

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الجزائر 3  
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير  
فرع: النقود والمالية

تحت عنوان:

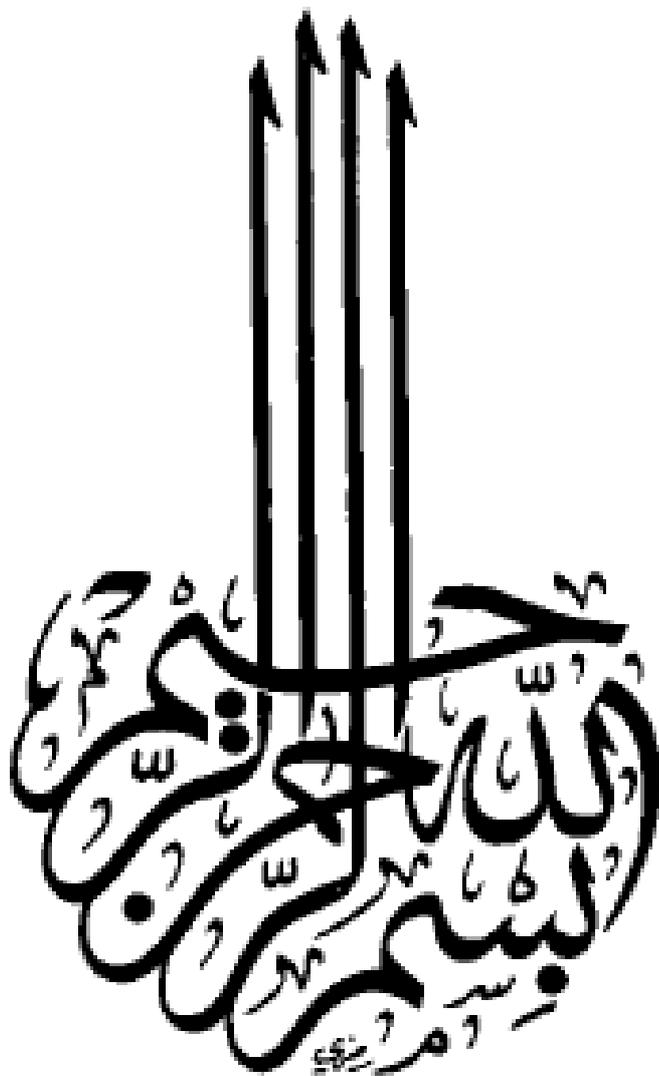
مساهمة القطاع الخاص في تفعيل البورصة  
- مع الإشارة إلى حالة الجزائر -

إعداد الطالب: إشراف الأستاذة:  
بسع عبد القادر د. صديقي مليكة

لجنة المناقشة

د/ مجيطة مسعود ..... رئيسا  
د/ صديقي مليكة ..... مقرا  
د/ حداد بختة ..... عضوا  
د/ كسرى مسعود ..... عضوا  
د/ رجراج أحمد ..... عضوا

السنة الدراسية: 2009 - 2010



## الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله وأطال في عمرهما.

إلى أخي سمير رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه.

إلى أخي فوزي.

إلى أخواتي فاطمة، أحلام، وآية.

إلى كل من عائلة بسبع، دريزة، عجة

إلى كل الأصدقاء والزملاء في الدراسة.

## شكر

لا يسعني وأنا أقدم هذا العمل، إلا أن أشكر الله عز وجل على توفيقه.

ثم أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة المشرفة الدكتورة **صديقي مليكة** التي لم تبخل علي

بالنصح والتوجيه والمتابعة في إنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بشكري إلى أساتذة لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا العمل، وإلى كل أساتذة

جامعة الجزائر الذين أناروا لنا طريق العلم والمعرفة وكل من شجعني على إنجاز هذا

البحث وساهم فيه ولو بكلمة طيبة.

الفهرس

## الفهرس

	الإهداء الشكر الفهرس قائمة الأشكال قائمة الجداول
أ - ح	المقدمة .....
1	الفصل الأول: أساسيات حول البورصة.....
2	تمهيد .....
3	المبحث الأول: ماهية البورصة.....
3	المطلب الأول: مفهوم البورصة.....
9	المطلب الثاني: وظائف البورصة وأهميتها الاقتصادية.....
12	المبحث الثاني: الأوراق المالية محل التداول في البورصة.....
12	المطلب الأول: الأسهم.....
18	المطلب الثاني: السندات.....
23	المبحث الثالث: آلية عمل البورصة.....
23	المطلب الأول: الأطراف المتعاملة في البورصة.....
26	المطلب الثاني: عمليات الأوامر، التسعير والتنفيذ في البورصة.....
34	المبحث الرابع: المعلومات ودورها في تحقيق كفاءة البورصة.....
34	المطلب الأول: المعلومات وطرق تحليلها.....
41	المطلب الثاني: كفاءة البورصة.....
46	خاتمة الفصل الأول.....
47	الفصل الثاني: القطاع الخاص ودوره في تفعيل البورصة.....
48	تمهيد .....
49	المبحث الأول: ماهية القطاع الخاص.....
49	المطلب الأول: مفهوم القطاع الخاص.....
52	المطلب الثاني: أسس بناء القطاع الخاص ودوره في التنمية الاقتصادية.....
58	المبحث الثاني: الدور الجديد للقطاع الخاص من خلال سياسة الخصخصة.....
58	المطلب الأول: ماهية سياسة الخصخصة.....

65	المطلب الثاني: طرق الخوصصة والمتطلبات الأساسية لنجاحها.....
74	المبحث الثالث: القطاع الخاص من خلال سياسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
74	المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
81	المطلب الثاني: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
92	المبحث الرابع: القطاع الخاص الأجنبي.....
92	المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر.....
99	المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي في البورصة.....
107	خلاصة الفصل الثاني.....
109	الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر.....
110	تمهيد .....
112	المبحث الأول: مناخ استثمار القطاع الخاص في الجزائر.....
112	المطلب الأول: الإطار القانوني والمؤسسي لاستثمار القطاع الخاص في الجزائر.....
122	المطلب الثاني: بيئة أداء الأعمال في الجزائر.....
134	المبحث الثاني: بورصة الجزائر.....
134	المطلب الأول: نشأة وتنظيم بورصة الجزائر.....
144	المطلب الثاني: آلية عمل بورصة الجزائر.....
154	المبحث الثالث: أهمية القطاع الخاص الجزائري.....
155	المطلب الأول: الخوصصة في الجزائر.....
168	المطلب الثاني: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....
176	المطلب الثالث: الاستثمار الأجنبي في الجزائر.....
183	المبحث الرابع: معوقات بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها.....
183	المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر.....
186	المطلب الثاني: الشروط الأساسية لنجاح بورصة الجزائر.....
192	خلاصة الفصل الثالث.....
193	الخاتمة .....
199	قائمة المراجع .....

# قائمة الأشكال والجداول

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
138	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	1-3
139	الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم	2-3
166	توزيع مداخل الخوصصة في المغرب حسب السنوات	3-3
166	توزيع مداخل الخوصصة في المغرب حسب طرق الخوصصة	4-3

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
63	الفرق بين القطاع الخاص والقطاع العام في التعامل مع القضايا الاقتصادية	1-2
69	طرق الخصخصة وملائمتها لبعض الأهداف	2-2
75	تصنيف المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة في الاتحاد الأوروبي	3-2
123	مؤشر تأسيس المشروع	1-3
124	مؤشر استخراج تراخيص البناء	2-3
125	مؤشر توظيف العاملين	3-3
125	مؤشر تسجيل الملكية	4-3
126	مؤشر الحصول على الائتمان	5-3
127	مؤشر حماية المستثمر	6-3
128	مؤشر دفع الضرائب	7-3
128	مؤشر التجارة عبر الحدود	8-3
129	مؤشر تنفيذ العقود	9-3
130	مؤشر إغلاق الشركة	10-3
132	عضوية بلدان الوطن العربي في مؤشرات سهولة ممارسة العمال في 2008	11-3
142	البنوك المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة المالية في الأوراق المالية بالجزائر	12-3
165	حصيلة الخوصصة عن طريق البورصة في المغرب خلال الفترة 93-2007	13-3
168	معايير تعريف وتصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر	14-3
169	تطور عدد المؤسسات الصناعية في الجزائر بين 1999 و 2009	15-3
170	المؤسسات الخاصة الجديدة حسب فئة الجراء	16-3
171	توزيع المؤسسات الخاصة حسب فروع النشاط	17-3
172	تطور عدد مناصب الشغل في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	18-3
173	تطور القيمة المضافة	19-3
173	تطور الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات	20-3
178	حصيلة الاستثمار الأجنبي الوارد إلى الجزائر مقارنة بإجمالي الدول العربية	21-3
178	نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي من الناتج المحلي الجمالي للجزائر	22-3
179	تطور التصريحات بالاستثمار في الجزائر خلال الفترة 2002-2009	23-3
180	الاستثمارات المصرح بها موزعة بين استثمارات محلية وأجنبية ومشاركة خلال الفترة 2002-2009	24-3
181	تقسيم المشاريع الاستثمارية الأجنبية المصرح بها حسب قطاعات حسب قطاعات النشاط خلال الفترة 2002-2009	25-3
182	الأقاليم التي ينتمي إليها المستثمرون الجانب في الجزائر خلال الفترة 2002-2009	26-3

مقدمة

## مقدمة:

لقد برزت في العصر الحديث أهمية البورصة كواحدة من أهم سمات الاقتصاديات المعاصرة، لاسيما في الثلاثة أو أربعة عقود الأخيرة. إذ ازداد اللجوء إليها أكثر من قبل الشركات والحكومات للتزود برؤوس الأموال من مختلف الآجال، على حساب التوجه إلى الاستدانة. عرف هذا التوجه بالتحول من التمويل غير المباشر أو بوساطة بنكية إلى التمويل المباشر أو اللاوساطة مالية. كما عرف أيضا بالتحول من اقتصاد السوق الذي تسيطر فيه المصارف كمصادر أساسية للتمويل إلى اقتصاد السوق المالية الذي يعتمد على تمويل الاقتصاديات الوطنية بالأوراق المالية.

لهذا سارعت معظم الدول النامية وتلك التي كانت تنتهج نظام التخطيط المركزي في السابق، ومن بينها الجزائر، إلى إنشاء أسواقها المالية للاستفادة من الادخار المحلي والدولي في تنويع مصادر تمويل اقتصادياتها. وإدراكا منها بأهمية تلك الأسواق فقد سنت تلك الدول القوانين والتشريعات ووفرت الوسائل المالية والمادية والبشرية لإنجاحها، بما في ذلك تشجيع القطاع الخاص ليلعب دوره في التنمية الاقتصادية والاستفادة من المزايا التي تقدمها تلك الأسواق. فالبورصة سمة من سمات اقتصاد السوق القائم على الملكية الخاصة وآلية السوق الحرة والمنافسة الكاملة، وبالتالي حتمية وجود قطاع خاص يلعب دور مهم في الدولة التي تريد أن يكون لها بورصة نشيطة تعمل بفعالية.

والحديث عن القطاع الخاص يقودنا إلى الحديث عن الخصوصية التي تعني الانتقال من القطاع العام إلى القطاع الخاص، وعن الطرق التي تكفلها هذه السياسة لضمان هذا الانتقال والتي من بينها اللجوء إلى آليات السوق المالية (البورصة)، وحيث أن عمليات الخصوصية التي تم القيام بها في العالم أدت إلى نمو وانتعاش في الأسواق المالية لهذه البلدان من حيث الرسملة البورصية، ومن حيث حجم المبادلات كنتيجة لسياسة الخصوصية المنتهجة في هذه البلدان.

فالخصوصية تعني تنازل الدولة عن دورها كمنتج، وفسح المجال للمبادرات الخاصة، وبالتالي الخصوصية في حد ذاتها ليست هدف وإنما هي أسلوب لتحقيق

الإنعاش الاقتصادي وبلوغ النجاعة في الأداء، وخاصة في أداء الأسواق المالية. ومن هنا ينبغي أن يصاحب برامج الخوصصة برنامج آخر أكبر أهمية يتمثل في تشجيع إنشاء المؤسسات الخاصة، فعمليات الخوصصة مرحلة وستنتهي أما إنشاء المؤسسات فلا ينتهي وهذا ما سيمثل القطاع الخاص الحقيقي وهو ما سيؤدي إلى نمو الاقتصاد، وهو المعبر الحقيقي عن قوة جذب الاستثمارات. ومن أجل هذا الإنشاء يمكن الاعتماد على البورصة التي بدورها سوف تنتشط بموجب لجوء الخواص إليها.

وفي إطار إنشاء المؤسسات الجديدة وتقوية المؤسسات الموجودة أصلا ظهرت في الآونة الأخيرة العديد من السياسات التي أعطت اهتماما متزايدا لدور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تنمية الاقتصاد الوطني وتطويره وتحديثه. وضمن هذا السياسات تم الاهتمام أكثر بالجانب التمويلي لهذه المؤسسات الذي يعد جانبا مهما لضمان نشاط واستمرار هذه المؤسسات، حيث تم البحث في مختلف الأساليب الممكنة لتمويلها والتي من بينها إمكانية الإدراج والتمويل عن طريق البورصة.

وبالحديث عن القطاع الخاص والخوصصة يمكننا التطرق إلى رأس المال الأجنبي الذي هو على قدر كبير من الأهمية، ويتضح ذلك جليا من خلال الإجراءات والسياسات التي تعمل على تحسين بيئة الأعمال وجعلها مناسبة لجذب هذا النوع من الاستثمار. والاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر يعمق بدوره من مكانة وأهمية القطاع الخاص في الدول، كما أن عمليات استثمار القطاع الخاص الأجنبي في البورصة والمتمثلة في الاستثمار الأجنبي غير المباشر تساهم بدور مهم في بعث الثقة في البورصة وتنشيط البورصة وزيادة رسملتها.

وفي الجزائر نجد أن برامج الحكومات المتعاقبة عملت على القيام بعدة إصلاحات في المجال الاقتصادي والمالي، وبصفة خاصة إعطاء أهمية كبيرة للقطاع الخاص ضمن توجهاتها الحالية، وذلك من خلال إتباعها لسياسات الخوصصة الداعية للتحويل الملكية العامة للقطاع الخاص والتي بطرقها يمكن أن تعمل على تنشيط بورصة القيم بها، وكذلك الأمر فيما يخص قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي أخذ قسطا كبيرا من الأهمية للنهوض به، حيث خصته بوزارة خاصة وبأساليب

معاملات تمييزية لتحفيزه على النمو والتطور للأخذ بأعباء التنمية في الجزائر. والذي رغم كل ذلك مازال يعاني من مشاكل التمويل ومحدودية أساليب التمويل وفي هذا الإطار نجد عدم إمكانية طرحه لأوراق مالية في بورصة القيم المنقولة الجزائرية نظرا لان التشريعات المنظمة للبورصة لا تسمح لهذا النوع من المؤسسات بالإدراج ضمن البورصة.

والى جانب القطاع الخاص المحلي نجد بالمقابل القطاع الخاص الأجنبي المتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر الذي خصته الجزائر بعدة إجراءات وتشريعات من أجل تحسين بيئته وتشجيعه وجذبه الى الجزائر. ورغم ذلك لم يرقى الى المستوى المطلوب إلا في مجال الطاقة. كما لا نجد في إطار الاستثمار الأجنبي في البورصة تشريعات تسمح بعمليات الاستثمار الأجنبي في البورصة وحق الأجانب في تملك أسهم الشركات المطروحة في البورصة. أو التي تسمح بإدراج الشركات الأجنبية في بورصة الجزائر.

وبالتالي فإنشاء البورصة والبحث عن تفعيلها يتطلب تهيئة المناخ المناسب لعمله، والمتمثل أساسا في الاهتمام بالقطاع الخاص لما له من دور فعال في تحقيق هذه النتيجة أي الوصول إلى تفعيل البورصة، وهذا ما سيمثل محور هذه الدراسة التي سيكون الهدف منها الإجابة عن السؤال التالي:

### **ما هو الدور الذي يلعبه القطاع الخاص في تفعيل البورصة ؟**

وانطلاقا من السؤال الرئيسي يمكن لنا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي البورصة؟ وما أهميتها الاقتصادية؟.
- ماذا نقصد بالخصوصية؟ وما علاقتها بالبورصة؟.
- كيف يمكن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة؟.
- ما أهمية الاستثمار الأجنبي في البورصة؟
- ما هو واقع القطاع الخاص في بورصة الجزائر؟

## فرضيات البحث:

- بناءً على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية المترتبة عليه، نقدم الفرضيات التالية:
- الخصوصية سياسة لتشجيع القطاع الخاص، تساهم طرقها في تنشيط البورصة.
  - تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من القطاعات الاقتصادية الهامة التي يسمح إدراجها في البورصة بحل مشاكل تمويلها.
  - يؤدي الانفتاح على المدخرات الأجنبية إلى زيادة نشاط وفعالية البورصة.
  - يسمح انفتاح بورصة الجزائر على القطاع الخاص المحلي والأجنبي بتفعيلها.

## أهداف البحث وأهميته:

- تكمن أهمية هذه الدراسة في معالجتها لأحد الجوانب الهامة للاقتصاد وذلك فيما يعرف بالانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية، حيث يعمل سوق الأوراق المالية على إيجاد موارد مالية دائمة لتمويل الاقتصاد القومي، وذلك من خلال تركيزها على تحديد وتحليل دور القطاع الخاص في تحسين وتفعيل البورصة.
- وفي هذا الإطار تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها ما يلي:
- توضيح مختلف المفاهيم المتعلقة بالبورصة والقطاع الخاص.
  - البحث في سبل مساهمة القطاع الخاص بآلياته المختلفة في تفعيل سوق الأوراق المالية.
  - الوقوف على الواقع الجزائري، وتشخيص أهم العقبات والمشاكل التي تواجه بورصة الجزائر والتي تحول دون تفعيلها.
  - إبراز الشروط الأساسية لنجاح بورصة الجزائر.

