه المحفظة يتطلب تجميع أنواعاً مختلفة من الأوراق المالية ذات الخصائص المتباينة، وعدم الإقتصار على نوع معين منها، وذلك لتخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة، ولا يقتصر مبدأ التنوع على مجرد تنوع الأوراق المالية التي تشكل المحفظة المالية واختيار أوفرها وربحاً وأكثرها أمناً، بل يجب أن تشمل المحفظة على أوراق مالية ذات عائد ثابت وأخرى ذات عائد متغير.

1-4-4- أسس التنوع في محفظة الأوراق المالية¹:

1-4-4-1- تنوع جهة الإصدار:

يعني تنوع جهة الإصدار عدم الإقتصار على أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة في تشكيل محفظة الأوراق المالية، بل يجب تنوع الجهة المصدرة لتلك الأوراق، ويوجد أسلوبين في هذا الصدد هما أسلوب التنوع الساذج وأسلوب ماركويتز.

أ- التنوع الساذج (البسيط):

يقوم هذا الأسلوب على فكرة مفادها أنه كلما زاد تنوع الأوراق المالية التي تشكل المحفظة المالية كلما انخفضت درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد هذه المحفظة، ذلك لأن الخسائر التي قد تلحق بنوع معين من الأوراق المالية تعطيها أرباح الأوراق المالية الأخرى، وقد يمثل التنوع الساذج مثلاً بالنسبة للبنوك في تحديد حد أقصى للأموال المستثمرة في إصدار واحد، وذلك لتوزيع موارد البنك على عدد كبير من الأوراق المالية. ونشير إلى أنه يجب عدم المعالجة في التنوع لأنه قد يترتب عنه آثاراً عكسية كصعوبة إدارة المحفظة وارتفاع تكاليفها وكذا صعوبة اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، ارتفاع متوسط تكاليف الوساطة.

ب- تنوع ماركويتز:

إذا كان التنوع الساذج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، فإن تنوع ماركويتز (Markowitz) يقضي باختيار تلك الأوراق بدقة وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فكلما كانت العلاقة طردية بين عوائد الأوراق المالية كلما كانت المخاطر المصاحبة لها أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة أو توجد بينها علاقة عكسية.

إذن يمكن القول أنه حسب تنوع ماركويتز يجب أن تتكون محفظة البنك من مجموعة من الأوراق المالية تختار بطريقة واعية ودقيقة، بحيث لا ينصب الإهتمام على حجم المخاطر المتعلقة بكل ورقة على حدة بل يمتد إلى طبيعة ومدى ارتباط العوائد المتولدة عن هذه الأوراق المكونة للمحفظة.

¹ - منير إبراهيم هندي، "إدارة البنوك التجارية (مدخل اتخاذ القرارات)"، مرجع سابق، ص 318-343.

1-4-2- تنويع تواريخ الإستحقاق:

إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية تشير إلى أن تقلب أسعار الفائدة في السوق تنتج عنه تقلبات كبيرة في قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، فالبنك تعترضه مشكلة بشأن توزيع مخصصات المحفظة بين السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل، ويمكنه التغلب على هذه المشكلة بإتباع سياسة تنويع رشيدة مفادها هو أنه عند تكوين المحفظة المالية يجب أن تحتوي على السندات الطويلة والقصيرة الأجل بشكل يؤدي إلى الإستفادة من مزايا كل منها وتقليل المخاطر التي يمكن أن تنجم في حالة توجيه كل مخصصات المحفظة لنوع واحد من هذه السندات، وفي هذا الشأن نذكر ثلاثة أساليب للتنويع هي:

أ- الأسلوب الهجومى:

يقضي هذا الأسلوب بتحويل المستثمر من الإستثمار في السندات طويلة الأجل إلى السندات قصيرة الأجل وذلك في حالة توقع ارتفاع أسعار الفائدة، شرط أن يكون ذلك الإنتقال قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة لأنه إذا ما تحققت التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة في السوق فإن المستثمر سوف ينتظر مدة قصيرة لكي يحل أجل استحقاق السندات قصيرة الأجل ثم يستخدم حصيلة هذه السندات في استثمارات أخرى ذات أسعار فائدة مرتفعة.

أما في حالة توقع انخفاض أسعار الفائدة فإن الأسلوب الهجومى يقضي بمسارعة البنك سع السندات قصيرة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات طويلة الأجل، فإذا ما انخفضت أسعار الفائدة فعلا فإن عائد المحفظة سيبقى مستقرا، إذ يبقى البنك يملك سندات ذات معدل فائدة مرتفع بإعارة بمعدل الفائدة السائد في السوق، وفي حالة بيعها قبل تاريخ استحقاقها فإنه بإمكانه أن يحقق أرباحا رأسمالية كبيرة.

ب- تدرج تواريخ الإستحقاق:

يعني هذا الأسلوب توزيع الموارد المتاحة للإستثمار على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث ينبغي على البنك أن يحدد أقصى تاريخ استحقاق يمكن أن يتقبله ثم تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الإستحقاق توزع على أساسه مخصصات الإستثمار، ويمكن أن يكون التدرج في تواريخ الإستحقاق تدرجا صارما من خلال تقسيم مخصصات المحفظة إلى أجزاء متساوية ثم يستثمر كل جزء منها في مجموعة من السندات (بافتراض أن كل المخصصات ستستثمر في السندات) تستحق في تاريخ معين يختلف عن تواريخ استحقاق المجموعات الأخرى بحيث تكون المدة بين تاريخ استحقاق مجموعة ما والمجموعة الموالية لها ثابتة ولتكن سنة، وهذا ما يجعل إدارة هذا النوع من التشكيل أمرا سهلا.

ويمكن للبنك أن يتبع الأسلوب المرن في التشكيل إذ تتوقف عملية توزيع مخصصات المحفظة على الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا تنبأ البنك بارتفاع أسعار الفائدة فإنه يتوسع في الإستثمار في السندات قصيرة الأجل على حساب السندات طويلة الأجل، والعكس صحيح في حالة توقع انخفاض أسعار الفائدة.

ومن مزايا أسلوب تدرج تواريخ الإستحقاق أنه يساعد على تحقيق أهداف المحفظة المالية والمتمثلة في السيولة، الربحية، تجنب انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية التي تشكل المحفظة وتوطيد العلاقة مع كبار المودعين، إذ أن وجود السندات قصيرة الأجل يعتبر خط دفاع لمواجهة احتياجات البنك للسيولة، أما وجود السندات طويلة الأجل فيساعد على استقرار نسبي للعوائد المتولدة عن المحفظة، ووجود النوعين من السندات معا يساهم في تقليل الخسائر الرأسمالية التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة في حالة تغير أسعار الفائدة بالارتفاع أو بالإنخفاض.

ج- التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل:

حسب هذا الأسلوب يركز البنك على الأوراق المالية (السندات) قصيرة الأجل والأوراق طويلة الأجل فقط دون الإستثمار في الأوراق المالية متوسطة الأجل، ويرجع ذلك لإسهام الأوراق قصيرة الأجل في مواجهة متطلبات السيولة نظرا لسهولة بيعها في السوق دون خسائر، كما تساهم الأوراق طويلة الأجل في مواجهة متطلبات الربحية، أما الأوراق متوسطة الأجل فلا تحقق لا السيولة ولا الربحية.

إذن فتطبيق هذا الأسلوب بصرامة يعني توزيع الأموال المتاحة للإستثمار بالتساوي بين الأوراق قصيرة الأجل والأوراق طويلة الأجل، لكن في الواقع يبقى ذلك التوزيع متوقفا على توقعات البنك المتعلقة باتجاه أسعار الفائدة وعلى مدى احتياجه للسيولة، فإذا رأى البنك أن أسعار الفائدة والطلب على القروض وسحوبات العملاء ستتجه نحو الإنخفاض فسوف يزيد من الإستثمار في الأوراق طويلة الأجل، أما في حالة توقع ارتفاع كل من أسعار الفائدة وطلبات الاقتراض وكذا سحوبات العملاء فإنه سيوجه جزءا كبيرا من مخصصات المحفظة إلى الأوراق قصيرة الأجل.

1-5- سياسات إدارة محفظة الأوراق المالية:

تختلف السياسات المتبعة في إدارة محفظة الأوراق المالية باختلاف أهداف وغايات المحفظة، فقد تكون المحفظة تكدف إلى تحقيق الربح السريع مع تحمل مخاطرة عالية، أو تكدف إلى تحقيق الربح القليل مع الأمان والإستقرار، كما قد يكون هدفها هو الحصول على عائد معقول وبتحمل مخاطر تتناسب مع هذا العائد وعلى أساس ذلك يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة محفظة الأوراق المالية هي:

أ- السياسة الهجومية (المخاطرة):

يعتمد على هذه السياسة إذا كان هدف المستثمر هو تحقيق الأرباح السريعة مع تحمل مخاطر عالية، وعلى هذا تكون محتويات المحفظة تتمثل في الأسهم النامية التي تحقق أرباحا عالية، لكن هذه الأسهم تنطوي على مخاطر كبيرة بسبب تأثيرها بمجموعة من المتغيرات الإقتصادية وغير الإقتصادية كالمضاربة، وعادة ما تطبق السياسة الهجومية في فترات الرواج أين تحقق الأسهم الخطرة أرباحا أعلى.

فالمستثمر باتباعه هذه السياسة يهدف إلى زيادة رأس المال أكثر مما يهدف إلى الحفاظ على استمرارية الدخل المحقق وخير مثال على هذه السياسة هو تكوين محفظة مختلطة.

ب- السياسة الدفاعية (المحفظة):

على عكس السياسة الهجومية فإن المستثمر في هذه الحالة يهدف من وراء تكوين محفظته إلى تحقيق أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، لذلك تكون محتويات المحفظة تتمثل في أصول مالية ذات دخل ثابت مثل السندات والأسهم الممتازة وأسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة التي لا تتأثر كثيرا بالمتغيرات الاقتصادية وتقلبات أسواق الأوراق المالية، ويستحسن إتباع هذه السياسة في فترات الكساد لأن الإنخفاض الذي قد يحدث في أسعار أسهم الشركات الكبيرة يكون أقل من ذلك الإنخفاض الذي يحدث في أسعار أسهم الشركات النامية.

ج- السياسة الدفاعية الهجومية (المتوازنة):

تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين، و يتبنى هذه السياسة كل مستثمر يهدف إلى تحقيق استقرار نسبي في عائد المحفظة يضمن له دخل معقول عند مستويات معقولة من الخطر، و وفقا لهذه السياسة يتم تقسيم مخصصات المحفظة إلى قسمين، يوجه أحدهما للإستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع والمخاطر العالية والقسم الآخر يوجه للأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت، ويفضل اعتماد هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤية للمستقبل.

1-6- أنواع المحافظ المالية:

تنقسم المحافظ المالية بحسب نوع و طبيعة الأوراق المالية التي تتضمنها، وتبعاً للأهداف المرجوة منها و درجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى:

أ- محفظة الدخل:

تهدف هذه المحفظة إلى تحقيق أكبر دخل ممكن بأقل مخاطرة ممكنة، وهنا يتحتم على مدير المحفظة أن يختار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد، فيركز على السندات التي تحقق أعنى فائدة بأقل وقت كما يركز على الأسهم التي توزع عليها أرباحا عالية وتكون قليلة المخاطر.

فالهدف الأساسي للمستثمر من تشكيكه لهذه المحفظة هو تحقيق دخلا شهريا أو سنويا، ويكون ذلك باختيار السندات الحكومية خاصة وأسهم الشركات القوية المستقرة التي توزع الجزء الأكبر من الأرباح المتولدة.

ب- محفظة النمو:

تتم هذه المحفظة بالإستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى (الشركات النامية)، ويهدف صاحب هذه المحفظة إلى تحقيق زيادة في القيمة السوقية للأصول المالية المكونة للمحفظة، ويتناسب هذا النوع من المحافظ مع أهداف المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عائد مرتفع، إذ أن استثمار الأرباح المحتجزة قد تنتج عنه أرباحا إضافية يعاد استثمارها ثانية لينعكس ذلك على القيمة السوقية للسهم.

ج- المحفظة المختلطة:

تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو، وتتضمن هذه المحفظة أوراق مالية لا تحمل مخاطر، وأوراق مالية أخرى تحقق دخلا كبيرا وتنطوي على مخاطر عالية.

د- المحفظة الحذرة:

تمثل هذه المحفظة نوعا خاصا من المحافظ المالية، ويكون الغرض منها هو ضمان زيادة في رأس المال المستثمر، مع تحقيق عائد مستقر في آن واحد، ولذا ينبغي الإختيار بين انتظام العوائد ونمو الدخل، والتحكيم بين الحصول على العوائد على المدى القصير أو على المدى الطويل.

ه- المحفظة المهاجمة:

يهدف المستثمر من تكوين هذه المحفظة إلى تحقيق فوائض قيمة مع تحمل درجة كبيرة من المخاطر، ولذلك يتميز هذا النوع من المحافظ بجزئية دائمة بحثا عن الفرص المتاحة.

و- المحفظة المضاربة:

يهدف هذا النوع من المحافظ إلى تحقيق عوائد مرتفعة وبأكبر سرعة ممكنة مع تحمل درجة مخاطرة كبيرة، وتتكون هذه المحفظة من الأسهم التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة، فهذه المحفظة يجب أن تتشكل من أوراق مالية تحمل مخاطر مرتفعة، مع القيام بالتغير المستمر لمكونات المحفظة بحثا وراء استغلال وجود أوراق تُباع بسعر أعلى أو أقل من سعرها الحقيقي.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أن الإستثمار في محفظة الأوراق المالية ينطوي على مجموعة من المخاطر يمكن تصنيفها إلى صنفين هما:

- المخاطر المنتظمة: المخاطر المنتظمة هي المخاطر العامة التي تتعرض لها كافة الأوراق المالية و تتمثل في مخاطر تغير أسعار الفائدة، مخاطر الدين العام الخارجي والمحلي على الدولة، مخاطر التقلبات الإقتصادية... ، وهذه المخاطر مرتبطة بالسوق يسبب التذبذب فيها.

- المخاطر غير المنتظمة: المخاطر غير المنتظمة هي المخاطر الخاصة بورقة مالية معينة لما تتميز به من خصائص معينة، أو قد تكون هذه المخاطر متعلقة بالمنشأة أو بطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه هذه الورقة مثل المخاطر الصناعية و مخاطر سوء الإدارة.

2- تكوين وإدارة صناديق الإستثمار:

لا تختلف صناديق الودائع العامة التي تكونها البنوك التجارية عند صناديق الإستثمار التي تكونها شركات الإستثمار*، وتتكون تلك الصناديق من الأموال التي يقدمها المستثمرون للبنك ليستخدمها نيابة عنهم في بناء محفظة أوراق مالية يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة مقابل عمولة، فالبنك يقوم صناديق مختلفة من الأوراق المالية ليلبي احتياجات فئات مختلفة من المستثمرين خاصة صغار المدخرين الذين يملكون موارد مالية غير كافية لبناء محفظة خاصة من الأوراق المالية وكذا أولئك الذين لهم إمكانيات مالية لكن يجمعون في حالات كثيرة عند استثمارها لنقص الخبرة والمعرفة لديهم أو لعدم توفر الوقت الكافي لإدارة تلك المحفظة، وقد

*- شركات الإستثمار هي شركات متخصصة في بناء وإدارة صناديق الإستثمار.

يتمد نشاط هذه الصناديق إلى تكوين محافظ لاستثمار أموال التأمينات والمعاشات التي تقدمها مؤسسة ما للبنك لديرها لصالح عمالها.

2-1- ماهية صناديق الإستثمار:

صناديق الإستثمار هي وسيلة لتشجيع وتجميع الإدخارات خاصة من صغار المدخرين وتوجيهها للإستثمار من خلال محافظ أوراق ماليو ملكيتها مشتركة، حيث يعتبر كل مساهم في الصندوق مالكا-لحصة من المحفظة الخاصة به، ويصدر الصندوق صكوكا يتم الإكتتاب فيها وتحدد قيمتها بشكل دوري على أساس قيمة ما يغطيها من محفظة الإستثمارات الخاصة بالصندوق.

2-2- تصنيف صناديق الإستثمار:

يمكن تصنيف صناديق الإستثمار إلى عدة أصناف وذلك إما على أساس طبيعة نهايتها أو على أساس تشكيلة الأوراق المكونة لها أو على أساس هدف الصندوق.

2-2-1- تصنيف صناديق الإستثمار على أساس طبيعة نهايتها:

حسب هذا المعيار تصنف صناديق الإستثمار إلى صناديق الإستثمار المغلقة و صناديق الإستثمار المفتوحة.

أ- صناديق الإستثمار المغلقة:

صناديق الإستثمار المغلقة (ذات النهاية المغلقة) هي الصناديق التي تقتصر على فئة محددة من المستثمرين، لهذه الصناديق هدف وعمر محددين حيث يحتفظ بها لمدة معينة ثم تصفى وتوزع عوائدها على المستثمرين. وتتاح هذه الصناديق بصورة دورية بين الحين والآخر، وذلك كلما تبين للقائمين على إدارة الصندوق أن هناك فرصة متاحة للإستثمار في مجال محدد، وفي ظل هذه الصناديق يوجد عدد ثابت من الأسهم يتم التعامل عليها في الأسواق المفتوحة، ويعتبر العرض والطلب على أسهم الصندوق المحدد الرئيسي لسعر السهم، فمعظم هذه الصناديق التي تستثمر في أسهم عادية أو ممتازة عادة ما تتبع حصتها بعد خصمها من القيمة الصافية للأصول، هذا ما يشجع على الإستثمار في الصناديق ذات النهاية المغلقة لأن المستثمر يجني أرباحا مرتفعة، إذ يشتري الأصل بقيمة معينة لكنه يدفع أقل من تلك القيمة (الشراء بخصم)¹.

ونشير إلى أنه لا يمكن أن يتغير عدد الأسهم المتداولة لصناديق الإستثمار المغلقة إلا في حالة إصدار

أسهم جديدة بهدف زيادة رأس المال أو في حالة قيام إدارة الصندوق بإعادة شراء أسهمها من السوق.

ب- صناديق الإستثمار المفتوحة:

تعني هذه الصناديق أنها مفتوحة لدخول وخروج المستثمرين وأنها تقوم بعرض أوراق مالية جديدة باستمرار، فصندوق الإستثمار المفتوح تحتوي محفظته على عدد غير محدد من الأسهم، إنما يتغير عددها تبعاً لعمليات البيع والشراء والإسترداد، فيمكن المدخر شراء أسهم هذا الصندوق متى شاء، كما يمكنه بيعها بعد

¹ - عبد الغفار حنفي، "الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين، والبورصات وصناديق الإستثمار"، مركز الإسكندرية للكتاب، الطبعة الأولى، 1999، ص 269

إحطار قصير قد لا يتجاوز الأسبوع، حيث تكون صناديق الإستثمار مستعدة لرد قيمة السهم نقدا عند الطلب، وللإشارة فإن الأسهم التي يصدرها الصندوق لا يجوز قيدها أو تداولها في سوق الأوراق المالية على عكس الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يتم تداول وثائقها في أسواق الأوراق المالية، لكن يتم الشراء والإسترداد بواسطة وكلاء توزيع وثائق صندوق الإستثمار والذين يكونون عادة فروع البنك المؤسس لصندوق الإستثمار¹.

2-2-2- تصنيف صناديق الإستثمار وفقا لمكوناتها²:

تهدف صناديق الإستثمار بالدرجة الأولى إلى زيادة القيمة الرأسمالية لحصصها، ولتحقيق هذا الهدف تختلف الطرق المتبعة باختلاف طبيعة كل صندوق، وعلى هذا الأساس تصنف صناديق الإستثمار إلى:
أ- صناديق الأسهم العادية:

تقتصر هذه الصناديق على الإحتفاظ والتجارة في الأسهم العادية: إذ تقتصر على نوع معين من الأسهم، فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات النامية، وهناك صناديق تركز على أسهم شركات تعمل في صناعة معينة، وصناديق تستثمر في أسهم شركات تعمل في منطقة جغرافية معينة... الخ. ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الصناديق التي تدار باستمرار وبنمط، والصناديق التي تحظى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة، ويعني النوع الأول الصناديق التي تسعى إدارتها إلى استغلال الفرص المتاحة في السوق، أما النوع الثاني فيقصد به تلك الصناديق التي لا تبذل إدارتها أي مجهود لإختيار مكوناته إذ تقوم بتشكيل مكونات الصندوق من نفس الأسهم التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق*، ولهذا تسمى هذه الصناديق بـ "صناديق المؤشر".

ب- صناديق السندات:

وكما هو واضح من اسمها، فإن هذه الصناديق تقتصر على السندات، حيث يستثمر فيها كل من يهدف إلى تحقيق عائد ثابت و الإبتعاد عن المخاطرة، وتتميز في هذا الشأن بين الصناديق التي تتكون من سندات لمنشآت الأعمال و السندات الحكومية، الصناديق التي تتكون من سندات ذات جودة عالية و الصناديق

¹ - شريط صلاح الدين، " دور ومكانة صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية "، رسالة ماجستير، 2000/ 2001، ص88.

² - العديد من المراجع أهمها:

- منير إبراهيم هندي، " صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين "، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 33-37.

- غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 29.

- شريط صلاح الدين، مرجع سابق، ص 91-94.

* - يقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال، بحيث تكون العينة ممثلة لسوق رأس المال المراد قياسه بواسطة هذا المؤشر، وتنبز بين المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر دوجونز لمتوسط الصناعة ومؤشر ستاندر أند بور، والمؤشرات التي تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة مثل مؤشر دوجونز لصناعة النقل، ومؤشر ستاندر أند بور لصناعة الخدمات العامة (الكهرباء، الماء...).

المختلطة التي تتضمن عدة أنواع من السندات تختلف فيما بينها من حيث الجودة، إضافة إلى الصناديق التي تكون فقط من سندات تصدرها الحكومات المحلية.

ج- الصناديق المتوازنة:

وتسمى أيضا بالصناديق المتنوعة، وهي عبارة عن الصناديق التي توزع رأس مالها إلى أسهم وسندات، حيث تشتمل على أسهم عادية وأوراق مالية ذات دخل ثابت مثل سندات منشآت الأعمال، والسندات الحكومية، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة، وتختلف نسبة مكونات الصندوق باختلاف أهدافه.

د- صناديق سوق النقد:

ويقصد بها تلك الصناديق التي تتكون من الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي تتداول عادة في سوق النقد، مثل أذونات الخزانة، شهادات الإيداع، الكمبيالات المصرفية، ويستثمر في هذه الصناديق أولئك الذين يكون هدفهم الرئيسي هو السيولة والأمان، لأن هذه الأوراق تتميز بدرجة جودة عالية كونها تصدر عن الحكومة أو المؤسسات المالية.

بالإضافة إلى هذه الأنواع توجد أنواع أخرى من صناديق الإستثمار، مثل الصناديق التي تتكون من سندات وأسهم ممتازة، الصناديق التي تتكون من إستثمارات في صناديق استثمار أخرى، الصناديق ذات السمات الخاصة وهي صناديق تتكون من أوراق مالية تصدرها منشآت تابعة لصناعة ما أو من أوراق مالية لمنشآت تربطها خصائص مشتركة، صناديق الأداء التي هي صناديق هجومية تتعرض مكوناتها للتغيير المستمر عن طريق البيع والشراء، تبعا لتغيرات الأسعار السوقية لمكونات هذه الصناديق وذلك لتحقيق أرباح رأس المال.

2-2-3- تصنيف صناديق الإستثمار وفقا لأهدافها:

تنقسم صناديق الإستثمار وفقا للأهداف التي وضعت من أجلها إلى خمسة أنواع رئيسية هي:

أ- صناديق النمو:

تهدف إدارة هذه الصناديق إلى تحقيق نمو مستقبلي في رأس المال بدلا من تحقيق دخل مرتفع الآن، حيث تسعى إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية لمكونات الصندوق، ولهذا تركز هذه الصناديق على الإستثمار في الأسهم العادية التابعة لمنشآت تملك آفاقا عالية للنمو، ويناسب هذا النوع من الصناديق أولئك المستثمرين الذين يضعون هدف تحقيق العائد المرتفع في مقدمة أهدافهم الإستثمارية، كما تناسب المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد إستثماراتهم فيها لتلبية حاجاتهم المعيشية.

ب- صناديق الدخل:

تخدم هذه الصناديق فئة المستثمرين الذين يعتمدون كليا على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم، ولهذا تشتمل على السندات وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح المحققة، ولهذا تستهدف هذه الصناديق المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق دخول ثابتة مع قليل من المخاطرة.

ج- صناديق الدخل والنمو:

ويقصد بها تلك الصناديق التي تقسم رأس مالها إلى قسمين، القسم الأول للأسهم التي تحقق نمواً في الأرباح والمبيعات والقسم الآخر للسندات ولأسهم الشركات المستقرة والناجحة والتي تحقق دخلاً شبه ثابت، ونميز في هذا الصدد بين صناديق الدخل والنمو التي تعطي أولوية لهدف الدخل وصناديق النمو والدخل التي تعطي أولوية لهدف النمو.

د- صناديق إدارة الضريبة:

هي عبارة عن الصناديق التي لا تقوم بتوزيع أرباح على المستثمرين لأجل إعادة استثمارها في شراء أوراق مالية أخرى تضمها إلى التشكيلة القديمة، ويحصل المستثمرون مقابل ذلك على أسهم مجانية في الصندوق تعادل قيمتها قيمة هذه الأرباح غير الموزعة، فالمستثمر في هذه الصناديق لا يدفع أي ضريبة حيث أنه لم يتم توزيع أرباح عليه، ولذلك نجد هذه الصناديق تستقطب خاصة المستثمرين الذين يرغبون في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة أو المستثمرين الذين يدفعون ضرائب عالية.

بالإضافة إلى الأنواع السالفة الذكر لصناديق الإستثمار هناك أنواع أخرى مثل "صناديق الإستثمار الإسلامية" والتي تهدف إلى تحقيق عوائد مرتفعة وبطريقة شرعية (غير ربوية)، "وصناديق الإستثمار عبر القارات" التي تهدف إلى الإستثمار في الأسواق الناشئة.

2 3 مزايا صناديق الإستثمار:

إن الإستثمار في أسهم صناديق الإستثمار يوفر العديد من المزايا سواء بالنسبة للمستثمرين أو بالنسبة للإقتصاد الكلي ومن أهم هذه المزايا ما يلي¹:

2-3-1- الإستفادة بخبرات الإدارة المختصة:

في حالة قيام المستثمر العادي بالإستثمار المباشر في الأوراق المالية وذلك بشرائها من السوق بنفسه، فهو الذي سيتخذ القرار الإستثماري بنفسه. بما يتضمنه ذلك من بناء المحفظة المناسبة، ويحتفظ بسجلات كافة العمليات للأغراض الضريبية وهو الذي يراقب حركة الأسعار في السوق لإقتناص الفرص المتاحة، كما يختار الوقت المناسب لإتحاد هذه القرارات، بالإضافة إلى متابعته لمستوى مخاطر محفظته ما إذا كانت في حدود المستوى الذي يقبل به، أما إذا فضل المستثمر صناديق الإستثمار فإن إدارة هذه الصناديق هي التي تضطلع بكافة متطلبات العملية، وهذا من شأنه تحقيق معدل عائد أكبر من العائد الذي كان قد يحققه المستثمر لو استثمر أمواله بنفسه، ذلك لأن هذه الصناديق تدار بكفاءة عالية من طرف مستشارين استثماريين مختبرين وباحثين متميزين، إضافة إلى انخفاض عمولة السمسرة وتكاليف عملية الإستثمار بصفة عامة نظراً لضخامة الصفقات التي تبرمها صناديق الإستثمار.

1- منير ابراهيم هندي، "صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سابق، ص 41-46.

2-3-2- تخفيض المخاطر نتيجة التنويع الكفاء:

يساهم التنويع الكفاء لمكونات صناديق الإستثمار في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون فيها، إذ أن أغلب المستثمرين ومهما كانت قدراتهم المالية ليس بإمكانهم تكوين محفظة مالية تتضمن أعدادا وأنواعا مختلفة من الأوراق المالية مثل تلك التشكيلات التي تكونها صناديق الإستثمار، ذلك لأن تحقيق التنويع في محفظة المستثمر العادي يحتم عليه شراء كميات كسرية (أقل من 100 سهم أو سند) نظرا لمحدودية موارده المالية، هذا ما يؤدي إلى تحميله تكاليف عالية.

أما في حالة ما إذا كان المستثمر يرغب في الإستثمار في ورقة مالية (سهم) تصدرها شركة معينة فيمكنه توجيه جزء من موارده لشراء أسهم هذه المنشأة والجزء الآخر لشراء أسهم شركة استثمار، وبذلك يكون للمستثمر دور في تكوين محفظة مالية ذات درجة عالية من التنويع رغم أنهما تحتوي على أسهم شركة الإستثمار وأسهم المنشأة الأخرى فقط، وذلك نظرا لكون سهم شركة الإستثمار في حد ذاته يعتبر محفظة أوراق مالية لجهات متعددة.

2-3-3- توفير قدر من المرونة والملاءمة للمستثمرين:

يحق للمستثمرين في شركات (صناديق) الإستثمار ذات النهاية المفتوحة تحويل استثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة يدفعها، فهذه الصناديق توفر نوع من المرونة في التعامل مع المستثمرين الذين تتغير أهدافهم وقراراتهم الإستثمارية عبر الزمن، كما أن هذه الصناديق تكون، دائما مستعدة لإسترداد أسهمها والتي يرغب المستثمر في التخلص منها، وذلك بأن تدفع له القيمة الصافية للسهم وحسب ما يريده المستثمر دفعة واحدة أو على دفعات، إضافة إلى ذلك يمكن للمستثمر أن يبقي رأسماله المستثمر ويسحب فقط العائد المتولد عنه أو يعيد استثمار ذلك العائد إذا شاء، وكما يمكن للمستثمر سحب مستحقاته لدى الصندوق على دفعات فإنه بإمكانه أيضا أن يشتري أسهم على دفعات، وذلك بفتح حساب لدى أحد البنوك التجارية التي يحددها الصندوق إيداع الدفعات فيه، والبنك بدوره يقوم باستثمارها في أسهم الصندوق المعني.

2-3-4- تنشيط حركة أسواق رأس المال:

تلعب صناديق الإستثمار دورا متميزا في تنشيط حركة أسواق رأس المال خاصة تلك الأسواق حديثة النشأة كما هو الحال في دول العالم الثالث، وذلك من خلال ما تقدمه هذه الصناديق من خدمات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال أو الذين يملكون موارد مالية محدودة، حيث تشجعهم على استثمار مدخراتهم في أسهمها.

فصناديق الإستثمار وهي تبني تشكيلاتها من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي على الأوراق المالية، وبالتالي المساهمة في تنشيط حركة تلك الأسواق، هذا من جهة، ومن جهة أخرى فعند قيامها بعرض أسهمها للتداول في السوق يعني ذلك زيادة العرض من الأوراق المالية المتداولة،

وهذا أيضا يؤدي إلى تنشيط أسواق رأس المال، كما أن هذه الصناديق توفر أيضا للمستثمر فرصا استثمارية أكثر جاذبية وهذا ما يؤثر إيجابيا على نشاط السوق.

3- إدارة محافظ الأوراق المالية للغير كأمين استثمار¹:

تقوم البنوك التجارية بإدارة محافظ الأوراق المالية من خلال عملها كأمناء استثمار، سواء كانت هذه المحافظ خاصة بما كونتها لتستثمر ما لديها من فائض مالي وتدعو جمهور المدخرين للإشتراك فيها عن طريق تكوين صناديق الإستثمار، لكن قد تكون هذه المحافظ حصة شركات أخرى (صناديق الإستثمار، شركات الإستثمار، نوادي الإستثمار*)، حيث تتولى هذه الشركات بنفسها تكوين تلك المحافظ بأموالها وأموال المساهمين فيها، وتكون مهمة البنك كأمين استثمار هي إدارة المحفظة إدارة استثمارية في حدود التعليمات والتوجيهات التي يصدرها صاحب المحفظة (شركة الإدارة) وذلك بشرط أن تكون هذه التعليمات لا تتعارض مع الهدف الذي تكونت لأجله المحفظة، هذا يعني أن هناك رقابة متبادلة بين صاحب المحفظة والبنك كأمين استثمار، وهذا ما يتطلب من البنك أن يتعامل مع كل محفظة حسب أسلوب تكوينها من حيث الجمود والمرونة (محافظ ثابتة، محافظ شبه ثابتة، محافظ مرنة)، وحسب نوعية التعليمات التي تصدرها إليه شركة الإدارة.

3-1- المحافظ ثابتة التكوين (الجامدة):

هي التي يقتصر تكوينها من أوراق مالية محددة على سبيل الحصر، ويتم إدراجها في قائمة تعتبر جزء لا يتجزأ من النظام الأساسي للجهة صاحبة المحفظة ويتم المصادقة على هذه الأوراق من طرف الجمعية العمومية للجهة، وعليه فإن أي تعديل لقائمة هذه الأوراق، يتم وفقا لإجراء تعديل نظام الجهة نفسها بموافقة الجمعية العمومية على ذلك، كما قد يحدد النظام الأساسي الحالات التي يتم فيها استبعاد بعض الصكوك والحالات التي تضاف فيها الصكوك لهذه المحفظة تحديدا دقيقا، بحيث لا يمكن للإدارة أن تستبعد أو تضيف أي صك خارج الحالات التي حددها القانون الأساسي.

إذن فهذا النوع من المحافظ يريح البنك كأمين استثمار، إذ يدير ويحرك المحفظة تحريكا مرسوما ومحددا مسبقا ووفقا لقواعد ثابتة ومقررة في نظامها الأساسي، إلا أن البنك في هذه الحالة يكون مقيد الحركة لا يمكنه مواجهة تقلبات السوق بالنسبة للصكوك المكونة لهذه المحفظة، فقد يكون أحيانا التخلص من بعض الصكوك أو إضافة صكوك أخرى للمحفظة أمرا مفيدا لكن البنك لا يستطيع القيام بأي شيء في إطار ذلك لأنه مقيد بالنظام الأساسي للمحفظة.

¹ - مرجعين هما:

- سعيد سيف النصر، مرجع سابق، ص 265-292.

- محمد توفيق سعودي، مرجع سابق، ص 91-99.

* - طريقة عمل نوادي الإستثمار هي نفس طريقة عمل صناديق الإستثمار، لكنها تتكون من أبناء النادي الواحد.

3-2- المحافظ شبه ثابتة التكوين:

تمثل هذه المحافظ نوع وسط بين المحافظ الثابتة والمحافظ المرنة، ويشتمل النظام الأساسي الذي يحكم تكوين هذا النوع من المحافظ على قائمة صكوك محددة يتم التعامل فيها ويمكن اختيار بعضها دون الإلتزام بالتعامل فيها جميعاً، إلا أنه يجب على البنك كأمين استثمار أن يستخدم المبلغ المتحصل عليه من بيع أحد الصكوك في شراء صك أو صكوك أخرى مدرجة في القائمة التي حددها النظام الأساسي للمحافظة، فهذا النوع من المحافظ يعطي للبنك نوع من الحرية في اختيار الصكوك المناسبة من بين الصكوك المدرجة في القائمة، لكن الإختيار السيء لهذه الصكوك قد يضر بجميع المشاركين في المحافظة.