## الدراسات السابقة:

- فيما يخص الدراسات السابقة فقد تم الاعتماد على مجموعة من الأطروحات والمذكرات التي تم القيام بها في مجال البورصة، ومن بينها:
- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها: وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر خلال السنة الجامعية 2003/2002. تناول فيها الباحث واقع الأسواق المالية العربية،

والمعوقات والمشاكل التي تواجهها، وسبل تفعيلها. وقد كانت الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي: ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

- سحنون جمال الدين، شروط بروز سوق الأوراق المالية: وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر خلال السنة الجامعية 2008/2007. تناول فيها الباحث دراسة مقارنة لبورصة مصر وتونس والجزائر من خلال إبراز عوامل تطوير الأسواق المالية وشروط تفعيلها. وقد كانت الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي: ما هي أهم الشروط التي تسمح ب بروز سوق الأوراق المالية؟ وما مدى تطبيقها في كل من مصر، تونس والجزائر؟ وما هي أهم الطرق التي تسمح بتوفير هذه الشروط لتفعيل البورصة في هذه الدول؟

#### أسباب اختيار الموضوع:

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع البحث والذي جاء تحت عنوان: "مساهمة القطاع الخاص في تفعيل البورصة" يمكن تلخيصها في النقاط الآتية :  
- محاولة تقديم الأسس النظرية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في بورصة الجزائر، حتى يتم تقديم بعض الحلول التي تعتبر إسهاما في تفعيل هذه البورصة.

- البحث والكشف في واقع القطاع الخاص الذي لم يتقبل بورصة الجزائر ولم يلجأ إليها من أجل تمويل استثماراته.

- طبيعة التخصص الذي ننتمي إليه - النقود والمالية- وبالتالي البحث في المسائل النقدية والمالية، والتي تعتبر البورصة من أهم المواضيع التي يتم تناولها في هذا الإطار.

## حدود البحث:

ركزت هذه الدراسة على إبراز الجانب النظري المتعلق بتقديم سوق الأوراق المالية مع التطرق إلى دور القطاع الخاص في تفعيلها، وذلك من خلال سياسة الخصوصية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا الدور الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص الأجنبي. بينما في الجانب التطبيقي فقد تمّ التركيز على عرض واقع القطاع الخاص في الجزائر، وكذا تقديم بورصة الجزائر والمشاكل التي تواجه تطورها وسبل تفعيلها. أما من حيث المجال الزمني تم التركيز على الفترة الممتدة بين 2000 - 2009 حسب الإحصائيات المتوفرة. وذلك لان قانون الخصوصية، والقانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وقانون الاستثمار والقانون المنظم لبورصة الجزائر صدرت أهمها خلال هذه الفترة.

## منهج البحث:

لقد تمّ الاعتماد في هذه الدراسة على:

- المنهج الاستقرائي وأداته الوصف وذلك من خلال التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالبورصة والقطاع الخاص.
- المنهج التحليلي وذلك من خلال الجانب التطبيقي حيث تمّ التطرق إلى وضعية القطاع الخاص والبورصة في الجزائر مع تدعيم البحث بمعطيات إحصائية.

## أدوات البحث:

تمّ الاعتماد على جمع العديد من المراجع المتنوعة والمتمثلة في:

- الكتب والمجلات والمراجع الالكترونية بالإضافة إلى الرسائل والأطروحات والملتقيات والندوات والأبحاث العلمية.
- الإحصاءات المتعلقة بالقطاع الخاص من حصيلة الخصوصية وحجم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا إحصائيات متعلقة بالاستثمار الأجنبي في الجزائر.
- القوانين المنظمة للبورصة والقطاع الخاص في الجزائر.

## تقسيم البحث:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول:

في الفصل الأول تم التعرض إلى أساسيات حول البورصة وذلك من خلال أربعة مباحث، في المبحث الأول تم التطرق إلى ماهية البورصة من خلال تقديم مفهوم البورصة ووظائفها وأهمتها الاقتصادية. وفي المبحث الثاني الأوراق المالية محل التداول في البورصة من أسهم وسندات. وفي المبحث الثالث إلى آلية عمل البورصة من الأطراف المتعاملة في البورصة إلى عمليات الأوامر، التسعير والتنفيذ في البورصة. أما في المبحث الرابع فتم التطرق إلى المعلومات ودورها في تحقيق كفاءة البورصة، وذلك بالتعرض إلى المعلومات وطرق تحليلها في البورصة، ثم إلى دورها في تحقيق كفاءة البورصة.

وفي الفصل الثاني تم التعرض إلى القطاع الخاص والدور الذي يمكن أن يلعبه في تفعيل البورصة وذلك من خلال أربعة مباحث، في المبحث الأول تم التطرق إلى ماهية القطاع الخاص بتقديم مفهوم القطاع الخاص وأسس بناءه، ودوره في التنمية الاقتصادية. وفي المبحث الثاني إلى الدور الجديد للقطاع الخاص من خلال سياسة الخصخصة والإشارة إلى ماهية سياسة الخصخصة وطرق التي تتم من خلالها والتي تعتبر طريقة الخصخصة عن طريق السوق المالية أهمها. وفي المبحث الثالث إلى سياسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومشاكل تمويلها، وإلى إمكانية تمويلها عن طريق البورصة. أما في المبحث الرابع فتم التطرق إلى القطاع الخاص الأجنبي من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي في البورصة، حيث يلعب هذا الأخير دوراً مهماً في تنشيط البورصة بما أنه يتم عن طريقها.

أما في الفصل الثالث فتم تناول واقع القطاع الخاص والبورصة في الجزائر وذلك من خلال أربعة مباحث، في المبحث الأول تم التطرق إلى مناخ استثمار القطاع الخاص في الجزائر، وذلك بعرض الإطار القانوني والمؤسسي للاستثمار الخاص في الجزائر، وعرض بيئة أداء الأعمال في الجزائر مقارنة بالمغرب وتونس وذلك من

خلال مؤشرات سهولة أداء الأعمال التي يصدرها البنك الدولي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC التابعة لمجموعة البنك الدولي. وفي المبحث الثاني تم تقديم بورصة الجزائر، من خلال عرض نشأتها وتنظيمها وآلية عملها. وفي المبحث الثالث تم تقديم القطاع الخاص في الجزائر سواء المحلي من خلال عرض سياسة الخصخصة في الجزائر وكذا الإشارة إلى واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والقطاع الخاص الأجنبي المكنة التي يحتلها ضمن الاقتصاد الجزائري. أما في المبحث الرابع والأخير تم عرض معوقات بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها.

وفي خاتمة البحث تم عرض ملخص عن الإجابة على السؤال الرئيسي المطروح، وتم اختبار الفرضيات التي تم الانطلاق منها. وعرض النتائج العامة المتوصل إليها من البحث وكذا التوصيات المقترحة وأفاق البحث.

# الفصل الأول

## أساسيات حول البورصة

## الفصل الأول: أساسيات حول البورصة.

### تمهيد:

البورصة سوق لرؤوس لا تختلف عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج كونها موقع لالتقاء تيارى الطلب والعرض باتجاه تحديد مستويات التوازن السعري والكمي، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق.

إلا أن ما يميز البورصة عن بقية الأسواق هي طبيعة ما يجري التعامل فيه، إذ أنها سوق للتمويل، وهي تتضمن عرض وطلب لرؤوس الأموال، وما يتبع ذلك من طبيعة خاصة للأطراف المؤثرة في مستويات التوازن.

إن كون رأس المال أحد عناصر الإنتاج المهمة يضيف على سوق رأس المال صفة سوق عوامل الإنتاج، وهنا تظهر أهمية هذه السوق في دفع عجلة التنمية في البلدان من خلال عدة وظائف تؤديها هذه السوق.

والبورصة كغيرها من الهياكل الاقتصادية تحكمها آلية معينة تميزها عن غيرها من الأسواق، حيث تضم أطراف مختلفة تتعامل على بضاعتها المتمثلة في الأوراق المالية المتداولة فيها، والتي تعقد عليها عدة عمليات تدعى الأوامر التي يتم تنفيذها بواسطة هؤلاء الأطراف، كما نجد فيها عدة طرق لتحديد الأسعار.

ويعمل رجال الاقتصاد في أي دولة على محاولة البحث عن تحقيق كفاءة لبورصات بلدانهم، هذه الكفاءة التي تنعكس في كون القيمة السوقية للأسهم والسندات مساوية إلى القيمة الحقيقية، وذلك نتيجة للمعلومات والبيانات المتاحة في هذه السوق عن الشركات المدرجة فيها وعن الأوراق المالية التي يتم تداولها وهذا ما يقودنا إلى البحث في نظام المعلومات وأهميته في هذه السوق والبحث في أهمية عمليات التحليل الفني والأساسي لهذه البيانات والمعلومات من أجل الوصول إلى سوق مالي كفاء.

لذا ومحاولة منا أخذ فكرة عامة عن البورصة تناولنا هذا الفصل من خلال أربعة مباحث على النحو التالي:

- **المبحث الأول:** ماهية البورصة.
- **المبحث الثاني:** الأوراق المالية محل التداول في البورصة.
- **المبحث الثالث:** آلية عمل البورصة.
- **المبحث الرابع:** المعلومات ودورها في تحقيق كفاءة البورصة.

## المبحث الأول: ماهية البورصة.

تعتبر البورصة بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد، فهي مرآة تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة، كما تعكس حقيقة الشركات المقيدة بها، فلقد أثبتت التجارب أن حالة سوق البورصة تشير بشكل عام إلى التطور وإلى حالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعني، وقد أصبحت في العصر الحديث البورصة واحدة من أهم أجهزة النظام المالي. وللإحاطة بأهمية هذا الكيان الاقتصادي وإعطاء فكرة عن الدور الذي يلعبه في الحياة الاقتصادية سنتناول في المطلب الأول من هذا المبحث مفهوم البورصة، أما في المطلب الثاني فسوف نتطرق إلى وظائف البورصة وأهميتها الاقتصادية.

### المطلب الأول: مفهوم البورصة

رافق تطور وتنمية البورصة التطورات التي مست اقتصاديات الدول وصناعاتها عبر التاريخ، حيث تطور وتبلور مفهوم البورصة مع الزمن إلى أن وصلت إلى الحال التي هي عليه.

**1- نشأة البورصة:**

تعود كلمة بورصة إلى الاجتماعات التجارية التي كانت تعقد في فندق قريب من مدينة بروج "Brugge" البلجيكية الذي كان يملكه أحد أفراد عائلة "فان در بورص" "Van Der Bourse"، حيث كان يجتمع به في فندقه العديد من التجار، وكانت الارتباطات تتم في شكل عقود وتعهدات ثم تطورت لتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة. ويعتبر المؤرخون سنة 1339 بمثابة السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة نسبة إلى عائلة هذا الشخص الذي كان يستقبل هؤلاء التجار ورجال الأعمال في فندقه. كما يعتبر البعض أن الاجتماعات كانت تعقد أمام الفندق وأمام بيت هذه العائلة، وكان شعار هذا الفندق عبارة عن ثلاثة أكياس للنقود أو ثلاثة "purses" ومن ثم جاء الاسم "بورصة"<sup>1</sup>.

وبعد أن بدأ يضمحل الدور الهام الذي لعبته مدينة بروج ومرافقها في مجال التبادلات التجارية والمالية مع نهاية القرن الرابع عشر انتقل هذا الدور لمدينة أخرى تقع في شمال بلجيكا هي أنفرس التي تم فيها إنشاء أول بورصة عام 1536، وقد زادت أهمية البورصات في تعبئة المدخرات والموارد المالية وخاصة في الدول الرأسمالية باعتبارها إحدى المتطلبات الأساسية لتمويل ودعم الاقتصاد مما أدى إلى تعميم وانتشارها عبر دول العالم ولاسيما الرأسمالية. ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا أنشئت بورصة لندن للأوراق المالية في عام 1776. واستقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في بريطانيا في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه اسم "Royal Exchange". أما فيما يتعلق

<sup>1</sup> - حسن حمدي - دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال - دار الكتاب العربي - مصر: الطبعة الأولى 2006 - ص9.

بالبورصات الأوروبية الأخرى وكذلك في الولايات المتحدة الأمريكية فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، فقد أنشئت أول بورصة للأسهم في عام 1821 في الشارع الذي كانت تتم فيه مختلف التعاملات المالية في السابق وهو "ول ستريت" "Wall Street"، ثم بورصة نيويورك سنة 1893، وقبلها تم إنشاء بورصة طوكيو عام 1878، ثم شرعت الدول تباعا في إنشاء أسواق الأوراق المالية على غرار البورصات سالفة الذكر<sup>1</sup>.

### 2- تعريف البورصة:

يطلق على البورصة عدة أسماء تشير أغلبها إلى مدلول واحد. فالبعض يسميها سوق رأس المال باعتبارها مصدر الأموال الضرورية لتمويل المشروعات الكبرى. ويعرفها آخرون باسم السوق المالية أو السوق الاستثمارية، أي أنها سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل تميزها لها عن سوق الأموال قصيرة الأجل (السوق النقدية).

ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية إسم بورصة الأوراق المالية، ولقد عرفت بتعريفات عدة منها "سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال"<sup>2</sup>.

كما نجد تعريفا آخر لها على أنها "المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، حيث يتم فيها طرح الأوراق الجديدة للتداول لأول مرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تسهل عملية تحويل الأصل إلى سيولة من خلال التنازل عنه في البورصة"<sup>3</sup>.

وتعرف البورصة أيضا على أنها "السوق الرأسمالية التي تمثل الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل بين البائعين والمشتريين وتمتاز هذه السوق بحسن التنظيم"<sup>4</sup>.

أو هي "اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق لتنفيذ أوامر عملائهم المتلقاة من قبل وأثناء فترة العمل، فهي بذلك تقوم بدور مزدوج لأنها تعمل على التقاء العرض والطلب، وتقوم بتوفير القدر الكافي من الضمانات اللازمة لإتمام الصفقات وتحديد التوازن بين الأسعار من خلال العلانية التي تقوم البورصة بتوفيرها"<sup>5</sup>.

نلاحظ أن هذه التعريفات أكدت على أن البورصة سوق منظمة تميزها لها عن المبادلات التي تتم بواسطة المتعاملين من غير تقيد بقوانين ونظم ولوائح سوق الأوراق المالية. كما أن المتتبع

<sup>1</sup> - عصام حسين - أسواق الأوراق المالية (البورصة) - دار أسامة - الأردن: الطبعة الأولى 2008، ص12.

<sup>2</sup> - عصام حسين - المرجع أعلاه - ص17.

<sup>3</sup> - David Begg et autres, Macroéconomie, édition Dunod, deuxième édition, 2002, p 132.

<sup>4</sup> - إبراهيم أبو بكر المدني - الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية - مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة - مجلة دولية محكمة - جامعة الجزائر - الجزائر: العدد 17 المجلد 1، 2008 - ص 45.

<sup>5</sup> - سوزي عدلي ناشد - مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي - منشورات الحلبي الحقوقية - لبنان: الطبعة الأولى 2005 - ص 185.

للتعريفات السابقة يجد أنها لم تزد على أن جعلت من سوق الأوراق المالية مكان يجتمع فيه المتعاملون تعقد فيه مجموعة من المعاملات المالية. ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي. وبالتالي سمحت بالتعامل خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

وفي مقابل البورصة نجد ما يعرف بالسوق النقدية، وهي سوق يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل والقروض قصيرة الأجل، وتعرف هذه السوق بسوق ما بين البنوك، يشارك في هذه السوق كل من البنك المركزي والبنوك التجارية والخزينة العمومية، إلى جانب المؤسسات المالية وصناديق الادخار، صناديق التقاعد وشركات التأمين.

تتميز السوق النقدية بالميزات التالية:

- سوق قصيرة الأجل، ينحصر استحقاق منتجاتها بين يوم واحدة وسنة كاملة.
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق إستثمارات قصيرة الأجل.
- تتميز بقدر كبير من السيولة.

- الأوراق المالية المتداولة فيها أكثر شيوعاً في عملية التداول.

وعن أهم المنتجات المتداولة فيها نجد<sup>1</sup>:

- **أذونات الخزانة:** هي أوراق مالية تصدرها الحكومة ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد وتصدر بتاريخ استحقاق مختلفة عادة ما تكون 91 يوماً أو 182 يوماً. وتباع هذه الأوراق بخصم، أي أنه لا يتم دفع الفائدة للمستثمر بل يتم تحديد السعر بناء على مقدار الخصم.

- **الأوراق التجارية:** هي وعد غير مؤكد بالدفع تصدرها الشركات المعروفة والتي تتمتع بوضع مالي جيد. ويقوم المقرضون أو المستثمرون بشراء تلك الأوراق، وعادة ما يتراوح استحقاقها ما بين عدة أيام و270 يوم كما أنها تباع بخصم.

- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي عبارة عن إيصال تطرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغاً معيناً ولمدة محددة وبفائدة معلومة. ويمكن لحامل تلك الشهادات إما الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها أو بيعها في السوق الثانوية.

- **القبولات المصرفية:** ظهرت هذه الورقة في الأساس لخدمة حركة التجارة الدولية، وهي أمر بالدفع مسحوب على بنك من طرف عميل، حيث يقبل البنك دفع مبلغ معين في تاريخ محدد. والقبولات المصرفية قابلة للتداول في سوق النقد حيث يمكن لحاملها بيعها بخصم.

<sup>1</sup> - حسان خضر - تحليل الأسواق المالية - مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 27، الكويت - 2004 - ص 6.

### 3- تقسيمات البورصة:

تنقسم البورصة إلى سوق أولي تجري فيه الإصدارات الجديدة وسوق ثانوي يتم فيه تداول الإصدارات القائمة. يضاف إلى ذلك ما يسمى بالسوق الثالث والسوق الرابع.

**3-1 السوق الأولي:** ويعرف السوق الأولي بسوق الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، أي الأسهم والسندات المطروحة من الشركات لأول مرة لغرض الاكتتاب من طرف الجمهور والمستثمرين، وينظم عملية الإصدار بنك أعمال (بنك استثمار) متخصص يضمن إصدار وطرح هذه الأوراق في السوق عند سعر معين<sup>1</sup>، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأس مال الشركة عند تأسيسها، أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس. كما قد يتعلق الاكتتاب بالسندات التي يتم طرحها لأول مرة<sup>2</sup>، ويقوم الوسطاء الماليون في هذا الإطار بتقديم عروض لطالبي الأموال، تتمثل في الأشكال التالية<sup>3</sup>:

**3-1-1 عروض الاكتتاب الكامل:** وفيه يتعهد الوسيط المالي بتوفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل، ثم يقوم هذا الوسيط بمفرده أو مع غيره من الوسطاء بإعادة تسويق هذه الأوراق على مكتتبيين آخرين وهنا المدين يحصل على المبلغ الذي يحتاجه بالكامل.

**3-1-2 عروض بذل أقصى جهد:** وهنا يلتزم الوسيط سواء بمفرده أو بالمشاركة مع غيره من الوسطاء ببذل أقصى جهد لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، ومن ثم فالمدين لا يحصل في النهاية إلا على ما تم الاكتتاب فيه بالفعل.

**3-1-3 العروض المزدوجة:** وهذا العرض يشمل تقديم الوسيط لنسبة معينة من إجمالي المبلغ المطلوب بصفة نهائية، والباقي ببذل فيه أقصى جهد.

**3-2 السوق الثانوي:** وهي سوق لتداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها<sup>4</sup>، فالسوق الثانوي عبارة عن تنظيم يتم من خلاله النقاء العرض والطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال للتعامل في أوراق مالية سبق إصدارها في السوق الأولي<sup>5</sup>، طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها قبل تاريخ استحقاقها فان هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ.

وتنقسم هذه السوق الثانوية إلى سوق نظامية وسوق غير نظامية<sup>6</sup>:

<sup>1</sup>- Frederic Mishkin, Monnaie, Banque et Marches financiers, édition Nouveaux Horizons, huitième édition, 2007, p 34.

<sup>2</sup> - زينب عوض الله - أسامة محمد الفولي - أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي - منشورات الحلبي الحقوقية - لبنان - 2003 - ص191.

<sup>3</sup> - سوزي عدلي ناشد - مرجع سبق ذكره - ص183، 182.

<sup>4</sup> - Frederic Mishkin, op.cit. p34.

<sup>5</sup> - زينب عوض الله - أسامة محمد الفولي - المرجع أعلاه - ص191.

<sup>6</sup> - إبراهيم أبو بكر المدني - مرجع سبق ذكره - ص47.

**3-2-1 السوق النظامية:** هي الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها بالسوق الأولي واستكملت شروط الإدراج لدخولها السوق النظامية ولهذه السوق مكان معروف وأوقات محددة للتداول وهيئة مشرفة عليها ووسطاء ماليين مرخص لهم بالتداول في ظل تشريعات ونظم، وتمتاز هذه السوق بحسن التنظيم وتنوع الأوراق المطروحة للتداول كما أنها تعطي بيانات ومعلومات بشفافية تامة عن الأوضاع المالية للشركات المدرجة بها.

**3-2-2 السوق غير النظامية:** وهي المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية المصدرة لأول مرة أو الأوراق المالية المتداولة بالسوق النظامية بدون أية قيود بين المتعاملين ولا وقت محدد أو كلفة محددة. ويتم التعامل إما مباشرة أو من خلال وسطاء خارج السوق النظامية أو ما يسميه البعض بأسواق فوق الحاجز، وعادة ما يلجأ المستثمرون سواء كانوا بائعين أو مشتريين لهذه الأسواق إما لحداثة الورقة المالية أو لعدم إستفائها لشروط الإدراج بالسوق النظامية أو للتهرب من كلفة التداول بالسوق الرسمي أو لوجود فرص مغرية بهذه السوق غير موجودة بالسوق النظامية.

**3-3 السوق الثالث:** يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة وعلى استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق المالية وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وهي تمارس دورا منافسا للمتخصصين من أعضاء السوق المنظمة. أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وحسابات الأموال المؤتمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية. هؤلاء العملاء الذين وجدوا في هذا السوق فرصة للتفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيضات مغرية بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة ، هذا بالإضافة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصص في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة<sup>1</sup>.

**3-4 السوق الرابع:** ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من وسائل الاتصال والحاسبات الآلية. لذلك ففي ظل السوق الرابع يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل<sup>2</sup>.

#### 4- أنواع البورصات:

توجد أنواع عديدة من البورصات تم تناولها في العديد من المراجع وهي: بورصة السلع، بورصة الأوراق المالية، بورصة العملات (سوق الصرف الأجنبي)، بورصة المعادن النفيسة.

<sup>1</sup> - أحمد بوراس - أسواق رؤوس الأموال - مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة - 2003/2002 - ص 72.  
<sup>2</sup> - عصام حسين - مرجع سبق ذكره - ص 21.

**4-1 بورصة السلع:** ويطلق عليها بورصة التجارة أو بورصة العقود، وهي ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعة والمشتريين للسلع المختلفة خاصة تلك التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة وعدم اندثارها بسرعة كالفواكه وإمكانية قياسها وغيرها من الشروط. ويمكن تقسيم العمليات التي تتم في بورصة السلع إلى قسمين: القسم الأول منها يتم في بورصة العمليات الحاضرة، حيث يتم بيع وشراء البضائع الموجودة فعلا أثناء التعاقد سواء بتوفر الكمية المتعاقد عليها أو عينة منها، وعادة ما تتم هذه العمليات بصورة مباشرة بين البائع والمشتري ولهذا تعرف في بعض الكتب بالسوق الحرة. أما القسم الثاني منها فيتمثل في العقود المبرمة بين المتعاقدين والتي يكون التسليم فيها في وقت لاحق، بمعنى آخر تلك العمليات التي تعقد في أسواق السلع الآجلة، وغالبا ما يكون التعامل هنا منصبا على السلع والمنتجات الموسمية والتي يكون الطلب عليها على مدار السنة، حيث يلتزم المشتري والبائع على تبادل سلعة معينة في فترة لاحقة مقابل ثمن يحدد في تاريخ التعاقد، ومن هنا يلتزم البائع بتقديم السلعة للمشتري في الوقت المتفق عليه ووفقا للمواصفات المحددة<sup>1</sup>.

**4-2 بورصة الأوراق المالية:** وتسمى أيضا بورصة القيم المنقولة، يجري فيها التعامل على الأوراق المالية التي هي الأسهم والسندات وفقا لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة. وتمتاز سوق الأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة العمليات التي يمكن أن تتم فيها حيث تكون على نوعين: العمليات الفورية والعمليات الآجلة. إذ تتم العمليات الفورية بالاتفاق على الصفقة، وبمجرد حصول الاتفاق يمكن للمشتري استلام الأوراق محل الصفقة ويدفع ثمنها فورا. أما العمليات الآجلة فيتم الاتفاق فيها مسبقا على يوم التسليم وعلى سعر التبادل.

**4-3 بورصة العملات (سوق الصرف الأجنبي):** يعرف سوق العملات على أنه السوق الذي يتم بها تداول العملات، ويعرف سوق العملات الأجنبية بأنه موجودات دولة من العملات الأخرى والتي تشمل الودائع لأجل بالإضافة إلى السندات الحكومية والذهبية وحقوق السحب الخاصة. ففي هذه الأسواق تنفذ عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية من خلال الأجهزة الالكترونية المتطورة، وجاء تأسيس هذه السوق تلبية لحاجات المستوردين والمصدرين. ولقد زاد حجم هذا السوق بشكل ملحوظ بعد إلغاء القيود الضريبية على تحركات رؤوس الأموال في بعض الدول وظهور الأدوات التكنولوجية الحديثة<sup>2</sup>، ويتم تبادل العملات أي الصرف إما بسعر فوري يتم به التبادل حاضرا، أو بسعر آجل يتم التبادل به مستقبلا. وأهم أسواق العملات نجدها في كل من لندن، نيويورك، طوكيو، زيوريخ، سنغافورة وهونج كونج.

<sup>1</sup> - أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره - ص 73.

<sup>2</sup> - رسمية أحمد أبو موسى - الأسواق المالية والنقدية - دار المعتز للنشر - عمان: الطبعة الأولى - 2005 - ص: 28.

## المطلب الثاني: وظائف البورصة وأهميتها الاقتصادية.

لقد أثارت البورصة جدلاً كبيراً بين الاقتصاديين إلا أنها في الواقع بقيت مؤسسة مجهولة تقريباً من عامة الشعب بسبب حذر الأفراد لما سببته في فترات معينة من تاريخ العالم الاقتصادي من ضياع ثروات ضخمة في لحظات معينة وغنى لآخرين دون أي جهد، حتى أنه في الأزمات الكبيرة التي اجتاحت العالم مثل أزمة 1929/10/24 طالب الكثيرون بإلغائها لكن وبالرغم من ذلك تؤدي البورصة دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية لذا ينبغي الأخذ بها كمتغير وعامل أساسي في إعداد السياسات والخطط الاقتصادية التي تهدف إلى تنمية اقتصاد الدولة.

### 1- وظائف البورصة:

تؤدي البورصة دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية من خلال الوظائف التي تؤديها، والمتمثلة في العناصر التالية:

- **تنمية الادخار:** تشجع البورصة على الاستثمار في مجال الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتجلى ذلك بشكل واضح في حالة صغار المدخرين الذين لا يملكون إلا القليل الذي لا يستطيعون به إنشاء مشروعات مستقلة، ومن ثم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر طاقتهم المالية مما يساعد على خدمة أغراض التنمية الاقتصادية، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة سواء في الأسهم أو السندات.

- **المساعدة في التمويل:** فالاستثمار في البورصة يساعد على تحويل الأموال من الفئات التي لها فائض إلى الجهات التي لها عجز، حيث تستعملها هذه الأخيرة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج بما يؤدي إلى زيادة كمية وجودة الإنتاج وتحقيق فائض الربح<sup>1</sup>.

- **المساهمة في تمويل خطط التنمية:** حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلاً من اللجوء إلى الاقتراض الخارجي الذي غالباً ما يترتب عليه أعباء كثيرة تنقل كاهل الدولة بالديون وما يترتب عليها من آثار تقوم بتمويل مشاريعها التنموية عن طريق أوراق مالية في الأسواق المالية المنظمة والتي بواسطتها تقوم بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع<sup>2</sup>.

- **توفير السيولة في الاقتصاد:** حيث يستطيع حملة الأسهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا ما اضطرتهم أو شجعتهم الظروف إلى فعل ذلك. أما في حالة غياب هذه السوق المالية سيضطر حامل السند إلى انتظار تاريخ الاستحقاق، ويضطر حامل السهم إلى انتظار حل الشركة وتصفياتها حتى تتحول إلى سيولة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - حسن حمدي - مرجع سبق ذكره ص 17.

<sup>2</sup> - رسمية أحمد أبو موسى - مرجع سبق ذكره ص 12.

<sup>3</sup> - أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره ص 83.

- **التخصيص الكفاء لرأس المال:** حيث أن في البورصة تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال العرض والطلب عليها وذلك من خلال المفاوضات أو المزايعة. وهي طريقة تعكس بصورة دقيقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا للظروف السائدة في السوق وبناء على ما تقوم الشركات والجهات الاقتصادية المختصة بنشره من بيانات تتعلق بأداء الشركات وأرباحها ومراكزها المالية.

- **إمكانية تقييم الشركات والمشروعات الاستثمارية بكفاءة:** تعتبر البورصة أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات الاستثمارية المختلفة، إذ تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع هذه الشركات والمشروعات ومساعدتهم على الحكم عليها إما بالنجاح أو بالفشل<sup>1</sup>، وبالتالي فهي تمثل حلقة وصل بين معظم الفعاليات الاقتصادية مثل البنوك، المشروعات، المدخرين... الخ. الأمر الذي يؤهلها لان تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد الوطني، ومؤشرا لحالته مستقبلا.

## 2- أهمية البورصة وأثرها على الاقتصاد الوطني.

يمكن أن نلخص أهمية البورصة وأثرها على الاقتصاد الوطني في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- إن سوق أي سلعة يقتضي توفير المقر الذي تمارس فيه عمليتي البيع والشراء وخاصة في ظل الاقتصاد الحر الذي تحكمه قوانين العرض والطلب وهذا ما تحققه البورصة، وحيث تتيح تلاقي العرض والطلب فمن يسعى للسيولة يعرض ما لديه من أوراق مالية للبيع ومن يريد الاستثمار في الأوراق المالية تتاح له فرصة الشراء فتلتقي المدخرات بالاستثمار أي العرض بالطلب.

- في ظل انفصال الملكية عن الإدارة وكبير حجم الشركات واتساع الأسواق يصعب متابعة أنشطة هذه الشركات من قبل المساهمين دون أن يكون هناك بورصة تعكس الحالة الاقتصادية لهذه الشركات.

- تعتبر البورصة بمثابة مرآة تعكس المركز المالي للشركة المصدرة للورقة المالية وهي المؤشر الذي يعتمد عليه كل من يريد أن يقيم الشركة المصدرة للورقة، فعندما ترتفع القيمة السوقية للورقة المالية فإن ذلك يعني أن الشركة في وضع أفضل والعكس وبذلك تتحقق رقابة غير مباشرة على الأنشطة الاقتصادية.

- على الرغم من أن البورصة سوق تداول وليست سوق إصدار ولكن لولا إمكانية التداول لأصبح الإصدار أكثر صعوبة، وبالتالي يصعب إستيعاب الإصدارات الجديدة اللازمة للتنمية. النشرات والدراسات الدورية التي تصدرها البورصات لها أهميتها بالنسبة للدراسات الاقتصادية والمالية.

<sup>1</sup> - حسن حمدي - مرجع سبق ذكره ص 19.

<sup>2</sup> - محمد الصيرفي - البورصات - دار الفكر الجامعي - مصر: الطبعة الأولى - 2007 - 89.

- تتيح البورصة باعتبارها سوق منظمة الاستقرار في الأسعار حيث تكون التغيرات السعرية محكومة وهو ما يحقق الاستقرار في أداء الأسواق المالية ويجعلها أقل عرضة للمتغيرات العشوائية والفجائية التي تعصف بالأسعار وتعرض الاقتصاد لهزات غير محسوبة.

- إن الاقتصاد الوطني لأي دولة تتحقق له التنمية عن طريق المدخرات وإذا توفرت المدخرات فهي لن تحقق تنمية إلا إذا تم توجيهها نحو الاستثمار، وعليه فطالما هناك إنفصال بين المدخرات والاستثمار فلن تتحقق أية تنمية اقتصادية وأن هذه الأخيرة لن تتحقق إلا إذا تم توجيه المدخرات نحو الاستثمار ومن المعروف اقتصادياً أن شركات المساهمة هي التي تقود عملية التنمية الاقتصادية. وكما قال آدم سميث أن لها نصيب الأسد في التنمية الاقتصادية وتوفر سوق رأس المال التمويل اللازم لهذه الشركات عن طريق إصداراتها من الأسهم التي يتم تداولها فيها.

وبالتالي نستخلص من خلال هذه الوظائف الدور الهام الذي تؤديه البورصة للاقتصاد الوطني من تنمية وتشجيع للادخار، توفير وخلق رؤوس أموال للقيام بالمشاريع الكبرى. وكذا اعتبار البورصة مؤشر عن الحالة الاقتصادية للدولة. كما أنها جهاز رقابة على الشركات وإدارتها من خلال المحيط القانوني الذي تفرضه البورصة على الشركات وكذا المعلومات التي تقوم بنشرها عنها.

## المبحث الثاني: الأوراق المالية محل التداول في البورصة

تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعا وشراء في السوق المالي فهي إذا بمثابة العمود الفقري لهذا السوق، فالورقة المالية تمثل مستند حق الملكية أو دين يثبت حقوق المستثمر.

والشركات التي تملك الحق في طرح الأوراق المالية في البورصة، ويشترط فيها أن تكون من الشركات التي تصدر صكوكا قابلة للتداول، أي يجب أن تكون من شركات المساهمة أو من شركات التوصية بالأسهم. أما بالنسبة لشركات الأشخاص التجارية والمدنية فإن رؤوس أموالها لا تتكون من حصص قابلة للتداول بالطرق التجارية وإن تم تداولها فيكون ذلك مقابل إجراءات معينة منصوص عليها في القانون.

ولابد لنا من التمييز بين الأوراق التجارية والأوراق المالية فالأولى لها خاصية السيولة الجارية واستخدامها في النشاط التجاري في فترة قصيرة، ويتم تداولها في السوق النقدي بينما الأوراق المالية عادة ما يقصد بها تلك الأسهم والسندات المتداولة على مستوى البورصة وتكون ذات أجال متوسطة وطويلة<sup>1</sup>.

وسنتناول في هذا المبحث الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وذلك من خلال التطرق إلى الأسهم في المطلب الأول، والسندات في المطلب الثاني.

### المطلب الأول: الأسهم.

الأسهم هي حقوق ملكية على الشركة المصدرة لها<sup>2</sup>. حيث السهم يمثل حق المساهم في رأس مال إحدى شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، أو هيئات ومؤسسات أخرى لها شخصية معنوية عامة أو خاصة رأسمالها مقسم إلى أسهم أو حصص متساوية<sup>3</sup>. ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك، حيث يوضح كل صك القيمة الاسمية للسهم، إسم الشركة المصدرة للسهم، نوع السهم ورقمه، عدد الأسهم بالصك<sup>4</sup>.

من تعريف السهم نلاحظ أنه يراد به أمرين<sup>5</sup>:

- نصيب المساهم في رأسمال الشركة.
- الصك المكتوب الذي يتضمن حق المساهم، وما هو مخول له من حقوق لاسيما حقه في الحصول على أرباح.

<sup>1</sup> - كمال بن موسى - الأسواق المالية - مطبوعات جامعة الجزائر - 2009/2008 - ص 61.

<sup>2</sup> - Frederic Mishkin, op.cit. p40.

<sup>3</sup> - سوزي عدلي ناشد - مرجع سبق ذكره - ص 187.

<sup>4</sup> - عصام حسين - مرجع سبق ذكره - ص 78.

<sup>5</sup> - أحمد لطفي أحمد - معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية - دار الفكر الجامعي - مصر: الطبعة الأولى 2006 ص 46.