3-3- المحافظ مرنة التكوين:

هي محافظ تتنوع فيها الصكوك إلى صكوك يتم التعامل فيها بصفة أصلية، وصكوك أخرى فرعية، وتدرج كل منها في قائمة منفصلة، هذا النوع من المحافظ يعطي للبنك باعتباره أمين استثمار حرية اختيار الصكوك الراجعة في السوق، ونقلها من القائمة الفرعية إلى القائمة الأصلية، وترقب الأسعار في السوق لبيع الصكوك المقيمة في السوق بأكبر من قيمتها الحقيقية وشراء الصكوك التي سعرها السوقي أقل من قيمتها الحقيقية، وهذه المحافظة تعتبر أبسر وأسهل أنواع المحافظ إدارة بالنسبة للبنك كونه يتمتع بحرية كافية في إدارة المحافظة.

وفيما يخص رقابة البنك على المحافظة التي يديرها فإنها تتوقف على نوعه الأوامر التي يتلقاها من شركة الإدارة (الجهة التي كونت المحافظة)، فإذا كانت الأوامر الصادرة إليه تقضي بتنفيذ تعليمات محددة فعليه الإلتزام بهذه الأوامر والتعليمات ولا يجوز له مخالفه ذلك إلا لمقتضى، أما إذا كانت الأوامر الصادرة إليه ما هي إلا تعليمات إرشادية وتوجيهية تتعلق بكيفية إدارة المحافظة فيمكنه العدول عن هذه الإرشادات إذا كانت في غير صالح شركة الإدارة أو المدخرين، وبالإضافة إلى ذلك قد لا تصدر شركة الإدارة للبنك أي تعليمات بل تعهد إليه بالمحافظة كي يديرها إدارة استثمارية وتترك له حرية شراء وبيع الأوراق التي يرغب في شرائها أو بيعها حسب ما يحقق أهداف المحافظة.

وقد ارتبط دور البنك التجاري كأمين استثمار بعمل آخر هو نقل وتسجيل ملكية الأوراق المالية بعد أن كان هذا العمل تضطلع به الشركات التي تصدر هذه الأوراق، فالبنك كأمين استثمار يقوم بنقل ملكية شهادات الأسهم والسندات، والإحتفاظ بسجل خاص بحملة هذه الأوراق المالية يتضمن كافة المعلومات عن حامل الورقة ويقوم بتسجيل أي تغيرات تحدث بشأن ملكية الورقة المالية ويقوم كذلك بإصدار شهادات أسهم أو سندات جديدة لتحل محل الشهادات الملغاة عند عملية النقل كما يتولى البنك أيضا القيام بنقل التقارير السنوية للشركات والتوكيلات إلى العملاء واستلام هذه التوكيلات بعد توقيعها، وإعداد قوائم التصويت لاجتماع الجمعية العمومية للمساهمين عند التصويت على المسائل الهامة، كما قد يتولى أحيانا عملية فرز الأصوات الإنتخابية للتأكد من صحة وسلامة عملية الإنتخاب.

إضافة إلى هذه الخدمات التي تقدمها البنوك التجارية لعملائها في إطار وظيفتها كأمين استثمار فإنها تقوم ببعض الوظائف الأخرى التي لها علاقة بذلك مثل:

- تحصيل الكوبونات المستحقة للأوراق المالية المودعة بالبنك وإضافة الحصيلات لحساب العملاء،
- متابعة الإستهلاك الجزئي (القرعة) لبعض أنواع السندات و الكشف عن أرقامها و تحصيل المستهلك منها و إضافتها لحسابات العملاء،
- إستبدال إيصالات السداد و خطابات التخصيص و شهادات الأسهم المؤقتة و إيداعها بملفات العملاء،
- عند تصفية أي شركة تتولى إدارة الأوراق المالية بالبنك متابعة تاريخ التصفية و إضافة المتحصل لحساب العملاء.

4- القيام بعمليات الصيرفة الإستثمارية (بنك الإستثمار):

تقوم بنوك (أو بنكيات) الإستثمار بأعمال السمسرة والإتجار في الأوراق المالية، حيث تغطي معظم الإصدارات الأولية التي تطرح للإكتتاب العام كما تقدم خدمات أخرى تتوقف على نوع الإصدار الشركة المصدرة فئات ونوع المستثمرين، لكن في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر فقد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها الإضطلاع بهذه الأعمال.

فبنك الإستثمار يلعب دور وسيط بين المستثمرين المحتملين في ورقة مالية معينة وبين الجهة التي تنوي إصدارها، حيث يساعد هذه الجهة على إصدار الورقة كما يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور، ويمكن حصر الوظائف الرئيسية للبنك التجاري كبنك إستثمار في ما يلي:

4-1- تقديم النصيح والمشورة حول الإصدارات الجديدة:

نظرا لما يتوفر لدى البنك من معلومات حديثة عند أسواق رأس المال وعن تغيرات العرض والطلب على الأموال فيها، فإنه بإمكانه تقديم الإستشارة حول نوع وحجم الأوراق المالية المرغوبة في السوق على ضوء أوضاع الشركات التي أصدرتها كما يقدم الإستشارة حول التوقيت المناسب للإصدار وسعر الإصدار، وما إذا كانت هناك بدائل تمويلية أكثر ملاءمة، إضافة إلى مشاركته في اختيار إجراء القبول.

4-2- القيام بخدمات الإصدار:

وتعني القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة منذ اليوم الأول لهذا الإصدار، حيث يقوم بطبع الأسهم والسندات وإعدادها وبصمها بخاتم الشركة والإحتفاظ بسجلات تشمل الإسم والعنوان والتوزيعات التي تمت على العملاء إعداد قوائم المساهمين بالإضافة إلى ما قد يتطلبه ذلك من إتصالات بجهات أخرى.

4-3- القيام بوظيفة المتعهد بتغطية الإصدار:

تعني هذه الوظيفة التعهد بتصريف كل أوحد أدنى من الإصدار الجديد، حيث يتحمل البنك مخاطر شراء الأوراق المالية المصدرة حديثا وبيعها على حساب مخاطرته وبذلك يؤمن للشركة الحصول فورا على قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها ويتحمل بدلا منها مخاطرة التسويق في سوق رأس المال (السوق الأولية)، لكن أحيانا

يتعهد البنك ببذل أفضل الجهود البيعية لصالح الشركة المصدرة للأوراق المالية دون الإلتزام بتصريف قدر محدد من الإصدار ودون تحمل مخاطر مسكها وذلك مقابل عمولة، وفي حالات أخرى يكون تعهد البنك "كوكيل للبيع" يقوم بعرض الإصدار الجديد على المساهمين الحاليين بإعتبارهم أولى بشرائه قبل غيرهم، وهنا قد ينص الإلتفاق على تعهد البنك شراء ما يتبقى بعد ذلك.

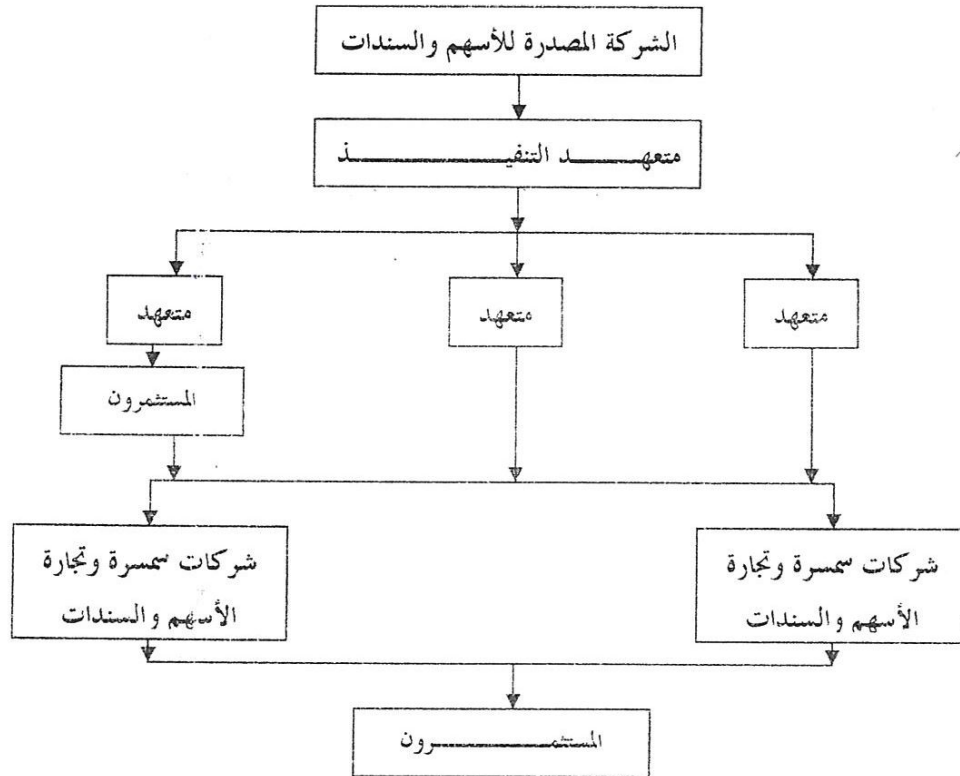
4-4- القيام بالتوزيع الفعلي للإصدارات:

تمثل هذه الوظيفة في إيصال الإصدارات الجديدة إلى المستثمرين النهائيين، أي بيعها للجمهور أو عملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه، وتعتبر هذه الوظيفة المحور الأساسي لعملية الإصدار، كما يمكن للبنك الإتصال بالمؤسسات المالية الأخرى أو بنوك استثمار أخرى للمساهمة في توزيع وتمويل شراء الإصدار.

بالإضافة إلى هذه الخدمات تقدم البنوك التجارية للشركات التي ترغب في الدخول إلى سوق رأس المال مجموعة خدمات أخرى مثل مساهمتها في تقييم المؤسسات ومساعدتها على تعديل أنظمتها الأساسية للإستجابة لمطلبات السوق، كما تساعد في تحضير مذكراتها الإعلامية.

أخيراً، يمكن توضيح الإطار العام لدور المتعهد في تغطية الإصدار من خلال الشكل (2-1) الآتي:

الشكل (2-2): الإطار العام لدور المتعهد في تغطية الإصدار.



المصدر: عبد الغفار حنفي، "البورصات (أسهم، سندات، صناديق الإستثمار)"، مرجع سابق، ص 45.

خلاصة

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل خلصنا إلى القول بأن كفاءة سوق رأس المال تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها، كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة كما تسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً، ويقتضي تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقق كل من كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، وهناك مفهومين لكفاءة السوق هما مفهوم الكفاءة الكاملة ومفهوم الكفاءة الإقتصادية ويتفق الجميع على أن الكفاءة الكاملة أمر يصعب تحقيقه أما الكفاءة الإقتصادية فممكنة التحقيق، وتوجد ثلاث أشكال لكفاءة السوق هي الشكل الضعيف والشكل متوسط القوة والشكل القوي، وبعد اختبار تلك الأشكال أتضح أن الأسواق المالية كفتة في الشكل الأول أما كفاءة السوق في الشكلين المتوسط والقوي فتحيط بها مجموعة من الشكوك.

بالإضافة إلى ذلك، ومن خلال ما تقدم اتضح أهمية سوق رأس المال، وكذا أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه البنوك التجارية في تطوير هذه السوق التي تعتبر مصدراً هاماً لها لممارسة نشاطات ثانوية مدرة للأرباح، لهذا وجب على البنوك القيام بتحسين أداء موظفيها حتى يتلاءموا مع مختلف نشاطات سوق رأس المال كما يجب كذلك تحضير الشروط الضرورية لتطوير هذه السوق خاصة فيما يتعلق بالشروط النفسية والمتمثلة في زرع الثقة في نفوس المدخرين وحثهم على الإستثمار في سوق رأس المال، إضافة إلى التحضيرات الجسدية التي تشجعهم على ذلك.

وفي الأخير يمكن القول أن للبنوك التجارية دور كبير في تفعيل سوق رأس المال وذلك من خلال

ممارستها الواجبة من الأنشطة المتعلقة بها الأخرى

العمل الثالث

سوق رأس المال الجزائرية

الفصل الثالث: سوق رأس المال الجزائرية

تمهيد:

مر الإقتصاد الجزائري منذ الإستقلال السياسي إلى يومنا هذا بالعديد من المراحل، شهد خلالها محاولات عديدة من الإصلاحات كان الهدف منها تقويم مساره من خلال تجاوز العوائق والمشاكل التي تعترض طريقه، وتعتبر مشكلة التمويل أهم هذه المشاكل، حيث كانت المؤسسات الإقتصادية الوطنية معتمدة في جانبها المالي على ميزانية الدولة بصفة كلية مما شكل عبئا على الصعيدين الداخلي والخارجي. هذه المشاكل دفعت بمتخذي القرار في الدولة إلى إيجاد حل لها، ولأجل ذلك فقد عرف القطاع المصرفي والمالي الجزائري عدة إصلاحات خاصة منذ بداية التسعينات، كإنشاء بنوك مؤسسات مالية، تأسيس بورصة القيم المنقولة بالجزائر، وضع سوق ثانوية للخزينة وانطلاق القروض السندية. ولأجل دراسة هذه الأسواق والتي أنشئت بموجب تلك الإصلاحات فسوف نتناولها من خلال قسمين، حيث نتعرض في الأول إلى دراسة بورصة القيم المنقولة بالجزائر ونتناول في الثاني سوق قيم الخزينة.

I - بورصة القيم المنقولة (بورصة الجزائر):

أصبحت البورصات من المتطلبات اللازمة للقيام بالتنمية الاقتصادية وتسريع عجلتها، وتبرز أهميتها من خلال ما توفره من تمويل لازم لإنشاء المشاريع الاقتصادية الجديدة و توسيع المشاريع القائمة، وعلى هذا الأساس سعت الجزائر منذ بداية التسعينات إلى إنشاء بورصة القيم المنقولة لتقوم بدورها في تمويل الأنشطة الاقتصادية.

و تدخل فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988.

1- نشأة وتعريف بورصة الجزائر:

1-1- نشأة بورصة الجزائر:

إن إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر لم يكن وليد الصدفة، بل كان نتيجة لواقع اقتصادي جديد أملاه تخلي الدولة عن التخطيط المركزي، وذلك لما تكتسيه هذه البورصة من أهمية في الحياة الاقتصادية لأي بلد، وتدخل فكرة إنشاء سوق القيم المنقولة في الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، حيث صدرت في نفس السنة عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة.

وقد ظهرت العديد من التشريعات المنظمة لأنشطة بورصة الجزائر أهمها تلك التي صدرت في 28 ماي 1991 و المتمثلة في¹:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتضمن كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية و إلزام شركات المساهمة بإصدارها، كما حدد الشكل القانوني لبورصة الجزائر حيث اعتبرها شركة ذات أسهم.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 و شرح فيه أنواع الأوراق المالية و حدها بعشرة أنواع، كما حدد شروط إصدارها و طرق تداولها و كيفية تحويلها.

-- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 والمتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث حدد مهامها و المتمثلة في تنظيم السوق، قبول المتعاملين، التدقيق في المعلومات المنشورة، ممارسة الرقابة و غيرها من المهام، كما شرح كيفية تكوينها و عقد اجتماعاتها و اتخاذ القرارات فيها و كذا الصلاحيات الواسعة التي أعطيت لها.

بالإضافة إلى هذه المراسيم صدرت تشريعات عديدة أهمها المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة الذي أقر إنشاء بورصة الجزائر و شرع العديد من الجوانب الضرورية لقيامها مثل الوسطاء، المتدخلين، الهيئات المشرفة و المراقبة للسوق و الوظائف الموكلة إليها، تسيير جلسات التعامل، حماية المدخرين، طرق اكتشاف التلاعب بالأسعار و العقوبات المترتبة عن تلك الممارسات و غيرها من الأمور التفصيلية، و تتابعت التشريعات خلال التسعينات إلى أن فتحت بورصة الجزائر أبوابها

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 26، سنة 1996.

لتداول الأوراق المالية يوم 13 سبتمبر 1999، بعد أن تأجل فتحها عدة مرات بسبب تباطؤ الشركات المرشحة للتسجيل في إتمام إجراءات التقييد، قلة الثقافة الإدخارية و الإستثمارية للمجتمع الجزائري، قلة المختصين في مجال إنشاء و تسيير البورصة، إضافة إلى غياب الشفافية و تعثر عملية الخوصصة.

1-2- تعريف بورصة الجزائر:

عرفت بورصة القيم المنقولة حسب المادة الأولى من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993¹ بأنها " إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرون من القانون العام و الشركات ذات الأسهم".

2- الهيئات المنظمة و المراقبة لبورصة الجزائر:

من أجل أن تقوم البورصة بدورها على أكمل وجه ولكي تحقق أهدافها المرجوة، قامت التشريعات الصادرة في هذا الشأن بتحديد مختلف الهيئات المنظمة للعمل داخل البورصة و إخضاعه للمراقبة، و تمثل هذه الهيئات حسب المادة 03 من القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعد و المتمم، في:

- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و التي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة:

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة،

- المؤمن المركزي على السندات.

2-1- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة: (Commission d'Organisation et de

Surveillance des Opération de Bourse'CO SOB')

2-1-1- نشأتها و تكوينها:

أنشئت هذه اللجنة بموجب المادة 20 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور أعلاه، و قد أوكلت لهذه اللجنة التي تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلال المالي- حسب التشريع- مهمة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

تتكون هذه اللجنة من رئيس يعين لمدة أربع (04) سنوات، وستة (06) أعضاء يعينون حسب قدراتهم في المجالين المالي و البورصة لمدة أربع (04) سنوات وذلك حسب المادة 22 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقا، وهؤلاء الأعضاء هم²:

- رئيسي يقترحه وزير العدل،

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية،

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي،

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993، ص 04.

² - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، مرجع سابق، ص 23.

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر،
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة،
- عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين.

2-1-2- مهامها¹:

- حسب المادة 30 من القانون 03-04 السابق فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تتولى مهمة تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة وذلك بالسهر خاصة على:
- حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للإدخار،
- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها،
- و بهذه الصفة تقدم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تقريرا سنويا عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة.

2-1-3- وظائفها (سلطتها):

- فيما يخص الصلاحيات المخولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فإنها تتمثل في:
- أ- الوظيفة القانونية²:

- تقوم اللجنة وفقا للمادة 31 من القانون 03-04 بتنظيم سير سوق القيم المنقولة وليس تقنيات متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي:
- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة،
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والفوائد المهنية المطبقة عليهم،
- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم،
- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته،
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات،
- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.
- ب- وظيفة المراقبة والرقابة³:

- تقوم اللجنة بالتأكد من أن:
- الأحكام القانونية المحترمة من طرف الوسطاء في عملية البورصة،
- الشركات التي تقوم باللجوء العلني للإدخار قائمة بواجباتها الإعلامية التي تخضع لها،
- التصحيحات اللازمة قد أجريت في حالة ملاحظة إنحرافات،

¹- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، مرجع سابق، ص ص23، 24.

²- نفس المرجع، ص ص23، 24.

³- Les guides de COSOB, "Guide de l'investisseur", Novembre 1997, p.p12,13.

ولأجل القيام بمهمة المراقبة والرقابة فإن اللجنة مؤهلة لإجراء تحقيقات لدى الشركات المصدرة والمصارف والهيئات المالية أو أي شخص معني بأي عملية على القيم المنقولة.
ج- الوظيفة التأديبية والتحكيمية¹:

تنشأ على مستوى اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية، وتتكون هذه الغرفة من:

- رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة،

- عضوان ينتخبان من بين أعضاء اللجنة،

- قاضيان يعينان من طرف وزير العدل.

فمن الناحية التحكيمية، فالغرفة مؤهلة لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين والأنظمة السارية

على سير عمل البورصة وتتدخل فيها:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة،

- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم،

- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للقيم المنقولة،

- بين الوسطاء في عمليات البورصة وعملائهم.

أما من الناحية التأديبية، فإن الغرفة مؤهلة لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة، وكذلك كل مخالفة للأحكام التشريعية واللائحية المطبقة عليهم، ويهوم بالوظيفة التأديبية والتحكيمية عضو مختص ينشأ على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وتعمل اللجنة سواء بطلب من اللجنة، المراقب الذي تفوضه اللجنة، شركة تسيير بورصة القيم، شركة مصدرة، وسيط في عمليات البورصة أو من أي زبون لهذا الأخير أو بناء على نظام أي طرف له مصلحة كما يمكن للجنة أن تصدر مجموعة من العقوبات في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب هي: الإنذار، التوبيخ، حظر النشاط كله أو جزء منه مؤقتاً أو نهائياً، سحب الإ اعتماد، أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة (10) ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتفصل الغرفة التأديبية والتحكيمية بحكم لا معقب عليه كما هو الأمر في مجال القضايا المستعجلة، لكن يمكن الطعن في قراراتها أمام مجلس الدولة وفقاً لقانون الإجراءات المدنية².

¹ - "Guide de l'investisseur"، Op.cit, p p 13-14.

² - Mansour Mansouri, "La bourse des valeurs mobilières d'Alger", édition distribution Houma, Alger, p 22-24.

2-2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (S.G.B.V) :

Société de Gestion de la Bourse des Valeurs mobilières.

2-2-1- نشأتها وتكوينها¹:

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة هي شركة ذات أسهم، مساهموا هم الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ورأس مال هذه الشركة موزع بصفة دائمة وبالتساوي بين هؤلاء الوسطاء، ويقدر الحد الأدنى لمساهمة الوسيط في رأسمال هذه الشركة بمليونين (2000000) دينار جزائري. وفي حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة فإن رأسمال الشركة سوف يرتفع بمقدار ما يساهم به هذا الوسيط، لكن في حالة انسحاب أحد الوسطاء فإن حصته في رأسمال الشركة سوف يتم إعادة شراؤها بالتساوي من طرف الوسطاء في عمليات البورصة المساهمين في هذه الشركة. وتصرح المادة 17 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 أن اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة لا يمكن أن يتم إلا بعد اكتتاب الوسيط في جزء من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

تأسست شركة تسيير بورصة القيم في 2 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، مرجع سابق

5ماي 1997 من طرف:

- البنوك الوطنية: (BEA, CPA, BADR, BDL, CNEP, BNA, CNMA).

- شركات التأمين الوطنية: (CCR, SAA, CAAR, CAAT).

- بنك خاص هو البنك المتحد (Union bank).

غير أنه ابتداء من 15 جويلية 1998 تخلت هذه البنوك والشركات عن أسهمها لصالح شركات

الوساطة المعتمدة حاليا في البورصة، والتي سوف يتم التطرق إليها لاحقا.

2-2-2- مهامها:

تتولى شركة تسيير بورصة القيم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المدرجة في البورصة

وتمارس مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

تتمثل المهام والأهداف الأساسية لشركة تسيير بورصة القيم حسب المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم

93-10 السابق الذكر، فيما يلي²:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة،

¹ - العديد من المراجع أهمها :

- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، مرجع سابق، ص 22.

- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، مرجع سابق، ص 5.6.

- جبار محفوظ، مداخلة بعنوان "تقنيات التعامل في بورصة الجزائر"، ماي 2001، ص ص 2.3.

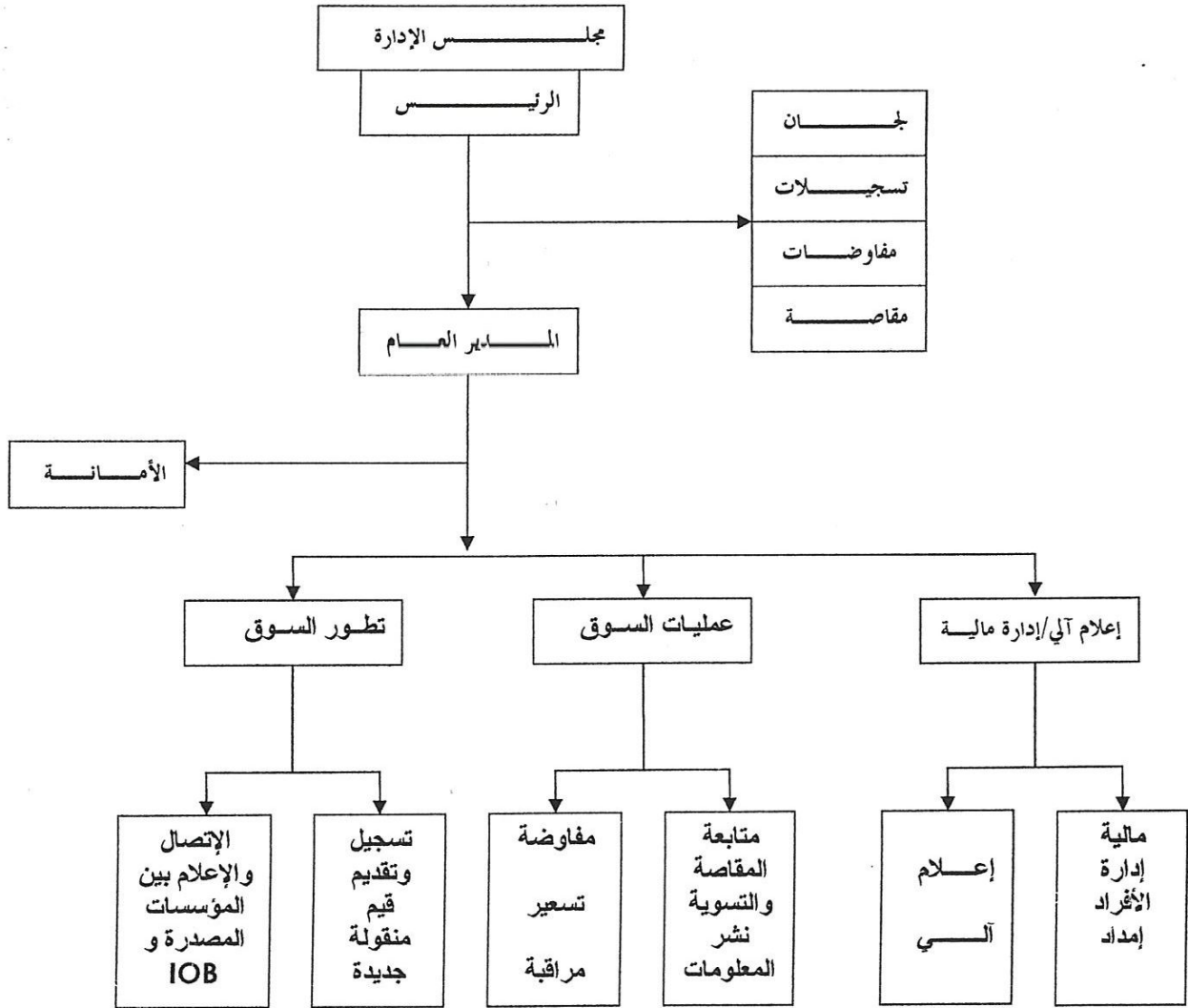
- Mansour Mansouri, Op. cit, p p 24,25.

² - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، مرجع سابق، ص 6.

- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها،
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة،
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة،
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدتها،
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة،
- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة تحت مراقبة اللجنة.

وفي الأخير يمكن الإشارة إلى الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم من خلال المخطط الموضح في الشكل (1-3) أدناه:

الشكل(1-3): تنظيم انطلاقة شركة تسيير بورصة القيم.



Source: Les guides COSOB, "Guide de la bourse", Edition M.L.P, Alger, 1998, p 17.

2-3- المؤتمن المركزي على السندات¹:

Le dépositaire centrale des titres

(Algérie clearing)

بغرض تطوير بورصة الجزائر ومع دخول المؤسسات الأولى إلى البورصة، ظهرت الحاجة إلى وضع نظام (هيئة) تتكفل بحفظ السندات، كما تتولى نظام التسوية والتسليم، لذلك أقيم فوج عمل يتكون من ممثلي مختلف المتدخلين في السوق (IOB، SGBV، *DGT، COSOB) بهدف تحديد شروط تشغيل هذه الهيئة² والتي تسمى "المؤتمن المركزي على السندات".

2-3-1- نشأته وتكوينه:

تأسس المؤتمن المركزي على السندات بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2004، وتمارس وظائفه من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم، ويتكون رأسمال المؤتمن المركزي على السندات المقدر بخمسة وستون مليون (65000000) دينار جزائري من مساهمات مؤسسيه وهم³.

- البنك الخارجي الجزائري (BEA)،

- القرض الشعبي الجزائري (CPA)،

- البنك الوطني الجزائري (BNA)،

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)،

- الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط (CNEP)،

- مجمع صيدال (GROUP SAIDAL)،

- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي (EGH/EL Aurassi)،

- مؤسسة إرياض سطيف (ERIOD SETIF).

ولا يفتح رأسمال شركة المؤتمن المركزي على السندات إلا لـ:

- شركة تسيير بورصة القيم،

- الشركات المصدرة للأوراق المالية،

- الوسطاء في عملية البورصة.

وتعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال هذه الشركة إلى موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بناء على اقتراح من

¹ - للتفصيل أكثر ارجع إلى:

- Bulletin COSOB, "Le dépositaire Central Des Titres ", N° 04, Juillet 2003.

- Bulletin COSOB, " Recueil detextes réglementaires relatifs au dépositaire central et à la tenue de compte-conservation des titres ", N°5, Février 2004.

* - **Diréction Général du Trésor**

² - Bulletin de la COSOB, N°= 01, Année 2000, p 04.

³ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، مرجع سابق، المادة 19 مكرر 3.

مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات، و يحدد الحد الأدنى لقيمة المساهمة في رأسمال شركة المؤتمن المركزي على السندات بمليوني (2000000) دينار جزائري¹.

2-3-2- مهامه:

كما سبق و أشرنا فإن وظائف المؤتمن المركزي على السندات تمارس من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم، و تتمثل هذه الوظائف و المهام - حسب المادة 19 مكرر 02 من القانون رقم 02-03 - و التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، على وجه الخصوص في²:

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين،
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر،
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها،
- الترقيم القانوني للسندات،
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

أخيرا و بعد استعراض مختلف الأجهزة المكونة لسوق القيم المنقولة في الجزائر، تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من اختلاف طبيعة هذه الهيئات الثلاثة إلا أن نشاطها يطمح إلى تحقيق نفس الهدف و المتمثل في السهر على حماية المدخر ضد أي تعسفات ناتجة أساسا عن عدم معرفته لحقوقه في مجال الإستثمار في القيم المنقولة، وهذا راجع لنقص التجربة الذي يجعله غير قادر على الاستغلال الحسن للمعلومة المتوفرة لديه، بالإضافة إلى ذلك تهدف هذه الهيئات إلى ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة و نزاهتها و شفافيتها³.

3- المتدخلون في بورصة الجزائر:

من بين المتدخلين الرئيسيين في بورصة الجزائر نذكر:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
- المستثمرون.
- المصدرون.

3-1- الوسطاء في عمليات البورصة:

Les Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB)

3-1-1- تعريف الوسطاء في عمليات البورصة:

الوسطاء في عمليات البورصة هم فئة من المتدخلين في سوق القيم المنقولة و التي تحتكر تداول المنتجات المالية في البورصة، إذ لا يجوز القيام بأي عملية تفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة إلا بواسطة هؤلاء الوسطاء.

¹ - COSOB, "Le dépositaire centrale des titres", 2004.

² - الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 11، مرجع سابق، ص 22.

³ - Les guides COSOB, " Guide de l'admission", Novembre 1997, p 10.

و يمارس نشاط الوساطة في عمليات البورصة - بعد اعتماد من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة - من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، وكذا البنوك و المؤسسات المالية. و حسب المادة 06 من القانون 03-04¹ فإنه بإمكان هؤلاء الوسطاء كذلك ممارسة نشاط الوساطة داخل أسواق المعاملات حول القيم المنقولة و السندات المالية الأخرى الغير مقبولة في البورصة طبقا للشروط التي تحددها الأحكام التشريعية و التنظيمية التي تحكم هذه الأسواق.

3-1-2- أنواع الوسطاء في عمليات البورصة²:

يمارس الوسيط أدواره و مهامه المختلفة طبقا لنوعية النشاط المعتمد، وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء هما:

أ- الوسيط ذو النشاط المحدود:

يقتصر نشاط الوسطاء من هذا النوع على مفاوضة القيم المنقولة لحساب عملائه دون تقديم الخدمات الأخرى كتسيير الحوافظ المالية، التوظيف، السعي المصنفي أو الوقوف موقف الطرف المقابل* في العمليات حول القيم المنقولة.

ب- الوسيط ذو النشاط الكامل:

يتمثل هذا النوع من الوسطاء في ذلك الوسيط الذي إضافة إلى التداول على القيم المنقولة المقبولة في البورصة و الأوراق المالية الأخرى، يمارس أحدا أو جميعا من النشاطات الآتية:

- عمليات الطرف المقابل على القيم المنقولة بصفة ثانوية أو أساسية،
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير،
- تسيير محفظة الأوراق المالية بموجب توكيل،
- اجتذاب الزبائن المتعلق بأحد الأنشطة السابقة الذكر،
- ممارسة كل نشاط آخر مشار إليه من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

3-1-3- شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة:

يتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة بعد تقديمهم ضمانات كافية فيما يخص تكوين رأسمالهم ومبلغه، تنظيمهم، وسائلهم التقنية و المالية، ما يجب عليهم تقديمه من ضمانات و كفالات، شرف مسؤوليتهم و أحوالهم وخبرتهم و أمن عمليات زبائنهم، وتبين لائحة من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة هذه ضمانات

¹ - COSOB, Décret législatif N°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières, modifié et complété par l'ordonnance N° 96-10 du 10 Janvier 1996 et la loi N°03-04 du 17 Avril 2003, Service de documentation, Mars 2003, p 3.

² - Mansour Mansouri, Op. cit, pp 39,40.

* - يعني قيام الوسيط بالتفاوض على القيم المنقولة لحسابه الخاص.

و الشروط، إذ تتمثل في¹:

- حيازة رأسمال أدنى محدد من طرف اللجنة،
- حيازة هياكل و وسائل تقنية ملائمة لممارسة النشاط،
- توفر النزاهة و الكفاءة اللازمة في أعوانهم،
- الإكتتاب في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم،
- اكتتاب تأمينا ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المودعة لديهم من طرف عملائهم،
- دفع مساهمة في صندوق الضمان*،
- احترام القواعد المحددة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والمتعلقة بالإنضباط والمخالفات وكيفية الحكم.

3-1-4- إلتزامات الوسطاء²:

يلتزم الوسطاء في عمليات البورصة بمجموعة من الإلتزامات وذلك على عدة مستويات:

- أ- إلتزامات تجاه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: فالوسيط مجبر على:
 - إعلام اللجنة عن أي تغيير حصل بعد الاعتماد، خصوصا فيما يتعلق بالنظام التأسيسي أو الهياكل أو تعيين مسيرين جدد.
 - تقديم التسجيل الدوري لحالته المالية و المحاسبية، وكذا متابعة واحترام قوانين التسيير التي تفرضها اللجنة.
- ب- الإلتزامات التنظيمية و المتعلقة بأخلاقيات المهنة: حيث يلتزم الوسيط بـ:
 - إتمام معاملات زبائنه بصفة عادلة، و ضمان الأولوية لمصالح زبائنه على مصالحه، كما يستوجب عليه تنفيذ أوامر زبائنه،
 - التمتع بالنزاهة، الأمانة و الصدق، حيث تعتبر هذه الصفات ملازمة لنشاط الوساطة،
 - إعداد إجراءات التفتيش الداخلية ومراقبة فتح و تسيير حسابات الزبائن، ومراقبة العملاء لديه، و ضمان احترام القوانين التنظيمية للجنة،
 - عقد اتفاقية فتح الحساب مع كل زبون بتوضيح طرق استعمال الحساب، طرق الإعلام...
- ج- إلتزامات تجاه الزبائن: يلتزم الوسيط بـ:
 - السهر على تنفيذ أوامر العملاء في أحسن الظروف المتاحة في السوق،

¹ - عدة مراجع منها:

- مختار حميدة، "دور الأسواق المالية في تفعيل عملية الخصخصة-دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير، 2001/2000، ص100.