## 1- خصائص الأسهم:

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص التي تكفل بدورها للسهم أداء مهمته في الحياة الاقتصادية. وهذه الخصائص يمكن عرضها بإختصار على الشكل التالي:

- **التساوي في القيمة:** من الخصائص التي تختص بها الأسهم أنها متساوية القيمة، وهذه القيمة يتم تحديدها من قبل القانون يستوي في ذلك كل أنواع الأسهم. إذ أنها تقوم على مبدأ المساواة في الحقوق والالتزامات. والحكمة من تساوي قيمة الأسهم، تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية بسهولة، تسهيل عملية توزيع الأرباح وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة.

- **قابلية التداول:** وتعتبر هذه الخاصية من أهم خصائص الأسهم. فإذا نص في النظام الأساسي للشركة أو صدر قرار من الجمعية العمومية يتضمن منع تداول أسهم الشركة فقدت الشركة صفتها كشركة مساهمة. حيث توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية.

- **عدم قابلية السهم للتجزئة:** الأصل في السهم أن تكون ملكيته لشخص واحد، ولكن هذا ليس بشرط. حيث يمكن أن يكون مملوكا لأكثر من شخص لكن بالنسبة للشركة لا بد أن يكون الممثل واحد في الجمعية العمومية.

- **المسؤولية المحدودة للمساهم:** المساهم مسئول مسؤولية محدودة بقدر حصته في رأس مال الشركة المساهم فيها.

- **عضوية الجمعية العمومية للشركة:** المساهم يعتبر عضوا في الجمعية العمومية للشركة وله الحق في التصويت ورقابة أعمال الشركة. وله نصيب من الربح والخسارة بناء على ما تحققه الشركة من نتائج.

## 2- أنواع الأسهم:

تنقسم الأسهم من حيث خصائصها إلى نوعين، الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

**1-2 الأسهم العادية:** يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة معينة بقيمة إسمية ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح للجمهور عن طرق الاكتتاب العام في السوق الأولية. ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة تعود لأسباب وتقييمات متباينة.

وعليه فإن السهم العادي هو أول أداة تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنه آخر ما يتم سداؤه. ولحامليه حصة الملكية في الشركة، ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات. ولهم الحق في التصويت في مجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية.

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل، في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية وبالتالي تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة. وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب<sup>1</sup>. وللأسهم العادي قيم مختلفة هي<sup>2</sup>:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم وعلى عقد التأسيس.
- القيمة الدفترية: وهي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، حيث تساوي رأس المال المدفوع و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.
- القيمة السوقية: وهي عبارة عن سعر السهم في السوق المالي وهذه القيمة تتغير بناء على عوامل مختلفة كالعوائد التي تحققها الشركات و التوزيعات.

**2-1-1 اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية:** إلى جانب الأسهم العادية التقليدية - التي سبق الإشارة إليها - ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخضع قبل حساب الضريبة، والأسهم العادية المضمونة القيمة<sup>3</sup>.

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل. غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية إلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل. أصدرت هذه الشركة مجموعة من الأسهم أطلقت عليها فئة E class وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم أنظمة المعلومات الالكترونية. ومجموعة أخرى أطلق عليها فئة H class ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:** الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة. وفي الثمانينات صدر مشروع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطط معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. هذا إضافة إلى نص قانوني آخر يعفي المؤسسات المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

<sup>1</sup> - محمد عوض عبد الجواد - علي إبراهيم الشديفات - الاستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية) - دار الحامد - عمان: الطبعة الأولى 2006 ص 86.

<sup>2</sup> - رسمية أحمد أبو موسى - مرجع سبق ذكره - ص 129.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - منشأة المعارف - مصر: 1999 ص 11-26.

- الأسهم العادية المضمونة القيمة: الأصل في السهم العادي أن ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية. غير أنه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، أما إذا بلغ الانخفاض الحد المعلوم ولكن بعد تجاوز الفترة الزمنية المحددة فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض.

## 2-1-2 مزايا وعيوب إصدار الأسهم العادية<sup>1</sup> :

تحقق الأسهم العادية للجهة المصدرة لها عدة مزايا نذكر منها:

- تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل إذ لا يمكن استرداد قيمتها من الشركة إلا من خلال بيعها في السوق المالي.

- الشركة غير ملزمة بدفع أرباح لحملة الأسهم، إلا إذا تحققت فعلا وأتخذ قرار بشأن توزيعها كليا أو جزئيا، ولذلك فإنها لا تمثل عبئا على الشركة. كما أنها لا تتضمن تاريخ استحقاق معين كما هو الحال بالنسبة للسندات.

- إن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال ويزيد من حجم الطاقة الاقتراضية للمنشأة، أي يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة.

وعلى الجانب الآخر قد يعتبر إصدار الأسهم الجديدة أمر غير محبوب وذلك لعدة أسباب يمكن حصرها فيما يلي:

- زيادة قاعدة المالكين مما يعني تشتيتنا أكبر للأصوات في الجمعية.

- اتساع قاعدة توزيع الأرباح على الملاك القدامى والجدد، وبالتالي انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة.

- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة إذ لا تعد من التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة أي أنه لا يتوفر عنها أي وفورات ضريبية.

- أن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفع إضافة إلى ارتفاع كلفة إصدارها وطول فترة إجراءاتها.

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى - مرجع سبق ذكره - ص 133.

- قد يتبادر إلى أذهان المستثمرين في ظل نقص المعلومات لديهم مقارنة بالمعلومات المتاحة لإدارة الشركة أن قرار إصدار أسهم عادية جديدة هو رد فعل لاعتقاد الإدارة بأن القيمة السوقية مغال فيها، ومن ثم فقد يحجمون عن شراء أسهم الشركة بالسعر الذي كانت تباع به قبل الإصدار الجديد.

**2-2 الأسهم الممتازة:** يمثل السهم الممتاز مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة إسمية قيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة ( لأنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة) مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في تاريخ لاحق، وذلك على نحو مشابه لما سيشار إليه عند تناول السندات.

ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما أو تحققت أرباح ولكن لم تقرر الإدارة توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة. ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك، أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط على السنوات التي تحققت فيها أرباح<sup>1</sup>.

وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلا من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات، وفي المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة حيث أن السهم الممتاز يشبه السند في أن نصيبه من الأرباح محدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية، وأنه لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول قبلهم على نصيبهم من الأرباح أو نصيبهم من أموال التصفية<sup>2</sup>.

وتتمتع المنشآت التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها أن التوزيعات محدودة بقدر معين، وأنه لا يحق لحملة التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشاكل عويصة، كذلك أن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في التخفيض من نسبة الأموال المقترضة وزيادة الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية للمنشأة مستقبلا. يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء الحق للمنشأة في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، أي إعادة شرائها وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية، ويمثل هذا الحق ميزة للمنشأة إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - مرجع سبق ذكره - ص 26.

<sup>2</sup> - أحمد محمد لطفي أحمد - مرجع سبق ذكره - ص 76.

السوق، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها وإحلالها بسندات ذات كوبون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.

وإذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا فإنها لا تخلو من العيوب، وأول ما يذكر في هذا الصدد أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقترضون ومن ثم فهم يطالبون بمعدل أعلى للعائد، فعلى عكس المقترضين ليس هناك ما يضمن حصولهم على عائد دوري. كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتون في المرتبة الثانية بعد حملة السندات. كذلك يعاب على الأسهم الممتازة عدم إلزامية التوزيعات، فليس لحملة الحق في المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، إلا أنهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجري فيها التوزيع وذلك من أرباح سنة لاحقة<sup>1</sup>.

## 2-2-1 أنواع الأسهم الممتازة.

هناك أربعة أنواع من الأسهم الممتازة، سوف نشير بإختصار لكل نوع منها فيما يلي<sup>2</sup>:

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:** هي نوع من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحاً لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب أو لآخر، وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق حيث يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة.

- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح عن عملية التوزيع الأولي.

- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تعتبر قابلية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية إحدى المزايا التي تمنح لحاملي الأسهم القابلة للتحويل إذ تنتج لهم أفضلية الحصول على نصيبهم من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية وفي نفس الوقت توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقابليتها للسداد أو الاستدعاء من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء. وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي الشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار مما يوفر للمنشأة ميزة أن

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - مرجع سبق ذكره - ص 27، 28.

<sup>2</sup> - محمد الصيرفي - مرجع سبق ذكره - ص 157.

يكون لها الحق في إستهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال يمكنها من تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة.

## **2-2-2 الاتجاهات الجديدة في شأن الأسهم الممتازة:**

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية السابقة الذكر، هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت<sup>1</sup>.

- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل في أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم. لكن في العام 1982 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزنة. على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث (3) أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات. وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم ولا تزيد النسبة عن 15.5%.

- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة مثلها مثل الأسهم العادية، وتمنح هذه الخاصية كنوع من التعويض للمساهمين إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين.

## **المطلب الثاني: السندات**

السند هو ورقة دين قابلة للتداول، يكون إسميا أو لحامله، يتم الحصول على فائدة سنوية مقابل الاكتتاب فيه، مع قابلية استرجاع المبلغ المستثمر في هذا السند عند بلوغ تاريخ الاستحقاق<sup>2</sup>. ويمكن تعريف السندات على أنها "صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل قروضا جماعية قصيرة أو طويلة الأجل، وتصدرها الدولة أو شركة أو هيئة عامة أو خاصة وتعد عن طريق الاكتتاب العام أو المفاوضات العامة بين المصدر والمقرض، ويحصل المكتتبون في السندات على فائدة ثابتة بغض النظر عما إذا كانت الشركة تحقق أرباحا أو تلحق بها خسائر<sup>3</sup>. ويعتبر حامل السند دائن للشركة، له حق دائنية في مواجهتها، ولا يعد شريكا فيها<sup>4</sup>. وتصدر السندات بواحد من الأسلوبين التاليين<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى - مرجع سبق ذكره - ص 155.

<sup>2</sup> - Gaston Défosse, la bourse des valeurs et les opération de bourse, presses universitaires de France, neuvième édition, 1975, p: 18.

<sup>3</sup> - أحمد محمد لطفي أحمد - مرجع سبق ذكره - ص 95.

<sup>4</sup> - سوزي عدلي ناشد - مرجع سبق ذكره - ص 188.

<sup>5</sup> - رسمية أحمد أبو موسى - المرجع أعلاه - ص 108.

- **الإصدار العام:** وهو أن يتولى بنك استثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها.

- **الإصدار الخاص:** وهو أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب. ويتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات، وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها خلال المفاوضات.

### **1- خصائص السندات:**

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص تميزها عن الأسهم وهي<sup>1</sup>:

- **السند أداة دين:** يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حقا لدائنه في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية إذ يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استثناء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

- **السند أداة استثمار ثابتة الدخل:** يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لان حامله يتقاضى فائدة دورية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة وتبعا لتغير نسبة توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.

- **محدودية الدخل:** يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، وهذا على عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائما ما دامت الشركة المصدرة قائمة، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون) وكذلك سعره السوقى.

- **القابلية للتداول:** يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم، وخاصة التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

- **استبعاد العضوية في الجمعية العمومية للشركة:** أي لا يشارك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين ولا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة له إذ لا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد ولا أن تغير موعد استحقاق الفوائد<sup>2</sup>.

إن جزء كبير من السندات - وليس كلها- يتسم بخصائص تقترب من خصائص الأسهم

الممتازة وذلك في<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى - مرجع سبق ذكره - ص 109.

<sup>2</sup> - أحمد محمد لطفي أحمد - مرجع سبق ذكره - ص 97.

<sup>3</sup> - محمد عوض عبد الجواد - علي إبراهيم الشديفات - مرجع سبق ذكره - ص 108.

- **قابلية الاستدعاء:** والتي بموجبها يمكن للجهة المصدرة للسندات المعنية أن تشتترط إمكانية قيامها باستعادة هذه السندات وإطفائها وفق الشروط المتفق عليها.
- **قابلية التحويل إلى أسهم عادية:** والتي تسمح لحاملي السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه ولاشك بأن ذلك يعود ببعض العوائد على الجهات المصدرة أيضا حيث أن قابلية التحويل إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، ومن جهة أخرى عملية التحويل تؤدي إلى تقليل مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية.
- **قابلية التسديد الجزئي (السنوي):** وهنا تكون الجهة المصدرة للسندات مستعدة لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويا وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم الكلية وذلك تحفيزا للمستثمرين، وهذه القابلية تمثل ضمانا للمستثمرين وتعمق ثقتهم فيها، لكن من جهة أخرى يؤدي التسديد الجزئي إلى خصم الفوائد المستحقة أي تكون العوائد التي سيتلقاها المستثمرون في النهاية أقل.

## 2- أنواع السندات:

تمثل السندات صكوك مديونية تصدرها منشآت الأعمال، كما تصدرها الحكومات المركزية والحكومات المحلية، فضلا عن الهيئات شبه الحكومية، وفيما يلي نعرض للسندات التي تصدرها كل جهة وللسمات المميزة لها<sup>1</sup>.

- **السندات التي تصدرها منشآت الأعمال:** تعد بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يمنح الطرف الثاني مبلغ من المال للطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المستثمر مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطا لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق ويتولى عملية الإصدار والاكنتاب بنك تجاري متخصص توكل إليه هذه المهمة. هذا وقد يكون السند لحامله وبالتالي هو ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل والتي يطلق عليها أيضا سند الكوبون. أما السند المسجل باسم المستثمر غير قابل للتداول على نحو مماثل للسندات لحاملها إذ ينبغي اتخاذ إجراءات نقل الملكية من البائع إلى المشتري. أما معدل الفائدة لكلا النوعين يتحدد من طرف المنشأة على ضوء استشارة المؤسسة المالية القائمة على إصدار وتسويق تلك السندات وعادة ما يتم ذلك على ضوء عدة متغيرات من بينها المركز الائتماني للمنشأة وما إذا

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي - أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - منشأة المعارف - مصر 1999 - ص 29، 25.

كان السند قابل للتحويل إلى سهم عادي، والرهنات المتاحة لخدمة الإصدار، وأسعار الفائدة السائدة في السوق وحجم المنشأة.

- **السندات الحكومية:** يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم. وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد يمتد حق الإصدار إلى هذه الحكومات المحلية.

وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية على أنها أكثر جاذبية، إذ عادة ما يتمتع عائدتها بالإعفاء الضريبي، يضاف إلى ذلك انخفاض مخاطر التوقف عن السداد أو تأجيله، فالحكومة المركزية يمكنها زيادة مواردها المالية لخدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت أو عن طريق فرض ضرائب جديدة. ومن أمثلة هذه السندات<sup>1</sup>:

- **سندات الخزينة:** وهي سندات تتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر وعام كامل، لا تحمل فائدة وإنما تباع بخصم على قيمتها الاسمية، وتمنح الحكومة عليها فائدة قليلة نسبياً.

- **شهادات الخزنة:** وهي عبارة عن تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محددة في تاريخ معين، ولا تتجاوز مدتها العام الكامل.

- **سندات الهيئات المحلية:** وهي سندات تصدرها هيئة حكومية أو التي تصدرها البلديات والإدارات المحلية وتكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل.

- **سندات حكومية بعملة أجنبية:** وهي التي يصدرها البنك المركزي، وتسمى سندات التتمية الوطنية، وهي تباع على نطاق واسع في الأسواق الدولية.

- **شهادات الاستثمار:** وهي الشهادات التي تصدرها البنوك في بعض الدول و تعتبر كدين لصالح الحكومة، و تنقسم هذه الشهادات في بعض الأحيان إلى مجموعات مشابهة لسندات الخزينة.

- **السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مادية:** أو ما يعرف بالرهن والتي غالباً ما تكون عقارات وأحياناً رواتب وذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر أو المنشآت لبناء أو لشراء المساكن أو الأراضي أو الموجودات الحقيقية الأخرى<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - أحمد محمد لطفي أحمد - مرجع سبق ذكره - ص 101.

<sup>2</sup> - - محمد عوض عبد الجواد - علي إبراهيم الشديفات - مرجع سبق ذكره - ص 113.

### 3- الاتجاهات الجديدة في شأن السندات:

أستحدثت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من السندات لها سمات تختلف عن السمات التقليدية بصورة أو بأخرى، فهناك السندات التي لا تحمل كوبون، والسندات ذات معدل الفائدة المتحرك، والسندات ذات الدخل، والسندات منخفضة الجودة<sup>1</sup>، وسندات المشاركة.

- **سندات بدون كوبون:** فهي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة إلى يباع بها مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر في هذا السند.

- **سندات ذات معدل الفائدة المتحرك:** والتي تم استحداثها في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما ترتب عليه إنخفاض القيمة السوقية خاصة للسندات طويلة الأجل بشكل ألحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

- **سندات ذات دخل:** وهي سندات لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا، ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة.

- **السندات الرديئة أو متواضعة الجودة:** تم استحداثها في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهم المنشأة المتداولة في السوق.

- **السندات المشاركة:** يشبه هذا النوع من السندات الأسهم الممتازة في المشاركة، حيث يمنح المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنشأة، بمعنى آخر فإن بالإضافة إلى الفوائد المحددة دوريا يشارك حملة هذا النوع من السندات المساهمين العاديين في الأرباح القابلة للتوزيع وفقا لشروط تحددها المنشأة مسبقا<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - مرجع سبق ذكره - ص 33.

<sup>2</sup> - أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره - ص 29.

## المبحث الثالث: آلية عمل البورصة.

تعتبر البورصة نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل معين عبر آليات بيع وشراء وتحديد للأسعار، فهي تمكن المستثمرين من بيع وشراء مختلف الأصول والأوراق المالية داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال والمقيدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق.

وعليه سوف نتعرض في هذا لآلية قيام الوسطاء بإنجاز تعاملات المستثمرين في البورصة، حيث من خلال توضيح الأطراف المتعاملة في البورصة في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني نتناول عمليات البورصة من أوامر، تسعير وتنفيذ.

### المطلب الأول: الأطراف المتعاملة في البورصة.

البورصة كأى سوق لا بد أن يتوفر فيها عدة أشخاص لكل منهم دور محدد لإتمام عملية تداول الأوراق المالية بسهولة وبسرعة. وبصورة عامة يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في عمليات البورصة في الأطراف التالية:

**1- الوسطاء الماليون (سماسرة الأوراق المالية وتابعيهم):** يقتصر امتياز التعامل في أسواق الأوراق المالية على المحترفين، حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة عن سمسار معتمد طبقاً للقانون، فالعمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المقيدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق، والسماسرة ما هم إلا طائفة من الأخصائيين في الشؤون المالية ذوي خبرة وكفاءة في التعامل على الأوراق المالية وطرق تداولها وطرق تحصيل كوبوناتها، وهم مسئولون أمام القانون الذي اشترط فيهم توافر شروط خاصة قبل اختيارهم للعمل في هذا الجهاز المالي<sup>1</sup>.

**السمسار** هو شخص له دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات بيع وشراء عليها، وينفذ الأوامر في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة محددة يتلقاها من البائع والمشتري، ويعتبر السمسار مسئولاً وضامناً لصحة كل عملية.

ويعمل لدى السمسار أشخاص تابعون له، يعملون لحسابه وتحت مسؤوليته وهم المندوب الرئيسي والوسيط<sup>2</sup>.

**المندوب الرئيسي** هو مستخدم يعمل بأجر عند أحد السماسرة، ومكلف بمعاونته في تنفيذ الأوامر بالمقصورة، ولا يجوز له أن يعمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه ولحسابه وعلى مسؤوليته.

<sup>1</sup> - زينب عوض الله - أسامة محمد الفولي - مرجع سبق ذكره - ص 197.

<sup>2</sup> - سوزي عدلي ناشد - مرجع سبق ذكره - ص 192.

أما الوسيط فهو أداة اتصال بين العميل والسمسار المقيد لديه، والوسطاء نوعان: وسطاء لهم حق التعاقد وآخرون ليس لهم هذا الحق، ولا يجوز بأي حال الجمع بين عمل المندوب الرئيسي والوسيط.

يشترط في السمسار أن يكون مؤهلاً علمياً، وألا يقل عمره عن 25 سنة، وأن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية، ولا يكون قد سبق إشهار إفلاسه وألا يكون سبق الحكم عليه بالإدانة في جنائية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة الأمانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره فلا يكون قد حكم عليه بالتوقيف أو الغرامة بصفته ملحقاً بإحدى مكاتب السماسرة وألا يشتغل بأي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، وألا يكون عضواً لمجلس إدارة إحدى الشركات. ومن حيث المهام التي يقوم بها الوسيط في البورصة، بالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصات، ومن هنا فإن وجود الوسيط أو السماسرة يساعد على تنشيط السوق من جهة، وإفادة المستثمرين بالمعلومات والإرشادات من جهة ثانية، فهناك العديد من البدائل الاستثمارية بخصائص متنوعة ومخاطر وعوائد مختلفة، ومن مهام الوسيط مساعدة المستثمرين على تكوين محافظهم المالية التي تحقق لهم أكبر عدد ممكن من الأهداف المسطرة<sup>1</sup>.

**2- الجمهور:** يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار. ولقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطوراً هائلاً منذ نهاية السبعينات، ويرجع هذا التطور إلى موجة الخصخصة وبرامج انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص التي اعتمدها أوروبا آنذاك، كما كان للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة الادخار المالي وزيادة عدد المدخرين. إضافة إلى تشجيع خطة شراء العمال لأسهم الشركات التي يعملون بها.

**3- المستثمرون المؤسسيون:** يمكن التمييز بين ثلاث فئات من هذه المؤسسات، لدينا مؤسسات القرض وتضم البنك المركزي والبنوك التجارية، مؤسسات الادخار وتضم مؤسسات التأمين على الحياة وصناديق التقاعد، مؤسسات الإيداع أو ما يطلق عليها بشركات الاستثمار وتضم صناديق الاستثمار الجماعي والمؤسسات المالية. وتعتبر هذه المؤسسات من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصات الأوروبية والأمريكية<sup>2</sup> وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو البورصة. حيث تعتبر هذه المجموعة من أهم مزودي البورصة برؤوس الأموال على المدى الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية.

<sup>1</sup> - خالد عجولي - وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية- مذكرة ماجستير علوم تسيير- جامعة الجزائر - 2007/2006- ص 71،70 .

<sup>2</sup> - Frederic Mishkin, op.cit. p 50.

**4- المؤسسات الصناعية والتجارية:** تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة، فهي تلجأ لهذه السوق من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو التوسع.

ويتم ذلك عن طريق إصدار الأسهم والسندات من أجل الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل. هذه الأوراق المالية التي يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها، وحتى يتسنى لهذه المؤسسات الحصول على التمويل من البورصة يجب أن تكون مدرجة أو مسجلة في البورصة، وإذا لم تكن كذلك فيجب أن تدخل البورصة<sup>1</sup>، وهناك جملة من الشروط التي يجب أن تتوفر في المؤسسة المرشحة للتسجيل في البورصة منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى ومن بورصة لأخرى داخل نفس الدولة، ويمكن تلخيص أهم هذه الشروط في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من شركات الأموال، أي شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم.
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين بنسبة تتراوح ما بين 20 إلى 25%، حيث يتم طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم وسندات.
- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات.
- أن تكون قد حققت أرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج والميزانية الختامية للسنوات الثلاث الأخيرة مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

**5- الدولة:** تعتبر الحكومة أيضا من المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات، حيث عادة ما تلجأ الحكومات إلى إصدار عدة أنواع من السندات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية، أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره - ص 96.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد- معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية - جامعة الجزائر- 2006/2005 - ص 17.

<sup>3</sup> - أحمد بوراس - المرجع أعلاه - ص 97.

6- الهيئات المنظمة والمسيرة للبورصة: وتتمثل في لجنة الإشراف والرقابة على البورصة، وشركة تسيير وإدارة البورصة<sup>1</sup>.

بالنسبة للجنة الإشراف على البورصة هي عبارة عن سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية تتولى مهمة السهر على حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية، وكذا ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها.

أما شركة تسيير وإدارة البورصة هي شركة ذات أسهم مكونة من وسطاء عمليات البورصة الذين ينفردون بحق التفاوض في الأوراق المالية المتداولة في البورصة لحساب عملائهم أو لحسابه الخاص. فهي إذا مطالبة بتسهيل التبادلات بين الوسطاء، وتطوير الأوراق المالية عن طريق تطوير السوق بتعريفه للجمهور على أنه هيئة تحظى بالثقة اللازمة، ويكون القيام بمهام هذه الشركة تحت رقابة وإشراف لجنة السوق.

نخلص من كل هذا إلى أن الأطراف المتدخلة في البورصة متعددة ومتفاوتة سواء من حيث الطبيعة والإمكانيات، إذ تتراوح من الفرد المدخر لجزء بسيط من دخله إلى بيوت السمسرة الضخمة والمستثمرون المؤسسيون بما في ذلك البنوك والشركات العملاقة وتنتهي بالحكومات المتدخلة في بورصاتها الخاصة أو في البورصات الأجنبية، تتنافس هذه الأطراف كلها في البورصة فمنها من يطلب مصادر للتمويل ومنها من يوفرها.

### المطلب الثاني: عمليات الأوامر، التسعير والتنفيذ في البورصة.

تتم الصفقات في البورصة في إطار ما يسمى بالأوامر التي يصدرها المستثمرون إلى الوسطاء الماليين، الذين يعملون على تنفيذها في حدود ما يرغبه هؤلاء العملاء. ومن خلال مجموع أوامر الشراء والبيع المصدرة على الأوراق المالية يتم تسعير هذه الأخيرة وفق طرق معينة. وعليه سوف نتناول في هذا المطلب عمليات الأوامر والتسعير والتنفيذ.

#### 1- الأوامر:

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية. بمعنى آخر يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه متعامل ما إلى أحد سماسرة البورصة أو الوسطاء لكي ينجز له صفقة بيع أو شراء لمجموعة من الأوراق المالية التي يحددها له<sup>2</sup>، وترجع أهمية أوامر البورصة إلى أنه لا يجوز لأحد غير السماسرة أن يجري صفقات داخل البورصة، وقد ألزم القانون شركات السمسرة بأن تقوم بتسجيل أوامر عملائها فور ورودها إليها، ويتضمن التسجيل كافة البيانات المتعلقة بالأمر من حيث مضمونه واسم مصدره وصفته، ساعة

<sup>1</sup> - جمال الدين سحنون - شروط بروز أسواق الأوراق المالية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية - جامعة الجزائر - 2008/2007- ص 6,7.

<sup>2</sup> - أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره - ص 109.

وكيفية وروده للشركة، والسعر الذي يرغب العميل البيع والشراء به، ويصدر العميل أمره إلى شركة السمسرة في أي صورة ممكنة كأن يكون خطابا مباشرا أو عن طريق الهاتف أو الفاكس أو الانترنت<sup>1</sup>.

ويشترط في أمر البورصة أن يكون صادرا من شخص تتوافر فيه الأهلية، ولذلك لا يكون أمر البورصة صحيحا إذا صدر عن شخص عديم الأهلية أو الرضا أو كان رضائه معيبا أو منقوصا. لذلك فإن من واجبات شركة السمسرة التحقق من ذلك خاصة إذا كان غير معرفا لديها. فتتحقق منه شخصيا ومن صفته متى كان يتصرف لحساب شخص آخر والتأكد من ملكيته للصكوك المراد التصرف فيها بالبيع<sup>2</sup>.

وتتحدد أنواع الأوامر من خلال تحديد أهم العناصر التي تحكم هذه الأوامر والمتمثلة في سعر التنفيذ، وقت التنفيذ، كما تؤثر فيه آليات الإيقاف والاستمرار للطلبية<sup>3</sup>.

- **سعر التنفيذ:** ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار ليسمح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراء.

- **وقت التنفيذ:** ويقصد به الفترة الزمنية أي التاريخ الذي يسمح للسمسار خلالها أو بحلوله بتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراء.

- **حجم الطلب:** ويقصد به حجم الأوراق المالية التي يريدها المستثمر شراءها أو بيعها. وتصنف الأوامر إلى أوامر محدودة، أوامر السوق، أوامر الإيقاف، الأوامر المحددة لحجم الصفقة، والأوامر باعتبار ملكية الأوراق المالية.

أ- **أوامر محدودة:**<sup>4</sup> وهو الأمر الذي يعني أن المستثمر يحدد السعر الذي يتم شراء أو بيع السهم أو السند به. ومن ثم ليس أمام الوسيط إلا الانتظار حتى يصل سعر الورقة المالية في السوق إلى السعر المحدد، ويكون هذا السعر في حالة أوامر البيع بمثابة السعر الأدنى، وفي حالة أوامر الشراء بمثابة السعر الأعلى. وتصنف الأوامر المحددة إلى أوامر يومية وأوامر مفتوحة. فالأوامر اليومية يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل بالبورصة وقد تكون أوامر أسبوعية تنتهي بنهاية الأسبوع الذي صدرت فيه. أما الأوامر المفتوحة فهي أوامر يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغائها وذلك وفقا لشروط يتلقاها من طرف المستثمر.

ب- **أوامر السوق:**<sup>5</sup> تدل هذه الأوامر أن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر البيع

<sup>1</sup> - أحمد محمد لطفي أحمد - مرجع سبق ذكره - ص 127.

<sup>2</sup> - محمد الصيرفي - مرجع سبق ذكره - ص 123.

<sup>3</sup> - محمد محمود الداغر - مرجع سبق ذكره - ص 250.

<sup>4</sup> - عبد الغفار حنفي - بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات) - دار الجامعة الجديدة للنشر - مصر 2003 - ص 47.

<sup>5</sup> - عبد الغفار حنفي - المرجع أعلاه - ص 46.

بسعر السوق يكون بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة بحيث لا تحدث تغيرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق.

ت- أوامر الإيقاف<sup>1</sup>: وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك للأمر المحدد إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعودا وهبوطا) مختلفا بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، ويأخذ أمر الإيقاف الشكلين التاليين:

- أمر إيقاف غير محدد: بعد تحديد سعر الإيقاف ووصول الورقة المالية إليه لا بد من التنفيذ حتى وإن تعداه، ففي أمر إيقاف بالبيع لا بد للسمسار تنفيذ الأمر عند وصول السعر المحدد للإيقاف أو انخفاضه عنه، بينما في حالة أمر إيقاف الشراء لا بد من التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد للإيقاف أو أعلى منه.

- أمر إيقاف محدد: وهي أوامر إيقاف تقلل من تأثير ظرف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف كما هو في حالة أمر الإيقاف غير المحدود، إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر: سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه، وسعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

ث- الأوامر المحددة لحجم الصفقة<sup>2</sup>: وتتعلق هذه الأوامر بتحديد عدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها، حيث يقوم المستثمر هنا بتحديد العدد الفعلي المرغوب فيه من نوع معين من الأوراق المالية ثم تحرير أمر للوسيط بتنفيذ الصفقة،

## 2- التسعير في البورصة.

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عن مثلتها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية، إلا أن ميكانيكية عمل قوى هذه السوق تتأثر إلى درجة ما بالأسلوب الذي تتبعه إدارة سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعير بها وتتسم هذه العملية بعدة تقنيات في مختلف أسواق الأوراق المالية العالمية.

يتأثر سعر البورصة بعدة عوامل، تختلف باختلاف طبيعة الورقة محل التفاوض. فإذا كانت هذه الأوراق المالية عبارة عن أسهم مثلا فإن أسعارها تتأثر أساسا بوضعية المنشأة ماضيا، حاضرا ومستقبلا وخاصة الأرباح، تطور رقم الأعمال، معدل نمو المنشأة وتوقعات المستثمرين المستقبلية. أما إذا تعلق الأمر بالسندات فإن العامل الأكثر تأثيرا على أسعارها هو سعر الفائدة، وذلك على

<sup>1</sup> - محمد محمود الداغر - مرجع سبق ذكره - ص 251.

<sup>2</sup> - أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره - ص 114.

اعتبار أن المستثمر ينتظر من وراء اقتناء السندات الحصول في أغلب الحالات على عائد ثابت يتمثل في الفائدة، ومن هنا فإن المستثمر عادة ما يقيس مدى نجاحه في ذلك الاستثمار بما تقدمه السوق من فوائد على الأموال الموظفة في شتى المجالات والأدوات المالية حيث يحقق حملة السندات أرباحاً رأسمالية وفوائد كلما انخفض سعر الفائدة في السوق عن سعر الفائدة الذي تحمله سنداتهم، وذلك لأن السندات الجديدة ستصدر بفائدة أقل من الفائدة التي يحصلون عليها في استثماراتهم القديمة، الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار سنداتهم في البورصة نتيجة زيادة الطلب عليها، والعكس صحيح في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق. هذا بالإضافة إلى أن هناك بعض العوامل الخارجية التي من شأنها أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية بشكل عام، تتمثل هذه العوامل أساساً في الظروف الاقتصادية السائدة بما في ذلك القوانين الضريبية والسياسات المالية المنتهجة، حالة التضخم، البطالة، معدل النمو الوطني، الميل الحدي للادخار لدى العائلات والأفراد، الحروب والتوترات السياسية المحتملة في المنطقة، ظروف النشاط الذي تعمل فيه المنشأة، خاصة فيما يتعلق بالتطور التكنولوجي ومدى إقبال الزبائن على اقتناء منتجاتها. أضف إلى ذلك العوامل النفسية للمستثمرين والتي تلعب دوراً كبيراً في التأثير على أسعار الأوراق المالية، حيث يمكن أن نلاحظ إقبال المستثمرين على التخلص مما لديهم من أوراق مالية بمجرد سماعهم لمعلومات غير سارة في نظرهم مما يؤدي إلى زيادة العرض وبالتالي انخفاض الأسعار أو زيادة الإقبال على اقتناء بعض الأوراق المالية نتيجة المعلومات غير السارة.

هناك العديد من تقنيات التعامل أو كما تعرف بتقنيات التسعير التي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة. وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعاً والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:

أ- **طريقة Fixing**: والتي يتم بموجبها تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر، وتكون كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر السوق بمعنى عدم تحديد سعر محدد للشراء أو البيع، كما يمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب، وبالتالي يتم تحديد السعر عند نقطة تقاطع منحني العرض مع منحني الطلب الذي هو سعر التوازن<sup>1</sup>.

ب- **التسعير بالمناداة**: يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء الماليين أو وكلاءهم في مقصورة البورصة، فينادي الباعة بأعلى صوتهم عن الأوراق المالية التي بحوزتهم أو التي يريدونها مستعملين في ذلك بعض الألفاظ المتفق عليها، وبذلك يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي يتباع به<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره - ص 117.

<sup>2</sup> - محمد يوسف ياسين - البورصة: عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم - منشورات الحلبي، لبنان، 2004 - ص 106.

ونظرا لكثرة المتعاملين في البورصة فإن المعاملات أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين باستعمال إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة، وعادة ما يتم التفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة، ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل إذ يتمكن من خلالها المتعاملون الحاضرون من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

**ت- التسعيرة بالدرج:** يتم التعامل وفقا لهذه الطريقة بصورة كتابية، حيث يخصص لكل ورقة مالية معينة درج تسجل فيه كافة الأوامر الخاصة بهذه الورقة وذلك على بطاقة يتم وضعها في هذا الدرج الذي يكون تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة. ومن هنا يصبح كل وسيط أو شركة بورصة متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، أما من ناحية كيفية إجراء العملية فتتم عن طريق قيام موظف تابع للوسيط المختص بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر المتبقية من الحصة السابقة والتي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

**ث- التسعيرة بالصندوق:** تتمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر الشراء والبيع الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئة من هيئات سلطات البورصة وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص كما هو الحال في الطريقة السابقة، وبعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن. ويلجأ إليها في الحالة الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة.