- "Guide de l'investisseur", Op.cit, p 15.

- Mansouri Manssouri, Op.cit, pp 47,48.

* عبارة عن صندوق يتكون من مجموع المساهمات الإلزامية للوسطاء ونواتج العقوبات وذلك لضمان مسؤولياتهم اتجاه زبائنهم، ويتم تسييره من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

² - COSOB, "Anales de la COSOB", N° 01, pp 32,33.

- إعلام الزبون عن طريق إشعار بالتنفيذ (Avis d'exécution)* ، يتضمن المعلومات التالية: تعيين نوع الورقة، عدد الأوراق، السعر الوحدوي، المبلغ الإجمالي للصفقة، العمولات، التكاليف الأخرى المتعلقة بالعملية، المبلغ الصافي للصفقة، تاريخ الصفقة، تاريخ التسوية والتسليم.

- نشر في مجلاته جدول العمولات و الأسعار التي يطبقها، وإعلام الزبائن عن كل تغيير حاصل فيه،

- امتلاك دفتر خاص بالعملاء لتسجيل شكاويهم و ملاحظاتهم حول السير العام للبورصة،

- تقديم لائحة عند إبرام عقد يتعلق بنشاطه،

- إعداد كشف الحساب الخاص بعميله كل ثلاثي على الأقل.

3-1-5- نشاطات الوسطاء:

حسب المادة 07 من القانون 03-04 السابق ذكره، فإنه يمكن للوسطاء في عمليات البورصة أن

يمارسوا، وفي حدود الأحكام التشريعية و التنظيمية التي يخضعون لها، الأنشطة الآتية:

- التفاوض لحساب الغير،

- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة،

- التسيير الفردي للمحافظة المالية بموجب عقد مكتوب،

- تسيير حافظه هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة،

- توظيف القيم المنقولة و المنتوجات المالية،

- ضمان النجاح في المسعى و الإكتتاب في مجموع السندات المصدرة،

- التفاوض للحساب الخاص،

- حفظ القيم المنقولة وإدارتها،

- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله رأسمالها وإدماج و إعادة شراء المؤسسات.

و للإشارة فإنه لحد الآن سجل وجود خمسة (05) وسطاء على مستوى بورصة الجزائر و هم:

- مؤسسة الراشد المالي و التي تستخدم لجمع الأوامر و كالات كل من: BEA ، CNMA،CCR .
- المؤسسة العامة للتمويل (SOGEFI)، و التي تستخدم و كالات: CPA، CNEP،CAAT .
- المؤسسة المالية للإرشاد و التوظيف (SOFICOP)، و التي تستخدم و كالات: BNA،BDL .
- مؤسسة التوظيف في القيم المنقولة (SPDM)، و التي تستخدم و كالات كل من: BADR،CAAR .
- مؤسسة Union brokerage، و التي تستخدم و كالات البنك المتحد Union bank .

* - انظر الملحق رقم (1).

3-2- المستثمرون:

يوجد بشكل عام نوعان من المستثمرين في سوق القيم المنقولة هما:

- المستثمرون ذوو الشخصية الطبيعية.

- المستثمرون ذوو الشخصية المعنوية.

يتمثل النوع الأول في أولئك المستثمرين الأفراد الذين يستثمرون أموالهم إما بتكوين محافظ مالية شخصية مسيرة بشكل مباشر من قبل صاحبها أو مسيرة من طرف وسيط في عمليات البورصة بموجب توكيل.

أما النوع الثاني فيتمثل على وجه الخصوص في البنوك، شركات التأمين، التعاضديات وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM)*، وسوف تحظى هذه الأخيرة بشيء من التفصيل باعتبارها أهم المستثمرين في سوق القيم المنقولة.

تأسست هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بموجب المرسوم رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 والمتعلق بهذه الهيئات¹، وقد ميز المشرع الجزائري بين نوعين رئيسيين من هذه الهيئات هما:

- شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير.

- صناديق الإستثمار المشترك (الصناديق المشتركة للتوظيف).

وللإشارة فإنه هناك تصنيف آخر يصنف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى عدة أنواع- كما هو الحال في فرنسا مثلاً- و ذلك كما يلي: هيئات "قصيرة الأجل"، هيئات "السندات متوسطة و طويلة الأجل، هيئات "الأسهام" و هيئات "الأسهام و السندات المختلفة".*

3-2-1- شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV):

حسب المادة 02 من المرسوم رقم 96-08 المذكور أعلاه فإن شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير والتي تسمى اختصاراً (SICAV)، هي شركة ذات أسهم هدفها هو تسيير محفظة الأوراق المالية، و تدار هذه الشركة حسب أحكام القانون التجاري، ولا يمكن لهذه الشركة أن تنشأ إلا إذا اعتمدت قوانينها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

رأسمال (SICAV) مرتبط بقيمة الأصول التي تحتويها المحفظة و على هذا فإن رأسمال (SICAV) يتغير يوميا حسب العمليات التي تتم على هذه الأصول، فيرتفع بقيمة الأسهم الجديدة التي يكتتب فيها من طرف مستثمرين جدد أو من طرف المستثمرين القداماء، و ينخفض بقيمة الأسهم المباعة من طرف المستثمرين.

* - Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

¹ - Journal officiel de la république Algérienne, N° 03, du 14 Janvier 1996, p 15.

*- لمزيد من التفصيل راجع:

- Les guides COSOB, "Guide des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières", Novembre 1997, p p 10,11.

و عادة ما توزع (SICAV) على مساهمها كل المداخل الناتجة عن فوائد السندات أو توزيعات الأسهم¹.

حدد رأس المال الأولي لـ (SICAV) - حسب المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 - بخمسة (05) ملايين دينار جزائري².

3-2-2- الصناديق المشتركة للتوظيف³ (FCP):

يعرف الصندوق المشترك للتوظيف - حسب المادة 13 من المرسوم رقم 96-08 السابق الذكر - بأنه ملكية مشتركة لقيم منقولة، و تديرها مؤسسة تسيير لصالح حملة حصص الصندوق، حصصه مصدرية و مشتراة بطلب من حملتها و ذلك حسب القيمة التصفية زائدا أو ناقصا حسب حالة المصاريف و العمولات، و تأخذ هذه الحصص الشكل الاسمي و هي ممثلة بشهادات اسمية تعطى من طرف المسير بحيث يمكن أن تمثل الشهادة حصة واحدة أو عدة حصص.

لا يمكن أن يتأسس الصندوق المشترك للتوظيف إلا إذا كانت قوانينه معتمدة مسبقا من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

حدد الحد الأدنى لأصول الصندوق المشترك للتوظيف - حسب المادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 96-474 السالف ذكره بمليون (1000000) دينار جزائري، غير أن هذا المبلغ غير مطبق في حالة الصناديق التي أسست لعالم عمال المؤسسة، و لهذا ما نسبت عليه المادة 06 من المرسوم 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 و المعلق بخصوصية المؤسسات العمومية، كما يمكن لنظام الصندوق أن يحدد حصة كل فئة من المستثمرين. تتكون أصول الصندوق أساسا من قيم منقولة إضافة إلى السيولة، و ذلك حسب قواعد محددة*.

3-3- المصدرون⁴:

تمثل هذه الفئة في الأشخاص المعنويين الذين يقومون بعرض الأوراق المالية في السوق و ذلك من خلال عمليات اللجوء العلني للإدخار أو عمليات العرض العمومي للبيع، و يتمثل هؤلاء المتدخلون خاصة في الدولة و الجماعات المحلية و الشركات ذات الأسهم بما فيها المؤسسات العمومية، البنوك التجارية العمومية، إضافة إلى المؤسسات الخاصة، حيث سمح قانون الإستثمارات لهذه الأخيرة بإصدار أسهم في السوق شريطة أن تفتح رأسمالها للمساهمة الخاصة، و ذلك بعد تغيير طابعها القانوني.

¹ - Josette Peyrard, Op.cit, p 137.

² - Journal officiel de la république Algérienne, N° 84, du 29 décembre 1996, p 06.

³ - Mansour Mansouri, Op.cit, p 112.

* - لمزيد من التفصيل ارجع إلى:

- Mansour Mansouri, Op.cit, p 112.

⁴ - حكيمة أمعوز، " السوق المالية، آلية عملها و شروط إنشائها - حالة الجزائر -"، رسالة ماجستير، 1997/1998، ص 176.

4- شروط القبول و كيفية الإدراج و إجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر:

حتى تكون قيم مؤسسة ما مسعرة في البورصة يجب أن تكون هذه القيم المنقولة موضوع قرار قبول من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و أن تتبع إجراء الدخول بهدف تسجيل (إدراج) قيمها في السوق الرسمية.

4-1- شروط القبول¹:

لقبول قيم منقولة لمؤسسة ما في مفاوضات البورصة يجب توفر مجموعة من الشروط، منها ما يتعلق بالشركة طالبة القبول ومنها ما هو خاص بالقيم موضوع القبول.

4-1-1- الشروط الخاصة بالشركة طالبة القبول:

- 1- أن لا يقل رأسمالها عن مائة مليون (100.000.000) دينار جزائري،
- 2- نشر على الأقل 20% من رأسمالها على الجمهور،
- 3- نشر الوضعية المالية لسنتين سابقتين و للسنة الجارية،
- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة،
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لكل من القبول،
- إعازم لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في حالة التوقف أو التخلي عن بعض الأصول قبل الدخول إلى البورصة،
- تقديم تقرير لتقييم أصولها معد من طرف خبير محاسبي مستقل عن الشركة،
- تيرير وجود هيئة للمراقبة الداخلية للشركة،
- 6- أن تتولى الشركة عملية تحويل الأوراق المالية.

4-1-2- الشروط الخاصة بالقيم موضوع القبول:

- أن تكون القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم،
- يجب تحرير كل الأسهم،
- القيم التي تمس رأس المال لا يمكن قبولها في السوق السندي إلا إذا كانت أوراق رأس المال المتعلقة بها (الأسهم) مقبولة في البورصة،
- أن توزع الأسهم على الأقل على 300 مساهم يوم الإدخال،
- أن توزع أوراق الإقتراض (السندات) على 100 حائر على الأقل يوم الإدخال،
- لا تخضع أوراق القرض التي تصدرها الدولة لشروط حد أدنى لا بالنسبة لقيمة الإصدار و لا بالنسبة لعدد الحائزين و المساهمين،
- 7- قيمة الإصدار السندي تساوي على الأقل مائة مليون (100.000.000) دينار جزائري.

¹- 'حواليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة'، رقم 01، 1998، ص ص 22، 23.

4-2- كيفية الإدراج في البورصة¹:

تمر عملية إدراج المؤسسة في البورصة بالعديد من المراحل والخطوات أهمها:

أ- اتخاذ القرار: باقتراح من مجلس الإدارة، يصادق على القرار الذي يسمح بالإدراج في البورصة من طرف الجمعية الطارئة للمساهمين، و يعتبر هذا القرار فرصة لتقرير مبدأ مراجعة الأوضاع و تجزئة الأسهم لكي تصبح قيمتها الإسمية في متناول الجميع.

تقوم المؤسسة بتشكيل خلية داخلية تتولى متابعة العملية و الإجراءات الأولية للتحضير لهذا الحدث الهام، وتتكفل المؤسسة بالقيام بهذه التحضيرات و يساعدها في ذلك مرشدوها خاصة وسيط عمليات البورصة المرافق لها.

ب- اختيار الوسيط المرافق: يجب على المؤسسة القيام بتعيين وسيط في عمليات البورصة يتولى متابعة إجراءات القبول و الإدراج، و يقوم بإرشاد و مرافقة و مساعدة المؤسسة خلال كل مرحلة من مراحل العملية.

ج- التقييم الاقتصادي للمؤسسة: يتم التقييم من طرف خبير محاسب معتمد أو مكتب دراسات معترف به من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و يتم على أساس التقييم تحديد سعر الإصدار.

د- المطابقة مع متطلبات السوق و ذلك، من خلال المراجعة المحاسبية، إعداد حسابات مدعمة و تسوية ما يمكن من النزاعات.

ه- إنجاز المذكرة الإعلامية و المنشورة الدعائية: المذكرة الإعلامية عبارة عن وثيقة تحتوي على كافة المعلومات التقديرية الهامة التي تساعد المستثمر على الحكم على المؤسسة، و يودع مشروع المذكرة الإعلامية لدى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول، و تحتوي المذكرة أساسا على معلومات خاصة بالعملية و أخرى خاصة بالمؤسسة.

أما المنشورة الدعائية فهي وثيقة تلخص المعلومات الأساسية المحتواة في المذكرة الإعلامية و توجه لعامة الجمهور خاصة.

و- تقديم طلب القبول مرفق بملف: يتكون هذا الملف من جملة وثائق عامة حول الشركة، و وثائق قانونية و اقتصادية و مالية و وثائق متعلقة برأس المال*، و وثائق خاصة بأوضاع المراجعة، مشروع المذكرة الإعلامية، الحواصل و جداول النتائج، إضافة إلى تقرير التقييم الاقتصادي للمؤسسة، و عند إتمام الملف يودع لدى لجنة تنظيم

¹- مرجعين هما:

- Belkacem Iratni, "Le marché financier en Algérie", séminaire ouvert, 2003/2004, p 31-35.
- SGBV, guide pratique de l'introduction en bourse, 08- 12.

* - للتفصيل أكثر أنظر:

- Bulletin de COSOB, N° 01, 1999, p 4 -7-

و مراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول، و بعد الفحص و الدراسة تبلغ اللجنة قرارها خلال مدة لا تتجاوز شهرين من تاريخ إيداع الطلب.

ن- إبرام العقود و الإتفاقات: عملية الإدراج تتطلب تضافر جهود العديد من الأطراف (الوسطاء، البنوك، أجهزة البورصة) و لأجل ذلك يصبح من الضروري إبرام اتفاقيات تحدد واجبات، مسؤوليات و مستحقات كل طرف، و أهم هذه العقود هي:

• العقد بين المؤسسة و الوسيط.

• الإتفاقيات بين البنوك و الوسطاء.

• عقد السيولة * (Contract de liquidaté) .

س-- طبع و نشر مطبوعات أوامر الشراء و التحضير لطبع شهادات الأسهم: تطبع و تنشر مطبوعات الشراء بكميات كافية، يخضع شكلها و محتواها لقانون لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و يجب على المؤسسة أن تنجز نموذج شهادات الأسهم و تحضرها بكميات تكفي المساهمين الجدد و كذا عمليات السوق الثانوية، كما يجب على المؤسسة أن تحضر الوسائل المادية و البشرية اللازمة لاستمارة الشهادات بأسماء المساهمين الجدد و في أحسن الظروف الممكنة.

ع- انطلاق الحملة الإعلامية: و يتم ذلك من خلال تحديد إستراتيجية الإعلان (ملصقات، الإشهار بالوسائل الإعلامية السمعية البصرية، السمعية، المكتوبة)، إرسال فافلة حول عدة نقاط من الوطن، الإلتقاء بالمستثمرين، التعريف بالمؤسسة من كل الجوانب، الإجابة عن أسئلة المستثمرين.

ك- طبع شهادات الأسهم: و يتم ذلك عند نهاية العملية و تبليغ النتائج من طرف بورصة الجزائر.

4-3- إجراءات الدخول إلى البورصة: -

يمكن التمييز بين إجراءات رئيسيين لإدخال القيم المنقولة إلى البورصة هما:

• الإجراءات العادي،

• إجراءات العرض العمومي للبيع.

4-3-1- الإجراءات العادي¹:

الإجراء العادي هو ذلك الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم، عندما يكون رأسمال الشركة المصدرة موزعا بشكل كاف بين الجمهور، تسجيل القيم في جدول التسعيرة مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة المطبقة في السوق، و ذلك انطلاقا من سعر إدخال مصدق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم.

* - عقد السيولة هو اتفاق تبرمه الشركة المصدرة مع أحد البنوك التجارية ليقوم هذا الأخير بدور صانع السوق بالنسبة لأوراقها المالية.

¹ - Mansour, Mansouri, Op.cit, p 257.

يستعمل الإجراء العادي عندما يتعلق الأمر بأوراق (قيم) مماثلة لأوراق مسعرة في البورصة مسبقا، و
كذا بالنسبة لسندات الإقتراض التي تصدرها الدولة، الجماعات المحلية أو التي تصدرها شركات المساهمة.
إن الإعلان الذي تنشره شركة تسيير بورصة القيم عند إدخال قيمة معينة، يجب أن يحدد:

- أن الإجراء المتبع هو الإجراء العادي.

- تاريخ أول تسعيرة.

- سعر الإدخال.

4-3-2- إجراء العرض العمومي للبيع¹:

العرض العمومي للبيع عبارة عن إجراء يسمح لملاك القيم المنقولة (أشخاص معنويين أو طبيعيين) أن
يضعوا للبيع كل قيمهم المنقولة أو جزءا منها للجمهور خلال فترة معينة و بسعر محدد مسبقا، و في ظروف
شفافة.

للإشارة فإن القانون العام لبورصة الجزائر حصر استعمال العرض العمومي للبيع بالنسبة لأوراق رأس
المال (الأسهم) فقط.

في الجزائر يسمح هذا الإجراء الأخير بتحقيق عمليات الخوصصة من جهة، و ضمان التسعير اللازم
للقيام بالتفاوض في البورصة من جهة أخرى.

و يعرف القانون العام لبورصة الجزائر طريقتين للعرض العمومي للبيع هاتين²:

• العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.

• العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

أ- العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:

يسمح هذا الإجراء بوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عددا معيناً من الأوراق المالية بسعر
محدد مسبقاً.

لتحقيق هذا العرض تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتجميع كل أوامر الشراء المرسلة إليها من طرف
الوسطاء في عمليات البورصة وتتولى فرزها، حيث لا تقبل إلا الأوامر الموافقة لسعر العرض، و في حالة نجاح
عملية العرض يكون سعر الإدخال هو سعر العرض (سعر العرض = سعر الشراء).

ب- العرض العمومي للبيع بسعر أدنى:

بموجب هذا الإجراء يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عددا معيناً من الأوراق المالية بسعر
أدنى يقبل به المصدرون التنازل عنها.

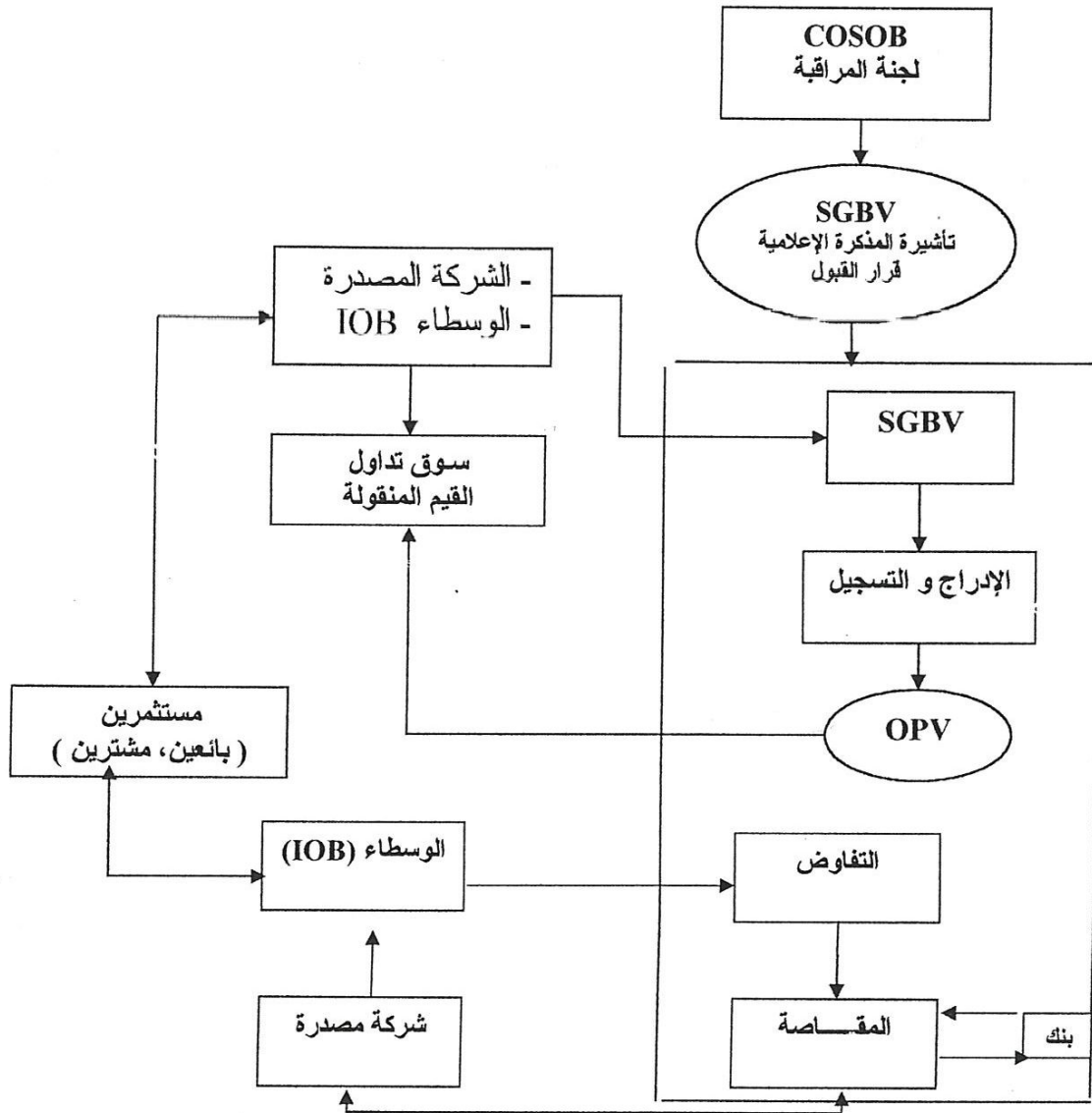
¹ - SGBV-Infos bourse, "Offre Publique de Vente", Publication N° 02, Septembre 1998, p 05.

² - Mansour Mansouri, Op.cit, p 255

تتولى شركة تسيير بورصة القيم كذلك القيام بتجميع و فرز أوامر الشراء الواردة إليها من الوسطاء في عمليات البورصة، و لا تقبل إلا الأوامر المحددة للسعر، و في حالة نجاح عملية العرض فإن سعر الإدخال يكون موافقا (مطابقا) لحد آخر مدفوع، وهذا السعر وحيد.

و للإشارة فإن البيان المعلن عن الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر ثابت / بسعر أدنى يحدد شروط قبول و إرسال أوامر الشراء إلى شركة تسيير بورصة القيم، عدد القيم الموضوعة تحت تصرف الجمهور من طرف المدخلين، وكذا السعر المحدد / السعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء المدخلون التنازل عن قيمهم، إضافة إلى كفاءات توزيع هذه القيم المنقولة بين أصحاب الأوامر، و في حالة الإقتضاء تحديد شروط الإدخال الخاصة. أخيرا يمكن توضيح أهم الخطوات التي تمر بها عملية العرض العمومي للبيع من خلال الشكل (2-3).

الشكل رقم (2-3): مخطط إجراء العرض العمومي للبيع (OPV)



Source: COSOB, "Guide de la bourse", Op.cit, p 15.

5- أوامر البورصة و نظام تسعير و تداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر:

5-1- أوامر البورصة¹:

أوامر البورصة هي التعليمات التي يعطيها شخص طبيعي أو معنوي، يرغب في شراء أو بيع أوراق مالية مدرجة في البورصة لوسيط في عمليات البورصة، أو تكون هذه التعليمات مقدمة من طرف هذا الأخير في إطار التسيير بوكالة أو في حالة الطرف المقابل،

ولكي يقبل الأمر يجب أن يحتوي على المعلومات الآتية:

أ- الإشارة زبون/غير زبون: الأمر الذي يحمل الإشارة "زبون" هو أمر معطى من طرف شخص طبيعي أو معنوي ممثل من طرف وسيط في عمليات البورصة لينفذ هذا الأمر في البورصة، أما الأمر الذي يحمل إشارة "غير زبون" فهو الأمر الذي ينجزه الوسيط لحسابه الخاص، ويبقى الأمر بإشارة "زبون" له الأسبقية في التنفيذ على الأمر بإشارة "غير زبون".

ب- اتجاه العملية بيع/ شراء: أي أمر في البورصة إما أن يكون أمر بيع أو أمر شراء، ولهذا فعند إعطاء الأمر للوسيط يجب توضيح ذلك.

ج- تعيين نوع وكمية: ثورقة المالية: يتضمن أمر البورصة نوع الورقة المالية والكمية المراد بيعها أو شراؤها.

د- سعر العملية(الصفقة): وتقبل شركة تسيير بورصة القيم نموذجين لتحديد السعر:

• بسعر أفضل: فالزبون يقبل التنفيذ بسعر السوق.

• بسعر محدد: ففي حالة أمر الشراء لا ينفذ الأمر إلا إذا كان سعر التفاوض في السوق أقل من أو يساوي السعر المحدد في الأمر، أما في حالة أمر البيع فلا ينفذ إلا إذا كان سعر التفاوض أكبر من أو يساوي السعر المحدد.

ه- مدة صلاحية الأمر: وتقبل شركة تسيير بورصة القيم أربع(04) نماذج لمدة الصلاحية هي:

• أمر اليوم "ordre de jour": هو أمر صالح لمدة حصة واحدة (يوم واحد).

• أمر بالإلغاء "à révocation": يبقى هذا الأمر مقبول إلى غاية تنفيذه أو حتى آخر حصة تداول من الشهر الجاري الذي أعطي فيه الأمر.

• أمر للتنفيذ "à exécution": لا يحمل أي مدة للصلاحية، غير أنه يبقى صالح في السوق لمدة ثلاثة(03) أسابيع.

• أمر بمدة محددة "à durée limitée": تحدد مدة الصلاحية، ويبقى الأمر خلالها قابلا للتنفيذ، وإذا انتهت هذه المدة ولم ينفذ الأمر يجب سحبه.

¹ - العديد من المراجع منها:

- Société inter bancaire de formation, " Valeurs mobilières et marché boursiers ", p 43.
- SGBV, INFOS-BOURSE, "La négociation en bourse", OP.cit, P 32-34.

و- تاريخ إعطاء الأمر.

يمكن كذلك للأمر أن يحمل إشارة خاصة هي الكل / لاشيء، حيث لا يمكن تنفيذ هذا الأمر بصورة جزئية، بل يجب أن ينفذ كلياً أو لا ينفذ نهائياً.

5-2- نظام التسعير والتداول:

كما سبقت الإشارة فإن التداول يتم بين الوسطاء في عمليات البورصة وتحت إشراف شركة تسير بورصة القيم، ويعني التداول في البورصة مواجهة أوامر البيع وأوامر الشراء، هذه الأخيرة تؤدي إلى تسعير الأوراق المالية.

يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظام التسعير الثابت (fixing) حيث يتم تنفيذ كافة الصفقات بسعر موحد بالنسبة لكل ورقة خلال حصة التداول الواحدة، ويحدد هذا السعر (السعر التوازني) لكل ورقة بمقابلة أوامر البيع وأوامر الشراء بواسطة الكمبيوتر، بحيث يسمح هذا السعر بتداول أكبر كمية ممكنة من الأوراق المالية¹.

6- نظام المقاصة والتسوية²:

تهدف عملية المقاصة إلى تسوية المعاملات التي ينجزها الوسطاء في عمليات البورصة أثناء حصص التداول، وتحت إشراف شركة تسير بورصة القيم، ويرتكز إتمام هذه المعاملات في بورصة الجزائر على التسليم المادي للأدوات المالية، في انتظار تطبيق اللامادية (Dématérialisation)، وتتلخص إجراءات الإنجاز حسب ما يوضحه الشكل رقم (3-3) في الخطوات الآتية:

أ- عند (T+1)، التأكيد: في اليوم الموالي لعقد الصفقة، في حصة المقاصة (T+1) تتم المقاصة بين الوسطاء من خلال:

• التقاء الوسطاء في شركة تسير بورصة القيم.
• خلال حصة المقاصة يقوم كل وسيط بتقديم للوسيط المعني كشف الصفقات الناتجة عن آخر عملية تداول والذي يجب إن يكون مصدق عليه.

• بعد مراجعة الصفقات و المبالغ يقوم كل وسيط بإمضاء كشوف الصفقات.

ب- بعد (T+1) وقبل (T+4): بعد يوم من عقد الصفقة وقبل اليوم الرابع من عقدها، أي بعد حصة المقاصة وقبل حصة التسليم و التسديد تتم العمليات التالية:

• يقدم الوسيط البائع شهادات الأوراق إلى شركة تسير بورصة القيم مرفقة بالقائمة الإسمية للمساهمين القداماء..

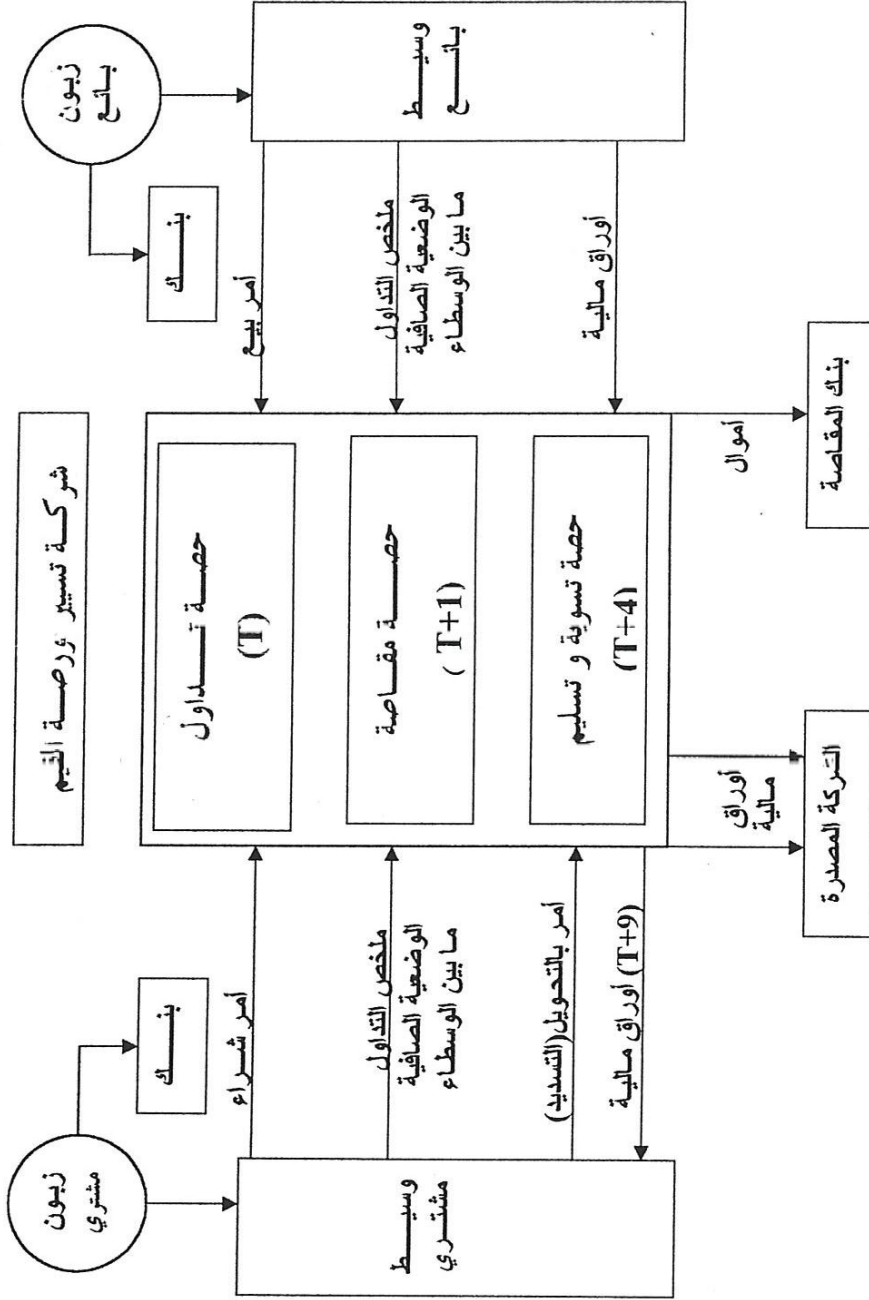
• يقدم الوسيط المشتري لشركة تسير بورصة القيم القائمة الإسمية للمساهمين الجدد.

¹ - "Le fonctionnement de La bourse", Publication de la COSOB, 2004, p 03.

² - Belkacem Iratni, Op.cit, P 13-15.

- تسلّم شركة تسيير بورصة القيم للوسيط البائع وصل إيداع للتسليم.
 - تقوم شركة تسيير بورصة القيم بإنجاز جدول المطابقة (المشترين - البائعين) ثم تسلّمه للشركة المصدرة.
 - ج- عند (T+4)، تسليم/ تسديد: في اليوم الرابع بعد عقد الصفقة يسلم الوسيط الوثائق الخاصة بالأدوات المالية و شيكات التسديد إلى شركة تسيير بورصة القيم حيث:
 - يسلم الوسيط البائع وصل الإيداع للتسليم لشركة تسيير بورصة القيم مرفقا بإشعارات التسليم للأوراق المالية.
 - يسلم الوسيط المشتري شيكا لشركة تسيير بورصة القيم، هذه الأخيرة تقوم بتحويله إلى بنك الجزائر.
 - تسلّم شركة تسيير بورصة القيم للوسيط وصل إيداع للتجزئة و تحويل الملكية.
 - د- بين (T+4) و (T+9): مابين اليوم الرابع و اليوم التاسع بعد عقد الصفقة تتم المراجعة و إعداد الشهادات الجديدة حيث:
 - ترسل شركة تسيير بورصة القيم للشركة المصدرة طلب تجزئة و تحويل الملكية مرفقا بالشهادات و جدول المطابقة.
 - تراجع الشركة المصدرة إثباتات البيع و تتحقق من صحة الشهادات و تقوم بإبطاها.
 - تعد الشركة المصدرة شهادات جديدة بأسماء المساهمين الجدد و تسلّمها لشركة تسيير بورصة القيم.
 - هـ- عند (T+9)، تسليم الشهادات: في اليوم التاسع بعد حصة التداول تقوم شركة تسيير بورصة القيم بـ:
 - تسليم شهادات الأسهم و السندات الجديدة للوسيط المشتريين.
 - تسليم ما تبقى من الشهادات الأصلية للوسيط البائعين.
- و في الأخير يمكن توضيح السير العام لبورصة الجزائر من خلال الشكل (3-3) التالي:

الشكل (3-3): مخطط السير العام ليورصة الجزائر.



Source: Soidal News, n° 12, Janvier- Février 2004, p 08.

II - سوق قيم الخزينة:

سوق قيم الخزينة أو كما تسمى أيضا سوق قيم الدولة هي السوق الخاصة بالأوراق المالية (السندات) التي تصدرها الدولة - ممثلة بالخزينة - لتمويل العجز في موازنتها العامة، وتنقسم هذه السوق كغيرها من الأسواق إلى سوق أولية وسوق ثانوية، حيث يتم في الأولى بيع قيم الخزينة لأول مرة للمختصين في قيم الخزينة (SVT)* أما السوق الثانوية فيتم على مستواها تداول تلك القيم بالتراضي بين مختلف المتعاملين من مختصين في قيم الخزينة، أشخاص معنويين عموميين أو خواص وأشخاص طبيعيين.

1- الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة¹:

يمكن تصنيف الأوراق المالية التي تصدرها الدولة إلى أقسام مختلفة حسب مجموعة من المعايير مثل:

- درجة الإستحقاق، إذ تميز حسب هذا المعيار بين السندات طويلة الأجل، متوسطة الأجل، وقصيرة الأجل.
- طبيعة المكتب: حيث تميز بين سندات الخزينة على الحساب الجاري للأشخاص المعنويين و سندات الخزينة المادية (Sur formule) للأشخاص الطبيعيين.