**ج- التسعيرة بالمقابلة:** يتم من خلال هذه الطريقة تسجيل كافة عروض البيع وكافة طلبات الشراء الخاصة بورقة مالية معينة في سجل خاص، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض بيعه ومقدار ما يطلب شراؤه من الورقة المالية موضوع التعامل وكذا حدود الأسعار التي يتحدد من خلالها التوازن<sup>1</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أنه حدث تطور كبير في طرق التعامل والتعبير وذلك بفضل التقدم والتطور التكنولوجي، حيث جهزت معظم البورصات في مختلف الدول بوسائل الإعلام الآلي وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة الحاسوب والانترنت دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو وكيله، كما أصبحت معالجة الأوامر وتحديد سعر التوازن وتغييره وفقا لتغير

<sup>1</sup> - محمد يوسف ياسين - مرجع سبق ذكره - ص 107.

ظروف السوق يتم عن طريق الإعلام الآلي، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل بمجرد وصول أوامر العرض أو الطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين أصبح لهم الحق بأن يكونوا طرفا في الصفقات من شأنه أن يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة ويؤدي إلى تنشيط البورصة، حيث أنه كلما قل العرض أو الطلب على نوع معين من الأوراق المالية تجد هؤلاء الوسطاء يعملون على توفير الأوراق التي قل عرضها وشراء الأوراق التي زاد عرضها وقل الطلب عليها.

### **3- تنفيذ أوامر البورصة:**

تتم عملية تنفيذ أوامر البورصة بإحدى الطريقتين: طريقة صفقات البورصة، وطريقة الصفقات التطبيقية<sup>1</sup>:

- **طريقة صفقات البورصة:** وهي الطريقة الغالبة الاستعمال، وتتمثل في النداء باسم المالك فإذا وجد النداء قبولا من سمسار آخر يصرح برغبته في التعاقد مع ذكر الثمن وعندئذ تنفذ الصفقة، مع الإشارة إلى أنه يجب عرض أوامر العملاء بطريقة واضحة وعلنية، سواء شفويا أو كتابة على لوحة التداول. فإذا وجد السماسرة مجيبا لأوامرهم فإنه يطلب من كاتب المقصورة تدوين ذلك ويترتب على التدوين حق التقدم في عقد صفقة متى تساوت كمية الصكوك المراد التعامل فيها، وكان السعر المعلن للشراء في البورصة يعادل السعر المعروض للبيع على اللوحة أو تجاوزه، أو كان سعر البيع المدون في اللوحة يساوي سعر الشراء المعلن أو يقل عنه، فإذا لم يتلق الطلب أو العرض مجيبا في نهاية يوم التداول فإن الأسعار المدونة تعتبر أسعار إقفال.

- **طريقة الصفقات التطبيقية:** وهذه الطريقة تفترض أن نفس السمسار تلقى أمرين من عميلين مختلفين أحدهما بالبيع والآخر بالراء لعدد معين من أوراق مالية معينة، وعندئذ يبرم السمسار الصفقة لحساب العميلين، ومن هنا فإن الصفقات التطبيقية تحرم العملاء من العلانية التي تكفلها الطريقة السابقة والتي يطمئن فيها إلى عدالة السعر، وحتى لا يكون في إجراء الصفقات على هذا النحو تفويت لفرصة الحصول على سعر أفضل في البورصة فإنه يتعين إتباع متوسط أسعار اليوم أو سعر أحدث عملية عقدت في المقصورة، وذلك متى كانت أوامر البيع والشراء بأحسن ما يكون، فإذا كانت الأوامر بسعر محدد تعين إنتظار عقد صفقة في المقصورة بالسعر المحدد ليتم التعاقد بمقتضاه.

**3-1 تسوية الصفقات:** بالنسبة لتسوية المعاملات بعد تنفيذ الأمر فهي محددة قانونا في البورصات المنظمة (خلال خمسة أيام عمل) حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ، والسمسار يقوم بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصص أيضا وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني

<sup>1</sup> - أحمد محمد لطفي أحمد - مرجع سبق ذكره - ص 132.

للأوراق المالية محل الاستثمار (الصفقة) مع الإشارة إلى أنه يتم خلال يوم التسوية دفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة والرسوم، أما بالنسبة للاحتفاظ بالأوراق المالية أو شهادة ملكيتها فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر أو إبقائها في بيت السمسرة للوكيل، وقد تبقى ملكيتها لصالح بيت السمسرة مسجلة بما يعرف باسم الشارع **Street Name** (مصطلح يجري التعامل به للدلالة على أن السمسار يمتلك أوراق قابلة للتداول والتسويق من قبله). ومزايا إبقاء الأوراق المالية في شكل إسم الشارع هو الأمان فضلا عن قيام بيت السمسرة بإنجاز خدمات تحصيل توزيعات الأسهم وفوائد السندات.

وشرء الأسهم والسندات يسوى ماليا بإحدى الطريقتين<sup>1</sup>:

- **الحساب النقدي**: حيث يدفع المستثمر أو يستلم قيمة أوراقه المالية إلى (من) السمسار نقدا بعد التنفيذ.

- **الحساب الهامشي**: حيث يجري الشراء أو البيع مع عملية ائتمان يمارسها الوسيط لصالح المستثمر، وهذه الطريقة أكثر شيوعا بسبب تعدد العمليات والأوامر وتوفر بيوت السمسرة. فيقوم المستثمر بفتح حساب هامشي مع وكيله السمسار وتوقيع عقد يدعى اتفاقية زبون **Customer's agreement** وبموجب هذا العقد يتمكن الوكيل (السمسار) من الحصول على تسهيلات ائتمانية من المصرف بضمان الأوراق المالية التي يتم الحصول عليها بطريقة الحساب الهامشي، لذلك فالأوراق المالية للمستثمرين لا تسجل باسمهم (أي وثائق الملكية) بل بما يسمى إسم الشارع، وبناء على ذلك فإن المستثمر يستخدم هذه الطريقة لإنجاز عمليات أوسع مما لو قام بطريقة التسوية النقدية المباشرة.

**3-2 تكاليف تنفيذ الأوامر**: على الرغم من أن تكاليف الأوامر أو معظمها يتحدد بالتفاوض بين الوسيط أو شركة البورصة أو البنك من جهة والمستثمر من جهة أخرى، إلا أن هناك عددا من التكاليف يبقى ثابتا ومحددا مسبقا، كما تختلف هذه التكاليف من بلد لآخر ومن وسيط لآخر، وبصورة عامة فإن تنفيذ الأوامر ينطوي على نوعين من التكاليف: تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة<sup>2</sup>.

- **التكاليف المباشرة**: وهي تتضمن تكاليف تنفيذ الأمر بصورة مباشرة، وتتمثل في:

- عمولة السمسرة (**commission**): وتمثل ما يدفع للسمسار وغالبا ما يجري ذلك بالتفاوض، علما أنها ترتبط بالعملية المنفذة، وغالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة، وكلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة.

<sup>1</sup> - محمد محمود الداغر - مرجع سبق ذكره - ص 259.

<sup>2</sup> - أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره - ص 115.

- الخصم على السعر (Price concession) الذي يمنحه البائع للمشتري ويتوقف على ظروف السوق وتعاملات المشتري والبائع.

- الرسوم المستحقة لإدارة البورصة ورسوم نقل الملكية والتسجيل.

- الضريبة على هامش الفرق ما بين سعر الشراء والبيع، وتدعى بضرائب صناع السوق.

ومجموع هذه التكاليف يدعى تكاليف المعاملات (Transaction costs)، وهناك تكاليف مباشرة أخرى تشمل فرض بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ أوامر طلبية كسرية، فضلا عن فوائد القروض المستخدمة في الاستثمار بالإضافة إلى الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر<sup>1</sup>.

- **تكاليف غير مباشرة:** وهي تكاليف تتمثل في عائد الفرصة البديلة أو الضائعة أي العائد الذي كان يمكن تحقيقه لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى، إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها، بل وتكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال<sup>2</sup>، وقد يكون حساب هذه الأخيرة صعبا نسبيا إلا أن تقديره ممكن، ولا بد أن يأخذ بالحسبان وصولا إلى التكلفة الحقيقية ولتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء أو البيع للأوراق المالية. وبذلك فإن مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة تمثل مجملها التكاليف الكلية للعملية<sup>3</sup> Total trading costs.

<sup>1</sup> - محمد محمود الداغر - مرجع سبق ذكره - ص 256.

<sup>2</sup> - أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره - ص 116.

<sup>3</sup> - محمد محمود الداغر - المرجع أعلاه - ص 257.

## المبحث الرابع: المعلومات ودورها في تحقيق كفاءة البورصة

أثارت فكرة كفاءة أسواق رأس المال - وما زالت تثير - خلافا بين المهتمين بتلك الأسواق، فوفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم إلى المنشأة المصدرة للسهم، وحيث أن المعلومات ترد إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعودا أو هبوطا مع الأنباء السارة أو غير السارة التي تصل إلى السوق فجأة وبدون سابق إنذار. وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات فلن يتحقق لأي منهم السبق في الحصول على تلك المعلومات أو تحليلها، ومن ثم فلن تتاح لهم فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

ولتوضيح أهمية المعلومات وأهمية تحليلها في تحقيق الكفاءة للبورصة سوف نتناول في هذا المبحث المعلومات وطرق تحليلها في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني كفاءة البورصة.

### المطلب الأول: المعلومات وطرق تحليلها.

كما أشرنا للمعلومات أهمية كبيرة في تحقيق الكفاءة للبورصة، ما يدفعنا إلى التعرض في النقطة الموالية إلى تعريف المعلومة وطبيعة المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للأوراق المالية وإلى مصادر الحصول عليها ثم نتعرض إلى طرق تحليل المعلومات في البورصة قبل التعرض إلى الكفاءة وكيفية تحققها ومتطلباتها ومستوياتها المختلفة.

#### 1- تعريف المعلومات ومصادر الحصول عليها.

##### 1-1 تعريف المعلومة:

يمكن تعريف المعلومة بأنها مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما ندركه حدث ما، وأن توضح لمستخدميها شيئا لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به. فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف والتخفيض من مخاطر عدم التأكد. وحتى تؤدي المعلومة هذا الدور لا بد أن تكون دقيقة، ملائمة، متوفرة في الوقت المناسب، وأن تتصف بالعدالة في النشر، أي تتاح لجميع من يحتاجها بشكل متساوي.

أما نظام المعلومات فهو مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب، وبالتالي فهو مجموعة من العناصر (موارد بشرية ومادية) تسمح بمعالجة وإيصال المعلومات<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد - معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية - جامعة الجزائر - 06/05 - ص 99، 100.

## 1-2 طبيعة المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للأوراق المالية:

تختلف المعلومات التي يحتاجها جمهور المستثمرين باختلاف البيئة التي تنتج هذه المعلومات، فهناك معلومات تتصل بالشؤون العالمية، إضافة إلى معلومات تخص البيئة المحلية أي الدولة التي تستثمر فيها الأموال، ويتوافر هذه المعلومات عن البيئة العالمية والمحلية يمكن الانتقال إلى المعلومات عن القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة، ثم المعلومات المتاحة عن المنشأة ذاتها<sup>1</sup>.

- **المعلومات المتعلقة بالشؤون العالمية:** يقصد بالشؤون العالمية في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية أو إقتصادية في دولة ما من شأنها ترك أثر على اقتصاد دولة أخرى وحركة سوق رأس المال بها. وإن كانت هذه المعلومات في صورة لا تسمح للمستثمر العادي الاستفادة منها، فإن هناك محللين وخبراء ماليين ينشرون وجهات نظرهم حولها في الصحف والمجلات من شأنها التأثير على قطاعات المال والأعمال في العديد من الدول.

- **المعلومات المتعلقة بالظروف الإقتصادية المحلية:** إذا كانت الحالة الإقتصادية للدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الإقتصادي في الدولة، ومستوى التضخم، اتجاه سعر الفائدة ونسبة البطالة، حيث هناك علاقة قوية بين الحالة الإقتصادية في الدولة وأسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواقها. وفي محاولة للوقوف على حجم هذا التأثير كشفت دراسة قام بها (Ball, Brown 1986) بال وبراون أن بين 30 و40% من التغير في سعر السهم يرجع إلى الظروف الإقتصادية للدولة وهذا ما يؤكد أهمية المعلومات المتاحة بشأن الظروف الإقتصادية المحلية.

- **المعلومات المتعلقة بظروف القطاع:** على الرغم من أن الظروف الإقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة القطاعات في الدولة إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من قطاع لآخر، وهذا التباين في التأثير يرجع في الأساس إلى عوامل داخل القطاع نفسه. ومن أمثلة ذلك مدى اعتماد القطاع على العنصر البشري مقارنة بمدى اعتماده على التجهيزات الرأسمالية، يضاف إلى ذلك الفرص المستقبلية لتنمية المنتجات ودرجة المنافسة مع قطاعات أخرى تنتج سلعا بديلة...، وكما يبدو فإن المعلومات المتاحة عن هذه الأمور لها تأثير على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المالية المكونة للقطاع.

- **المعلومات المتعلقة بظروف المنشأة:** تتباين المنشآت فيما بينها حتى ولو كانت تنتمي لنفس القطاع، ومن بين مجالات التباين المستوى التكنولوجي، التنظيم داخل المنشأة، المركز التنافسي وهيكل التمويل، وعادة ما تتفوق في مجال أو مجالات معينة دون غيرها، وإذا كانت المعلومات

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي - الأوراق المالية وأسواق رأس المال- مرجع سبق ذكره - ص214.

حول هذه الأمور ذات قيمة وأهمية للمستثمرين فمن شأنها التأثير على قيمة الأوراق المالية لهذه المنشآت.

### 1-3 مصادر الحصول على المعلومات:

هناك العديد من مصادر المعلومات التي يمكن أن يلجأ إليها المستثمر للحصول على المعلومات التي يحتاجها في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية، وهذه المصادر منها ما هو بدون تكلفة أو بتكلفة قليلة يمكن أن يحصل عليها كل المستثمرين، ومنها معلومات أكثر تفصيلاً يمكن الحصول عليها بالاستعانة بالمكاتب الاستشارية المتخصصة وبخبرة بيوت السمسة.

وفيما يلي عرض لأهم مصادر المعلومات التي يحتاجها المستثمر في الأوراق المالية<sup>1</sup>:

- **الصحف والمجلات المتخصصة:** نجد العديد من الصحف اليومية والمجلات المتخصصة التي تنشر معلومات دقيقة عن الشؤون العالمية والشؤون المحلية سواء كانت سياسية أو إقتصادية أو اجتماعية، إضافة إلى تعليق الخبراء على الأمور الهامة التي تتناولها تلك الأخبار والآثار التي يمكن أن تنجم عنها، كما تعرض أخبار مالية عالمية ومحلية، ومعلومات عن أحوال أسواق المال في العديد من الدول، إضافة إلى تغطية أفضل للمعلومات عن المنشآت المصدرة للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

نجد من أهم هذه الصحف بعض الصحف الأمريكية مثل صحيفة نيويورك تايمز New York Times، وصحيفة وول ستريت Wall Street، يضاف إلى ذلك عدد من المجلات المتخصصة مثل مجلة بارون Barron's وهي مجلة أسبوعية لشؤون المال والأعمال تصدرها شركة دو جونز، ومجلة المحللين الماليين Financial Analysts Journal.

- **مطبوعة مستشاري الاستثمار:** ويقصد بمستشاري الاستثمار المؤسسات المتخصصة في مجال المال والأعمال والتي تقدم بيانات ومعلومات عن بعض المنشآت في شكل مطبوعات من شأنها المساعدة في اتخاذ القرار الاستثماري. ونجد في هذا المجال أهم مطبوعة وهي مطبوعة ستاندر آند بور التي تقدم معلومات عن حجم الطلب على منتجات المنشأة، وأصول المنشأة، حجم الإنفاق الرأسمالي الجاري، ومعلومات عن حجم العمالة وأعضاء مجلس الإدارة. وكذلك معلومات عن الأرباح المحققة والتوزيعات المقررة منها.

- **تقارير المنشآت:** حيث تصدر المنشآت عدة أنواع من التقارير التي توجه لحملة الأوراق المالية ولجنة سوق الأوراق المالية أو البورصة، تتمثل في قائمة الدخل وإجمالي المبيعات وكذا الإيرادات والنفقات والميزانية الختامية عن الفترة المنصرمة، وكذا الخطط المستقبلية المتوقعة للمنشأة.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - مرجع سبق ذكره - ص 218.

- مطبوعة بيوت السمسرة: عادة ما يوجد في بيوت السمسرة الكبيرة أقسام متخصصة في البحوث والدراسات تتيح للعملاء معلومات مفيدة عن حالة سوق رأس المال، والأوراق المالية التي ينصح ببيعها أو شرائها بما يناسب كل فئة من المستثمرين.

- المطبوعات الحكومية: وهي مطبوعات تكشف عن معلومات ذات أهمية للمستثمرين في الأسواق المالية، حيث تتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار والأجور والإنتاج، وكذا حجم الناتج الوطني وظروف أسواق رأس المال، والتوقعات بشأن أمور تخص منشآت الأعمال، كما تكشف عن بيانات حول حجم المعروض النقدي، أسعار الفائدة ومعدل التضخم وغيرها من المعلومات ذات الأهمية للمستثمر.

- بنوك المعلومات: يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية بنوك للبيانات Data Banks توفر للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة وعن المنشآت التي أصدرتها معبأة في ملفات الحاسوب، يمكن الحصول عليها بتكلفة بسيطة.

## 2- طرق تحليل المعلومات في البورصة:

المعلومات التي قد تتاح لجمهور المستثمرين عادة ما تكون في صورة خام، كما أن معظمها ينصرف إلى الماضي وليس إلى المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتخاذ قرارات الاستثمار، وحتى يمكن الانتفاع بتلك البيانات والمعلومات فإنها تحتاج إلى تحليل عميق يساعد على استخلاص النتائج والعبر التي تساهم في رؤية ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل وتمهد بالتالي لاتخاذ قرارات استثمارية ملائمة.

ويحدثنا الفكر الاقتصادي في مجال الاستثمار في الأوراق المالية عن وجود نوعين من التحليل: التحليل الأساسي والتحليل الفني. حيث يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمنشأة بهدف الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح التي يتوقع أن تتولد من عمليات المنشأة والتي تعتبر محددًا أساسيًا للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره. أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل الماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم بهدف اكتشاف نمط لهذا التغير يمكن المحلل من خلاله استخلاص نتائج تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل.<sup>1</sup>

## 2-1 التحليل الأساسي:

يتناسب التحليل الأساسي للأوراق المالية مع منهجية دراسة التحليل الاقتصادي بشقيه التحليل الكلي والتحليل الجزئي على الرغم من اختلاف الترتيب بينهما، فنجد أن هناك مدخلين للتحليل: المدخل الأول وهو التحليل الكلي فالجزئي (Macro-Micro Approach) أو ما يعرف بالتحليل من القمة نزولا (Top-Down Analysis)، أما المدخل الثاني للتحليل فيستند إلى التحليل

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي- بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات) - دار الجامعة الجديدة للنشر - الإسكندرية 2003، ص 218.

الجزئي فالكلي (Micro-Macro Approach) أو ما يعرف بالتحليل من القعر صعودا (Botton-Up Analysis)<sup>1</sup>.

ويرتكز التحليل الأساسي بصفة عامة على تحليل مجموعة من المتغيرات الاقتصادية من خلال ثلاث وسائل هي: تحليل الظروف الاقتصادية الكلية، تحليل ظروف الصناعة (أو القطاع)، تحليل ظروف المنشآت.

- **تحليل الظروف الاقتصادية الكلية:** يشمل هذا النوع من التحليل على تحليل السياسات المالية والنقدية وبعض المؤشرات كمعدلات الناتج المحلي الإجمالي والتضخم، فضمن السياسة المالية تعتبر الضرائب ذات آثار إيجابية وسلبية على أداء المنشآت وأسعار أسهمها، حيث أن تخفيض معدل الضرائب على أرباح المنشآت من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية وبالتالي إرتفاع الأسهم بصفة عامة كما يعتبر الإنفاق الحكومي أيضا ذو آثار إيجابية وسلبية على المنشآت. أما فيما يخص السياسة النقدية ولا سيما سياسة أسعار الفائدة، فإن تخفيض أسعار الفائدة (سياسة نقدية توسعية) من شأنه تحفيز وزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة إنتاج وأرباح الشركات. كذلك فيما يتعلق بمعدلات التضخم، فإن للتقارير الشهرية عن معدلات التضخم أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن إرتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثرا عكسيا على تلك الأسعار. أما تحليل حجم الناتج القومي فيعتبر أيضا ضروريا، حيث أن الإعلان عن زيادة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي إلى إرتفاع أسعارها السوقية<sup>2</sup>.

- **تحليل ظروف الصناعة (القطاع):** ويهدف هذا التحليل إلى التعرف على مستقبل القطاع في ظل التغيرات الاقتصادية في البلد المعني، فمن المعروف أن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي، ولا تتأثر بنفس القوة من أي ركود يصيب الاقتصاد.

حيث يتم تحليل ظروف القطاع من خلال التحليل التاريخي لمبيعات القطاع وأرباحه، لحجم الطلب والعرض على منتجاته إن كانت في حالة تزايد أو إنخفاض، عن إمكانية التوسع وظروف المنافسة في القطاع، طبيعة منتجات القطاع ومستوى التكنولوجيا المستعملة، مدى تدخل الحكومة في شؤون القطاع من خلال تقديم المساعدات المالية والتحفيزات الضريبية.

فتحليل القطاعات الصناعية المختلفة من هذه الجوانب يمكن المستثمر من اختيار القطاعات التي يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية المنتظرة. وبعد ذلك يستطيع المستثمر الانتقال إلى تحليل شركات هذه القطاعات المختارة للتعرف على الشركات الرائدة فيها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر - مرجع سبق ذكره - ص 289.

<sup>2</sup> - التحليل الأساسي والتحليل الفني - دراسة منشورة على موقع المعهد العربي للتخطيط [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org) ، تاريخ الاطلاع 2009/11/15.

<sup>3</sup> - عصام حسين - مرجع سبق ذكره - ص 160.

- **تحليل ظروف المنشأة:** يهدف تحليل ظروف المنشآت إلى تحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع عينه لاختيار الشركة الأفضل في كل قطاع والتي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها.

ويكون تحليل ظروف المنشأة متضمنا لتحليل القوائم المالية للمنشأة (الميزانية العامة للشركة، قائمة الأرباح والخسائر،...)، وكذا تحليل النسب المالية (نسب السيولة، نسب النشاط، نسبة عوائد الأصول، نسب الربحية،...)، بالإضافة إلى تحليل المخاطر المرتبطة بالنشاط وبالتقلب في المبيعات ومخاطر عدم القدرة على السداد<sup>1</sup>.

كما تعد مؤشرات الأسهم أحد المؤشرات التي يعتمد عليها التحليل الأساسي للتنبؤ بحالة السوق والوقوف على القيمة الحقيقية للأسهم، فالمحلل يقدر اتجاه الأسعار في السوق من خلال تحديد علاوة المخاطرة الممثلة للفرق ما بين متوسط عائد الاستثمار في أسهم السوق (الذي يعبر عنه بمؤشر حالة السوق) ومتوسط عائد الفرصة البديلة (السندات الحكومية) خالية من المخاطر. فإذا وصلت علاوة المخاطرة إلى دون مستوى قياسي معين فإن المتوقع إنخفاض أسعار الأسهم. ويصبح السوق نزولي (أي أن الأسعار تستمر في الانخفاض)، وفي الحالة العكسية عند تجاوز علاوة المخاطرة النسبة القياسية المعينة فإن المتوقع إرتفاع أسعار الأسهم ويصبح السوق صعوديا<sup>2</sup>.

## 2-2 التحليل الفني:

يعتمد هذا النوع من التحليل على قراءة التاريخ (الماضي) لإستشراف المستقبل، فهو يهتم بتسجيل التسلسل التاريخي للأسعار في شكل بياني، وتحليل هذه البيانات لإستخلاص الدروس منها لبناء التوقعات المستقبلية، والتي على أساسها يتم اتخاذ قرارات للشراء والبيع بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل المخاطر.

وتقوم نظرية التحليل الفني على الفلسفة التالية<sup>3</sup>:

- القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.
  - العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد.
  - الأسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستمرار في نفس الاتجاه وعدم تغييره لفترة طويلة من الوقت.
  - التغيير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى التغيير في العلاقة بين العرض والطلب.
- يمكن تطبيق التحليل الفني على المستوى الكلي (أي على مستوى سوق الأسهم ككل أو على مستوى القطاعات). كما يمكن تطبيقه على مستوى الأسهم الفردية.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي - بورصة الأوراق المالية - مرجع سبق ذكره - ص 221.

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر - مرجع سبق ذكره - ص 292.

<sup>3</sup> - عبد المجيد المهلمي - التحليل الفني للأسواق المالية - تقديم حازم الببلاوي - البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع - الطبعة الرابعة 2006 - ص

يتسم التحليل الفني بعدد من المزايا التي جعلت له أتباع ومؤيدين، وفي مقدمة تلك المزايا السهولة والسرعة، فمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سوف يعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار، يصبح تطبيقها آليا وعلى أي عدد من الأسهم، كل ذلك دون حاجة إلى تجميع وتحليل معلومات عن الاقتصاد أو الصناعة أو المنشأة والتي تتطلب وقتا وجهدا وفيرا. أما الميزة الثانية فهي أن أساليب التحليل الفني يسهل تعلمها وتطبيقها بواسطة أي مستثمر مهما كانت ثقافته، وهي ميزة لا يتيحها التحليل الأساسي. يضاف إلى ذلك ميزة ثالثة هي أن المعلومات التي يحتاجها المحلل عن الأسعار والصفقات تتاح يوميا وبانتظام من خلال التقارير المالية التي تظهر في الصحف المتخصصة.

وإذا كان للتحليل الفني كل هذه المزايا فإنه لا يخلو من العيوب، حيث يعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار الملائم في الوقت المناسب، أما المحلل المالي فإن عليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار. يضاف إلى ذلك ما أثبتته الواقع أن المستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني نادرا ما يحقق عائدا غير عادي على إستثماراته<sup>1</sup>.

### 2-3 التحليل الفني مقابل التحليل الأساسي:

- يوجه المحللون الفنيون إلى طريقة التحليل الأساسي مجموعة من الانتقادات أهمها:
- أنه يستحيل الإلمام ومعرفة كل شيء يخص نشاط الشركة أو السلعة موضوع التداول.
  - أن المعلومات نفسها دائمة التغير، ولا يمكن لأحد مهما علا شأنه معرفة كل خبايا السوق.
  - أن البيانات والمعلومات المتوافرة غالبا ما تكون غير متكاملة وبعضها غير دقيق وكثيرا ما يتم مراجعتها وتعديلها بعد حين.
  - أن البيانات والمعلومات تأتي في معظم الأحيان متأخرة نسبيا مما يفقدها أهميتها في تحديد القيمة السوقية، وبالتالي فإن تحليلها بدون أهمية.
  - إن المحلل الأساسي حتى ولو استطاع الحصول على تلك المعلومات والإلمام بها جميعها، ثم تحليلها بسرعة ودقة فإنه من العسير استغلالها في توقيت مناسب يتلاءم مع التحركات السريعة لأسعار السوق.

ومقابل ذلك يشكك كثير من المحللين الأساسيين في فاعلية التحليل الفني وفي أهميته في بناء استراتيجيات الاستثمار وفي اتخاذه كأساس لقرارات الشراء والبيع، فهم يرون أنه وسيلة عقيمة بلا فائدة تذكر. إلا أنه في الواقع وسيلة مكملة للتحليل الأساسي، فالتحليل الأساسي مثلا لا يساعد على

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي - أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - مرجع سبق ذكره - ص 222.

اختيار الوقت المناسب للشراء أو البيع. كما لا يفيد في تحديد نقطة وقف الخسارة التي تعد من أهم الاعتبارات بالنسبة لمتداولي البورصة وهي ما يوفرها التحليل الفني، وعليه يجب على كل متعامل في البورصة الاهتمام بالتحليل الفني والأساسي على حد سواء.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: كفاءة البورصة

الكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية. وعادة ما نجد أن مفهوم الكفاءة مرتبط بمفهوم الفعالية، فالفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة تهتم بالكيفية التي يمكن بها بلوغ هذه النقطة.

وفيما يخص كفاءة البورصة، فيتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية في السوق وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة لها، حيث تتجه أسعار هذه الأوراق إلى الارتفاع أو الانخفاض تبعاً لطبيعة الأنباء الواردة، وفي السوق الكفاء يعكس سعر الورقة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة أن تتطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.<sup>2</sup> أو بعبارة أخرى تتحقق كفاءة السوق عندما تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاك السهم والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار - يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر- تساوي القيمة السوقية للسهم يوم شراءه.<sup>3</sup>

### 1- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

السوق الكفاء هي السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، بما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر كرد فعل لما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تفترض شروط الكمال في السوق وهي<sup>4</sup>:

- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في نفس اللحظة وبدون تكلفة وبالتالي تكون توقعات المستثمرين متماثلة.

<sup>1</sup> - عبد المجيد المهيلمي - مرجع سبق ذكره - ص 40.

<sup>2</sup> - عصام حسين - مرجع سبق ذكره - ص 32.

<sup>3</sup> - محمد الصيرفي - مرجع سبق ذكره - ص 31.

<sup>4</sup> - منير إبراهيم هندي - أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - مرجع سبق ذكره - ص 400.

- أنه لا توجد قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات ولا ضرائب كما يمكن للمستثمر الشراء والبيع بكل حرية ويسر لأي كمية يرغب فيها، بالإضافة إلى عدم وجود قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق.

- وجود عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات بعضهم لا تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن الأسعار المعلنة قضية مسلم بها.

- أن المستثمرين يتصفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استثمار ثرواتهم.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم ويعني هذا أن القيم السوقية قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت، غير أنه يعتقد بسبب وجود تكلفة للمعاملات والضرائب وغيرها لن يكون هناك فارق كبير بين سعر السهم وقيمه الحقيقية إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل<sup>1</sup>.

## 2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

يتضح من مفهوم الكفاءة الاقتصادية وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم ولكن السوق الكفاء هو الذي يحقق تخصيصاً كفئاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية مما يعني أن للسوق دورين:

- **دور مباشر:** حيث عندما يشتري المستثمرون أسهم منشأة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية مما يمكن المنشأة من بيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب وبالتالي زيادة حصيلة الأسهم وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية.

- **دور غير مباشر:** فإقبال المستثمرين على شراء أسهم المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين مما يمكن المنشأة من الحصول على مزيد من الأموال بتكلفة منخفضة.

ولكي يتحقق هدف سوق رأس المال والتمثل في التخصيص الكفاء للموارد ينبغي توافر شرطين هما<sup>2</sup>: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

- **كفاءة التسعير:** يقصد بكفاءة التسعير Price Efficiency أو الكفاءة الخارجية، سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. وبهذا يصبح التعامل في السوق بمثابة

<sup>1</sup> - محمد الصيرفي - مرجع سبق ذكره - ص 33.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي - أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات) - الدار الجامعية - مصر 2001- ص 191، 192.

مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.

- **كفاءة التشغيل:** يقصد بكفاءة التشغيل Operational Efficiency أو الكفاءة الداخلية قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح كبير. وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل جهد للحصول على معلومات جديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية، وإذا كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف وبالتالي لا يكون هناك سعي للبحث عنها. وتكون الأسعار السوقية غير معبرة عن القيمة الحقيقية لتلك الأوراق وبالتالي يكون السوق بعيداً عن الكفاءة المنشودة.

وتوفر الخاصيتين السابقتين لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي<sup>1</sup>:

- أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وهذا يعني توفر عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
- أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه وهذا الشرط هو نتيجة لتوفر الشرط السابق، ويتوافر هذا الشرط تحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت والسرعة المناسبين.
- أن يتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه بشكل متساوي ويحد من ما يعرف باحتكار المعلومات.
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصائح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

<sup>1</sup> - محمد مطر - إدارة المشروعات - مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع - الأردن - الطبعة الثانية 1999 - ص 141، 142.

- أن يكون السوق المالي والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة ومكونة من أفراد ذوي خبرة.

### 3- المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالي:

خلصنا مما سبق إلى أن أهم سمات السوق الكفاء أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة. ولكن ما هي هذه المعلومات التي من شأنها إحداث ذلك؟ الإجابة عن هذا السؤال تقتضي التعرض للصيغ المختلفة لفروض كفاءة السوق والتي تتمثل في فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق، وفرض الصيغة المتوسطة، وأخيرا فرضا الصيغة الضعيفة<sup>1</sup>.

- **فرض الصيغة القوية:** يقضي فرض الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية بأن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية، ولكن هذا ليس بصفة مطلقة حيث أن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفى قدرة البعض على تحقيق أرباح استثنائية ولو في بعض الصفقات، وذلك بحكم قدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل، ولكن مع ذلك فإن تلك الأرباح ستتلاشى على المدى الطويل بحكم خسائر استثنائية تحدث لهم بسبب المضاربة.

- **فرض الصيغة المتوسطة:** وفق لهذا الفرض تعكس الأسعار المتداولة للأوراق المالية في السوق المعلومات المنشورة في شكل بيانات مالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة، لذا تبقى في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة للاستعارة من معلومات غير منشورة وتحليلها بكيفية تحقق لهم المجال لجني أرباح استثنائية وذلك في إطار ظاهرة احتكار المعلومات، وخير مثال على هذه الأسواق سوق نيويورك ولندن وطوكيو.

- **فرض الصيغة الضعيفة:** وفقا لهذا الفرض فإن الأسعار المتداولة في السوق لا تعكس إلا المعلومات الماضية أو التاريخية فقط، لذا تكون الفرصة في مثل هذه الظروف لأن يحصل البعض على أرباح استثنائية عن طريقين هما: إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات، أو أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم. وتعتبر أسواق الدول العربية والدول النامية تمثيلا جيدا للمستوى الضعيف من الكفاءة.

من خلال ما سبق يتضح لنا أنه كلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي، تقل الفرص للحصول على أرباح استثنائية (غير عادية) لأن السعر السوقي السائد للورقة المالية فيه سيتطابق أو

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى - مرجع سبق ذكره - ص33.

على الأقل يقترب إلى حد كبير من قيمتها الاقتصادية، وعليه فإن سوقاً يتمتع بالكفاءة المطلقة ستنتفي فيه الفرص لتحقيق أرباح استثنائية، ومع ذلك تبقى الفرص متاحة لدى البعض لتحقيق مثل هذه الأرباح، فكلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي كان ذلك في صالح المستثمر العادي، لأن الأسعار ستعكس وبقدر كاف المعلومات المتاحة في السوق.

## خلاصة الفصل:

البورصة عبارة عن سوق لتداول الأوراق المالية، تنقسم إلى قسمين سوق أولي وهو سوق لإصدار الأوراق المالية الجديدة من أسهم وسندات وسوق ثانوي يتم فيه تداول هذه الأوراق المصدرة والقديمة منها (أي التي تم إصدارها سابقاً)، وبالتالي تلعب الأوراق المالية دوراً هاماً في هذا الجهاز المالي باعتبارها البضاعة التي يتم التعامل عليها فيه. كما أن للأطراف المتدخلة فيه دور بارز في تنشيط البورصة، والذين نجد من بينهم المؤسسات المالية المتخصصة كبنوك الاستثمار التي تتولى عملية إصدار الأوراق المالية الجديدة وطرحها للاكتتاب لأول مرة في السوق الأولي بناء على طلب المؤسسات الصناعية والتجارية المدرجة في البورصة لذلك. كما نجد السماسرة والوسطاء الماليين الذين ينشطون عمليات الاستثمار والتداول في السوق الثانوي لصالح الجمهور إلى جانب المستثمرين المؤسسيين من بنوك تجارية ومؤسسات ادخار ومؤسسات التأمين، وغيرهم من الأطراف المتدخلة في البورصة.