إضافة إلى ذلك يمكن أن تميز بين السندات المتداولة و السندات الغير متداولة، سندات مادية أو غير مادية، سندات إسمية و سندات لحاملها... .
و بصفة عامة سوف نقسم قيم الخزينة إلى ثلاثة أقسام هي سندات التجهيز، سندات الخزينة، و القروض السندية.

1-1- سندات التجهيز:

تكون هذه السندات إما على شكل سندات التجهيز على الحساب الجاري أو على شكل سندات بمعدل فائدة متزايد أو على شكل سندات بفائدة سنوية ثابتة.

1-1-1- سندات التجهيز على الحساب الجاري:

نص على هذه السندات القرار رقم 48 المؤرخ في 19 ماي 1991، ويمكن الإكتتاب فيها من طرف الأشخاص المعنويين فقط، وهي سندات غير قابلة للتداول وتصدر بصورة دائمة لمدة ثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات بمعدلات فائدة 11% و 13% و 15% و يسعر قدره مليون (1000000) دينار جزائري، ويتم الإكتتاب في هذه السندات على مستوى بنك الجزائر الذي يفتح في سجلاته حسابات تسمح بتسجيل كل عمليات الإكتتاب والمتابعة والتعويض باسم المؤسسات البنكية وشركات التأمين.

* - Spécialistes en Valeurs du Trésor.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- " Le marché des valeurs du trésor ", publication de la société inter bancaire de formation , p 1-7.

- "L'évolution du marché des valeurs d'état ", publication de la DGT, 2003, p p 3, 4.

1-1-2- سندات التجهيز المادية بمعدل فائدة متزايد:

هذا النوع من السندات منصوص عليه في القرارات المؤرخة في 19 أوت 1989، هذه السندات يمكن الإكتتاب فيها من طرف الأشخاص الطبيعيين والمعنويين وهي سندات غير قابلة للتداول وذات معدل فائدة متزايد حسب المدة، حيث يتراوح من 9.5% بالنسبة للسندات التي مدتها سنة واحدة إلى 15% بالنسبة للسندات التي مدتها عشر سنوات، وتكون هذه السندات إما إسمية أو لحاملها على شكل قسيمة (Coupures) بـ 5000 دينار جزائري، 10000 دينار جزائري، 50000 دينار جزائري، يتم الإكتتاب فيها على مستوى صناديق الخزينة المركزية و الرئيسية و الولائية، كما يتم أيضا لدى البريد والمواصلات أو لدى البنوك، ويتم تسديد هذه السندات في تاريخ الإستحقاق أو حسب إرادة صاحبها قبل تاريخ الإستحقاق شرط أن تكون قد مرت عليها سنة على الأقل من تاريخ الإكتتاب فيها.

1-1-3- سندات التجهيز المادية بمعدل سنوي ثابت:

تصدر هذه السندات إما على شكل سندات إسمية أو سندات لحاملها على شكل أجزاء بمبلغ 10000، 50000، 100000 دينار جزائري، نص على هذه السندات القرار رقم 49 المؤرخ في 19 ماي 1991، ويتم الإكتتاب فيها من طرف الأشخاص الطبيعيين والمعنويين، ويتم سداد هذه السندات إما في تاريخ الإستحقاق أو قبل ذلك بطلب من حاملها لكن بعد مرور 3/1 من المدة الإجمالية للسند على الأقل.

في حالة السداد في تاريخ الإستحقاق تكون العوائد المدفوعة هي:

- 9.5% على السندات التي مدتها سنة واحدة.
- 10.5% على السندات التي مدتها سنتين.
- 13.5% على السندات التي مدتها خمس سنوات.

1-2-2- سندات الخزينة:

هي سندات دين قابلة للتداول تصدر لمدة قصيرة، وجاءت هذه السندات في القرار الوزاري رقم 51 المؤرخ في 19 ماي 1991 الذي حدد شروط إصدارها، هذه السندات تمثل وسيلة قصيرة الأجل لإدارة السيولة و الدين العام وينقسم هذا النوع من السندات بدوره إلى نوعين:

1-2-1- سندات الخزينة المادية:

تكتتب هذه السندات من طرف الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين وهي سندات مادية إسمية أو لحاملها، حسب رغبة المكتتب.

يتم إصدار سندات الخزينة المادية بشكل مستمر ودائم وبدون حد لمبلغ الإصدار ما عدا إذا نص على عكس ذلك بقرار من المدير العام للخزينة، ويتم الإكتتاب فيها لدى الخزينة المركزية و الرئيسية و الولائية أو لدى البريد والمواصلات، وحسب القرار رقم 51 السابق نميز ثلاث أنواع من سندات الخزينة المادية هي:

أ- سندات الخزينة المادية بفائدة سنوية (BTA):

تصدر هذه السندات لمدة لا تتجاوز 5 سنوات على أساس معدل فائدة محدد يوم الإصدار وتدفع هذه الفوائد سنويا في تاريخ استحقاقها.

ب- سندات الخزينة المادية بفائدة مخصومة مسبقا (BTP):

تصدر هذه السندات لمدة لا تتجاوز سنة واحدة على أساس معدل فائدة يحدد يوم الإصدار، هذه الفوائد تقتطع عند الإكتتاب وتدفع مسبقا عند تاريخ دفع المكتب لمبلغ الإكتتاب أو تخصم مباشرة من مبلغ الإكتتاب لصالح المكتب.

ج- سندات الخزينة المادية بفائدة مركبة (BTC):

هذه السندات تصدر لمدة أقصاها ثلاث سنوات، يحدد معدل الفائدة عند تاريخ الإكتتاب ويطبق على كامل مدة السند، ويتم رسملة الفوائد الناتجة (أي يتم ضمها كل سنة إلى المبلغ الأصلي) ثم تحسب الفائدة على أساس المبلغ الجديد وهكذا حتى تاريخ الإستحقاق أين تدفع جميع الفوائد و المبلغ الأصلي معاً، ويتم تسديد هذه السندات حسب رغبة صاحبها وطبقا للشروط التي يحددها المدير العام للخزينة. و للإشارة فإنه في الجزائر لم يتم إصدار سندات الخزينة المادية ما عدا في سنة 1994 أين كان إصدار هذا النوع تحت اسم " سندات الخزينة المادية، 16%، 1994".

1-2-2- سندات الخزينة على الحساب الجاري:

تطبيقا لأحكام القرار رقم 51 السابق ذكره والتعليم رقم 324 المؤرخة في 1993/10/25 والتي جاءت لتحديد كيفية إصدار، إكتتاب، تسديد ومتابعة سندات الخزينة على الحساب الجاري، فقد سمح للخزينة العمومية بإصدار دائم وبدون حد أقصى لمبلغ هذه السندات والتي هي سندات غير مادية، وتكتب فقط من طرف الأشخاص المعنويين وتصدر على الأقل بقيمة 1000.000 دينار جزائري لمدة ستة أشهر بفائدة 8.5% ولمدة سنة بفائدة 9.5% وتصدر على الأشكال التالية:

أ- سندات الخزينة بفائدة مخصومة (مقطوعة) مسبقا:

تصدر لمدة ستة أشهر بفائدة 8.5 % ولمدة سنة بفائدة 9.5%، وتخصم هذه الفوائد- حسب مدة السند ومبلغ الإكتتاب- من المبلغ الذي سيدفعه المكتب.

ب- سندات الخزينة ذات معدل فائدة سنوي:

تصدر هذه السندات لمدة ستة (06) أشهر بمعدل فائدة 9.5%، لمدة سنة بمعدل 10 % ولمدة سنتين بمعدل 11.25%، تدفع الفوائد سنويا في تاريخ استحقاقها.

1-3- القروض السنوية:

خلال العشرية الأخيرة من القرن الماضي قامت الخزينة العمومية بإصدارين سنديين وكان الجمهور العريض (أشخاص طبيعيين و معنويين) هو المعني بالإكتتاب فيهما، يتمثل هذان الإصداران في:

1-3-1- القرض الوطني للتضامن (E.N.S):

- تم إصدار هذا القرض عام 1989 وتضمن ثلاث فئات (شرائح) :
- الفئة A: وكانت ممثلة بسندات مادية بمعدل فائدة قدره 8% لمدة 12 سنة.
- الفئة B: بدون فائدة ولمدة ثلاث (03) سنوات.
- الفئة C: بمعدل فائدة 09% ولمدة خمس (05) سنوات.

1-3-2- القرض الوطني لتمويل السكن الاجتماعي (E.N.F.L.S):

- أصدر هذا القرض في ديسمبر 1995 بفائدة قدرها 18%، لمدة ست (06) سنوات.
- في الأخير يمكن أن نشير إلى أهم الخصائص التي تتمتع بها قيم الخزينة والمتمثلة في¹ :
- دفع الفوائد وتسديد المبلغ الأصلي مضمون من طرف الدولة،
- قيم الخزينة تحرر بالدينار هذا مالا يدع مجالاً لخطر سعر الصرف،
- القيمة الاسمية لهذه السندات محددة بمليون دينار جزائري،
- معدلات الفائدة يتم التفاوض عليها بالتراضي،
- بالنسبة للسندات التي تكون مدتها اقل من أو تساوي سنة الفوائد تدفع مسبقاً عند الإكتتاب، أما تلك التي مدتها أكثر من سنة فالفوائد تدفع سنوياً في تاريخ الإستحقاق،
- قيم الخزينة عادة ما تصدر بشكل غير مادي (dématérialisée) مما يمكن صاحبها من تسجيلها في حساب سندي (Compte titre) ولا يتحمل خطر الضياع أو السرقة،
- تسعر قيم الخزينة مرتين في الأسبوع في قاعة السوق بالمديرية العامة للخزينة- والتي تعتبر بمثابة السوق الثانوية لقيم الخزينة- هذا ما يوفر سيولة لصاحبها.

2- الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق قيم الخزينة²:

- بغرض تطوير وتنشيط سوق قيم الخزينة تم وضع نص تشريعي جديد ليحل محل التشريع السائد، وقد تم وضع النص القانوني على مرحلتين:
- المرحلة الأولى: عرفت وضع الإطار التشريعي الذي يسمح بانطلاق الإصدارات على مستوى السوق الأولية.
- المرحلة الثانية: تميزت بإعادة تعديل الإطار التشريعي السائد كمحاولة لدعم السوق الأولية وتطوير السوق الثانوية.

¹ - وثيقة داخلية للقرض الشعبي الجزائري بعنوان "Les bons du trésor ou valeurs d'état".

² - "Le marché des valeurs du trésor", Op.cit, p 08-10.

2-1- الإطار التشريعي لعام 1995:

تضمن الإطار التشريعي الذي تم وضعه في ماي 1995 النصوص التالية:

- القرار رقم 01 المؤرخ في 30 ماي 1995 الذي عرّف خصائص و طرق إصدار سندات الخزينة على الحساب الجاري، و بموجب هذا القرار يمكن للخزينة أن تصدر - وبطريقة المناقصة- السندات التالية:

- سندات الخزينة قصيرة الأجل لمدة 13، 26، 52 أسبوع بفائدة تدفع مسبقا، و يتم تسديد السند بقيمته الإسمية.

- سندات الخزينة متوسطة الأجل لمدة سنتين أو خمس سنوات بفائدة سنوية، و يتم تسديدها بالقيمة الإسمية. حصص المناقصة يتم تنظيمها من طرف بنك الجزائر، و تكون المناقصة مفتوحة لكل شخص طبيعي أو معنوي، مقيم أو غير مقيم، و تتداول هذه السندات بالتراضي.

- القرار رقم 02 المؤرخ في 30 ماي 1995 و المتعلق بتداول سندات الخزينة بالتراضي فيما بين الوسطاء المؤهلين لتوظيف أو تداول سندات الخزينة، هؤلاء الوسطاء هم: البنوك، المؤسسات المالية، شركات التأمين، ووسطاء عمليات البورصة.

- القرار المؤرخ يوم 23 أوت 1995 و المتعلق بإجراء مناقصات سندات الخزينة على الحساب الجاري، هذا القرار وصف طريقة تقديم العطاءات (التعهدات) الخاصة بسندات الخزينة أثناء المناقصة و كيفية فرز هذه العروض، و حسب هذا القرار فإن العرض المقبول هو الذي يتضمن معدل فائدة أقل انخفاضاً مقارنة بمعدلات الفائدة و المبالغ المحددة من طرف الخزينة.

- التعليم رقم 19 المؤرخة في 30 سبتمبر 1995 و المتعلقة بمحاسبة العمليات الناتجة عن المناقصة الخاصة بسندات الخزينة على الحساب الجاري قصيرة الأجل، و حسب هذه التعليم فإن محاسبة العمليات الناتجة عن المناقصة يقوم بها بنك الجزائر و وكالة المحاسبة المركزية للخزينة.

2-2- النصوص المعدّة عام 1998:

تم وضع إطار تشريعي جديد عام 1998 بغرض الدخول إلى السوق الثانوية لقيم الخزينة هذا ما يضمن مجموعة من الإختيارات تتعلق خاصة بـ:

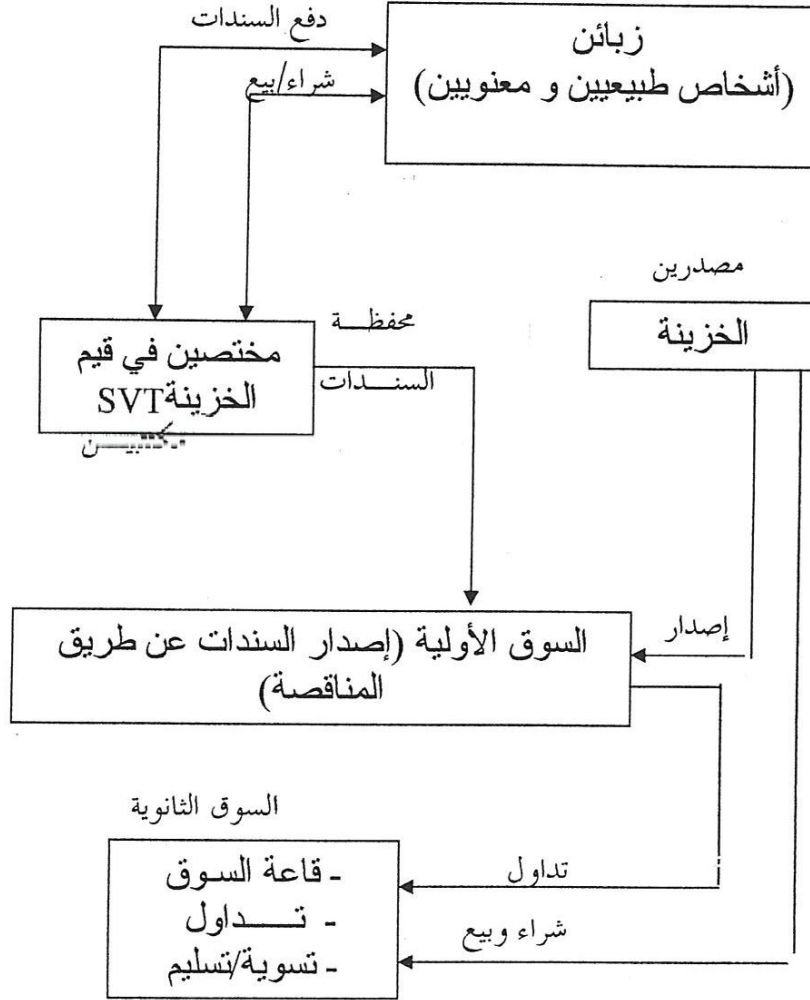
- نوعية الوسطاء في السوق (المختصين في قيم الخزينة "SVT") و التزاماتهم.
- كيفية تداول قيم الخزينة (التداول بالتراضي، وضع قاعة السوق لإعلان التسعيرات).
- نظام تسوية/ تسليم قيم الخزينة المتداولة في السوق الثانوية يسيره بنك الجزائر.
- إعادة تعديل شروط السوق الأولية، كإنشاء رزنامة سنوية لإصدار سندات الخزينة و برنامج يصدر كل ثلاثي يبين المبالغ المصدرة*.

*- انظر الملحق رقم(2).

هذا الإطار القانوني الجديد يتضمن¹:

- القرار رقم 08 المؤرخ يوم 21 جانفي 1998 الخاص بتأطير و عمل سوق قيم الخزينة على الحساب الجاري.
 - القرار رقم 07 المؤرخ في 10 فيفري 1998 والمتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة حيث بين طريقة تنظيم وعمل هذه القاعة.
 - إتفاقية حول دفتر الشروط المتعلقة بسوق قيم الخزينة.
 - قرار بشأن الإعتماد المؤقت للمختصين في قيم الخزينة.
- و في الأخير يمكن أن نوضح تنظيم سوق قيم الخزينة من خلال الشكل (3-4).

الشكل (3-4): تنظيم سوق قيم الخزينة



تنظيم قاعة السوق الخاصة بـ SVT

Source: " le marché des valeurs du trésor", op.cit, p 13.

¹ - لمزيد من التفصيل أنظر:

- القرار رقم 8 المؤرخ في 21 جانفي 1998.
- القرار رقم 7 المؤرخ في 10 فيفري 1998.
- الإتفاقية المتعلقة ب دفتر الشروط والمنعقدة بين المديرية العامة للخزينة والمختصين في قيم الخزينة.
- القرار رقم 09 الخاص بالإعتماد المؤقت للمختصين في قيم الخزينة.

3- تطور سوق قيم الخزينة الجزائرية¹:

إن النظام المالي الجزائري الحالي ناتج عن تغيرات أملت بها الإحتياجات التمويلية للإقتصاد وكانت هذه التغيرات في إطار التحول من إقتصاد الإستدانة إلى إقتصاد السوق، ويتطلب هذا التحول الإقحام المباشر للإدخار في دائرة التمويل موازاة مع استخدام الوسائل غير المباشرة للسياسة النقدية.

فقبل وضع سوق قيم الخزينة عام 1995 كانت الوضعية الإقتصادية للبلاد تتميز باختلالات ماكرواقتصادية بسبب انخفاض أسعار البترول، زيادة الصادرات والإلتزام بتسديد خدمة الدين الخارجي، هذا التقهقر أدى بالسلطات الجزائرية عام 1994 إلى تثبيت برنامج التصحيح الهيكلي (PAS) بغرض تحسين فعالية الإقتصاد و الإستناد إلى إستراتيجية تمويل مدروسة مع العديد من المؤسسات الرئيسية والمقرضين العموميين والخواص.

بالإضافة إلى ذلك تم وضع مقاييس ماكرو اقتصادية ونقدية لأجل عودة سريعة إلى التوازن المالي الداخلي والخارجي منبثقة عن إعادة جدولة الديون من قبل نادي باريس و نادي لندن عام 1994 و 1995. وفي إطار ذلك بدأت الخزينة عام 1995 في القيام بإصلاحات الهدف منها توفير شروط النمو المتوازن لسوق سندات الدولة، هذا ما يتطلب توفر ثلاثة مبادئ رئيسية تعمل على الترشيد الدائم لسياسة الإصدار، هذه المبادئ هي الشفافية ونظامية الإصدار، وإطاعة الترحات المعروضة وأن تكون الإصدارات متجانسة وقابلة للتداول.

الغرض من هذه الإجراءات هو زيادة تحريك الإدخار بما يوفر مصادر تمويل كثيرة ومتنافسة فيما بينها والدخول ببساطة وبأمان إلى السوق الأولية وكذا السوق الثانوية لقيم الخزينة وقد مر تطور سوق قيم الخزينة الجزائرية بمراحل عديدة أهمها:

3-1- المرحلة الأولى: تطور السوق الأولية لقيم الخزينة:

إلى غاية 1995 أصدرت الخزينة ثلاثة أنواع من السندات هي سندات الخزينة، سندات التجهيز و السندات طويلة الأجل.

- سندات الخزينة على الحساب الجاري.
- سندات الخزينة بفائدة مخصومة مسبقا BTP.
- سندات الخزينة بفائدة سنوية BTA.
- سندات الخزينة بفائدة مرسمة BTC (capitalisé).
- سندات التجهيز على الحساب الجاري.
- القرض الوطني للتضامن E.N.S.
- القرض الوطني لتمويل السكن الإجتماعي (E.N.F.L.S).

¹ - " L'évolution du marché des valeurs d'état ", OP.cit, p 01-11.

من جهة أخرى أصدرت الخزينة بين عامي 1992 و 1996 في إطار تطهير القطاع العام سندات لفائدة البنوك، تمثل هذه السندات إعادة شراء الخزينة للديون غير المسددة للبنوك على المؤسسات العمومية، وكانت مدة هذه السندات تساوي 20 سنة بمعدل فائدة 6%، وتتداول هذه السندات بصورة نظرية نظرا لغياب سوق منظمة، حيث يتم انتقالها من مستثمر لآخر عن طريق التوثيق لدى موثق معتمد، هذا بالنسبة للسندات الإسمية أما بالنسبة للسندات غير الإسمية فيتم تداولها بسهولة "من يد إلى يد".

هذا ما أدى بالخبزينة في ماي 1995 إلى القيام بأول إصلاح في توجيه سياسة الإصدار انبثق عنه تجديد سندات الخزينة عن الحساب الجاري.

هناك نوعين آخرين من السندات على الحساب الجاري تم إصدارهما من طرف الخزينة موجهة للبنوك، شركات التأمين، صناديق التأمين الإجتماعي وصناديق التقاعد المعتمدة في السوق النقدية، هذين النوعين هما: سندات الخزينة قصيرة الأجل (13، 26، 52 أسبوع) وسندات الخزينة متوسطة الأجل (2 و 5 سنوات)، وتمت أول مناقصة على سندات الخزينة عام 1995.

فسوق قيم الخزينة والتي يعتبر وجودها ضرورياً للقيام بالإصلاح المالي بدأ تشغيلها في الجزائر منذ أكتوبر 1995، ومنذ ذلك التاريخ أصبحت الإصدارات تتم في أحسن الظروف إضافة إلى بلوغ بعض الأهداف المرجوة حيث:

- بدأت أسعار الفائدة تلعب دورها كأداة تنظم وتعكس معطيات السوق.
- تدخل المستثمرين و بانتظام في أي مناقصة.
- الإصدارات تتم في شفافية بفضل الإعلان المسبق عن برنامج إصدار قيم الخزينة والسماح بالتنافس فيما بين المكتتبين

للإشارة فإنه يمكن لبنك الجزائر أن يتدخل في إطار سياسة السوق المفتوحة، كبائع أو كمشتري على مستوى سوق قيم الخزينة، وذلك بغرض تنظيم سيولة البنوك ومعدلات الفائدة.

إن خلق وتطوير سوق قيم الخزينة يسمح من جهة أخرى بتطوير و تنشيط الأقسام الأخرى لسوق رأس المال (السوق السندي، سوق القيم المنقولة)، مما يسهل إنشاء سوق واسعة لتداول الأوراق المالية، فتطور سوق رأس المال يترسخ بوجود سوق قيم الخزينة خاصة القصيرة الأجل لأن وجود سوق قيم الخزينة سوف تعود أندخرين على الإستثمار في سوق قيم الخزينة كونها مضمونة من طرف الدولة ومن ثم انتشار ثقافة الإستثمار في الأوراق المالية الأخرى المتداولة في سوق رأس المال.

3-2- المرحلة الثانية: تطور السوق الثانوية لقيم الخزينة (1998):

بغرض ترسيخ السوق الأولية لقيم الخزينة ودفع السوق الثانوية إلى النمو كان هناك إصلاح ثان في سير سياسة إصدارات الخزينة، وضع هذا الإصلاح عام 1998 من طرف وزير المالية، ويتعلق أساسا بإطار قانوني حول تأطير وعمل سوق قيم الخزينة على الحساب الجاري، ومن بين ما جاء به هذا الإصلاح ما يلي:

- إستراتيجية جديدة لإصدار قيم الخزينة على الحساب الجاري.
- تدخل وسطاء السوق والممثلون في المختصين في قيم الخزينة (SVT).
- خلق قاعة سوق قيم الخزينة بالمديرية العامة للخزينة.
- نظام تسوية/تسليم قيم الخزينة المتداولة في السوق الثانوية،

إستراتيجية الإصدار الجديدة تستند هي الأخرى إلى إجراء المناقصات على مستوى السوق الأولية، أما الجديد في ذلك فيمكن في الإعلان المسبق عن البرنامج السنوي للإصدار وإعلان مبالغ الإصدار بالنسبة لكل نوع من السندات، وذلك قبل تاريخ المناقصة بأسبوع لكي تكون عمليات الإصدار منتظمة مما يساعد على كسب ثقة المستثمرين.

بغرض ترشيد سياسة الإصدار وتنشيط السوق الثانوية لقيم الخزينة، قامت هذه الأخيرة باعتماد مجموعة من الوسطاء يعرفون باسم "المختصين في قيم الخزينة (SVT)" ويتعلق الأمر بـ 13 مختصا هم BNA، CIAR، CPA، BADR، BEA، BDL، CNEP، CAAT، SAA، CAAR، CNMA، City bank، CNAC، حيث يتولى هؤلاء الوسطاء عمليات شراء وبيع قيم الخزينة في السوق الأولية والقيام بالتداول في السوق الثانوية سواء لحسابهم الخاص أو لحساب عملائهم، ويتطلب اعتماد هؤلاء الوسطاء وجود هيئة على مستوى هذه المؤسسات تحكمها قوانين تنظيمية وإجراءات عملية، وتسير من طرف أشخاص تتوفر فيهم الكفاءة المهنية اللازمة.

أما فيما يتعلق بنظام التسوية و التسليم في السوق الثانوية وقبل إنشاء المؤمن المركزي على السندات فقد كان يتم التداول عمالة مباشرة

3-3- المرحلة الثالثة: خلق السندات المتجانسة (Assimilable):

في إطار إجراءات تنشيط سوق قيم الخزينة وجعلها تماشى والمقاييس الدولية قامت الخزينة في جويلية 2001 بوضع إستراتيجية جديدة بغرض زيادة سيولة وعمق السوق، وأهم ما ميز هذه الإستراتيجية هو: - وضع تقنية تجانس (تمائل) السندات والتي تعني ربط سند جديد بنوع معين من السندات الأصلية بحيث يكون لهما نفس الخصائص، هذه التقنية تساعد على زيادة رسمية السندات التي لها نفس تاريخ الإستحقاق كما توفر وتضمن السيولة للسوق الثانوية.

- تقديم العطاءات على أساس السعر بالنسبة للسندات التي مدتها سنة فأكثر.
- إنشاء سندات مرجعية لتسهيل إبراز منحني معدل عائد متناسق ومناسب.
- تمديد تواريخ استحقاق قيم الخزينة المصدرة في السوق الأولية، وفي إطار ذلك قامت الخزينة في جويلية 2001 بإصدار سندات الخزينة المتجانسة التي تستحق بعد سنة أو بعد خمس سنوات، وسندات الخزينة المتجانسة التي تستحق بعد عشر سنوات.

خلاصة:

أنشأت بورصة الجزائر بموجب القرار التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 و الذي شرع مختلف الجوانب اللازمة لقيامها خاصة فيما يتعلق بالوسطاء و المتدخلين و الهيئات المشرفة عليها و كيفية إتمام عمليات التداول على الأوراق المالية.

يشرف على بورصة الجزائر ثلاث هيئات رئيسية هي لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم و المؤمن المركزي على السندات و لكل هيئة مهام و وظائف تختلف عن مهام و وظائف الهيئات الأخرى لكنها تصب في مجملها في هدف واحد هو حماية الإدخار الوطني و المدخرين و زيادة فعالية البورصة، أما عن المتدخلين في بورصة الجزائر فيتمثلون أساسا في الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأوراق المالية و المستثمرون خاصة الأفراد و هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

هذا و تبقى عمليات التسجيل و الدخول ببورصة الجزائر تحكمها مجموعة من القوانين و الشروط و لا بد أن تمر عبر مراحل محددة، و تميز في إطار ذلك بين إجراء الدخول العادي و إجراء العرض العمومي للبيع. أما عن سوق قيم الخزينة فقد أنشأت على عدة مراحل حيث وضعت السوق الأولية عام 1995 أما السوق الثانوية فتم وضعها عام 1998. بموجب مجموعة من القرارات و التعليمات، و يتداول في هذه السوق أنواع عديدة من الأوراق المالية تدرج في مجملها تحت ثلاثة أنواع رئيسية هي، سندات التجهيز، سندات الخزينة و السندات طويلة الأجل.

المفصل الرابع

دور البنوك التجارية في
سوق رأس المال الجزائرية

الفصل الرابع:

دور البنوك التجارية في سوق رأس المال الجزائرية

تمهيد:

نحاول في هذا الفصل إبراز الدور الذي لعبته البنوك التجارية في مختلف أقسام سوق رأس المال الجزائرية بداية بسوق القيم المنقولة خاصة فيما يتعلق بعمليات الدخول إلى البورصة التي قامت بها كل من شركة إرياض سطيف، مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي، يليها السوق السندي من خلال معرفة دور البنوك التجارية في إنجاح عمليات الإصدار السندي التي قامت بها كل من شركة إعادة التمويل الرهني (SRH)، شركة سوناطراك والشركة الجزائرية للطيران، وأخيرا نتناول سوق قيم الخزينة، وسوف نحاول دراسة كل سوق من هذه الأسواق بشقيها الأول والثانوي.

I- دور البنوك التجارية في سوق القيم المنقولة الجزائرية:

تقوم البنوك التجارية بدور مهم في سوق القيم المنقولة، سواء في السوق الأولية من خلال تقديم النصح والمشورة، إعداد دراسات الجدوى، فتح شبائيكها للمكتبتين وقيامها بالإكتتاب في مختلف الأوراق المالية المصدرة في هذه السوق، أو في السوق الثانوية من خلال قيامها باستقبال أوامر البيع والشراء من العملاء وتمريضها للوسطاء في عمليات البورصة بغرض تنفيذها* وكذا قيامها ببيع وشراء الأوراق المالية لصالح محفظتها المالية.

1- على مستوى السوق الأولية:

نتعرض في هذا العنصر إلى كل من عملية اللجوء العلني للإدخار التي قامت بها شركة إرياض سطيف و عمليتي العرض العمومي للبيع لشركة صيدال وشركة تسيير فندق الأوراسي، أما شركة سوناطراك ولكونها خرجت من السوق يوم 04 جانفي 2003 تاريخ استحقاق سنداتهما، ونظرا لقيامها بعملية إصدار جديدة في ديسمبر 2003 فسوف نرجي التطرق إليها عند دراستنا للسوق السندي.

تتمثل أهمية البنوك التجارية على مستوى السوق الأولية للقيم المنقولة في الدور المزدوج الذي تلعبه قبل وأثناء عملية الإصدار من خلال تدخلها كمساهم في مجمع وسطاء عمليات البورصة من جهة وكمشاركة في العملية كمؤسسة مالية مستقلة من جهة ثانية.

1-1 - مؤسسة إرياض سطيف:

1-1-1- تقديم مؤسسة إرياض سطيف¹:

تسمى شركة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها بسطيف بإيجاز "إرياض سطيف* ERIAD Sétif" وقد أنشأت هذه الشركة في 1983/01/01 إثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية للمسامد والمطاحن والعجائن الغذائية و"كسكس" سمباك** SEMPAC" سنة 1982، ثم تحولت بعد ذلك إلى شركة مساهمة بتاريخ 02 أفريل 1990 برأس مال قدره مائة (100) مليون دج، ويتمثل نشاطها الأساسي في طحن وتحويل الحبوب، إنتاج وتسويق المواد المشتقة من سميد ودقيق وعجائن غذائية وكسكسي، بالإضافة إلى بعض الأنشطة الأخرى التي لا تقل أهمية كنقل البضائع، الإنجاز والصيانة، استصلاح واستغلال الأراضي في الجنوب.

* في إطار النظام الجديد وفي إطار دور البنوك التجارية كماسكي حسابات حافطي السندات وبعد إنشاء المؤتمر المركزي على السندات يصبح تنفيذ الأوامر التي يستقبلها البنك يتم مباشرة دون تدخل الوسيط.

1- مرجعين هما:

- Notice d'information d'ERIAD Sétif , p 04-11.

- Bulletin de la COSOB, N° 01, 1999, Op.cit, p 18.

* - Entreprise des Industries Alimentaires et Dérivés de Sétif.

** - Semouleries, Meuneries de Pates Alimentaires et Couscous

تم رفع رأس المال الإجتماعي لإرياض سطيف سنة 1993 إلى 550 مليون دج وإلى أربعة (04) ملايين دج سنة 1998.

وبعد ما كان رأسمال إرياض سطيف يملكه كليا صندوق المساهمة للصناعات الزراعية والغذائية فقد تم تحويله كليا يوم 18/01/1997 لفائدة الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية، ومنذ أكتوبر 1997 أصبحت الذمة المالية ونشاط المؤسسة يسيران ويستغلان من طرف عشر (10) شركات تابعة هي: 07 شركات لطحن الحبوب، شركة لنقل البضائع، شركة الصيانة والإنجاز الصناعي وشركة للفلاحة الصحراوية. يهدف الموضوع الإجتماعي لمؤسسة إرياض سطيف إلى:

- البحث والتنمية الصناعية، الإنتاج، التوضيب، التحويل، الترقية، التسويق والتوزيع على كافة المراحل والتخزين لمواد الصناعات الغذائية،
 - التمويل، التوزيع وصيانة التجهيزات وعتاد الصناعات الغذائية،
 - تطبيق إستراتيجية التنمية الصناعية، التكنولوجيا، التجارية وترقية منتوجات الصناعات الغذائية،
 - وبصفة عامة ممارسة كل الأنشطة الصناعية والتجارية والمالية- بما فيها نشاط التجارة الخارجية واكتساب وإنجاز أو التنازل عن براءات الاختراع والعلامات التجارية- التي تهم ميدان منتوجات الصناعات الغذائية.
- 1-1-2- دخول إرياض سطيف إلى البورصة وخصائص عملية الإصدار²:**

في إطار برنامج خصصة المؤسسات العمومية قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE) في جلسته المنعقدة بتاريخ 05/02/1998 إدخال شركة إرياض سطيف إلى البورصة عن طريق رفع رأسمالها الإجتماعي.

بعد هذا القرار تمت مداوات الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة إرياض سطيف المنعقدة يوم 29/04/1998 التي حددت الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار وقبول أسهم الشركة في تسعيرة البورصة.

قدر المبلغ المسموح بزيادته بمليار دج ممثلا بمليون (1000000) سهم قيمة كل واحد ألف (1000) دج، يمثل هذا المبلغ 20% من رأس المال الإجتماعي بعد الزيادة وحدد سعر الإصدار بـ 2300 دج. كما فيها المصاريف والعمولات والرسوم، هذا السعر أساسه ثلاث قيم: قيمة أساسها الذمة المالية في 31/12/1997 وتساوي 2071 دج، قيمة أساسها رأسملة النتيجة الصافية لسنة 1997 وقيمة أساسها النتائج المستقبلية وتساوي 1098 مليون دج، بلغ الناتج الخام لهذا الإصدار 2300 مليون دج وبلغت الأعباء المتعلقة بالعملية 148 مليون و 85 ألف دج.

الأسهم محل الإصدار هي أسهم إسمية عادية محررة كليا للإكتتاب، قابلة للتنازل وتحويل لحاملها كل الحقوق المحددة في القانون التجاري.

² - Notice d'information d'ERAD Sétif, Op.cit, p p 05,06.

1-1-3- دور البنوك التجارية في العملية:

كما سبق وذكرنا، فإنه في البلدان النامية- كالجائز مثلاً - تقوم البنوك التجارية بعمليات الصيرفة الإستثمارية لانعدام بنوك الإستثمار في هذه البلدان، وتمثل هذه العمليات في تقديم النصح والمشورة حول الإصدارات الجديدة، التعهد بتغطية الإصدار، التوزيع الفعلي للإصدارات من خلال فتح شبائيكها للجمهور وذلك لكون المؤسسات المصدرة لا تتوفر على مقدرة توظيفية كتلك التي تملكها البنوك التجارية.

فبالنسبة لإصدارات إرياض سطيف ومن أجل ضمان حسن اختتام التوظيف فقد تم تشكيل مجمع التوظيف من طرف البنوك التجارية الوطنية لهذه الإصدارات ويتصرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) كرئيس للمجمع ويتعهد بالإكتتاب في الأسهم التي لم توظف في نهاية فترة الإكتتاب المحددة.

تجري عمليات الإكتتاب والتسديد لدى شبائيك البنوك التجارية التالية:

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR،

- البنك الخارجي الجزائري BEA،

- بنك التنمية المحلية BDL،

- بنك الجزائر BA،

- القرض الشعبي الجزائري CPA،

- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA،

- الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط CNEP.

يسلم لكل مكتب من طرف البنك مقابل التغطية المالية وصل الدفع مبيئاً إسم ولقب المكتب، مبلغ الإكتتاب بالأحرف والأرقام وتاريخ الإكتتاب، ويجب أن يتوفر بيان الإكتتاب على ختم وإمضاء المفوض لشباك البنك.

بعد انتهاء فترة الإكتتاب في أسهم إرياض سطيف والمحددة من 11/02 إلى 15/12/1998 كانت

مساهمات البنوك التجارية المذكورة سابقاً في إنجاح عمليات الإكتتاب كما هي موضحة في الجدول (4-1).

الجدول (4-1): نتائج الإكتتاب في أسهم إرياض سطيف عبر البنوك.

البنك	المساهمون		الأسهم المكتتبة	
	العدد	النسبة (%)	العدد	النسبة (%)
BADR	3158	58.38	265718	26.57
BDL	212	03.91	43000	04.3
BEA	322	05.95	178272	17.82
BNA	778	14.38	200.000	20
CNEP	415	07.67	43000	04.3
CNMA	102	01.88	90.000	09
CPA	422	07.8	180010	18
المجموع	5409	100	1000.000	100

المصدر: وثائق داخلية لمؤسسة إرياض سطيف - مكتب البورصة.

نلاحظ من خلال الجدول (4-1) ما يلي:

تولت البنوك التجارية لوحدها تصريف أسهم إرياض سطيف البالغ عددها 1000000 سهم، كما سجل بنك **BADR** نسبة مساهمة كبيرة جدا في ذلك حيث قام بتصريف 265718 سهما، أي ما نسبته 26.57% من مجموع الأسهم المكتتبة، إذ تم على مستواه الإكتتاب في هذه الأسهم من طرف 3158 مكتتبا أي ما يعادل 58.38% من العدد الإجمالي للمكتتبين و يرجع ذلك إلى كون هذا البنك هو رئيس مجمع إرياض سطيف (Chef de file).

أما البنوك التجارية الأخرى و المتمثلة في: **CPA، CNMA، CNEP، BNA، BDL، BEA** فكانت مساهماتها في تصريف الإصدار ضعيفة و متفاوتة من بنك لآخر، حيث قام 2251 مكتتبا بالإكتتاب على مستوى هذه البنوك كلها في 734282 سهما.

نتائج الجدول السابق تؤكد أهمية البنوك التجارية في إنجاح عملية اللجوء العلني للإدخار في السوق الأولية و التي قامت بها مؤسسة إرياض سطيف، و ذلك من خلال الدور الذي لعبته في استقبال و تلبية طلبات الإكتتاب التي ترد إليها من المستثمرين.

1-1-4- الأَطراف المكتتبة في أسهم إرياض سطيِف:

تم الإكتتاب في أسهم إرياض سطيِف من طرف أشخاص طبيعيين و أشخاص معنويين. كما في ذلك البنوك التجارية، حيث أسفرت نتائج الإكتتاب عن 5180 مكتتب منهم 68 شخصا معنويا و 5106 شخصا طبيعيا و 06 بنوك تجارية³، و كان توزيع الأسهم بين هؤلاء المكتتبين كما هو مبين في الجدول (2-4).

الجدول(2-4): توزيع أسهم إرياض سطيِف بين مختلف المكتتبين.

النسبة المئوية(%)	عدد الأسهم	البيان / الجهة المكتتبة
6.3	63082	أشخاص معنويين
39.58	395844	أشخاص طبيعيين
0.98	9800	BDL
13.61	136115	CPA
2.3	22909	CNEP
16.35	163524	REA
12.4	123855	BNA
8.48	84871	CNMA
100	1000000	المجموع

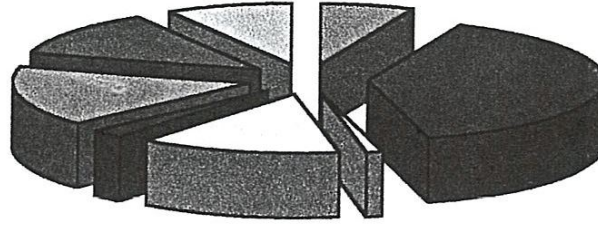
المصدر: معلومات داخلية لمكتب البورصة بإرياض سطيِف.

من الجدول (2-4) نلاحظ أن البنوك التجارية كان لها دورا كبيرا في الإكتتاب في أسهم إرياض سطيِف و إن كان ذلك بدرجات متفاوتة فيما بينها، حيث قامت بالإكتتاب في 541074 سهما، أي ما يمثل 54.1% من مجموع الأسهم المكتتبة، إذ فاقت هذه النسبة لوحدها مجموع نسبي مساهمة كل من الأشخاص المعنويين الآخرين و الأشخاص الطبيعيين و التي لم تتجاوز 45.9%.
ولإيضاح هذا الدور أكثر يمكن التعبير عن النتائج السابقة بالرسم البياني (1-4) أدناه.

³ - معلومات معبأة من مكتب البورصة بإرياض سطيِف.

الرسم البياني (4-1): نسبة مساهمة كل مكتب في أسهم إرياض سطيف

أ. معنويين	6.30%
أ. طبيعيين	39.58%
BDL	0.98%
CPA	13.61%
CNEP	2.30%
BEA	16.35%
BNA	12.40%
CNMA	8.48%



- أ. معنويين
- أ. طبيعيين
- BDL
- CPA
- CNEP
- BEA
- BNA
- CNMA

المصدر: باستخدام معطيات الجدول (4-2).

2-1-2-1- جمع صيدال:

1-2-1-1- تقديم مجمع صيدال¹:

مجمع صيدال هو المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني، نشأ هذا المجمع بعد إعادة هيكلة المؤسسة العمومية " صيدال، SAIDAL" بتاريخ 1998/02/02، وتضم صيدال ثلاثة فروع للإنتاج و وحدتين للخدمات هي:

- فرع أنتيبوتيكال (ANTIBIOTICAL).

- فرع فارمال (PHARMAL).

- فرع بيوتيك (BIOTIC).

- الوحدة التجارية للوسط.

- وحدة البحث في الأدوية والتقنيات الصيدلانية.

في أبريل 1987 اتجه المجمع إلى إنتاج المضادات الحيوية و منذ ذلك أصبح ملكا للمؤسسة الوطنية للصناعات الكيماوية (SNIC)، وفي فيفري 1989 تم الإعلان عن انتقال هذه الأخيرة إلى التسيير الذاتي، و منذ 1996 و الشركة القابضة للكيمياء الصيدلانية تملك 100% من رأسمال صيدال، و في عام 1997 وضعت المؤسسة برنامج إصلاح أهلها للتحويل إلى مجمع صناعي في 1998/02/02، هذا و تعتبر صيدال أكبر و أول منتج للأدوية و المواد الصيدلانية في الجزائر.

¹ - Notice d'information du groupe SAIDAL, 1999, p 04 et p 09- 11.

أما عن الموضوع الإجتماعي لصيدال فيتمثل في:

- إنتاج، إستيراد، تصدير، تجارة و تسويق كل ما يتعلق بالمنتجات الصيدلانية و خاصة الكيميائية منها على شكل مواد أولية، مواد نصف مصنعة أو تامة الصنع وذلك للإستعمال البشري و الحيواني،
- القيام بكل العمليات المتعلقة بنشاط الشركة،
- أنشطة الترقية و التسويق ذات العلاقة بالهدف الإجتماعي للشركة،
- المساهمة في كل العمليات الصناعية أو التجارية التي تساعد على إنشاء مؤسسات جديدة أو فروع تابعة،
- وبصفة عامة القيام بكل العمليات التي ترتبط بشكل مباشر أو غير مباشر بالهدف الإجتماعي للشركة.

1-2-2- دخول صيدال إلى البورصة و خصائص عملية الإصدار⁵:

إن الإجراء الذي اتبعه صيدال للدخول إلى البورصة هو إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، و قد اتخذ قرار إدخال صيدال إلى البورصة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة يوم 1998/06/18، قدر مبلغ العملية بـ 20% من رأس المال الإجتماعي للمجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج مقسمة إلى 2000000 سهم بقيمة إسمية 250 دج، و ذلك من مجموع الأسهم المقدرة بـ 10 مليون سهم، حددت فترة الإكتتاب من 02/15 إلى 15/03/1999 و حدد السعر الإقتصادي للسهم بـ 861.2 دج، أما سعر العرض (الإصدار) فحدد بـ 800 دج فقط بغرض تشجيع المدخرين على الإكتتاب في هذه الأسهم، و قدر الناتج الصافي للعملية بـ 1522 مليون دج. أما عن طبيعة الأسهم محل الإصدار فهي أسهم إسمية عادية محررة كلياً يعطي لحاملها كل الحقوق التي نص عليها القانون التجاري. و للإشارة فإنه بعد استيفاء صيدال لجميع الشروط حصلت على تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) رقم 04-98 بتاريخ 1998/12/24.

1-2-3- دور البنوك التجارية في العملية:

لعبت البنوك التجارية إلى جانب الوسطاء في عمليات البورصة دوراً كبيراً في إدخال صيدال على البورصة و إنجاح عملية الإصدار و ذلك من خلال توليها كل ما يتعلق بعمليات الصيرفة الإستثمارية، حيث عملت على تقديم نصائح و استشارات للشركة حول الإصدار و وفرت شبائيكها لخدمة المكتتبين. يتمثل الوسطاء في SOGEFI كرئيس مجمع الوسطاء في عمليات البورصة، SOFICOP، ERRACHED EL، SPDM، MALI، أما عن البنوك التجارية فتمثل في CNMA، BDL، BADR، BEA، CNEP، BNA، CPA. و بهدف ضمان السيولة المالية للأسهم إبرام عقد سيولة بين صيدال و البنك محل الدفع " القرض الشعبي الجزائري CPA".

⁵- Notice d'information du groupe SAIDAL, Op.cit, p p 5, 6.

و فيما يتعلق بنتائج الإكتتاب التي تمت على مستوى كل من هؤلاء الوسطاء و البنوك فكانت كما هي موضحة في الجدول (3-4).

الجدول(3-4): نتائج الإكتتاب في أسهم صيدال على مستوى الوسطاء و البنوك.

البنك أو الوسيط	المساهمون		الأسهم المكتتبه	
	العدد	النسبة(%)	العدد	النسبة(%)
BADR	3492	18,1	315457	15,77
BDL	1319	6,84	178705	8,94
BNA	2948	15,3	395829	19,79
CNMA	454	2,36	24716	1,24
CPA	4247	22	464246	23,21
BEA	1948	10,1	217242	10,86
CNEP	3135	16,25	273526	13,68
ER-ELMALI	68	0,35	5098	0,26
SOFICOP	05	0,026	2405	0,12
SOGEFI	1665	8,64	61914	3,1
SPDM	07	0,036	60862	3,04
المجموع	19288	100	2000 000	100

المصدر: وثائق داخلية لشركة تسيير بورصة القيم (SGBV) و عمليات حسابية شخصية.

من معطيات الجدول(3-4) نسجل الملاحظات التالية:

بالنسبة لعدد المساهمين ساهمت البنوك التجارية في عملية بيع أسهم صيدال في السوق الأولية بشكل كبير، حيث توجه إليها عدد هائل من المكتتبين يقدر بـ 17543 مستثمرا بغرض الإكتتاب، أي ما يمثل 90.95% من العدد الكلي للمساهمين، و كان القرض الشعبي الجزائري رائدا من هذه الناحية بنسبة 22% تقريبا نظرا لكونه رئيسا للمجمع، تليه البنوك التجارية الأخرى أين يسجل الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA) وذلك بسبب الإنتشار الضعيف لفروع ووكالات هذا البنك عبر الوطن ومن ثم جهل الجمهور له والإحجام عن التعامل معه.

أما الوسطاء في عمليات البورصة فكانت مساهمتهم في العملية ضعيفة جدا، حيث سجلت أعلى نسبة على مستوى SOGEFI بـ 8.64% وأدنى نسبة بحوالي 0.026% سجلت على مستوى SOFICOP، وكانت نسبة المستثمرين الذين قاموا بالإكتتاب لدى الوسطاء هي 9.05% فقط من مجموع المساهمين.

ما قيل بالنسبة لعدد المساهمين يمكن قوله تقريبا بالنسبة لعدد الأسهم المكتتبه حيث سجلت مساهمة البنوك في بيع الأسهم بنسبة جد مرتفعة تقدر بحوالي 93.48% هذا ما يعني أنه تم الإكتتاب في 93.48% من الأسهم على مستوى البنوك، أما الوسطاء فكانت الأسهم المكتتبه على مستواهم لا تمثل سوى نسبة 6.52%. هذه المعطيات والملاحظات يرجع السبب فيها إلى معرفة الجمهور للبنوك التجارية وكثرة احتكاكه وتعامله معها نظرا لعددتها الهائل وانتشارها بكثرة مما جعلها تكون قريبة من الجمهور، هذا من جهة، ومن جهة ثانية يرجع السبب في ضعف دور الوسطاء في العملية لكون مقرات هؤلاء الوسطاء موجودة بالجزائر العاصمة فقط ولا توجد لها أية فروع أو وكالات في باقي الولايات الأخرى إضافة إلى حداثة نشأتها مقارنة بالبنوك.

1-3-3- مؤسسه تسيير فندق الأوراسي:

1-3-1- تقديم فندق الأوراسي⁶:

بدأ استغلال فندق الأوراسي المصنف بخمس (05) نجوم يوم 02 ماي 1975 وأعيد تجهيزه سنة 1998 وقد تحول إلى شركة ذات أسهم بتاريخ 12 فيفري 1991 برأس مال قدره 40 مليون دج، مقسم إلى 400 سهم بقيمة اسمية 100 ألف دج للسهم الواحد، هذه الأسهم مملوكة من طرف:

- صندوق المساهمة للخدمات بنسبة 40%

- صندوق المساهمة للصناعات المختلفة بنسبة 30%

- صندوق المساهمة للبناء بنسبة 30%

و بموجب المرسوم 95-25 المتعلق بسير الأموال التجارية للدولة تم تحويل ملكية الفندق لصالح الشركة القابضة للخدمات، وفي عام 1995 وبغرض تحسين القدرة المالية للفندق، تم رأس ماله بضم فرق إعادة التقييم، وذلك بقرار من المساهم الوحيد ألا وهو الشركة القابضة للخدمات، إذ سمحت هذه العملية برفع رأس المال الإجتماعي للفندق إلى 1.5 مليار دج من خلال إصدار 14600 سهما بجناها بقيمة اسمية 100 ألف دج لصالح المساهمين، تتمثل أنشطة الفندق في إسكان، الإطعام، إحتواء المحاضرات واللقاءات، والنشاطات الترفيهية، إضافة إلى بعض الأنشطة التابعة.

1-3-2- دخول الأوراسي إلى البورصة وخصائص عملية الإصدار⁷:

اتبعت مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إجراء العرض العمومي بسعر ثابت للدخول إلى البورصة، وهذا بعد ما قررت الجمعية العامة غير العادية لفندق الأوراسي بتاريخ 21 جوان 1998 إدخال جزء من رأس مال هذا الأخير إلى البورصة بهدف الخوصصة الجزئية له، وكان هذا القرار طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات

⁶ - Notice d'information de Hôtel El Aurassi, 1999, p 14

⁷ - Notice d'information de Hôtel El Aurassi, Op.cit, P 6-8.

الدولة خلال جلسته المنعقدة يوم 5 فيفري 1998 في إطار برنامج الخوصصة، والأمر رقم 95-22-
المؤرخ في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية وخاصة المادتين 25 و26.
مست عملية العرض العمومي للبيع 1 مليون و200 ألف سهم من بين 6 مليون سهم، القيمة السمية
للسهم حددت بـ 250 دج وقدرت القيمة الإقتصادية للسهم بـ 497.24 دج أما سعر العرض فقد حدد
بـ 400 دج حدد فترة الإكتتاب في أسهم الأوراسي من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999 وقدر الناتج
الصافي لعملية الإصدار بـ 427 مليون و630 ألف دج.

1-3-3- دور البنوك التجارية في العملية:

قامت مجموعة من الهيئات المتوطنة ببيع أسهم فندق الأوراسي ويتعلق الأمر بكل من **ERRACHED**
EL MALI كرئيس لمجمع الوسطاء في عمليات البورصة **SOGEFI, SPDM, SOFICOP**، إلى جانب
مجموعة من البنوك التجارية التي فتحت شبائيكها للجمهور للإكتتاب في هذه الأسهم و تتمثل هذه البنوك في
CNEP, CNMA, BDL, BADR, BEA, BNA, CPA.

و بغرض ضمان و تحقيق عمليات الطرف المقابل على أسهم فندق الأوراسي تم توقيع عقد سيولة بين
مؤسسة تسيير فندق الأوراسي و القرض الشعبي الجزائري (**CPA**).
بعد قيام هذه الهيئات ببيع أسهم فندق الأوراسي في السوق الأولية، كانت نتائج الإكتتاب حسب
كل بنك و كل وسيط كما هي مبينة في الجدول (4-4) الموالي:

الجدول (4-4): نتائج الإكتتاب في أسهم الأوراسي عبر مختلف البنوك والوسطاء في عمليات البورصة:

البنك أو الوسيط	الأوامر المجمعّة		الأوامر المنفذة		الأسهم المطلوبة		الأسهم المكتتبه	
	العدد	النسبة (%)	العدد	النسبة (%)	العدد	النسبة (%)	العدد	النسبة (%)
BADR	2415	22.36	2392	22.65	317349	15.85	230124	19.17
BDL	780	07.22	744	7.05	147065	7.34	109335	9.11
BEA	1247	11.54	1215	11.05	25048	10.02	120816	10.06
BNA	1935	17.91	1894	17.94	325266	16.25	230178	19.18
CNEP	1757	16.26	1725	16.34	170992	8.54	138535	11.54
CNMA	192	01.00	192	1.81	13327	0.66	11796	0.98
CPA	2030	18.08	1958	18.53	467286	23.34	335102	27.92
ERMALI	435	4.02	434	4.10	90704	4.53	58091	4.84
SOFICOP	02	0.01	02	0.01	1150	0.05	973	0.08
SOGEFI	04	0.03	02	0.01	67500	3.37	30000	2.50
SPDM	03	0.02	03	0.02	200050	10.00	35050	2.92
المجموع	10800	100	10561	100	2001237	100	1200000	100

Source: Bulletin Officiel de la Cote (BOC) ، Septembre 1999، N=07، P 02- 04 + عمليات شخصية

من الجدول (4-4) نلاحظ ونستنتج ما يلي:

فيما يتعلق بأوامر الشراء الواردة إلى البنوك التجارية والوسطاء، في عمليات البورصة قدرت في مجموعها بـ 10800 أمرا، استقبلت منها البنوك التجارية 10356 أمرا أي ما نسبة 95.88% تم قبول وتنفيذ 10120 أمرا منها أي أنها نفذت بنسبة 72.97%، أما الوسطاء في عمليات البورصة فقد تلقوا 444 أمرا فقط أي ما نسبتها 4.12% من العدد الكلي للأوامر، وتم تنفيذها كلها تقريبا أي بمعدل 99.32%.

فيما يخص عدد الأسهم المطلوب شراؤها من طرف المستثمرين، والتي تضمنها أوامرهم، فقد بلغ 2001237 سهما، منها 1641833 سهما كانت الرغبة في شرائها على مستوى البنوك التجارية. بما يمثل 82% من الحجم الكلي للأسهم المطلوبة، فيما لم تتجاوز تلك النسبة بالنسبة للوسطاء في عمليات البورصة 18% تقريبا، هذا من جهة ومن جهة أخرى نلاحظ أن العدد الفعلي للأسهم التي تم الإكتتاب فيها على مستوى

البنوك التجارية بلغ 1075886 من مجموع 1200000 سهما أي بنسبة 65,89% وهي نسبة جد مرتفعة إذا ما قورنت، بتلك المتعلقة بالوسطاء في عمليات البورصة والتي لم تتعدى 34,10 فقط.

نلاحظ كذلك أن القرض الشعبي الجزائري (CPA) سجل مستويات مرتفعة فيما يتعلق بحجم الأوامر المجمعة والمنفذة وعدد الأسهم المطلوبة والمكتتبة لديه على حد سواء ويرجع السبب في ذلك إلى كونه يتصرف في هذه الحالة كرئيس المجمع بالنسبة لفندق الأوراسي.

هذه المعطيات والملاحظات تبين أهمية البنوك التجارية في بيع أسهم الأوراسي وإنجاح عملية الإصدار في السوق الأولية من خلال استقبالها لعدد كبير من أوامر الشراء كما تمت على مستواها معظم عمليات الإكتتاب ويرجع السبب في كل هذا، كما أشرنا سابقا إلى انتشارها الهائل عبر التراب الوطني وقربها من الجمهور العريض مما جعل هذا الأخير يفضل التعامل معها ويتردد في التعامل مع الوسطاء في عمليات البورصة لقلة معرفته لهم وبعدهم المكاني عنهم.

2- على مستوى السوق الثانوية:

عرفنا سابقا أن السوق الثانوية هي مكان تداول الأوراق المالية السابق إصدارها في السوق الأولية وأن عمليات التداول هذه يجب أن تتم بتدخل وسطاء عمليات البورصة ومادامت البنوك التجارية مساهمة في رأسمال هؤلاء الوسطاء فإنه حتما سيكون لها دورا في عمليات التداول وذلك من خلال قيامها بجمع أوامر البيع والشراء التي يتقدم بها العملاء، ثم تقديمها إلى الوسطاء في عمليات البورصة بهدف تنفيذها في البورصة إن أمكن ذلك، ومن ناحية أخرى تتعامل البنوك التجارية في السوق الثانوية بالقيام ببيع وشراء الأوراق المالية للمساهمين (عمليات العطف المقابل).

2-1- تدخل البنوك التجارية لصالح العملاء:

يجب على كل مستثمر يرغب في شراء/ بيع عدد معين من الأوراق المالية من/في البورصة، أن يتصل بوكالة بنكية أو بوسيط في عمليات البورصة مباشرة ويقدم له طلب شراء/بيع* موضحا فيه كل المعلومات المتعلقة بالعميل وبالورقة المراد شراؤها/بيعها، تقوم هذه الوكالة بمعالجة الأوامر وذلك بوضع تحت تصرف العميل مجموعة من الوثائق للإمضاء عليها (وثيقة أمر الشراء/ بيع المقدمة، وثيقة فتح حساب نقدي أو سائل، وثيقة فتح حساب سندي، نموذج الإمضاء)، ثم ترسل تلك الأوامر إلى مصلحة الأوراق المالية.مديرية الخزينة للبنك التي تقوم بدورها بالتسجيل اليومي للأوامر في سجل خاص بذلك بعد ذلك يرسل هذا السجل إلى الوسيط المتعامل معه، هذا الأخير يقوم بعرض هذه الأوامر في حصة التداول بالبورصة لتنفيذها، وفي هذا الصدد توجد ثلاثة حالات للتنفيذ (تنفيذ كلي، جزئي غير منفذ).

* - أنظر الملحق رقم (3).

بعد إعلان النتائج من طرف شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) يقوم الوسيط بتمويل النتيجة في شكل إشعار بالتنفيذ (Avis d'exécution) إلى مديرية الخزينة للبنك، أين تقوم هذه الأخيرة بتمرير هذا الإشعار إلى الوكالة التي تبلغه إلى العميل.

وللإشارة فإنه نظرا لعدم توفر المعطيات المتعلقة بدور بعض البنوك التجارية في هذا المجال فإن دراستنا سوف تقتصر فقط على بنك الفلاحة والتنمية الريفية والبنك الخارجي الجزائري.
أ- بنك الفلاحة والتنمية الريفية:

يتعامل بنك الفلاحة والتنمية الريفية مع الوسيط في عمليات البورصة المسمى شركة التوظيف في القيم المنقولة، حيث ترد إلى هذا الأخير كل الأوامر التي استقبلها بنك الفلاحة والتنمية الريفية إضافة إلى الأوامر التي ترد إليها مباشرة، وفي الجدول (4-5) أدناه بيان ذلك خلال سنتي 2001، 2002:

الجدول (4-5): الأوامر المجمعة من طرف SPDM، BADR خلال 2001، 2002.

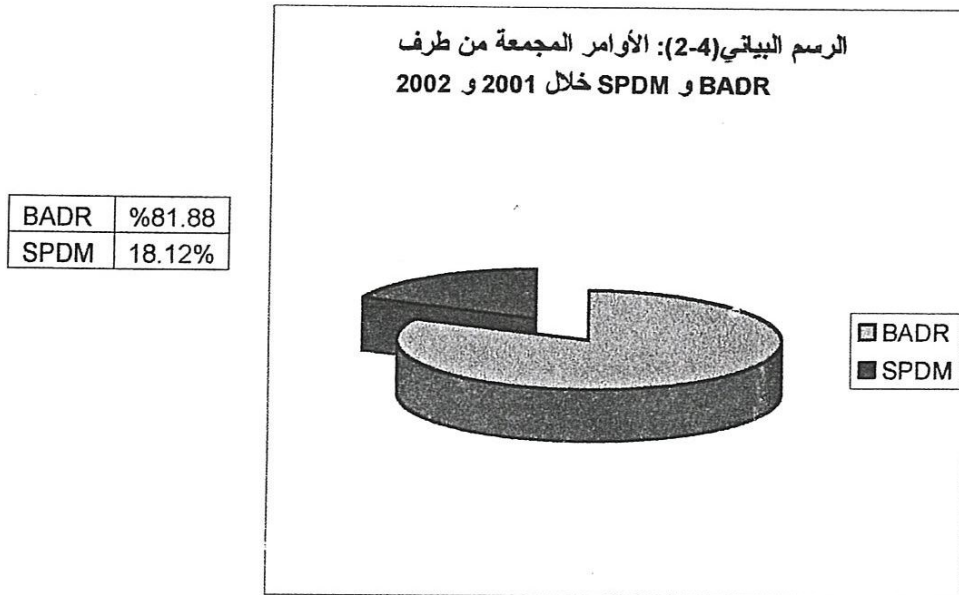
الفترة	SPDM			BADR			عدد الأوامر
	الأوامر المنفذة		عدد الأوامر	الأوامر غير المنفذة	الأوامر المنفذة		
	جزائريا	أجانبيا			جزائريا	أجانبيا	
الثلاثي الأول 2001	27	34	79	178	70	143	391
الثلاثي الثاني 2001	01	18	34	190	07	94	291
الثلاثي الثالث 2001	11	26	68	106	28	69	198
الثلاثي الرابع 2001	02	10	23	178	35	26	239
الثلاثي الأول 2002	03	28	41	48	05	71	124
الثلاثي الثاني 2002	03	06	11	43	01	26	70
الثلاثي الثالث 2002	03	20	26	07	03	14	24
الثلاثي الرابع 2002	03	15	18	00	01	18	19
المجموع	35	131	300	750	150	461	1356

المصدر: وثيقة داخلية لـ SPDM بعنوان "Evaluation des Operation réalise en bourse" وعمليات شخصية.

نلاحظ من الجدول (4-5) السابق أنه خلال السنتين 2001، 2002 قام بنك **BADR** بتجميع 1356 أمرا من أصل 1656% أي ما يعادل 81.88% أما الوسيط **SPDM** فلم يستقبل سوى 300 أمر أي بنسبة 18.12% فقط.

نلاحظ أيضا أن عدد الأوامر المجمعة في انخفاض شبه مستمر من ثلاثي إلى آخر، إذ أنه في الثلاثي الأول من سنة 2001 قام **BADR** بجمع 391 أمرا واستمر العدد في الانخفاض إلى أن وصل إلى 19 أمرا خلال الثلاثي الأخير من سنة 2002، ونفس الشيء نلاحظه بالنسبة لـ **SPDM** لكن بوتيرة متناقصة وهذا دليل على تراجع حجم التداول على الأوراق المالية في السوق الثانوية خاصة من جانب الطلب حيث تعتبر مستويات التداول في سنة 2001 أحسن منها خلال 2002 وهذا بالنظر إلى حجم الأوامر الواردة إلى كل من **BADR** و **SPDM** في كل سنة، حيث بلغت سنة 2001 حوالي 1322 أمرا استقبل بنك **BADR** 1118 أمرا أي 84.56% أما تلك الواردة إلى **SPDM** فلم تتجاوز 204 أمرا أي بما يعادل 15.43% تقريبا، أما في سنة 2002 فلم يتجاوز العدد الكلي للأوامر المجمعة 334 أمرا حيث سجل انخفاض شديد بنسبة 74.33% مقارنة بسنة 2001، ويرجع ذلك برأينا إلى تراجع نشاط البورصة بصفة عامة.

من خلال هذه الملاحظات يتبين لنا دور بنك الفلاحة والتنمية الريفية **BADR** كغيره من البنوك التجارية الأخرى في السوق الثانوية لسوق القيم المنقولة، إذ أنه وفي سنتي 2001 و 2002 ساهم بقوة في تجميع الأوامر الواردة إليه من عملياته التجارية بالوسيط في عمليات البورصة **SPDM**، وذلك بغض النظر عن الوضعية المتدهورة للسوق، ولأجل زيادة توضيح كل ذلك نستعين بالرسم البياني (4-2) أدناه:



المصدر: باستخدام معطيات الجدول (4-2).

ب- البنك الخارجي الجزائري:

لعب البنك الخارجي الجزائري خلال سنتي 2002 و 2003 بالقيام ببعض عمليات بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وهذا لصالح عملائه ويمكن توضيح تلك العمليات من خلال الجدول (4-6) التالي:

الجدول (4-6): عمليات البيع والشراء التي قام بها BEA خلال 2002، 2003 لصالح عملائه.
الوحدة: دينار جزائري

المجموع	الأوراسي	صيدال	إرياض سطيف	الورقة المالية	
				طبيعة العملية	
2358.29	-	458.00	23104.29	2002	شراء
-	-	-	-	2003	
2934546.49	2359691.21	41355.28	13600.00	2002	بيع
461847.83	348524.72	113323.11	-	2003	

Source: Rapport Annuel de BEA, 2003, p7.

نلاحظ من خلال الجدول (4-6) أعلاه أنه لم يتم شراء أية ورقة مالية من طرف BEA لصالح عملائه خلال سنة 2003 وهذا مقابل 23589 دينار جزائري تقريبا قيمة الأوراق المشتراة سنة 2002، ويرجع ذلك إلى عدم وجود أسهم جديدة وتكون مرغوبة أكثر من خلا المستثمرين، كما أن الأسهم المعروضة حاليا لا أحدا يرغب في شرائها بسبب الانخفاض الشديد والمستمر في أسعارها من جهة وانخفاض العوائد الناتجة عنها من جهة ثانية. أما فيما يخص عمليات البيع فنلاحظ انخفاض في قيمة الأوراق المباعة من طرف BEA بأمر من عملائها من 2934546.5 دينار جزائري عام 2002 إلى 461848 دينار جزائري أي انخفاض بمعدل 84% وهذا راجع إلى الإنخفاض في أسعار بيع تلك الأوراق المالية إضافة إلى عدم وجود طلب على هذه الأوراق مما يعني عدم تنفيذ الكثير من أوامر البيع.

2-2- تدخل البنوك التجارية لحسابها الخاص (لصالح محفظتها المالية):

تقوم البنوك التجارية بدور مهم في تنشيط السوق الثانوية للقيم المنقولة، وذلك من خلال قيامها ببيع وشراء الأوراق المالية لصالح محفظتها المالية سواء رغبة منها في ذلك أو في إطار عقود السيولة التي قد تبرمها مع الشركات المصدرة.

فلو تأخذ كمثال دور البنك الخارجي الجزائري في هذا المجال، تكون العمليات التي قام بها خلال سنتي

2002، 2003 كما هي مبينة في الجدول (4_7) التالي:

الجدول (4-7): عمليات البيع والشراء التي قام بها BEA لحسابه الخاص خلال 2002-2003.

الوحدة: دينار جزائري

المجموع	الأوراسي	صيدال	إرياض سطيف	طبيعة العملية	
				الورقة المالية	
1253007.61	571808.95	681198.66	-	2002	شراء
5065025.90	1235648.65	-	382377.25	2003	
-	-	-	-	2002	بيع
-	-	-	-	2003	

Source: Rapport Annuel de BEA, 2003, p7.

نلاحظ من الجدول (4-7) أنه خلال سنة 2003 قام البنك الخارجي الجزائري بشراء ما قيمته 5065026 دينار جزائري تقريبا من أسهم إرياض سطيف والأوراسي ولم نسجل أية قيمة بالنسبة لأسهم صيدال، هذه القيمة تعتبر كبيرة مقارنة بتلك الحاصلة سنة 2002 والمقدرة بـ 1253007.6 دينار جزائري، أما بالنسبة لعمليات البيع فلم يقيم البنك الخارجي الجزائري بأية عملية بيع لحسابه الخاص في كلتا السنتين. هذه المعطيات لا يمكن الحكم من خلالها بأن دور البنك الخارجي الجزائري، أو غيره من البنوك هو دور ضعيف وغير فعال، بل يرجع ذلك إلى حالة السبات التي تعيشها بورصة الجزائر مما أدى بتضييق المجال أمام البنوك التجارية لممارسة وظائفها في تلك السوق.

II- دور البنوك التجارية في السوق السندي الجزائري:

السوق السندي ينقسم هو الآخر إلى سوق أولية و سوق ثانوية، يتم في الأولى بيع الأوراق المالية (السندات) الجديدة التي تصدرها الشركات الراغبة في الحصول على أموال متوسطة و طويلة الأجل لكن دون تقييد هذه السندات في جدول التسعيرة بالبورصة، أما الثانية ففيها تتداول هذه السندات و بطريقة تختلف عن تلك التي يتم بها التداول في السوق الثانوية المنظمة (البورصة)، حيث يتم فيها بيع و شراء السندات في ما بين البنوك و بيوت السمسرة و غيرهم من المتعاملين في الأوراق المالية لكن خارج البورصة كسوق منظمة. في السوق السندي الجزائري توجد ثلاث شركات تتداول سنداها، و يتعلق الأمر بكل من شركة إعادة التمويل الرهني (SRH)، شركة سوناطراك و الشركة الجزائرية للطيران.

1- شركة إعادة التمويل الرهني (SRH*):

1-1- تقديم شركة SRH¹:

أنشأت شركة إعادة التمويل الرهني بتاريخ 1997/12/27 برأسمال اجتماعي قدره 3290 مليون دج، تم اعتماد هذه الشركة كهيئة مالية من طرف مجلس النقد و القرض بموجب القرار رقم 01-98 المؤرخ 04/06/1998، و تأخذ الشكل القانوني لمؤسسة عمومية اقتصادية (EPE)، شركة ذات أسهم (SPA). ينقسم رأس المال الاجتماعي لشركة SRH إلى 658 سهما بقيمة إسمية قدرها 05 مليون دج، تم رفع رأس المال الاجتماعي للشركة بقرار من الجمعية العامة غير العادية المنعقدة يوم 2003/04/16 إلى 4165 مليون دج، أي بما يعادل 833 سهما مملوكة من طرف الخزينة العامة و مجموعة من البنوك و شركات التأمين كما يلي:

- الخزينة العمومي (DGT) : 254 سهما أي ما قيمته 1270 مليون دج.

- CPA، BEA، BNA : 109 أسهم لكل واحد منهم، أي ما قيمته 545 مليون دج للبنك الواحد.

- CNEF : 76 سهما، أي 380 مليون دج.

- SAA، CAAR، BADR : 50 سهما لكل واحد منهم و بما قيمته 250 مليون دج لكل منهم.

- CAAT : 26 سهما، أي ما يمثل 130 مليون دج.

يتمثل الموضوع الاجتماعي للشركة طبقا للتعديلات التي وافق عليها بنك، الجزائر يوم 2002/01/17 في

ما يلي:

- القيام بعمليات تمويل قروض الرهن الممنوحة للمقترضين من طرف البنوك و المؤسسات المالية المعتمدة،
- تسيير الضمانات الرهنية المكونة من القروض التي أعيد تمويلها من طرف شركة SRH لصالح البنوك و المؤسسات المالية المعتمدة،

*- Société de Refinancement Hypothécaire.

¹ - Notice d'information, Emprunt obligataire SRH, 2003, p 12-17.

- القيام بعمليات التوظيف اللازمة لنشاطها،
- تحريك على مستوى السوق الوطنية و الدولية كل الوسائل الضرورية لنشاط الشركة،
- قيادة كل الأنشطة التي من شأنها تحقيق أهداف الشركة.

1-2- معلومات حول عملية الإصدار¹:

- سمحت الجمعية العامة العادية للمساهمين لشركة SRH أثناء جلستها المنعقدة يوم 2003/06/05 بإصدار قرض سندي بمبلغ أقصاه ثلاثة (03) ملايين دج و أعطت لمجلس الإدارة السلطة الكاملة لإتمام العملية، و تتمثل أهم خصائص هذا الإصدار في ما يلي:
- البنك المرافق: القرض الشعبي الجزائري CPA.
- نوع و طبيعة السندات: عادية غير مادية (Dématérialisée).
- تاريخ الإصدار: 15 جويلية 2003.
- المبلغ الإجمالي المكتتب: 2480 مليون دج مقسمة إلى 248 ألف سند.
- القيمة الاسمية للسند: 10000 دج.
- ينقسم الإصدار إلى شريحتين: الأولى مدتها ثلاث (03) سنوات تستحق في 2006/07/15 و الثانية مدتها خمس (05) سنوات تستحق يوم 2008/07/15.
- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية (Adjudication à la hollandaise) *.
- قيمة الشريحة الأولى تساوي 1320 مليون دج و قيمة الشريحة الثانية هي 1160 مليون دج.
- معدل الفائدة الاسمي و معدل العائد السنوي هما 4% و 3.72% على الترتيب بالنسبة للشريحة الأولى، و 4.5% و 4.16% على الترتيب بالنسبة للشريحة الثانية، و متوسط سعر الشريحة الأولى 100.78% و 101.49% بالنسبة للثانية.
- المكتتبين في هذه السندات هم: CÉLIM ، CAAR، CAAT، BEA، CPA، BDL، SAA، CNAC، CNEP ،، SICAV.
- تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 03-01 الصادرة يوم 2003/07/03.

¹ - العديد من المراجع:

- Notice d'information du SRH, 2003, Op.cit, p 07- 11.
 - COSOB, Séminaire sur les emprunts obligataire, 27 septembre 2004, Hôtel El Aurassi, p 14.
 * - تسمى أيضا مناقصة بالمعنى المطلوب، و تعني أنه يتم ترتيب العطاءات على أساس السعر و تنفذ الطلبات ذات السعر الأكبر أولا ثم الأصغر فالأصغر إلى أن يتم تصريف الإصدار كله.

1-3- دور البنوك التجارية في عملية الإصدار السندي لشركة SRH:

كما هو الحال بالنسبة لسوق القيم المنقولة، فإنه في السوق السندي كذلك لعبت البنوك التجارية دورا هاما في إنجاح عمليات الإصدار.

فبالنسبة لشركة SRH تمت عملية الإصدار بمرافقة القرض الشعبي الجزائري (CPA) و تولى هذا الأخير القيام بالخدمات المالية للإصدار، حيث أخذ على عاتقه كل ما يتعلق بالتحضير و التنظيم و متابعة المناقصة إضافة إلى قيامه بإعلان النتائج و الإشراف على عمليات الدفع و التسليم.

و في إطار التحضير لعملية الإصدار و من أجل إنجاحها عقدت عدة اجتماعات و لقاءات عمل بين ممثلي كل من شركة SRH و بنك CPA انبثق عنها إعداد المذكرة الإعلامية، كما قام بنك CPA بإرسال إلى كل الأطراف المعنية بالإصدار وثيقة توضيحية (Note d'information) الغرض منها توضيح النقاط العملية المتعلقة بالمناقصتين مع إظهار كل ما يتعلق بمهام كل متدخل في هذه العملية، و قد تمت المناقصتين في يوم واحد هو يوم 2003/07/13 برئاسة بنك CPA و بحضور الشركة المصدرة SRH و تحت إشراف الـ COSOB.

بالإضافة إلى دزر بنك CPA في عملية الإصدار كمرافق رئيسي، ساهمت البنوك التجارية الأخرى و مختلف المؤسسات المالية في إنجاح العملية من خلال العطاءات التي قدمتها في شكل مناقصات في أظرفه مغلقة يحدد فيها السعر المقترح و المبلغ المطلوب*، و تقدم هذه العطاءات في أظرفه مغلقة.

بيان العطاءات الخاصة بكل الشريحتين موضح في الجدول (4-8).

الجدول (4-8): بيان العطاءات الخاصة بشريحتي الإصدار لشركة SRH.

السند SRH، 3 سنوات، 4%، 15 جويلية 2006		السند SRH، 5 سنوات، 4.5%، 15 جويلية 2008		المؤسسة
المبلغ (مليون دج)	السعر (%)	المبلغ (مليون دج)	السعر (%)	
100	101.68	100	103.13	CNEP
100	101.54	100	102.90	
100	101.40	100	102.68	
100	101.26	100	102.45	
100	101.12	100	102.22	
40	100.00	50	100.00	CNAC
40	100.28	50	100.88	
40	100.84	50	101.33	
40	101.54	100	102.22	
40	102.84	50	102.68	
50	100.28	50	100.44	BDL
50	100.00	50	100.00	
50	99.45	50	99.13	
-	-	10	102.68	CAAT

* - أنظر الملحق رقم (4).

100.44	100	100.00	150	SAA
100.00	130	.	.	
99.56	130	.	.	
100.44	10	100.28	10	Célim SICAV
100.80	10	100.70	10	
		98.63	50	BEA
		98.90	50	
-	-	100.00	100	
-	-	100.28	200	CPA
-	-	100.00	50	CAAR

المصدر: وثائق متحصل عليها من مديرية الخزينة للقرض الشعبي الجزائري

نلاحظ من الجدول (4-8) ما يلي:

بالنسبة للشريحة الأولى (3 سنوات، 4%، 15 جويلية 2006) قدمت مجموعة من البنوك (CNEP)، (BDL، BEA، CPA) عطاءات تقدر في مجموعها 1050 مليون دينار جزائري أي ما يعادل تقريبا 71.43% من القيمة الإجمالية لكل العطاءات والمقدرة بـ 1470 مليون دينار جزائري، ومعظم هذه العطاءات كانت قد تقدم بها الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط CNEP. بما قيمته 500 مليون دج، لكن في مقابل ذلك قدمت المؤسسات المالية الأخرى (CAAR، Célim SICAV، SAA، CNAC) عطاءات بقيمة إجمالية لم تتجاوز 420 مليون دج، أي ما نسبته 2857 مثلت منها عطاءات CNAC لوحدها 200 مليون دج.

بالنسبة للشريحة الثانية (5 سنوات، 4.5%، 15 جويلية 2008) قدم بنكي CNEP و BDL عطاءات قيمتها 650 مليون دج في حين قامت مجموعة من المؤسسات المالية الأخرى (SAA، CAAT، CNAC، CELIM) بتقديم عطاءات قدرها 690 مليون دج، أي ما نسبته 485% و 515% على التوالي من المجموع الإجمالي للعطاءات البالغة قيمتها 1340 مليون دج.

إضافة إلى كل ذلك نلاحظ أن البنوك التجارية قدمت عطاءات بأسعار تنافسية على اعتبار أن السعر هو المحدد الوحيد الذي على أساسه يتم قبول هذه العطاءات أو رفضها.

من خلال هذه الملاحظات يمكننا أن نقول بأن البنوك التجارية سجلت حضورها في كلتا المناقصتين (الشريحتين) وبأسعار وكميات تنافسية، هذا ما يظهر رغبتها في الحصول على جزء من هذه السندات، وبالتالي العمل بصورة مباشرة أو غير مباشرة على تنشيط وإنجاح عمليات الإصدار وبالتالي زيادة فعالية السوق السنوي.

هذا فيما يتعلق بالعطاءات الخاصة بالإصدار السنوي لشركة (SRH)، أما عن النتائج النهائية

للمناقصة فكانت مثل ما هي مبينة في الجدول (4-9) الآتي:

الجدول (4-9) : نتائج المناقصة الخاصة بالإصدار السندي للشركة (SRH):

المجموع الإجمالي للمبالغ	السند SRH، 5 سنوات، 4.5%، 15 جويلية 2008				السند SRH، 3 سنوات، 4%، 15 جويلية 2006				المؤسسة
	إجمالي المبلغ المدفوع	سعر السندات	السعر (%)	المبلغ	إجمالي المبلغ المدفوع	سعر السندات	السعر (%)	المبلغ	
380.440	230.44	100.44 130	100.44 100.00	100 130	150	150	100.00	150	SAA
200.560	/	/	/	/	200.56	200.56	100.28	200	CPA
200.360	100.22	50.22 50	100.44 100.00	50 50	100.14	50 50.14	100.00 100.28	50 50	BDL
100	/	/	/	/	100	100	100.00	100	BEA
10.268	10.268	10.268	102.68	10	/	/	/	/	CAAT
50	/	/	/	/	50	50	100.00	50	CAAR
40.222	20.124	10.044 10.080	100.44 100.80	10 10	20.098	10.028 10.070	100.28 100.70	10 10	Célim SICAV
1020.380	513.380	103.130 102.900 102.680 102.450 102.220	103.13 102.90 102.68 102.45 102.22	100 100 100 100 100	507	101.68 101.54 101.40 101.26 101.12	101.68 101.54 101.40 101.26 101.12	100 100 100 100 100	CNEP
506.865	304.665	50 50.440 50.665 102.220 51.340	100.00 100.88 101.33 102.22 102.68	50 50 50 100 50	202.2	40 40.112 40.336 40.616 41.136	100.00 100.28 100.84 101.54 102.84	40 40 40 40 40	CNAC
2509.095	1179.097	-	-	1160	1329.998	-	-	1320	المجموع

المصدر : وثائق داخلية للفرص الشعبي الجزائري (المديرية العامة للخزينة).

من الجدول (4-9) السابق نلاحظ ونستنتج ما يلي:

بالنسبة للشريحة الأولى من الإصدار (SRH، 3 سنوات، 4%، 15 جويلية 2006) ساهمت مجموعة من البنوك التجارية (CPA, BDL, BEA, CNEP) بالإكتتاب في هذا الجزء من الإصدار و ذلك بمبلغ إجمالي قدره 907.7 مليون دج، أي بما نسبته 68.25% من المبلغ الإجمالي المكتتب و المقدر بـ 1329.998 مليون دج، أما المؤسسات المالية الأخرى المكتتبه في هذا الإصدار و المتمثلة في (SAA, CAAR Célim, CNAC, SICAV) فلم يتجاوز مجموع مساهماتها 31.75% و ذلك بمبلغ إجمالي قيمته 422.298 مليون دج.

بالنسبة للشريحة الثانية من الإصدار (SRH، 5 سنوات، 4.5%، 15 جويلية 2008) كانت نسبة مساهمة البنوك التجارية ممثلة بكل من CNEP, BDL أقل من سابقتها في الشريحة الأولى، حيث لم تتجاوز في هذه الحالة 52% تقريبا من إجمالي المبلغ المكتتب بالنسبة لهذا الجزء من الإصدار و البالغ 1179.097 مليون دج،

أي بمبلغ قدره 613.6 مليون دج، أما مساهمات المؤسسات المالية الأخرى في هذه الحالة و المثلة بـ SAA, CAAT, Célím SICAV, CNAC فقد ساهمت بمبلغ إجمالي يساوي 565.497 مليون دج، أي ما يعادل 48% تقريبا.

و بصفة عامة بلغت قيمة المبلغ الإجمالي المكتتب من طرف البنوك التجارية في الإصدار كله 1521.3 مليون دج، أما حصة المؤسسات المالية الأخرى فقدت بـ 987.795 مليون دج، وهذا يعني نسبة مساهمة إجمالية قيمتها 60.63% و 39.37% على التوالي من المبلغ الإجمالي المكتتب و البالغ 2509.095 مليون دج. بالإضافة إلى هذه الملاحظات نشير أيضا إلى أن نسبة كبيرة من مجموع الإكتتابات كانت من طرف بنك CNEP ومؤسسة CNAC.

كل هذه المعطيات والملاحظات تبين أهمية الدور الذي لعبته البنوك التجارية في إنجاح عملية الإصدار السندي الذي قامت به شركة SRH، حيث سجلت حضورها في الإكتتاب في كلا جزئي الإصدار وذلك بالنظر للأسعار التنافسية والمبالغ الكبيرة التي تقدمت بها على شكل عطاءات (Soumissions).

2 - شركة سوناتراك:

2-1 - تقديم شركة سوناتراك¹

الشركة الوطنية للبحث، الإنتاج، النقل، للتحويل وتسويق المحروقات المعروفة باسم سوناتراك "SONATRACH" هي شركة ذات أسهم تعود ملكيتها لمساهم واحد هي الدولة الجزائرية، وتم إنشائها بموجب المرسوم الرئاسي رقم 63 - 491 المؤرخ في 31 ديسمبر 1963 المعدل والمتمم. يقدر الرأسمال الاجتماعي لسوناتراك بـ 245 مليار دينار جزائري ممثلة بـ 245 ألف سهم بقيمة إسمية واحد (1) مليون دينار جزائري للسهم الواحد.

وفي عام 2002 تم رفع رأس المال الاجتماعي لسوناتراك بـ 32 مليار دينار جزائري بقرار من الجمعية العامة للشركة.

كان النشاط الأساسي لسوناتراك ينحصر في نقل وتجارة المحروقات ، وفي عام 1966 وسعت نشاطها إلى البحث وإنتاج وتحويل المحروقات ، ومع تأميم قطاع المحروقات في 24 فيفري 1971 أصبحت حصة سوناتراك في إنتاج البترول في الجزائر تمثل 77% و 100% في إنتاج الغاز إلى أن وصلت نسبة إنتاج البترول 83% من الإنتاج الكلي في الجزائر عام 1975 ، وفي عام 1986 رخصت القوانين الجديدة لسوناتراك بالمشاركة مع الشركات الأجنبية لتنشيط عمليات البحث واستغلال المحروقات .

¹ - Notice d'information du SONATRACH, 16 novembre 2003, p 07-10

2-2 - معلومات حول عملية الإصدار السندي لسوناطراك¹:

اجتمع المجلس الإداري لسوناطراك في دورة عادية يوم 13 أكتوبر 2003 وأعطى موافقة لإصدار قرض سنوي قيمته خمسة ملايين دينار جزائري ، سيلحق بعد خمسة سنوات ومن أهم خصائص ومميزات هذا الإصدار ما يلي:

- البنك المرافق: البنك الخارجي الجزائري.
- نوع السندات: سندات عادية.
- تاريخ الإصدار وتاريخ الإستحقاق: 09 ديسمبر 2003 و 9 ديسمبر 2008 على التوالي.
- القيمة الأسمية للسند: 100000 دينار جزائري.
- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريق الهولندية.
- عدد السندات: 50.000 سند بمعدل فائدة 4% ومعدل عائد 3.4%، ومتوسط سعر قدره 104.64 %
- المستثمرون المعنيون: هم المستثمرون التأسيسيون.
- طريقة تداول السندات: تتداول السندات بالتراضي خارج البورصة.
- تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: التأشيرة رقم 03 - 01 ليوم 03 جويلية 2003.

2-3 - دور البنوك التجارية في العملية:

يتمثل دور الوسطاء في السوق الأولية في المساعدة على تحويل رؤوس الأموال من المدخرين إلى أصحاب العجز المالي ، وفي إطار ذلك وبطلب من شركة سوناطراك كان البنك الخارجي الجزائري (BEA) بمثابة المرافق الرئيسي لعملية الإصدار منذ البداية ، حيث تولي عملية التحضير والتنظيم للعملية ، إعداد المذكرة الإعلامية بالتعاون مع ممثلي شركة سوناطراك ، تعريف وشرح خصائص الإصدار لجميع الأطراف المعنية به ، كما ترأس حصة المناقصة الخاصة بهذا الإصدار.

هذا بالنسبة للبنك الخارجي الجزائري كمرافق لعملية الإصدار، أما عن البنوك الأخرى وغيرها من المؤسسات المالية فكان لها دور في إنجاح عملية الإصدار من خلال ما أبدته من استعداد لشراء هذه السندات، باعتبارها الطرف المعني بالإكتتاب في هذا الإصدار حيث قدمت عطاءات تنافسية فيما بينها وكان الحد الوحيد للمنافسة هو السعر، وكانت هذه العطاءات كما هي مبينة في الجدول رقم (4-8) التالي:

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- Notice d'information du SONATRACH, Op.cit, P1-6.
- COSOB, Séminaire sur les emprunts obligatoire, Op.cit, P15.

الجدول (4-10): بيان العطاءات المقدمة و الخاصة بسندات سوناطراك.

المؤسسة	السعر(%)	الكمية
BDL	100.90	20
	100.45	30
	100.00	30
BEA	103.64	700
	103.50	600
	103.18	200
BADR	101.20	1000
	101.25	1000
	101.30	1000
CELIM SICAV	100.00	10
	97.80	20
	95.67	20
SAA	100.45	200
	100.22	150
	100.00	160
CPA	100.90	700
	100.36	700
	100.00	700
CAAT	101.80	20
	102.72	20
	103.64	20
CNEP	106.96	1000
	105.76	1000
	103.64	1000
CNMA	100.45	50
	100.22	50
	100.00	50
BNA	101.98	1000
	101.57	1000
	101.35	1000
CNAC	103.50	250
	102.72	250
	101.80	500
SRH	101.20	200
	100.90	200
	100.00	100
BNP	101.12	100
المجموع	-	15050

المصدر: وثيقة داخلية للبنك الخارجي الجزائري.

من الجدول (4-10) السابق نلاحظ ما يلي:

- من بين 13 مؤسسة قدمت عطاءاتها: تمثل البنوك التجارية 08 منها، 07 بنوك عمومية والآخر بنك خاص هو بنك باريس الوطني (BNP).

- بلغ الحد الأقصى لسعر الإكتتاب المقدم من طرف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى 106.96% وكان ذلك من تقديم CNEP بنك، في حين سجل أدنى سعر 95.67% تقدمت به مؤسسة « Celim SICAV »
- قدم كل من BADR . BNA. CNEP أحسن العطاءات من حيث الكمية حيث أبادي كل منها إستعدادا لشراء 3000 سنداً أي ما نسبته 19.93% من مجموع السندات المطلوبة المقدرة بـ 15050 سنداً بالنسبة لكل بنك منها. أي أنها طلبت مجتمعة حوالي 60% من المجموع الكلي للسندات المطلوبة، بينما لم ترغب مؤسسة (Célím SICAV) إلا في شراء 50 سنداً.

- بلغ عدد السندات المطلوبة من طرف البنوك التجارية المجتمعة 12930 سنداً مقابل 2120 سنداً مطلوبة من طرف مؤسسات المالية الأخرى ، وأي ما يمثل حوالي 86% و 14% على التوالي من الحجم الكلي للطلب.
- مادام المحدد الوحيد للمنافسة هو السعر فإن أحسن العروض هي تلك التي تقدم بها بنك CNEP بسعر 106.96% متبوعاً بـ CNAC, BEA, CAAT تليهم عروض المؤسسات والبنوك الأخرى، كل هذا يظهر أهمية البنوك التجارية في إنجاح هذه المناقصة المتعلقة بسندات سوناطراك نظراً لعددتها الكبير وتوفرها على فوائض مالية هائلة، إضافة إلى خبرتها في مثل هذه العمليات.

بعد دراسة هذه العطاءات والتي كانت بقيمة إجمالية 15 مليار و 50 مليون دينار جزائري (15050.000.000 دج) والقيام بفرزها وتلبية أحسنها كانت النتائج النهائية للإكتتاب كما هي مبينة في الجدول (4-11) الموالي:

الجدول(4-11): نتائج المناقصة الخاصة بسندات سوناطراك

الوحدة : دينار جزائري

المؤسسة المكتبة	قيمة السندات المطلوبة	قيمة السندات التي تم اكتتابها	سعر الإكتتاب(%)	معدل العائد(%)
CNEP	1000.000.000	1000.000.000	106.96	2.5
	1000.000.000	1000.000.000	105.76	2.75
	1000.000.000	960.000.000	103.64	2.20
BEA	700.000.000	700.000.000	103.64	3.20
	600.000.000	600.000.000	103.50	3.23
	200.000.000	200.000.000	103.18	3.30
CNAC	250.000.000	250.000.000	103.50	3.23
	250.000.000	250.000.000	102.72	3.40
	500.000.000	00	101.80	/
CAAT	20.000.000	20.000.000	103.64	3.20
	20.000.000	20.000.000	102.72	3.40
	20.000.000	00	101.80	/
المجموع	5560.000.000	5000.000.000	/	/

المصدر: وثائق خاصة بالبنك الخارجي الجزائري وعمليات حسابية شخصية.

نلاحظ من الجدول(4-11) أن المناقصة الخاصة بسندات سوناطراك أسفرت عن إكتتاب بنكيين تجاريين هما الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط CNEP و البنك الخارجي الجزائري(BEA) إلى جانب شركتي تأمين هما الصندوق الوطني للتأمين على البطالة (CNAC) والشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAT)، حيث أكتتب كل من CNEP بنك و BEA بأسعار وكميات أكبر من تلك التي تمت بها إكتتابات CNAC و CAAT.

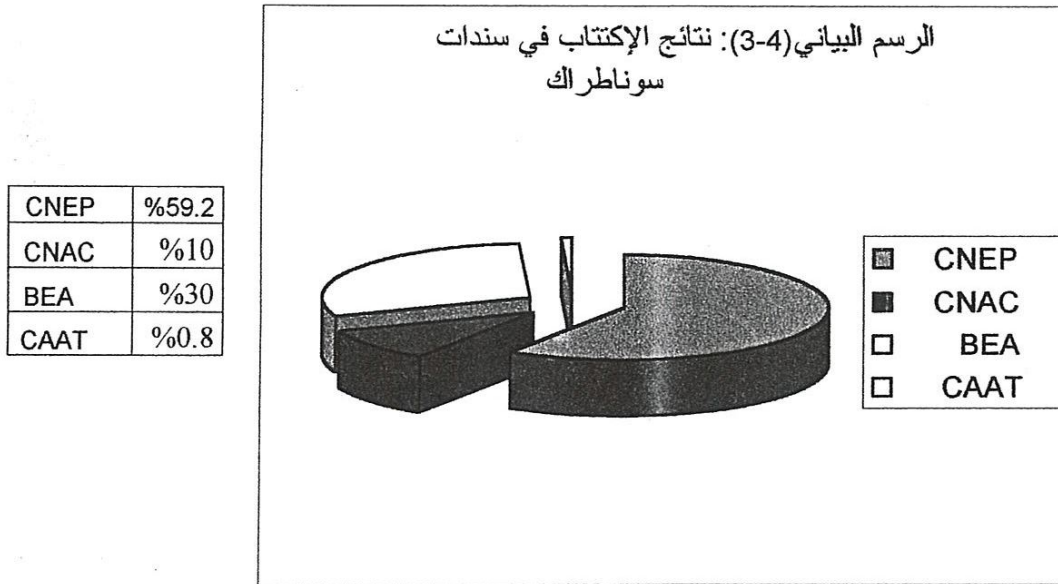
فمن حيث الكمية نلاحظ أن CNEP بنك ساهم في عملية الإكتتاب بنسبة كبيرة قدرت بـ59.2% يليه بنك BEA في الترتيب بنسبة 30% حيث أكتتب في مجموعة من السندات بقيمة 2960 مليون دينار جزائري و 1500 مليون دينار جزائري على التوالي، فيما ساهم كل من CNAC و CAAT بنسبة 10% و

0.8% على الترتيب، أي ما قيمته 500 مليون دينار جزائري من السندات بالنسبة لـ CNAC

و40 مليون دينار جزائري بالنسبة لـ CAAT.

من خلال هذه المعطيات و الملاحظات تظهر أهمية الدور الذي تلعبه البنوك التجارية بصفة عامة في إنجاح المناقصة الخاصة بالقرض السندي لشركة سوناپراك وذلك بالنظر للعطاءات التي تقدمها سواء من حيث الكمية أو من حيث السعر، حيث ساهمت البنوك التجارية، ممثلة بينكي CNEP و BEA بنسبة اإكتتاب بلغت 89.2% من مبلغ الإكتتاب الإجمالي و المقدر بخمسة ملايين دينار جزائري وهي نسبة جد مرتفعة مقارنة بنسبة المساهمة الخاصة بشركات التأمين ممثلة بـ CNAC و CAAT حيث لم تتجاوز 10.8% فقط.

نتائج الجدول (4-11) السابق يمكن توضيحها أكثر بالرسم البياني (4-3) أدناه:



المصدر: باستخدام معطيات الجدول (4-11).

3- الشركة الجزائرية للطيران:

3-1- تقديم الشركة الجزائرية للطيران¹:

تم إنشاء الشركة الجزائرية للطيران المعروفة بـ "Air Algérie" سنة 1947 كفرع تابع للشركة الفرنسية للطيران "Air France" إلى غاية 1962 تاريخ استقلال الجزائر، تم تحويل الشكل القانوني للشركة إلى شركة ذات أسهم يوم 1997/02/17 برأس مال قدره 2.5 مليار دينار جزائري تملكه كلياً الشركة القابضة العمومية. بتاريخ 18 فيفري 1963 أصبحت هذه الشركة وطنية بنسبة 51% من رأس مالها الاجتماعي، إلى غاية عام 1972 أين أصبحت الشركة وطنية بنسبة 100%، وفي 31 ديسمبر 2002 كان رأس المال الاجتماعي للشركة الجزائرية للطيران يقدر بـ 14 مليار دينار جزائري ممثلة بـ 25000 سهم بقيمة إسمية 560.000 دينار جزائري للسهم الواحد وكلها مكتتبة من طرف الدولة

يتمثل النشاط الأساسي للشركة الجزائرية للطيران في النقل الجوي للأفراد و الأمتعة و البريد بالإضافة إلى نشاط الصيانة الطيرانية.

أما عن الموضوع الاجتماعي للشركة فيتمثل فيما يلي :

- تنظيم واستغلال كل خدمات النقل الجوي العمومي للأفراد و الأمتعة و البريد.
- كل أعمال الصيانة و إصلاح التجهيزات الطيرانية لصالحها أو لصالح الآخرين وإضافة إلى التسيير التقني في إطار إتفاقيات التعاون.
- وبصفة عامة كل عملية مهما كانت طبيعتها، إقتصادية، قانونية، مالية، صناعية، مدنية أو تجارية، من شأنها أن تسهم في تكوين وتطوير الشركة بصورة مباشرة أو غير مباشرة.

3-2- خصائص عملية الإصدار²:

سمح المجلس الوزاري في قراره المؤرخ في 11 سبتمبر 2003، للشركة الجزائرية للطيران باقتناء 6 طائرات من نوع "ATR72-500" وهذا في إطار تجديد أسطولها الجوي، كما وافق المجلس الوزاري عند انعقاده بتاريخ 12 جانفي 2004 على إصدار قرض سندي بقيمة 4.4 مليار دينار جزائري لتمويل عملية اقتناء أسطول جديد لصالح الشركة يتكون من ثلاث طائرات من نوع "Boeing" وخمسة من نوع "Airbus" وستة من نوع "ATR" وأعطى تعليمة للبنوك وشركات التأمين وخاصة الصندوق الوطني للتأمين على البطالة CNAC العمل على تنشيط عملية الإصدار.

¹ - Notice d'information d'Air Algérie, 1 Avril 2004, P13-23.

² - عدة مراجع أهمها:

- Notice d'information d'AIR ALGÉRIE, Op.cit ,P05-12
- COSOB- Séminaire sur les emprunte obligataire, Op.cit p 01-07

بالإضافة إلى ذلك سمحت الجمعية العامة غير العادية لمساهمي الشركة الجزائرية للطيران المجتمعة يوم 29 مارس 2004 بهذا الإصدار و أعطت لمجلس الإدارة السلطة اللازمة لإتمام العملية. وبعد إطلاع لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة على المذكرة الإعلامية أشرت عليها بتأشيرة رقم 04/011 وذلك بتاريخ 11 مارس 2004*.

وتتميز عملية الإصدار بمجموعة من الخصائص أهمها:

- البنك (الوسيط) المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA
- نوع وطبيعة السندات: عادية، اسمية، مادية.
- عدد السندات: 440.000 سند.
- القيمة الإسمية للسند: 10.000 دينار جزائري.
- مبلغ وظيفة الإصدار: 4.4 مليار دينار، مقسمة إلى شريحتين.
- الشريحة الأولى بـ 1.8 مليار دينار، تصدر بطريقة سندات متسلسلة* (en Séries) بمعدل فائدة إسمي 3 ومعدل عائد 2.07% مقسمة كما يلي:

45 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أبريل 2005

450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أبريل 2006

450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أبريل 2007

450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أبريل 2008

الشريحة الثانية بـ 2.6 مليار دينار جزائري تصدر بالطريقة الهولندية أو كما تسمى السعر المطلوب، معدل فائدة قدره 3.75% ومعدل عائد 2.36% تستحق يوم 01 أبريل 2009.

- سعر الإصدار: الشريحة الأولى 102.22% والشريحة الثانية بـ 106.47% (هذه الأسعار حددتها طلبات المستثمرين أثناء المناقصة).

- المستثمرون المعنيون: المستثمرون التأسيسيون.

- تاريخ المناقصة: الشريحة الأولى يوم 29 مارس 2004 والثانية يوم 30 مارس 2004.

- طريقة تداول السندات: يتم تداول السندات بالتراضي وخارج البورصة، أما الفوائد فتسدد يوم 01 أبريل من كل سنة، ويسدد كل جزء من القرض في تاريخ استحقاقه.

* - أنظر الملحق رقم (5).

** - تعني هذه الطريقة أنه يتم تقسيم الإصدار إلى أجزاء متساوية، بحيث يكون تاريخ استحقاق هذه الأجزاء في سنوات متتالية.

3-3- دور البنوك التجارية في عملية الإصدار:

مثل ما رأينا بالنسبة للإصدارين السنديين لكل من شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) وشركة سوناطراك، حيث كان حضور البنوك التجارية في العمليتين منذ البداية، فكذلك الأمر بالنسبة لعملية الإصدار التي قامت بها الشركة الجزائرية للطيران.

إذ كان البنك الوطني الجزائري (BNA) بمثابة المرافق الرئيسي لهذه الأخيرة، وترأس كل العمليات المالية المتعلقة بالإصدار، حيث قام بإعداد الدراسة المالية للشركة وقدم لها النصح والإرشاد بناء على النتائج التي توصل إليها، كما ساعدها على إعداد المذكرة الإعلامية وقام بتنظيم يوم إعلامي بالتعاون مع الشركة وذلك يوم 25 مارس 2003 بمقر البنك، وبالإضافة إلى ذلك ترأس البنك عمليات المناقصة ودراسة العطاءات المقدمة من طرف المستثمرين وفرزها وتلبية أحسنها، تم إبلاغ أصحابها (المكتتبين) بواسطة وثيقة إثبات تبين المعاملة التي تمت على السندات " confirmation de transaction sur obligation ".*

أما عن البنوك الأخرى وغيرها من المؤسسات المالية فكانت لها هي الأخرى دورا في عملية الإصدار هذه، وذلك من خلال ما تقدمت به من عطاءات في شكل مناقصات تحدد فيها السعر المقترح والمبلغ المطلوب** رغبة منها في الإكتتاب في السندات موضوع الإصدار وذلك بالنسبة لكلتا الشريحتين.

فقد قامت مجموعة من البنوك التجارية والمؤسسات المالية بالتنافس فيما بينها لأجل الحصول ولو على جزء من هذه السندات، وكان السعر هو المحدد الوحيد للمنافسة إذ بلغ أقصى سعر مقترح من هؤلاء المستثمرين بالنسبة للشريحة الأولى من الإصدار 02.261% بلغ 96.52% كحد أدنى أما بالنسبة للشريحة الثانية فبلغ الأقصى سعر 108.25% وبلغ الحد الأدنى ما قيمته 97.80%¹.

أما عن النتائج النهائية للإكتتاب بالنسبة لكل شريحة فكانت كما يلي:

بالنسبة للشريحة الأولى من الإصدار والبالغ 1.8 مليار دينار كان الإكتتاب فيها كليا من طرف الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط لكونه قدم أحسن العطاءات، وكانت مقسمة إلى ثلاثة أقسام كما هي موضحة في الجدول (4-10).

* - أنظر الملحق رقم (6).

** - أنظر الملحق رقم (7).

¹ - وثيقة داخلية للبنك الوطني الجزائري بعنوان "Etat de l'Adjudication"

الجدول(4-12): نتيجة المناقصة الخاصة بالجزء الأول من الإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران:

الوحدة: مليون دينار جزائري.

المكتبتين	المبلغ المطلوب	السعر(%)	معدل العائد(%)	المبلغ المكتتب	صافي المبلغ المدفوع	نسبة المبلغ المكتتب(%)
CNEP	900	102.26	2.06	900	920	50
CNEP	540	102.23	2.07	540	552	30
CNEP	360	102.12	2.11	360	368	20
المجموع	1800	متوسط السعر 102.22	متوسط العائد 2.07	1800	1840	100

المصدر: وثيقة خاصة بمديرية الخزينة للبنك الوطني الجزائري بعنوان: " résultat de l'Adjudication "

نلاحظ من الجدول(4-12) أعلاه أن الجزء الأول من الإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران والبالغ 1.8 مليار دينار جزائري تم الإكتتاب فيه كليا من طرف الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط (CNEP)، إذ نفذت طلباته بصورة كلية نظرا لكونها الأحسن ضمن مجموع الطلبات المقدمة، وكان الإكتتاب على شكل مبالغ جزئية بقيمة: 900 مليون دينار بسعر 102.26 %، 540 مليون دينار جزائري بسعر 102.23 % و 360 مليون دينار جزائري بسعر 102.12 %، وبذلك يكون دفع مبلغ صافيا إجماليا قيمته 1.84 مليار دينار جزائري.

أما بالنسبة للشريحة الثانية من الإصدار والتي كانت بقيمة 2.6 مليار دينار جزائري أكتتب فيها من طرف مجموعة من البنوك التجارية (BEA, CPA ,CNMA, CNEP) وشركة تأمين واحدة (CNAC) وكان ذلك كما هو مبين في الجدول (4-13) الموالي:

الجدول(4-13): نتيجة المناقصة الخاصة بالجزء الثاني من الإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران.

الوحدة: مليون دج

المكتبتين	المبلغ المطلوب	السعر%	معدل العائد%	المبلغ المكتتب	صافي المبلغ المدفوع	نسبة المبلغ المكتتب %
CNAC	300	108.25	2.00	300	325	11.54
BEA	800	106.87	2.28	800	855	30.77
BEA	700	106.78	2.30	700	747	26.92
CPA	100	105.38	2.59	100	105	3.85
CNMA	20	105.33	2.60	20	21	0.77
BEA	500	105.09	2.65	500	525	19.23
CNEP	1000	105.04	2.66	180	189	6.92
المجموع	3420	متوسط السعر 106.47	متوسط العائد 2.36	2600	2768	100

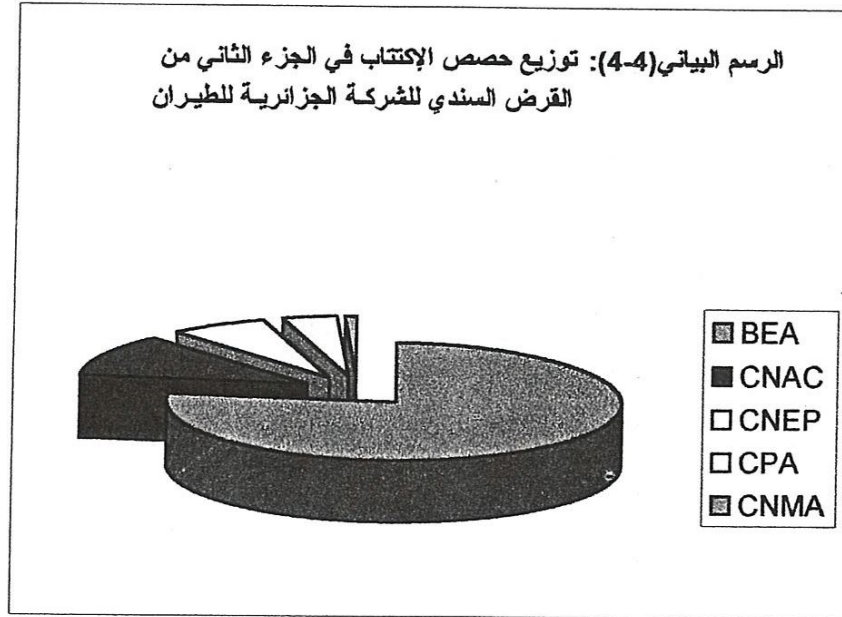
المصدر: وثيقة خاصة بمديرية الخزينة للبنك الوطني الجزائري بعنوان " résultat de l'Adjudication "

نلاحظ من الجدول (4-13) السابق أن البنوك التجارية حازت على ما قيمته 2.3 مليار دج من السندات ، أي ما نسبته 88.5% المبلغ الإجمالي للإصدار (أو الإكتتاب) و البالغ 2.6 مليار دج حيث أكتتب البنك الخارجي الجزائري (BEA) لوحده بمبلغ 2.00 مليار دج ، أي 77% من المبلغ الإجمالي للإصدار ، إذ نفذت طلباته الثلاثة التي تقدم بها كليا.

أما المستثمرين الآخرين المعنيين (شركات التأمين، الصناديق الإجتماعية، شركات الإستثمار برأس مال متغير (SICAV) فنلاحظ أن حصتهم في الإكتتاب ضئيلة جدا مقارنة بتلك المسجلة لدى البنوك التجارية، حيث لم تتجاوز ما قيمته 300 مليون دج من السندات أي حوالي 11.5% من إجمالي المبلغ المكتتب، وكان ذلك من طرف شركة تأمين واحدة هي الصندوق الوطني للتأمين على البطالة CNAC، لكن ورغم إنخفاض نسبة مساهمة هذا الأخير في الإكتتاب إلا أنه قدم أحسن عرض من حيث السعر وذلك بـ 108.25%.

نتائج الجدول (4-13) السابق يمكن تمثيلها بالرسم البياني (4-4) أدناه:

BEA	77%
CNAC	11.54%
CNEP	6.92%
CPA	3.85%
CNMA	0.77%



المصدر: باستخدام معطيات الجدول (4-11).

III- دور البنوك التجارية في سوق قيم الخزينة الجزائرية:

نحاول في هذا المبحث إبراز أهمية البنوك التجارية في سوق قيم الخزينة بشقيها الأولي والثانوي، وذلك من خلال الدور الذي تلعبه في السوق الأولية في إطار وظيفتها كمختصة في قيم الخزينة (SVT) إضافة إلى عمليات التداول التي تقوم بها في السوق الثانوية لقيم الخزينة. وللإشارة فإن فترة الدراسة سوف تقتصر على سنة 2003 فقط، وهذا تماشيا مع المعطيات التي توفرت لدينا.

1- برنامج الإصدار لسنة 2003:

قامت الخزينة العمومية خلال سنة 2003 بإصدار مجموعة من السندات تختلف فيما بينها من حيث تواريخ إصدارها وتواريخ استحقاقها، ويمكن ذكر هذه السندات في الجدول (4-14) التالي:

الجدول (4-14): أنواع قيم الخزينة المصدرة سنة 2003.

الفترة	سندات الخزينة 13 أسبوع (BT 13 semaines)		سندات الخزينة 26 أسبوع (26 semaines)		سندات الخزينة المشابهة (BT Assimilable)		السندات طويلة الأجل المشابهة لسندات الخزينة (OAT)	
	إصدار	استحقاق	إصدار	استحقاق	إصدار	استحقاق	إصدار	استحقاق
الثلاثي الأول	2003/01/08	2003/04/13	2003/01/08	2003/07/13	2003/01/15	2004/01/19	-	-
	2003/02/05	2003/05/11	2003/02/05	2003/08/10				
	2003/03/05	2003/06/08	2003/03/05	2003/09/07				
الثلاثي الثاني	2003/04/02	2003/07/06	2003/04/02	2003/10/05	-	-	06/18	/06/19
	2003/05/07	2003/08/10	2003/05/07	2003/11/09			2003/	2013
	2003/06/04	2003/09/07	2003/06/04	2003/12/07				
الثلاثي الثالث	2003/07/02	2003/10/05	2003/07/02	2004/01/04	2003/07/16	2004/07/15	-	-
	2003/08/06	2003/11/09	2003/08/06	2004/02/08	2003/04/16	2005/04/15		
	2003/09/03	2003/12/07	2003/09/03	2004/03/07				
الثلاثي الرابع	2003/10/01	2004/01/04	2003/10/01	2004/04/04	2003/01/15	2008/01/18	-	-
	2003/11/05	2004/02/08	2003/11/05	2004/05/09				
	2003/12/03	2004/04/07	2003/12/03	2004/06/06				

Source: ministère des finances (DGT).

2- دور البنوك التجارية في السوق الأولية لقيم الخزينة:

رأينا في الجدول (4-14) والخاص ببرنامج الإصدار لسنة 2003 أن الخزينة العمومية الجزائرية أصدرت ثلاثة أنواع رئيسية من قيم الخزينة هي:

- سندات قصيرة الأجل (13، 26 أسبوع).

- سندات متوسطة الأجل (سنة، سنتين، 5 سنوات) **BTA**.

سندات طويلة الأجل (10 سنوات) **OAT**.

بعد قيام الخزينة بإعداد وإعلان برنامج الإصدار وعند حلول تاريخ إصدار أي نوع من هذه السندات، يتم تنظيم حصة مناقصة وذلك بالمديرية العامة للخزينة (**DGT**) بوزارة المالية أو بنك الجزائر، وبحضور المختصين في قيم الخزينة (**SVT**) وبنك الجزائر والخزينة العمومية، ويقوم المختصون في قيم الخزينة بتقديم عطاءاتهم المحددة على أساس معدل الفائدة والمبلغ المراد الشراء به، ثم تلي هذه الطلبات بصورة كلية أو جزئية.

ففي سنة 2003 كانت نتائج الإكتتاب في قيم الخزينة من طرف المختصين في قيم الخزينة كما هي مبينة في الجدول (4-15) الموالي:

الجدول (4-15): وضعيّة السوق الأولية لقيم الخزينة حسب المؤسسات المصرفية لعام 2003.

الوحدة: مليون دينار جزائري

نسبة المساهمة (%)	المبلغ المكتب							المخصصين في قيم الخزينة
	الإجمالي	10 سنوات OAT	5 سنوات BTA	2 سنة BTA	1 سنة BTA	26 أسبوع	13 أسبوع	
9.59	6225	2000	-	1290	1600	419	916	BADR
14.18	9207	-	6000	368	2050	489	300	BDL
12.98	8427	-	2000	1470	2800	1615	542	BEA
11.35	7373	400	-	1662	1500	3011	800	BNA
6.97	4523	545	-	-	2520	1458	-	CAAR
1.6	1040	-	-	10	990	-	40	CAAT
8.01	5204	-	-	-	4562	309	333	C.bank
4.59	2981	-	-	1500	780	491	210	CNAC
15.83	10277	-	4000	1000	5200	27	50	CNEP
6.22	4040	-	-	400	960	1535	1145	CNMA
4.78	3101	500	-	-	2000	374	227	CPA
0.77	500	500	-	-	-	-	-	SAA
3.13	2034	-	20	300	100	87	1527	CIAR
100	64932	3945	12020	8000	25062	9815	6090	الإجمالي

Source: Ministère de finance (DGT)

من الجدول (4-15) السابق نلاحظ :

بالنسبة للسندات التي مدتها 13 أسبوع، قامت البنوك التجارية (BADR, BDL, BEA, BNA) بالإكتتاب فيها بمبلغ 4313 مليون دج أي بنسبة 71% تقريبا من المبلغ الإجمالي لهذا النوع من السندات و المقدر بـ 6090 مليون دينار جزائري، أما حصة المستثمرين الآخرين (CAAR, CAAT, CNAC, SAA, CIAR) فلم تتجاوز 29%.

بالنسبة للسندات التي مدتها 26 أسبوع ساهمت البنوك التجارية أيضا بالإكتتاب فيها بنسبة 79.3% مقابل 20.7% بالنسبة لمساهمات المختصين في قيم الخزينة الآخرين، أي ما قيمته 7779 مليون دج و 2036 دج على الترتيب.

وبالنسبة للسندات التي مدتها سنة (1 BTA سنة) فإن المبلغ المكتتب فيه من طرف البنوك التجارية قدر بـ 20672 مليون دج أي ما نسبته 82.5%، فيما قدرت حصة باقي المستثمرين بـ 4390 مليون دج أي حوالي 17.5%.

أما بالنسبة للسندات التي مدتها 2 سنة (2 BTA سنة) شاركت البنوك التجارية بمبلغ اكتتاب قدره 6190 مليون دج وشاركت المؤسسات الأخرى بـ 1810 مليون دج، أي ما يمثل 77.5% و 22.5% من المبلغ الإجمالي لعمليات الإكتتاب على الترتيب .

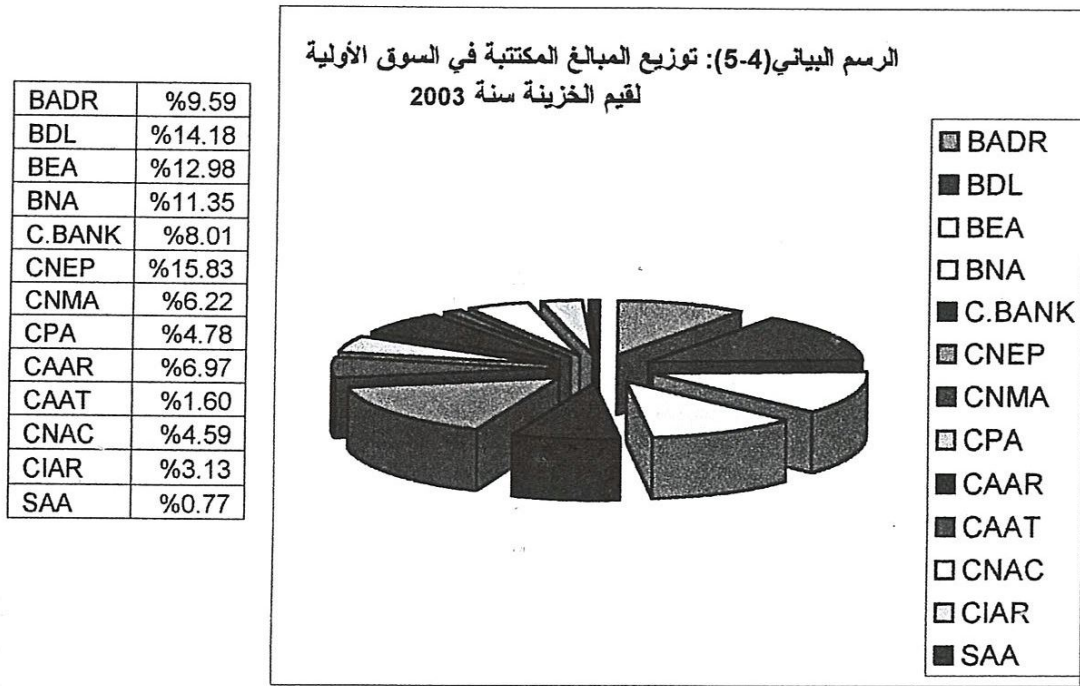
أما فيما يتعلق بالسندات التي مدتها 5 سنوات (5 BTA سنوات) أكتبت فيها البنوك التجارية بما قيمته 12000 مليون دج أي بنسبة 99.84% و هي نسبة جد مرتفعة بالنظر لتلك النسبة التي ساهم بها المستثمرون التأسيسيون الآخرون حيث لم تتجاوز 0.16% فقط أي ما يساوي 20 مليون دج.

أخيرا و فيما يخص السندات التي مدتها 10 سنوات (10 OAT سنوات) فإن حصة البنوك التجارية قدرت بـ 2900 مليون دج أي بنسبة 93.5%، فيما لم تتعدى حصة المؤسسات الأخرى 1045 مليون دج أي حوالي 26.5%.

وبصفة عامة فقد ساهمت البنوك التجارية مجتمعة بالإكتتاب في مختلف أنواع السندات المصدرة سنة 2003 بمبلغ إجمالي قدره 53854 مليون دج أي ما يعادل تقريبا 83% من المبلغ الإجمالي المكتتب في هذه السنة و البالغ 64938 مليون دج، فيما لم يساهم المختصون في قيم الخزينة الآخرون سوى بما قيمته 11084 مليون دج أي بنسبة مساهمة 17% تقريبا.

إنطلاقا من المعطيات و الملاحظات السابقة تظهر أهمية البنوك التجارية في تنشيط السوق الأولية لقيم الخزينة، حيث سجلت حضورا شبه دائم في عمليات الإكتتاب بالنسبة لكل نوع من السندات، إضافة إلى ذلك فإن سبالغ ونسب مساهماتها كانت كبيرة (ولو كانت متفاوتة فيما بينها) مقارنة بتلك المبالغ و النسب التي يساهم بها غيرها من المختصين في قيم الخزينة، إذ تكتتب أحيانا في بعض الإصدارات بنسبة 100% تقريبا مثل ما هو الحال بالنسبة للسندات التي مدتها 5 سنوات.

وفي الأخير يمكن تمثيل معطيات الجدول السابق بالرسم البياني (4-5) أدناه:



المصدر: باستخدام معطيات الجدول (4-15).

3- دور البنوك التجارية في السوق الثانوية لقيم الخزينة:

بعد انتهاء عمليات الإكتتاب في السوق الأولية يصبح تداول قيم الخزينة يتم في السوق الثانوية وذلك على مستوى قاعة السوق الموجودة بالمديرية العامة للخزينة، إذ تعتبر هذه القاعة بمثابة مكان إعلان الأسعار* وتبادل المعلومات حول السوق، حيث يقوم كل مستثمر (SVT) بإعلان كمية ونوع السند الذي يرغب في بيعه أو شرائه، سواء لصالحه أو لصالح عملائه وكذا سعر البيع أو الشراء. وتجدر الإشارة إلى أن بيع وشراء قيم الخزينة في السوق الثانوية يكون عن طريق أوامر البيع أو الشراء** التي يصدرها المختصون في قيم الخزينة (SVT) لمديرية الخزينة سواء لحسابهم الخاص (كطرف مقابل) أو لصالح عملائهم (كوسيط).

وفيما يتعلق بعمليات التداول (تتضمن معطيات الجدول على عمليات البيع فقط) التي أجريت على قيم الخزينة في السوق الثانوية سنة 2003 فقد كانت كما هي موضحة في الجدول (4-16) الآتي:

* - انظر الملحق رقم(8).

** - انظر الملحق رقم(9).

الجدول (16-4): عمليات التداول في السوق الثانوية لقيم الخزينة خلال سنة 2003.

إجمالي النسب الترية(%)	الإجمالي	مع الأشخاص الطبيعيين (P.ph)		مع الأشخاص المتورين الفراض (Pm.Pv)		مع الأشخاص الفرضيين (Pm.pb)		النسبة(%)	المبلغ	النسبة(%)	المبلغ	النسبة(%)	المبلغ	النسبة(%)	المبلغ	النسبة(%)	المبلغ	النسبة(%)	المبلغ	الترية (SVT)
		النسبة(%)	المبلغ	النسبة(%)	المبلغ	النسبة(%)	المبلغ													
6.21	4708	00	00	00	00	0.17	35	10.07	4673		BADR									
4.19	3178	00	00	00	00	00	00	6.85	3178		BDL									
8.78	6656.5	00	00	6.89	573.5	11.15	2310	8.13	3773		BEA									
10.78	8312	79.65	300	00	00	2.75	570	16.04	7442		BNA									
9.64	7309	4.38	16.5	39.15	3260.5	6.45	1335	5.81	2697		CAAR									
1.41	1066.15	14.64	55.15	0.6	50	4.64	961	00	00		CAAT									
6.73	5100	00	00	00	00	23.18	4800	0.65	300		C.bank									
7.22	5474.3	00	00	00	00	24.74	5124.3	0.75	350		CNAC									
3.02	2285.8	00	00	7.2	600	00	00	3.63	1685.8		CNEP									
5.78	4382	00	00	00	00	21.16	43.82	00	00		CNMA									
5.27	3996	00	00	00	00	2.81	581	7.36	3415		CPA									
1.41	1068	1.33	5	00	00	2.96	613	0.97	450		SAA									
29.37	22263.5	00	00	46.16	3845	00	00	39.71	18418.5		CIAR									
100	75799.25	100	376.65	100	8329	100	20711.3	100	46382.3		الإجمالي									

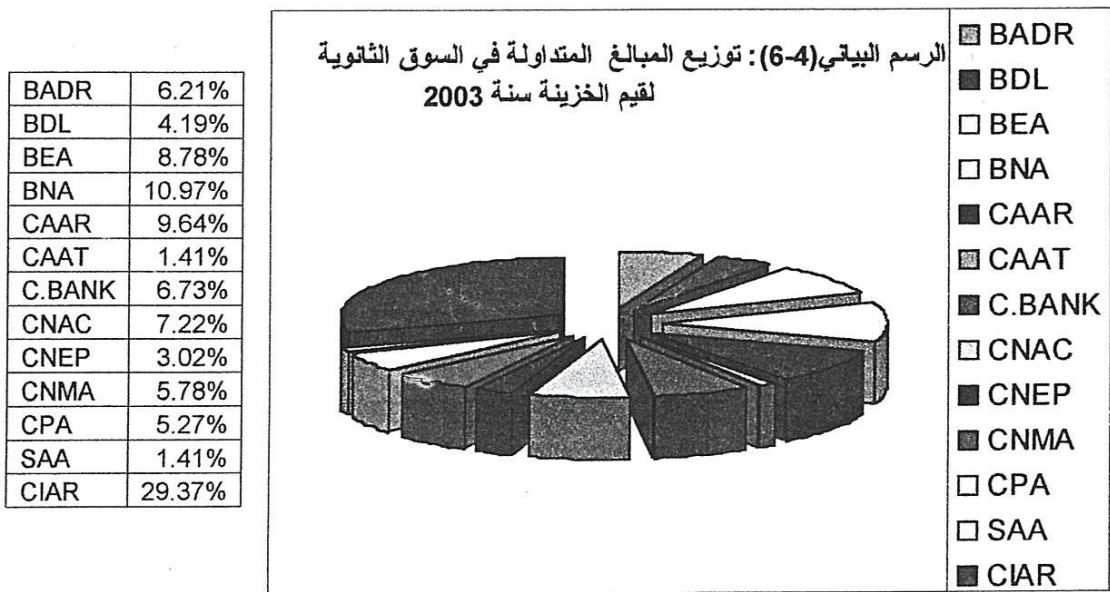
Source: Ministère des finances(DGT)

من الجدول (4-16) السابق نلاحظ ونستنتج ما يلي:

فيما يتعلق بتعامل المختصين في قيم الخزينة (SVT) فيما بينهم فقد قامت البنوك التجارية بجمعة ببيع ما قيمته 24466.8 مليون دج من السندات بمختلف أنواعها، أي حوالي 53% من إجمالي التعاملات فيما بين المختصين في قيم الخزينة والمقدرة بـ 46382.3 مليون دج، كما ساهم المستثمرون الآخرون بنسبة 47% أي بما قيمته 21915.5 مليون دج. وفيما يخص عمليات التداول (البيع) التي تمت بين المختصين في قيم الخزينة والأشخاص المعنويين العموميين، فإن قيمة السندات المباعة من طرف البنوك التجارية لهؤلاء الأشخاص هي 12678 مليون دج أي ما يعادل 61% تقريبا من إجمالي هذه المعاملات، في حين قام المختصون الآخرون في هذا الصدد ببيع ما قيمته 8033.3 مليون دج أي ما يمثل 39%. أما فيما يتعلق بتعاملات المختصين في قيم الخزينة مع الأشخاص المعنويين الخواص فإن البنوك التجارية سجلت نسبة مساهمة ضعيفة لم تتجاوز حوالي 14% أي بمبلغ 1173.5 مليون دج على عكس المختصين الآخرين الذين ساهموا في إجمالي التعاملات في هذا المجال بما قيمته 7155.5 مليون دج أي ما يعادل تقريبا 86%. أخيرا وبالنسبة للتعامل مع الأشخاص الطبيعيين فنلاحظ أن إجمالي التعاملات بلغ 376.65 مليون دج، كانت حصة البنوك التجارية منها 300 مليون دج وذلك من طرف بنك وحيد هو البنك الوطني الجزائري (BNA) أي ما نسبته 80%، ومقابل ذلك نجد المختصين الآخرين ممثلين بـ CAAR، CAAT، SAA لم تتجاوز قيمة تعاملاتهم في هذه الحالة 76.65 مليون دج أي حوالي 20% فقط.

وبصفة عامة فإن إجمالي تعاملات البنوك التجارية في السوق الثانوية سواء فيما بينها أو مع المتعاملين الآخرين من مختصين في قيم الخزينة وأشخاص معنويين عموميين أو خواص وأشخاص طبيعيين قد بلغت 386183 مليون دج أي حوالي 51% من المبلغ الإجمالي لكل الصفقات والمقدر بـ 75799.25 مليون دج، أما معاملات المختصين الآخرين فكانت ما قيمته 310383.75 مليون دج وهذا ما يعني نسبة مساهمة تقدر بـ 49%.

وفي الأخير يمكن تمثيل معطيات الجدول (4-16) بالرسم البياني (4-6) التالي:



المصدر: باستخدام معطيات الجدول (4-16).

خلاصة:

تعتبر البنوك التجارية العاملة في الجزائر متعاملا أساسيا وضروريا لسير سوق رأس المال الجزائرية بمختلف أقسامها، حيث تساهم وبشكل كبير في معظم العمليات التي تجري على مستوى هذه السوق وذلك مقارنة بباقي المتعاملين الآخرين.

فعلى مستوى سوق القيم المنقولة رأينا أن للبنوك التجارية دورا هاما، سواء في السوق الأولية من خلال مرافقتها للشركات المصدرة للأوراق المالية منذ البداية ومساعدتها على إتمام عمليات الإصدار و الإكتتاب، أو في السوق الثانوية عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة لحسابها الخاص أو لحساب عملائها، ويتنظر أن يتعزز هذا الدور خاصة بعد إنشاء المؤمن المركزي على السندات أو كما يسمي " **Algerie clearing** "، وإسناد مهمة مسك الحسابات وحفظ السندات (**Tenue de compte-conservation des titres**) للبنوك التجارية.

في السوق السندي أيضا كان للبنوك التجارية دورا كبيرا في مساعدة المؤسسات المصدرة للسندات، والمتمثلة في شركة إعادة التمويل الرهني، شركة سوناطراك والشركة الجزائرية للطيران، حيث كان القرض الشعبي الجزائري (CPA) والبنك الخارجي الجزائري (BEA) والبنك الوطني الجزائري (BNA). بمثابة المرافقين الرئيسيين لتلك الشركات على التوالي، إضافة إلى دور هذه البنوك وغيرها من البنوك التجارية الأخرى في إتمام عمليات الإكتتاب في السندات المصدرة باعتبارها من ضمن المستثمرين المعنيين بالإصدار، حيث قامت بتقديم عطاءات تنافسية وبذلك كانت أوفر حظا من غيرها في الحصول على جزء كبير من تلك السندات.

أخيرا وعلى مستوى سوق قيم الخزينة خلصنا إلى أن البنوك التجارية ومن خلال وظيفتها كمختصة في قيم الخزينة (SVT). كان لها دور لا يستهان به في تنشيط هذه السوق بشقيها الأول والثاني، إذ تساهم ولو بنسب متفاوتة في شراء قيم الخزينة على مستوى السوق الأولية وكذا الأمر بالنسبة للسوق الثانوية، حيث كانت طرفا في معظم عمليات التداول التي تمت في هذه السوق.

الخاتمة

الخاتمة

تحتل أسواق رأس المال مركزا حيويا في النظم الإقتصادية المعاصرة التي تتميز في معظمها بالتوجه من اقتصاد الإستدانة إلى اقتصاد السوق المالية، و تحول نمط التمويل فيها من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر، وتعتبر أسواق رأس المال انعكاسا للنظم و السياسات الإقتصادية و المالية في أي دولة، كما تعكس حقيقة الوضع الإقتصادي للدولة في فترات الرواج والكساد.

هذه الأهمية التي تكتسبها أسواق رأس المال جعلت عملية تطوير وتفعيل تلك الأسواق أمراً ضرورياً، وهذا ما يتطلب بالدرجة الأولى تواجد جهازا مصرفيا متماسكا يتولى القيام بعمليات الوساطة المالية بمفهومها الواسع، وتعتبر البنوك التجارية من أهم مكونات هذا الجهاز ومن أهم المتدخلين في مجال الوساطة في سوق رأس المال.

و يتخذ نشاط البنوك التجارية في سوق رأس المال ثلاثة اتجاهات متقاربة ومتوازنة ومتكاملة، إذ تتدخل إما لصالح عملائها من أشخاص طبيعيين ومعنويين أو لصالح الشركات والمؤسسات غير البنكية من خلال إضطلاعها بعمليات الصيرفة الإستثمارية، كما قد يكون تدخلها أيضا لحسابها الخاص وذلك ببيع وشراء الأوراق المالية لصالح محفظتها المالية.

ومن خلال دراستنا لواقع وأهمية دور البنوك التجارية في سوق رأس المال الجزائرية خلصنا إلى القول بأن للبنوك التجارية في سوق رأس المال دور كبير مقارنة بباقي المتدخلين في هذه السوق، إذ أن معظم العمليات المتعلقة بتلك السوق تتولاها البنوك التجارية.

وبصفة عامة يبقى هذا الدور محدودا بمحدودية حجم سوق رأس المال الجزائرية وعدد الشركات المسجلة بها وأنواع الأوراق المالية المتداولة فيها، إذ يمكن القول أن الإقتصاد الجزائري يفتقر إلى سوق رأسمالية بالمفهوم المتعارف عليه، مما ضيق المجال أمام البنوك التجارية لممارسة أنشطة من شأنها أن تسهم بشكل أو بآخر في زيادة فعالية هذه السوق.

• فسوق القيم المنقولة (بورصة الجزائر) تتواجد ككيان مادي جامد لم يتجاوز بعد مرحلة الإنطلاق، وخير دليل على ذلك ما سجلته النسبة "رسملة البورصة /الإنتاج الداخلي الخام" حيث بلغت 0.6% كأقصى حد وكان ذلك خلال الثلاثي الأخير من عام 1999، واستمرت هذه النسبة في الإنخفاض إلى أن بلغت 0.22% خلال الثلاثيات الثلاثة الأولى من عام 2004، وكذلك الأمر بالنسبة للسوق السندي وسوق قيم الخزينة وهذا بالنظر إلى عدد الأوراق المالية المتداولة في كل سوق وحجم التعاملات عليها حيث سجلت مستويات منخفضة نسبيا.

هذه الوضعية لسوق رأس المال الجزائرية ساهمت فيها مجموعة من العوامل الإقتصادية والإجتماعية والثقافية والسياسية على المستويين الكلي والجزئي، ويمكن إجمال هذه العوامل فيما يلي:

- غياب الثقافة المالية بصفة عامة وثقافة سوق رأس المال بصفة خاصة، هذا ما أدى بأصحاب المشروعات إلى الإعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي والتمويل بواسطة بنكية مما نتج عنه قلة الشركات المسجلة في سوق رأس المال وانخفاض عدد الأوراق المالية المتداولة، كما أدى ذلك من جهة أخرى إلى تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بسوق رأس المال في المدى الطويل.

- الانفجار الديمغرافي وضعف القدرة الشرائية للمواطن، مما قلص من القدرة الإدخارية للعائلات وبالتالي انخفاض المدخرات التي يمكن توجيهها للإستثمار في الأوراق المالية.

- غياب الكفاءة والخبرة في المجال المالي لدى كل من متخذي القرار والأعوان الإقتصاديين المتدخلين في سوق رأس المال.

- حجم ووضعية المؤسسات الإقتصادية، حيث تتميز المؤسسات الخاصة بالصغر النسبي ومن ثم سهولة تمويلها من طرف عدد قليل من الأفراد وأصحاب الدخول والثروات الكبيرة، أما المؤسسات العمومية فمعظمها غير مؤهلة حاليا لإصدار أوراق مالية والدخول إلى سوق القيم المنقولة أو السوق السندي وذلك بسبب وضعيتها المالية المحتلة.

➔ ضعف وتقهقر الجهاز المالي والمصرفي، إضافة إلى ما يشوبه من تصرفات غير أخلاقية كالبيروقراطية والمحسوبية.

- توقف عملية حوصصة المؤسسات العمومية عن طريق البورصة وبالتالي قلة عدد الشركات المقيدة بالبورصة، ومن ثم ضعف التنوع في الأوراق المالية المتداولة

- إلزام الشركات التي ترغب في إصدار أوراق مالية سواء في سوق القيم المنقولة أو في السوق السندي أن تكون شركات ذات أسهم، في حين نجد أغلب مؤسسات القطاع الخاص هي شركات ذات مسؤولية محدودة أو ذات الشخص الواحد إضافة إلى اشتراط مرور ثلاث سنوات على الأقل على تواجد الشركة حتى يمكنها الدخول إلى البورصة.

- ضعف الحوافز الجبائية وارتفاع الضغط الجبائي وتعدد الضرائب الممارسة على الأعوان الإقتصاديين وبالتالي انخفاض نسبة الأرباح الموزعة، أي انخفاض مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.

- غياب الإعلام والإفصاح المالي عن الشركات وعن سوق رأس المال مما يجعل عملية اتخاذ القرارات الإستثمارية أمرا صعبا وغير رشيدا.

➔ غياب صناديق الإستثمار ونوادي الإستثمار، وبالتالي عدم قدرة أصحاب المدخرات الصغيرة على اقتحام مجال الإستثمار في سوق رأس المال.

- غياب الترويج المالي من صحافة مالية واقتصادية متخصصة وكذا مكاتب الإستشارة للمحللين الماليين.

- ١ - غياب نظام معلوماتي فعال يساعد على ربط مختلف المتعاملين في سوق رأس المال، ومن ثم تسريع وضمان عمليات التداول والمقاصة.
- ٢ - تأخر عملية إنشاء وتشغيل المؤتمن المركزي على السندات، حيث كان من شأنه أن يضمن ويسهل عمليات تسوية وتسليم الأوراق المالية العمومية والخاصة.
- ٣ - غياب الاستقرار والأمن السياسي، إضافة إلى وجود بعض الفراغات في النصوص القانونية كتلك المتعلقة بالإستثمارات الأجنبية في سوق رأس المال الجزائرية وتحويل الفوائد والأرباح الموزعة.
- ٤ - أما عن الآفاق المستقبلية لسوق رأس المال في الجزائر فيمكن تقديم مجموعة من الإقتراحات والتوصيات عليها تساهم في توسيع مجالات تدخل البنوك التجارية في سوق رأس المال وبالتالي المساهمة في تحضير ووضع المحيط الملائم للسير الحسن والضروري لتطور سوق رأس المال، ومن أهم هذه الإقتراحات والتوصيات ما يلي:
 - ١- توفير الإستقرار السياسي ووضع سياسة رشيدة لتجنيد الإدخار المحلي والأجنبي بغرض بعث روح الثقة في نفوس المستثمرين الحاليين المحتملين، محليين كانوا أم أجنبيا.
 - ٢- الإبتعاد عن التعقيدات الإدارية والبيروقراطية التي قد تكون عامل طرد للأفراد الراغبين في اقتناء الأصول المالية.
 - ٣- الإعلام والإفصاح والإيضاح المالي عن الشركات وعن أسواق رأس المال والتأكد من سلامة ودقة واستمرارية هذه المعلومات والبيانات خاصة ما تعلق بالقوائم المالية والقيام بتشديد العقوبات على من يتلاعب بها.
 - ٤- العمل على التحكم في معدلات التضخم، والتخفيف من الجباية بتقرير إعفاءات ضريبية تكفل الموازنة بين أدوات الإستثمار والإدخار، وتوحيد المعاملة الضريبية للأوراق المالية مع معاملة الأوعية الإدخارية الأخرى.
 - ٥- التغلب على معوقات الإستثمار، وإعادة النظر في التشريعات والسياسات والإجراءات لتهيئة المناخ الإستثماري الملائم.
 - ٦- ضرورة تطوير الجهاز المصرفي ومحاولة التنسيق بينه وبين سوق رأس المال في سياسات أسعار الفائدة على الودائع في البنوك والتي عادة ما تكون منافسة للأوراق المالية، وكذا تشجيع البنوك على استثمار نسبة من محافظها الإستثمارية في سوق رأس المال، وتوسعها في تقديم تسهيلات ائتمانية لتمويل شراء الأوراق المالية وتفعيل دور مصلحة الأوراق المالية بالبنوك التجارية.
 - ٧- العمل على تغيير ذهنيات الأفراد من مستثمرين ومصدرين و وسطاء وحثهم على مسايرة المقاييس المعمول بها دوليا ووضع المصلحة العامة نصب أعينهم والعدول عما يخلي بأخلاقيات المهنة.
 - ٨- القيام باستحداث مؤسسات مالية جديدة مثل صناديق الإستثمار، شركات ترويج و ضمان الإكتتاب شريطة أن تعمل على تحقيق كفاءة السوق وأن لا يكون نشاطها احتكاريا لتحقيق المصالح الخاصة على حساب كفاءة السوق، ولا يكون ذلك إلا من خلال الرقابة الصارمة على الأسعار بما يمنع المضاربة الضارة بالسوق.

- إعطاء صلاحيات للهيئات العامة لسوق رأس المال خاصة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة و المديرية العامة للخزينة بما يجعلها جهازا رقابيا قادرا على التأكد من سلامة العمليات التي تتم في السوق وسلامة استخدام أموال المستثمرين.
- تنشيط حركة سوق قيم الخزينة والسوق السندي من خلال إصدار سندات حكومية جديدة بما يتفق والنواحي الفنية والمهنية المطبقة في أسواق رأس المال العالمية، وتوسيع نشاط البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى في ذلك من خلال توليها عمليات إدارة الإصدار من السندات، تحديد سعر الإصدار وسعر الفائدة ومدة السندات، ضمان تغطية الإكتتاب والقيام بكل مهام صانع السوق في مجال السندات.
- التعاون بين هيئات سوق رأس المال ووزارة الإعلام والإتصال لتطوير برنامج قومي إعلامي لتعميق الوعي الإدخاري والإستثماري وهذا من خلال إعداد وتنفيذ خطة إعلامية مدروسة للتعريف بسوق رأس المال و التوعية بأهمية الإستثمار في الأوراق المالية.
- إنشاء سوق غير نظامية فيما بين الوسطاء والسماسة مما يساعد على زيادة عدد الشركات المصدرة للأوراق وبالتالي تواجد أنواع كثيرة من الأوراق المالية المتداولة تلائم رغبات وأهداف المستثمرين.
- تنشيط السوق السندي وسوق قيم الخزينة كخطوة أولى لتنشيط سوق رأس المال ككل، وذلك لأن هذان السوقان يساعدان على كسب ثقة المدخرين باعتبار الأوراق المالية المتداولة فيهما هي سندات تضمن لصاحبها حق الحصول على معدل فائدة محدد كما تضمن له استرجاع قيمة السند في تاريخ الإستحقاق.
- زيادة التنوع في الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، خاصة إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، حيث تشجع هذه السندات المدخرين على الإستثمار فيها في حالة كون وضعية الشركة المصدرة تحيط بما بعض الأخطار، كما تمنحهم سبل التحول إلى مساهمين في حالة تمس وتنبية الشركة وزيادة أرباحها.
- الإسراع بإدخال وخصوصية المزيد من المؤسسات إلى البورصة خاصة تلك التي حصلت على موافقة من مجلس مساهمات الدولة كفندق الجزائر، ميناء سكيكدة، أرزيو وبجاية، مركز المراقبة التقنية للبناء بالوسط والشركة... إلخ، كل هذا بغرض تنوع أدوات الإستثمار وإكساب السوق ميزة العمق والإتساع.
- استكمال تطوير نظام التداول ونظام التسوية والتسليم للأوراق المالية، وذلك من خلال تنظيم وظيفة البنوك التجارية كماشكي حسابات حافطي سندات و الإسراع في تشغيل المؤمن المركزي على السندات و بالتالي الإنتقال إلى لا مادية الأوراق المالية (Dématérialisation)، إضافة إلى تحسين وتطوير وسائل الإتصال المالي.

+ تم بحمد الله +

المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب:

- 01- أحمد أبو الفتوح الناقة، " نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998.
- 02- أحمد أبو الفتوح علي الناقة، " نظرية النقود والأسواق المالية(مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية) "، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، 2001.
- 03- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، " إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 04- جميل الزيدانيين السعودي، " أساسيات في الجهاز المالي "، دار وائل للطباعة و النشر، عمان، الطبعة الأولى، 1999.
- 05- وجدي محمود حسين، " إقتصاديات النقود و البنوك "، 2002/2001.
- 06- زينب حسين عوض الله، "إقتصاديات النقود و المال"، الدار الجامعية للطباعة و النشر، بيروت، 1994.
- 07- زياد رمضان" مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي "، دار وائل للنشر، عمان، 1992.
- 08- حمزة محمود الزبيدي، " إدارة المصارف(استراتيجية تعبئة الودائع وتقديم الإئتمان)"، مؤسسة الوراق، عمان، الطبعة الأولى، 2000.
- 09- حسن ذياب، " الإعتمادات المستندية التجارية- دراسة مقارنة- "، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، بيروت، الطبعة الأولى، 1999.
- 10- مدحت صادق، "أدوات و تقنيات مصرفية "، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة، 2001.
- 11- محمد أحمد الخضيري، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة "، إيتراك للنشر و التوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999.
- 12- محمد توفيق سعودي، " الوظائف غير التقليدية للبنك التجاري(دور البنك كأمين استثمار) "، دار الأمين للنشر و التوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2002.
- 13- محمد عثمان إسماعيل حميد، " أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل المشروعات "، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 14- محمد عبده مصطفى، " تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة "، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 1998.
- 15- محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، " المؤسسات المالية(البورصة و البنوك التجارية) "، الدار الجامعية، الإبراهيمية، 2001.

- 16- محفوظ جبار، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية "، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
- 17- محفوظ جبار، " تنظيم وإدارة البورصة "، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
- 18- منير إبراهيم هندي، " إدارة البنوك التجارية (مدخل اتخاذ القرارات)"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002.
- 19- منير إبراهيم هندي " الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 20- منير إبراهيم هندي، " أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال "، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 21- منير إبراهيم هندي، " أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية "، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 22- منير إبراهيم هندي، " صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين "، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 23- مصطفى رشدي شيحة، " إقتصاديات النقود و المصارف و المال "، دار المعرفة الجامعية، الطبعة السادسة، 1996.
- 24- نعمة الله نجيب وآخرون، " مقدمة في إقتصاديات النقود و الصيرفة و السياسات النقدية"، الدار الجامعية، 2001.
- 25- عبد الحق بوعتروس، " الوجيز في البنوك التجارية "، مطبوعات جامعة قسنطينة، الجزائر.
- 26- عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، " الإدارة الحديثة في البنوك التجارية"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- 27- عبد الغفار حنفي، " البورصات- أسهم، سندات، صناديق الإستثمار- "، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995.
- 28- عبد الغفار حنفي، " أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 29- عبد الغفار حنفي، " الأسواق والمؤسسات المالية(البنوك وشركات التأمين، والبورصات وصناديق الإستثمار "، مركز الإسكندرية للكتاب، الطبعة الأولى، 1999.
- 30- عقيل جاسم عبد الله، " النقود و المصارف "، الجامعة المفتوحة، الطبعة الأولى، 1994.
- 31- فاطمة مروة، " الفنون التجارية "، دار النهضة العربية، بيروت، 1994.
- 32- فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، " إدارة البنوك-مدخل كمي واستراتيجي معاصر "، دار وائل للنشر، عمان، 2000.

- 33- صلاح الدين حسن السيبي، " بورصات الأوراق المالية "، عالم الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.
- 34- صلاح السيد جودة، " بورصة الأوراق المالية (علميا، عمليا) "، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000.
- 35- رسمية قرياقص، " أسواق المال "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 36- ضياء مجيد الموسوي، " الاقتصاد النقدي "، دار الفكر، الجزائر، 1993.
- 37- غازي فلاح المومني، " إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة "، دار المناهج، عمان، الطبعة الثانية، 2003.

الأطروحات و الرسائل العلمية:

- 01- حكيمة أماعوز، " السوق المالية آلية عملها وشروط عملها- حالة الجزائر- "، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1998/1997.
- 02- محفوظ جبار، " البورصة، التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية- دراسة حالة دول المغرب العربي "، رسالة دكتوراه، الجزائر، الجزء الأول و الجزء الثاني، 1997/1996.
- 03- منصر كريمة، " السوق المالية: نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية- المغرب، تونس والجزائر "، مذكرة ماجستير، الجزائر، 2002/2001.
- 04- مختار حميدة، " دور الأسواق المالية في تفعيل عملية الخوصصة- حالة الجزائر- "، مذكرة ماجستير، الجزائر، 2001/2000.
- 05- صلاح الدين شريط، " دور ومكانة صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية- حالة جمهورية مصر العربية- "، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001/2000.

الندوات و المجالات:

- 01- دورة عن إدارة الإقتصاد الكلي وقضايا القطاع المالي، صندوق النقد الدولي، أيام 10 - 20 ماي 2004.
- 02- الندوة الأولى حول دور البورصة في الإقتصاد الوطني- دراسة تقييمية لتجارب الأسواق الناشئة- (أمريكا اللاتينية، جنوب شرق آسيا، الدول العربية و الجزائر)، جامعة سطيف، يوم 2001/05/07.
- 03- الملتقى الوطني الأول حول النظام المصرفي الجزائري- واقع و آفاق-، جامعة قلمة، أيام 05 و 06 نوفمبر 2001.
- 04- مجلة العلوم الإجتماعية و الإنسانية، جامعة باتنة، العدد 08، جوان 2003.
- 05- مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 01، 2001.
- 06- حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1998.

النصوص القانونية والجرائد الرسمية:

- 01- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 26، سنة 1996.
- 02- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993.
- 03- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993.
- 04- القرار رقم 07 المؤرخ في 10 فيفري 1998.
- 05- القرار رقم 08 المؤرخ في 21 جانفي 1998.
- 06- القرار رقم 09 الخاص بالإعتماد المؤقت للمختصين في قيم الخزينة.
- 07- الإتفاقية المتعلقة بدفتر الشروط و المنعقدة بين المديرية العامة للخزينة و المختصين في قيم الخزينة.

الجرائد ووثائق أخرى:

- 01- الخبر، العدد 4253، يوم 28/11/2004.
- 02- الخبر، العدد 4262، يوم 08/12/2004.
- 03- وثائق خاصة بمديرية الخزينة للقرض الشعبي الجزائري.
- 04- وثائق خاصة بمديرية الخزينة للبنك الخارجي الجزائري.
- 05- وثائق خاصة بمديرية الخزينة للبنك الوطني الجزائري.
- 06- وثائق خاصة بالمديرية العامة للخزينة- وزارة المالية.
- 07- مطويات للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- 08- مطويات لشركة تسيير بورصة القيم.

المراجع باللغة الفرنسية

Livres:

- 1- A. M. Bouzidi, " Comprendre la mutation de L'économie Algerienne- les mots clés- ", Imprimerie ANEP, Rouiba, 1992.
- 2- Bernard Bellatante, " La bourse(mécanismes et financement des entreprises) ", Université de Lyon, 2^{ème} édition, 1885.
- 3- Gillet Philippe, " L'efficacité des marchés financiers " , Economica, Paris, 1999.
- 4- Josette Peyrard, " La bourse " , Vuibert, 6^{ème} édition, 1998.
- 5- Leuttengger Marie-Agnes, " Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers " , Economica, Paris, 1999.
- 6- Mansour Mansouri, " La bourse des valeurs mobilières d'Alger " , Edition distribution Houma, Alger 2002.

Revues:

- 01- BADR INFOS, n° 27- 1999, n° 01- Janvier 2002, n° 02- Mars 2002, n° 03- Juin 2002, n° 35- Juillet/Août, n° 36/37- Décembre 2003, n° 38- 2004.
- 02- Rapport d'activité de la BADR, 2000.
- 03- Rapport Annuel de la BEA, 2003.
- 04- AL TANMIYA, Revue de la BDL, Avril 2004.
- 05- CNEP News, n° 18- Juillet 2004.
- 06- Conjoncture, n° 57, Août 1999.
- 07- Investire Magazine, n° 25, Décembre/ Janvier 2003.
- 08- L'économiste Maghrébin, n° 133, du 14/06 au 28/06/1995.
- 09- Synthèse du rapport annuel d'ERIAD-sétif, année 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003.
- 10- Notice d'information, d'ERIAD-sétif,
- 11- Rapport de gestion du groupe SAIDAL, année 2001, 2002, 2003.
- 12- SAIDAL News, n° 04- Aout/ Sep 2002, n° 05- Oct/ Nov 2002, n° 11- Nov/ Déc 2003, n° 12- Jan/ Fév 2004, n° 14- Mai/ Jui/ Juil 2004.
- 13- Notice d'information du groupe SAIDAL, 1999.
- 14- Notice d'information d'EGH/ El-Aurassi, 1999.

- 15- Rapport de gestion et synthèse de EGH/ El-Aurassi, Exercice 2003.
- 16- Bulletin de la COSOB, n° 01- 1999, n° 01- 2000.
- 17- Les guides COSOB, (guide des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières, guide de l'admission, guide de l'investisseur), November 1997, Guide de la bourse- 1998, guide des valeurs mobilières- Août 2004.
- 18- Bulletin de la COSOB, Recueil de textes réglementaires relatifs au dépositaire central et à la tenue de compte-conservation des titres, n° 05, février 2004.
- 19- Bulletin de la COSOB, le dépositaire central des titres. n°04, Juillet 2003.
- 20- Annales de la COSOB, n° 01, 1998.
- 21- SGBV, Infos-bourse, n° 02- Septembre 1998, n° 03- Décembre 1998.
- 22- SGBV, guide pratique de l'introduction en bourse.
- 23- Notice d'information de la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH), juillet 2003.
- 24- Notice d'information du SONATRACH, Novembre 2003.
- 25- Notice d'information d'AIR ALGERIE, Avril 2004.
- 26- Bulletin annuel de la DGT, 2003.
- 27- L'évolution du marché des valeurs d'état, DGT, Janvier 2003.
- 28- Société inter bancaire de formation (S.I.B.F), Le marché des valeurs du trésor.
- 29- (S.I.B.F), Valeurs mobilières et marchés boursières.
- 30 (S.I.B.F), Règlement de la COSOB.
- 31- Marché obligataire(Théorie et pratique), publier par l'institut de la bourse/ CFPB, Octobre 1992.
- 32- M. Serfaoui, L'introduction en bourse- le prix de l'action et la notice d'information.
- 33- Compte rendu de l'émission de l'emprunt Obligataire de la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) du 13 juillet 2003.
- 34- Flash d'information sur le rôle de la BEA dans le développement du marché financier en Algérie.
- 35- COSOB, Décret législatif N°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières, modifié et complété par l'ordonnance N° 96-10 du 10 Janvier 1996 et la loi N°03-04 du 17 Avril 2003, Service de documentation, Mars 2003.
- 36- COSOB, "Le fonctionnement de La bourse " , 2004.
- 37- Bulletin Officiel de la Cote (BOC) , n°02-Avril 1999, n°03- Juin 1999, n°07- Septembre 1999.

Séminaires :

- 1- Belkacem Iratni, "Le marché financier en Algérie", séminaire ouvert, 2003/2004..
- 2- COSOB, Séminaire sur les emprunts obligataire, 27 septembre 2004, Hôtel El Aurassi.

Journaux et journaux officiels :

- 01- Journal officiel de la république Algérienne, n° 03, du 14 Janvier 1996.
- 02- Journal officiel de la république Algérienne, n° 84, du 29 décembre 1996.
- 03- EL WATAN, Lundi 07 Janvier 2002.
- 04- Le Quotidien d'oron, Mercredi 29 Janvier 2003.

Site d'Internet :

- 01- www.Business-dz.com.
- 02- www.finance-algérie.org.
- 03- www.saidalgroup.com.
- 04- www.el-aurassi.dz.
- 05- www.eriad-setif.com.dz.
- 06- www.airalgérie.dz.
- 07- www.sonatrach-dz.com.

الملاحق

N°34	22/03/01	BERRAHAL	813	BEN BRAHIM CHABANE	50	780,00	23/04/01		
N°35	27/03/01	EL BIAR	647	MANSOURI MOHAMED	25	735,00	30 JOURS		
N°36	22/04/01	TLEMCEN	522	BELKHERROUBI DJAMEL	60	790,00	21/05/01		
N°37	25/04/01	TLEMCEN	522	BENAMEUR FETHI	3	790,00	24/05/01		
N°36	22/04/01	TLEMCEN	522	BENMANSOUR REDA	20	790,00	21/05/01		
N°39	29/04/01	KH EL KH	639	AZIRA HOCINE	46	800,00	28/05/01		
N°40	18/04/01	BOUGUIRAT	874	TEKOUK MED	20	730,00	25/05/01		
N°41	12/04/01	OUIED RHIOU	868	BENAZZI ABDELKADER	5	760,00	15/05/01		
N°42	16/04/01	R DJAMEL	756	MAKHLLOUF AHCENE	100	M	J		
N°43	12/04/01	R DJAMEL	756	BENAZIZA LYAMINE	75	M	J		
N°44	23/04/01	BLIDA	426	MAKAOUI AE DJABAR	250	780,00	23/05/01		
N°45	17/04/01	AIN SEFRA	729	DAHANI BOUAMAMA	10	M	17/05/01		
N°46	30/04/01	REF	650	MIMENE DAUD	3	770,00	22/05/01		
TOTAL VENTE SAIDAL					4051				

Informations



Trimestrielles

1^{er} Trimestre 2003

Direction Générale du Trésor
Direction des Emprunts et engagements de l'Etat

MARCHE DES VALEURS DE L'ETAT

MARCHE PRIMAIRE

Programme d'émission pour l'année 2003

BT 13 semaines		BT 26 semaines		BT assimilables		OAT
<u>Emission</u>	<u>Échéances</u>	<u>Emission</u>	<u>Échéances</u>			
08-janv-03	13-avr-03	08-janv-03	13-juil-03	19-janv-04	15/1/03	19-juin-13
05-févr-03	11-mai-03	05-févr-03	10-août-03	Emission	19/2/03	Emission 18/6/03
05-mars-03	08-juin-03	05-mars-03	07-sept-03	Réouvertures	19/3/03	
02-avr-03	06-juil-03	02-avr-03	05-oct-03	15-juil-04	16/7/03	
07-mai-03	10-août-03	07-mai-03	09-nov-03	Emission	20/8/03	
04-juin-03	07-sept-03	04-juin-03	07-déc-03	Réouvertures	17/9/03	
02-juil-03	05-oct-03	02-juil-03	04-janv-04	15-avr-05	16/4/03	
06-août-03	09-nov-03	06-août-03	08-févr-04	Emission	20/8/03	
03-sept-03	07-déc-03	03-sept-03	07-mars-04	Réouvertures	19/11/03	
01-oct-03	04-janv-04	01-oct-03	04-avr-04	18-janv-08	15/1/03	
05-nov-03	08-févr-04	05-nov-03	09-mai-04	Emission	17/12/03	
03-déc-03	07-mars-04	03-déc-03	06-juin-04	Réouvertures		

Source Ministère des Finances (DGT)

Emission des valeurs du Trésor année 2003

Volume réalisé -1er trimestre 2003

En milliards de dinars

Catégorie du titres		BT 13 S	BT 26 S	BTA 1an	BTA 2 ans	BTA 5 ans	BTA 10 ans	Total
Encours au 31 décembre 2002		0.901	5.710	12.589	29.357	5.422	3.740	57.719
Janvier	Emission	0.580	0.800	5.150	-	6.020	-	12.550
	Remboursement	0.301	1.138	8.029	-	-	-	9.468
	Encours(fin)	1.180	5.372	9.710	29.357	11.442	3.740	60.801
Février	Emission	0.500	0.800	5.520	-	-	-	6.820
	Remboursement	0.300	2.400	-	-	-	-	2.700
	Encours(fin)	1.380	3.772	15.230	29.357	11.442	3.740	64.921
Mars	Emission	0.500	0.800	5.230	-	-	-	6.530
	Remboursement	0.300	0.500	-	-	-	-	0.800
	Encours(fin)	1.580	4.072	20.460	29.357	11.442	3.740	70.651
Encours au 31 mars 2003		1.580	4.072	20.460	29.357	11.442	3.740	70.651

Source Ministère des Finances (DGT)

Marché Des Valeurs d'Etat

Banque: **BADR**
Agence:
Indice:

ORDRE D'ACHAT / VENTE (1)

N°.....

N° de compte bancaire N° du Compte Titres : (2).....

Je soussigné (e) nom et prénoms :

CIN/PC N°:..... délivré le..... à.....

Adresse:.....

Représenté(e) le cas échéant par M.....

Agissant en qualité de.....

Donne par le présent Ordre d'Acheter / de Vendre (1)

Identification du titre	Quantité	Numéro de certificat (Pour les ordres de vente)	Cours limité

Validité de l'ordre:

(1) - Jour

(1) - Du.....au.....(maximum 30 jours)

Mode de livraison des titres:

- à conserver auprès de mon I.O.B

- à mettre à ma disposition

Coût de la transaction: (3).....+ Commission + TVA..... Total (provisionné.....

Mode de règlement : Virement Bancaire

Fait à :.....Le :.....

(1) Barrer la mention inutile

(2) A remplir par l'I.O.B le cas échéant

(3) Pour les ordres d'achat seulement

SIGNATURE DU CLIENT
OU DE SON REPRESENTANT

SIGNATURE ET CACHET
DE L'AGENCE BANCAIRE

SIGNATURE ET CACHET
DE L'I.O.B



الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط

Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance

CNEP/Banque « Société par actions » au capital social de 14.000.000.000 DA

Siège social : 42, Rue Khelifa Boukhalifa Alger

الملحق رقم (4)

Soumission à l'adjudication
de l'Emprunt Obligataire SRH
A l'adresse du Crédit Populaire d'Algérie
Direction Générale
N° 2, Boulevard Colonel Amirouche, Alger

Adjudication : Obligation SRH du 13 juillet 2003

Nature du titre : Obligations SRH, 03 ans, 15 juillet 2006.
[au taux de 4,00 %]

Maturité : 03 ans

Nom du présentateur:
(représentant du Trésor public)

Nom du Souscripteur: ~~CNEP Banque~~

Numéro du compte courant espèces du souscripteur à la Banque d'Algérie: ~~12.400.000.06H~~

Prix proposé (s) par ordre décroissant	Montant Nominal Demandé
0,00%	0
0,00%	0
0,00%	0
0,00%	0
0,00%	0

Cachet et Signature

COSOB

الملحق رقم (5)
لجنة تنظيم ومراقبة
عمليات البورصة
الرئيس

Le Président,

DECISION N° 04/011

Portant visa de la notice d'information relative à l'emprunt obligataire émis par

AIR ALGERIE

- Vu le décret législatif n° 93-08 du 25 avril 1993, modifiant et complétant l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975 portant Code de Commerce ;
- Vu le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières, notamment ses articles 41 et 42 ;
- Vu le décret présidentiel du 02 Novembre 2003 portant nomination du président de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse ;
- Vu l'arrêté du 28 mars 2002 portant nomination des membres de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.
- Vu le règlement de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, n° 96 02 du 22 juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières ;
- Vu la délibération de la Commission en date du 11 Mars 2004 ;

DECIDE

Article 1^{er} :

Il est accordé un visa pour la notice d'information relative à l'emprunt obligataire émis par la société Air Algérie les 29 et 30 Mai 2004.

Article 2 :

Le montant de l'emprunt est de quatre milliards six cent huit millions cent cinquante deux mille dinars (4.608.152.000,00 DA), émis en deux tranches :

- la première tranche : obligations sériées à échéances (2005-2008) ;
- la seconde tranche : obligation à échéance 2009.

Article 3 :

Le visa de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse est accordé sous le numéro 04/01 en date du 11 Mars 2004.

Article 4 :

Le numéro et la date du visa doivent être apposés sur la notice destinée à l'information des investisseurs en application des articles 41 et 42 du décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, susvisé.

Fait à Alger le



Le Président

Ali SADMI

Copies :

* DOIF (Direction des Opérations et de l'Information Financières)

*Chrono



BANQUE NATIONALE D'ALGERIE
Division de l'Exploitation et de l'Action Commerciale
Spécialiste en Valeurs du Trésor

Alger, le

CONFIRMATION DE TRANSACTION SUR OBLIGATION
Adressée par la Banque Nationale d'Algérie au Souscripteur

- Souscripteur :
- Date d'adjudication :
- Nature du titre :
- Coupon :
- Montant total de la soumission :
- Montant nominal :
- Prix :
- Date de règlement (valeur) :
- Date d'anniversaire du coupon :
- Montant de la transaction :

Montant que vous devrez virer à notre compte BNA n°12.400.000.03 E ouvert sur les livres de la Banque d'Algérie, sous valeur 1^{er} avril 2004.

Les titres acquis par vos soins pour un montant nominal de DA feront l'objet d'une inscription dans le compte titre que nous vous ouvrirons à cet effet.

Nous vous souhaitons bonne réception.

Signature Autorisée

Soumission à l'Adjudication de
l'Emprunt Obligataire Air Algérie
A l'adresse de la Banque Nationale d'Algérie
Direction Générale
Route Hassane Benaamane les Vergers Birkladem

Adjudication : - Séance du 29 mars 2004
- Séance du 30 mars 2004

Nature du Titre : - Obligations sériées, (01 avril 2005 – 2008) au taux de 3.00 %
- Obligations à 5 ans 01 avril 2009 au taux de 3.75 %

Maturité : échéance moyenne de 30 mois pour les titres sériés.
05 ans pour l'obligation en bloc.

Nom du présentateur : (représentant du Trésor Public)
Nom du Souscripteur :
Numéro du compte courant espèces du souscripteur à la Banque d'Algérie :

Prix proposé (s) par ordre décroissant Exprimé (s) en pourcentage du Nominal avec 02 décimales	Montant Nominal demandé (en millions de dinars)

NB : la signature doit être faite par une personne ayant l'habilitation de signature du compte Banque d'Algérie ou l'institution financière concerné par la soumission.

Le 25/10/2004

MARCHE DES VALEURS DU TRESOR
AFFICHAGE DES COTES DES S.V.T

n°68/04

76/10

EN MILLIONS DA

SVT	TRANSACTIONS	B / T 13 SEMAINES			B / T 26 SEMAINES			B T A 1 AN		
		QT	T/P	ECH	QT	T/P	ECH	QT	T/P	ECH
BADR	Achat :	20	1,15%		15	1,95%		5	100,90%	
	Vente :							100	100,30%	10/07/05
BDI	Achat :	50	0,25%		50	0,40%		50	100,41%	
	Vente :				5	0,15%	10/10/04			
BEA	Achat :	500	0,70%		100	0,78%		100	101,01%	
	Vente :	5	0,20%	05/12/04	5	0,28%	07/11/04	5	101,24%	10/01/05
BNA	Achat :	60	0,20%		50	0,40%		50	101,00%	
	Vente :	5	0,08%	07/11/04				5	102,90%	23/05/05
CAAR	Achat :	5	0,57%		5	0,60%		5	100,69%	
	Vente :	5	0,07%	07/11/04	5	0,10%	10/10/04	5	101,76%	23/05/05
CAAT	Achat :	15	1,40%		15	2,00%		5	100,20%	
	Vente :							5	101,81%	10/01/05
CBANK	Achat :	50	0,30%		50	1,42%		100	100,85%	
	Vente :							5	101,00%	10/01/05
CNAC	Achat :	5	1,00%		5	0,80%		5	101,30%	
	Vente :				5	0,30%	06/03/05	5	101,60%	23/05/05
CNIIP	Achat :	5	0,15%		10	0,20%		10	101,74%	
	Vente :	5	0,08%	05/09/04	10	0,15%	07/11/04	10	101,80%	23/05/05
CNMA	Achat :	5	0,60%		5	0,65%		10	101,00%	
	Vente :	5	0,10%	07/11/04	5	0,15%	05/12/04	5	101,18%	10/01/05
CPA	Achat :	10	0,15%		20	1,50%		5	100,00%	
	Vente :									10/01/05
SAA	Achat :	5	1,00%		5	1,05%		5	100,00%	
	Vente :									
CLAR	Achat :	5	0,55%		5	0,60%		5	101,22%	
	Vente :	5	0,05%	10/10/04	5	0,10%	05/12/04	5	101,54%	23/05/05
		13 S			26 S			B T A 1 AN		
TPBA	0,15%	TPHA	1,40%	TPBA	0,20%	TPHA	2,00%	TPBA	100,90%	TPHA
TPBV	0,05%	TPHV	0,20%	TPBV	0,10%	TPHV	0,30%	TPBV	100,30%	TPHV
Achat :	735		765	Achat :	335		375	Achat :	355	505
Vente :	30			Vente :	40			Vente :	150	

MONTANT GLOBAL	Achat :	2 905
	Vente :	445
TOTAL GENERAL		3 350

MONTANT DE LA SEANCE	3 350
MONTANT DE LA SEA/PREC	3 350
DIFFERENCE	-
TAUX	PBT PHT
ACHAT	0,15% 101,74%
VENTE	0,05% 102,90%

Ordre d'achat ou de vente

Marché secondaire des valeurs d'État

Partie 1 - à être complétée par le personnel de la salle de marché

Nom du SVT	<input style="width: 100%;" type="text"/>		
Le SVT à effectué un	<input type="checkbox"/> Achat	<input type="checkbox"/> Vente	Ré
Nom du client: ou du contrepartie	<input style="width: 100%;" type="text"/>	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Co Cli
Titre et date d'échéance	<input style="width: 100%;" type="text"/>	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Co de
Montant : à la valeur nominale	<input style="width: 100%;" type="text"/>	<input style="width: 100%;" type="text"/>	si ap Comr
Taux de Rendement :	<input style="width: 100%;" type="text"/>	ou Prix Unitaire:	<input style="width: 100%;" type="text"/>
Rôle du SVT lors de ce transaction:	Contrepartie <input type="checkbox"/>	Intermédiaire	<input type="checkbox"/>
Montant nominale ou Montant brut	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Notes et numeros des certificats phys	
Escompte ou Intérêts couru:	<input style="width: 100%;" type="text"/>		
(si applicable) Commissions	<input style="width: 100%;" type="text"/>		
Montant total de la transaction	<input style="width: 100%;" type="text"/>		
Format de titres:	<input style="width: 100%;" type="text"/>		
Date de Règlement	<input style="width: 100%;" type="text"/>		
Instructions de Livraison :	<input style="width: 100%;" type="text"/>		
Négociateur :	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Représentant du :	<input style="width: 100%;" type="text"/>
Date et heure :	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Date et heure :	<input style="width: 100%;" type="text"/>
Signature du négociateur :	<input style="width: 100%;" type="text"/>	Signature du client ou contrepartie (si disponible)	<input style="width: 100%;" type="text"/>

Partie 2 - à être complétée par le personnel du salle de règlement

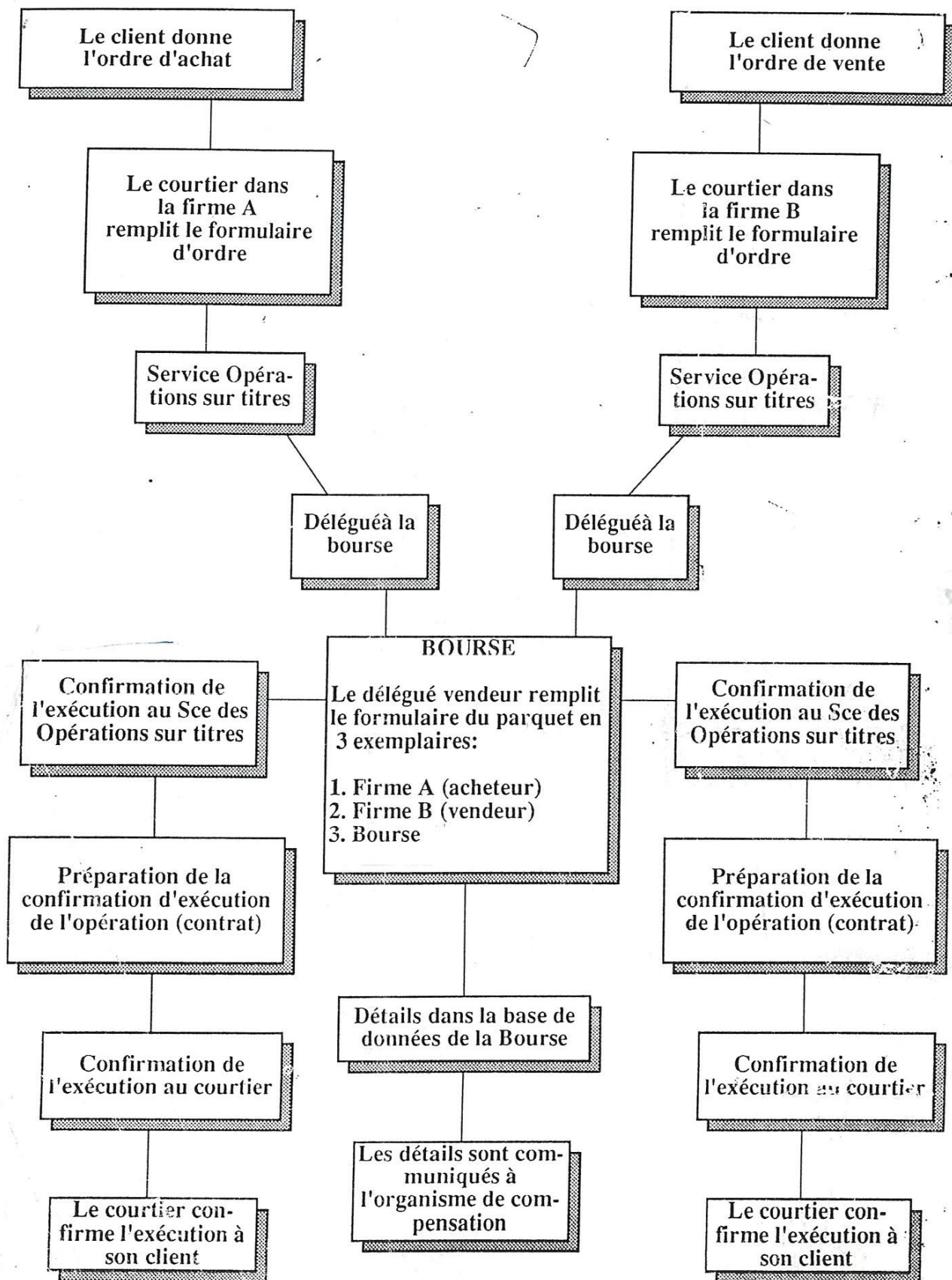
Verification de disponibilité et mise à jour

Grand livre Clients Titres

Numéro de référence :
de la transaction
Audit de responsable désigné
du SVT

Date

EXEMPLE D'UNE OPERATION SUR UN TITRE COTE EN BOURSE (Opération à titre de mandataire)



ملخص :

أصبحت أسواق رأس المال تكتسي أهمية كبيرة في الاقتصاديات المعاصرة نظرا للدور الذي تلعبه في تحسين وتطوير الأنظمة المالية لمختلف الدول هذا ما جعلها تحظى باهتمام كبير من طرف أصحاب القرار و الباحثين في الفكر الاقتصادي محاولة منهم لتنشيط هذه الأسواق وزيادة فعاليتها ، وتعتبر البنوك التجارية عاملا مهما في تحقيق ذلك من خلال ممارستها للعديد من الأنشطة المتعلقة بأسواق رأس المال .
وبالنسبة للجزائر تبقى البنوك التجارية تؤدي دورا معتبرا في هذا الشأن وذلك بالنظر لدور باقي المتدخلين ، إلا أن هذا الدور يبقى محدودا وغير فعال بسبب الضعف الكبير و الضيق الشديد لسوق رأس المال الجزائرية .

Résumé :

L'évolution des marchés de capitaux dans les économies modernes a attiré l'attention des différents spécialistes du domaine, vu leurs rôles spécifiques dans le développement de divers systèmes financiers dans maints pays. Cette situation a poussé les chercheurs et les penseurs à se consacrer d'avantage dans l'étude de ces marchés afin de les rendre plus actifs et plus performants.

Sur ce, les banques commerciales sont considérées comme l'un des facteurs essentiels dans la réalisation de ces performances. Les différentes activités financières pratiquées par ces banques sont à l'origine de la valeur de ces institutions vis-à-vis des marchés financiers.

En Algérie, les banques commerciales sont relativement développées suite à la collaboration des différents intervenants. Mais elles restent quasi-paralysées à cause de l'immense faiblesse et la limitation des marchés financiers algériens.

Summary:

The capital market in the modern economies attracted the intention of the various specialists in the field, considering their specific roles in the development of various financial systems in many countries. This situation pushed the researchers and the thinkers to be devoted of advantage in the study of these markets in order to make them more active and more powerful.

On this, the trade banks are regarded as one of the essential factors in the realization of these performances. The various financial activities practiced by these banks are at the origin of the value of these institutions with respect to the financial markets.

In Algeria, the trade banks are relatively developed following the collaboration of the various speakers. But they remain quasi-paralysed because of the immense weakness and the limitation of the Algerian financial markets.