وفي إطار البورصة دائماً نجد عمليات الأوامر والتسعير والتنفيذ التي تمثل مختلف العمليات التي تتم على الأوراق المالية في البورصة والتي من خلالها يتم التعامل على الأسهم والسندات ببيعاً وشراءً. ولتنظيم هذه العمليات داخل البورصة وضمان السير العادي لها وفق ما يرغب الأطراف المتعاملون فيها لا بد من توفر المعلومات لكل المستثمرين على حد سواء، سواء كانت هذه المعلومات خاصة بالبورصة أو الشركات المدرجة بها من أجل إعطاء سعر عادل ومناسب لهذه الأوراق المالية محل التفاوض داخل البورصة، ولن تؤدي هذه المعلومات إلى بلوغ هذا الهدف وهي على صفتها الخام، بل تتطلب تحليلها لتحقيق الهدف منها. وتحليل المعلومات في البورصة يكون بأحد الأسلوبين التحليل الأساسي والتحليل الفني أو الأسلوبين معاً. وكل هذا من أجل الوصول إلى سوق مالي (البورصة) يتميز بكفاءة.

## الفصل الثاني

# القطاع الخاص ودوره في تفعيل البورصة

## الفصل الثاني: القطاع الخاص ودوره في تفعيل البورصة.

### تمهيد:

برز القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية مع بدايات التحول نحو الاقتصاد رأسمالي الحديث، وذلك بعد فشل النظام الاشتراكي القائم على القطاع العام في معظم الدول الذي انتهجت هذا التوجه، حيث جاء تبرير ذلك على أساس قدرة القطاع الخاص على توفير إدارة أكفأ مما يقتصد في استخدام الموارد ويحسن أداء المؤسسات فيزيد بذلك من معدلات النمو الاقتصادي، وتقديم حوافز على تعبئة وتوجيه الادخار نحو المشاريع المربحة وتعميم الملكية بين أفراد المجتمع، وبخلق سوق مالية تشجع على الادخار وتوفير قناة مناسبة للتمويل. هذا بالإضافة إلى تخفيف الأعباء المالية التي تتحملها الحكومة من حيث تمويل مشاريع القطاع العام ومواجهة الخسائر التي تتعرض لها.

وقد أخذت الخوصصة حيزا كبيرا من اهتمامات الاقتصاديين الذين ينادون بإصلاح اقتصاديات الدول التي انتهجت سياسات مشجعة للقطاع العام في السابق وأثبتت فشلها، باعتبار سياسة الخوصصة الوسيلة الأكفأ للتخلص من أعباء هذا القطاع والتحول نحو القطاع الخاص. هذا وكان لبعض طرق الخوصصة أثر مهم على بورصة الدول التي تمت فيها.

كما ظهرت على الصعيد الدولي الاهتمامات المتزايدة بالدور الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص من خلال تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كآلية لتعزيز مكانة القطاع الخاص للقيام بتنمية الاقتصاد الوطني وتطويره. وأهم جزء في تشجيع هذا النوع من المؤسسات، كان التركيز على جانب التمويل، الذي اخذ شكل توفير بورصات خاصة بها في بعض التجارب.

هذا ويلعب الاستثمار الأجنبي دور مهم هو الآخر في تنشيط وتنمية وتطوير الاقتصاد الوطني، سواء كان هذا الاستثمار مباشر أو استثمارا في الأوراق المالية داخل البورصة. ولهذا توجهت معظم دول العالم على تحسين مناخها الاستثماري لاستضافة أكبر حجم ممكن منها من خلال تعديل تشريعات الاستثمار المحلي والأجنبي فيها وتحسين إجراءات القيام بها وزيادة التحفيزات المقدمة.

وسوف نحاول في هذا الفصل تناول القطاع الخاص من خلال هذه العناصر وذلك بالتركيز على مساهمتها في تنشيط البورصة باعتبارها محور هذه الدراسة، وذلك من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية القطاع الخاص.
- المبحث الثاني: الدور الجديد للقطاع الخاص من خلال سياسة الخوصصة.
- المبحث الثالث: القطاع الخاص من خلال سياسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- المبحث الرابع: القطاع الخاص الأجنبي.

## المبحث الأول: ماهية القطاع الخاص.

يعتبر القطاع الخاص قطاعا حيويا في غالبية المجتمعات ولاعبا أساسيا في تنمية اقتصاديتها، وهو شريك أساسي للقطاع العام ويعول عليه بشكل كبير في المجتمعات الرأسمالية ذات الانتعاش الاقتصادي. وعليه سوف نحاول في هذا المبحث تحديد مفهوم القطاع الخاص في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني فنتعرض إلى أسس بناءه ودوره في التنمية الاقتصادية.

### المطلب الأول: مفهوم القطاع الخاص.

لقد تعددت المفاهيم التي تحاول تحديد تعريف معين للقطاع الخاص، إلا أن جل هذه التعاريف ذهبت إلى نفس المعنى تقريبا، نذكر من هذه التعاريف ما يلي:

القطاع الخاص هو " ذلك الجزء من الاقتصاد غير الخاضع للسيطرة الحكومية، ويدار وفقا لاعتبارات الربحية المالية" أما من وجهة نظر المحاسبة القومية فيعرف على انه " يشمل القطاع الخاص وفقا لنظام الحسابات القومية للأمم المتحدة لسنة 1993: المشروعات الخاصة، القطاعات العائلية، والهيئات التي لا تهدف للربح وتخدم العائلات وذلك بغض النظر عن ملكية المقيمين أو غير المقيمين للشركات الخاصة".<sup>1</sup>

ويعرف أيضا على انه " السلوك الاقتصادي الذي يقوم على تحقيق الربح في المشروع، حيث أن قواعد الربح تتغلب على الاعتبارات الاجتماعية التي يتحملها عادة القطاع العام".

كما يطلق مفهوم القطاع الخاص على الاقتصاد الحر الذي يرتكز على آلية السوق الحر والمنافسة التامة لتحديد أسعار السلع والكميات المنتجة والمستهلكة منها. ويفترض وجود الاقتصاد الحر عدم تدخل الدولة أو أي فئة أخرى في النشاط الاقتصادي بشكل يتعارض مع قواعد المنافسة الحرة. وكل هذا بهدف تحقيق أقصى ربح ممكن.<sup>2</sup>

ويمكن تعريفه بأنه " القطاع الذي يدار بمعرفة الأفراد و وحدات الأعمال، وتتولى آليات السوق توجيه دفة الأمور للأنشطة الاقتصادية الخاصة، وهي تسعى بالتالي إلى تحقيق أقصى ربح ممكن".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أحمد الكواز - بيئة القطاع الخاص: النظرية والواقع- المؤتمر الدولي " القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف " - المعهد العربي للتخطيط - لبنان 2009.

<sup>2</sup> - ضياء مجيد الموسوي- الخصخصة والتصحيحات الهيكلية: أداء واتجاهات- ديوان المطبوعات الجامعية- الطبعة الثالثة- الجزائر- 2005-ص 09.

<sup>3</sup> - موسى سعادوي- دور الخصخصة في التنمية الاقتصادية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط اقتصادي- جامعة الجزائر 2006/2007- ص 242.

ولدينا تعريف مختصر للقطاع الخاص على أنه "مجموع الأنشطة الاقتصادية القائمة على الملكية الخاصة (الفردية والجماعية).<sup>1</sup>

من خلال ما تقدم من تعاريف يمكن أن نعرف القطاع الخاص على أنه قطاع الأعمال الذي يدار من طرف الأفراد والمؤسسات، محليين أو أجانب لحسابهم الخاص بارتكازهم على آلية سوق المنافسة الكاملة، حيث يعتبر الربح هو الدافع الرئيسي لقيامهم بهذه الأعمال.

### **1- عناصر أعمال القطاع الخاص:**

هي مجموعة من العناصر التي تمثل علاقات تكاملية يصبح من الصعب ممارسة أي نشاط في حالة غياب أي عنصر منها.

وفي ما يلي نتناول أهم هذه العناصر:<sup>2</sup>

- **الربح:** ويعتبر الهدف الرئيسي لأي منظمة أعمال، فهو نتيجة للنشاط ومؤشر النجاح، أو بعبارة أخرى يعكس مدى نجاح وكفاءة إدارة المنشأة. وتحقيق الربح يساعد على استمرار المنشأة ونموها، ويساعد على تحقيق الأمان للعاملين وأصحاب المشروع، وهو بمثابة ضمان المحافظة على وظائف الأفراد وثروة الملاك.

- **الرسالة:** لكل منظمة أعمال رسالة تحدد الاتجاه أو الطريق الذي تسير فيه، والتصرفات أو النشاطات المطلوب إنجازها والوقت أو الزمن اللازم منذ البدء حتى بلوغ الهدف. فهي في الواقع رؤية وهدف المنظمة وإحدى مهامها الرئيسية.

- **الإنتاجية:** تعتبر إحدى مهام الإدارة، وإذا كانت الإنتاجية المرتفعة هي إحدى الضرورات الرئيسية للنجاح في عالم الأعمال اليوم فإنها تعتبر في نفس الوقت إحدى التحديات التي تواجه إدارة أي منشأة بغض النظر عن طبيعة ملكيتها أو نشاطها. والإنتاجية من مؤشرات نجاح وكفاءة منظمات الأعمال. فالتكنولوجيا ومدى وفرة التجهيزات والتسهيلات والبيئة المناسبة ومدى مهارة العاملين من بين العوامل التي تؤثر عليها.

- **المسؤولية الاجتماعية:** حيث أصبحت المسؤولية الاجتماعية احد عناصر الأعمال لأنها أحد مكونات أو مدخلات أي عمل يمكن ممارسته كما أنها تعتبر أحد المهام التنظيمية الرئيسية للمنظمة.

- **المهارات التنظيمية:** والتي تعتبر من المدخلات الأساسية لممارسة الأعمال، والتي تتمثل في حسن القيادة وحسن التخطيط من خلال وضع الأهداف بشكل محدد وقابل للتنفيذ. والسياسة المتبعة من طرف المديرين في تسيير منشاتهم. وكذا إدارة السلعة أو الخدمة وما تحتاجه من تخطيط ومراعاة القوانين المنظمة للإنتاجية.

<sup>1</sup> - عارف دليلة- تجربة سوريا مع القطاعين العام والخاص ومستقبل التجربة- مجمع بحوث الندوة الفكرية " القطاع العام و القطاع الخاص في الوطن العربي" لبنان 1990- ص 391.

<sup>2</sup> - عبد السلام أبو قحف- مقدمة في الأعمال- الدار الجامعية- مصر 2004 ص 149.

## 2- عوامل ظهور القطاع الخاص:

برز القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية مع بداية التحول نحو الاقتصاد الرأسمالي الحديث، حيث برز أولاً في مجال التجارة الخارجية تبعا لتحول الاقتصاديات الوطنية من نموذج الاكتفاء الذاتي إلى نموذج اقتصاد التبادل التجاري مع العالم. وفي هذا النموذج لا بد من أن يتم تحول في الهيكل الإنتاجي باتجاه إنتاج محاصيل نقدية كالقطن والبذور الزيتية والفواكه الكثيفة الزراعة، بدلا من محاصيل الاكتفاء الذاتي كالقمح والحبوب عموما والخضار وما شابهها.

كما تبدأ عمليات الاستغلال المنجمي بتأثير حاجات وطلبات الاقتصاديات الرأسمالية الأكثر تقدما، رغم أن هذا التطور يبدأ من خلال امتيازات تعطى لشركات أجنبية كما حصل للنفط في البلدان العربية. يتم فيها بعد تقاسم هذه الامتيازات من المحليين، ويجرى الانتقال من هذه المرحلة نحو إقامة مؤسسات مالية كالبنوك وشركات التأمين جنب إلى جنب مع مثيلاتها الأجنبية. غير أن النقلة الأهم في تطور القطاع الخاص تبدأ عندما تتحول الاستثمارات من القطاعين التجاري والمالي إلى القطاع الصناعي، حيث يعتبر هذا الأخير أكثر تطلبا من حيث رأس المال وأصعب وأعد في الإدارة والتسيير، ويتم هذا التحول في إطار التنمية والمشاريع الإنتاجية الحديثة، ويرافقه نوع من التطوير الرأسمالي للقطاع الزراعي، حيث تصب أموال من أرباح ومدخرات القطاعين التجاري والمالي في بعض أنواع الزراعة النقدية.

وبصفة عامة يتطلب ظهور القطاع الخاص بروز عدة عوامل من بينها:<sup>1</sup>

- ظهور ميل نحو الادخار في المجتمع جنبا لجنب مع ميل إلى توظيف المدخرات في استثمارات مختلفة، بدلا من اكتنازها كرمز للثراء أو كملجأ في أوقات الشدة والضيق.
- لا بد من استحداث وسائل وآليات لتلبية رغبات المدخرين في تحويل مدخراتهم إلى استثمارات، وتأخذ هذه الآليات شكل مؤسسات متنوعة، ابتداء من الشركات التضامنية، وصولا إلى شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وإلى جانب هذه المؤسسات تلعب المصارف دورا بارزا في عملية تجميع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات.
- ظهور رجل الأعمال المنظم والمغامر الذي يسعى إلى الثراء والتوسع والسيطرة، والذي يملك الكثير من الصفات الإيجابية في بعد النظر وحسن الإدارة والقيادة. إلى جانب الإبداع في التنظيم والإنتاج والتسويق.
- نشوء الأسواق المالية وأسواق السلع (البورصات) التي تسهل عمليات تجميع وتعبئة الموارد المختلفة المالية والمواد الأولية والسلعية على أوسع نطاق وتطرحها للمتعاملين في الأسواق بمواصفات تسهل لهم العمليات التنظيمية وتحدد لهم المراجع الميسورة لتأمين حاجاتهم المختلفة.

<sup>1</sup> - برهان الدجاني- دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية- مجمع بحوث الندوة الفكرية حول "القطاع العام والقطاع الخاص في الوطن العربي" لبنان 1990- ص 62.

- التعرف على فرص استثمار<sup>1</sup>، حيث يمثل هذا العنصر أهم عوائق نمو الاستثمارات الخاصة في البلدان النامية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة، بحيث يصعب على المستثمر في كثير من الأحيان تحديد المشاريع المجدية له. ويمكن أن تقوم الدولة بهذا الدور عن طريق مؤسساتها العامة (مثل وزارة الصناعة، وبنوك التنمية وغيرها) ومن خلال هيئات عامة تنشئها للقيام بهذا الدور، أي التعريف بفرص الاستثمار في الدولة ونشر تقارير حول مناخ الاستثمار فيها.

### **المطلب الثاني: أسس بناء القطاع الخاص ودوره في التنمية الاقتصادية.**

نستعرض في هذا المطلب أسس بناء القطاع الخاص والشروط المثلى لعمله، ثم إلى الدور الذي يلعبه في بلوغ التنمية الاقتصادية.

#### **1- أسس بناء القطاع الخاص والشروط المثلى لعمله:**

يتطلب بناء اقتصاد وطني يقوم على قطاع خاص قوي يتولى الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية المهمة والرئيسية في الدولة، وكذا يخدم أهداف النمو والتنمية وجود عدة أسس يرتكز عليها لبلوغ هذا الهدف يمكن التعرض لها فيما يلي:

- **البيئة العالمية:** تبدأ أسس النمو في القطاع الخاص مع بيئة عمل تتميز باقتصاد عالمي نشيط يوفر أسواقا وقواعد تجارية ملائمة تؤمن إمكانية الاستفادة بصورة تنافسية من فرص السوق. إن التبادل الحر للسلع ورؤوس الأموال والمعلومات، إضافة إلى نقل التقنيات والأفكار، يحفز على تنمية القطاع الخاص. يتم ذلك من خلال آليات متعددة: الأسواق الحرة والاستثمار الأجنبي المثمر، والمساعدة الإنمائية الفعلية، والنقل الفعال للتكنولوجيا والمعرفة. ويتطلب الأمر إصلاحات عدة على غرار إلغاء الإعلانات الزراعية وغيرها من أشكال الحماية التي تعترف بصورة واضحة جدا نمو القطاع الخاص المتوجه نحو التصدير.

- **البيئة المحلية:** إن العناصر الرئيسية لبيئة العمل المحلية تشمل السلام والاستقرار السياسي، والحكومة السليمة التي تتميز بالشفافية والمسؤولية وسياسات سليمة خاصة بالاقتصاد الكلي. وتحول النزاعات دون نمو القطاع الخاص، لأنها غالبا ما تؤدي إلى تدمير رأس المال البشري، وتدمير الأراضي، وإلغاء إمكانية الوصول إلى السوق.

- **البنية التحتية المادية والاجتماعية:** تشمل البنية التحتية المادية والاجتماعية لدولة ما، الطرقات والطاقة والموانئ والمياه والاتصالات، إضافة إلى التعليم الأساسي والصحة، ولتكوين وتعزيز هذه الخدمات الأساسية فائدة مزدوجة، ألا وهي تحسين معيشة الفقراء بصورة مباشرة، وتمكين الشركات من النمو والتوسع، فالاستثمارات في مجال الصحة والتعليم يجب أن تشمل القطاعين الخاص والعام

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي - مرجع سبق ذكره - ص 23.

على السواء، وإن تعزيز البنية التحتية الاجتماعية وضمن استعادة ذوي الدخل الأدنى من خدمات تعليمية عالية النوعية وبكلفة معقولة، هو أساس مهم لتنمية القطاع الخاص.

- **حكم القانون:** يعني حكم القانون أن قرارات الحكومة تتم وفقا لمجموعة من القوانين والقواعد المكتوبة من شأن كل مواطن إتباعها. وتشكل القوانين أساسا جوهريا لبناء قطاع خاص راسخ. فمن دون إطار قانوني شفاف وسلطة قضائية عادلة ونظام إداري منصف، تهدم المساعي الأخرى التي تهدف إلى تعزيز تنمية القطاع الخاص، وبالتالي على الدولة وضع نظام يساهم في بلوغ هذا الهدف. حيث أن الأنظمة القانونية المربكة والمتناقضة تجعل ممارسة الأعمال صعبة وتدفع بالشركات على أن تصبح أو تظل غير رسمية، ويشير تقرير البنك الدولي إلى أن الفساد يمكن أن يخفض معدل نمو الدول بما يقارب 0.5 % إلى 1% في السنة<sup>1</sup>.

وانطلاقا من الأسس السابقة لبناء القطاع الخاص، سوف نقدم في نقاط الركائز الأساسية لضمان عمل شركات القطاع الخاص وتمكنها من النمو والتوسع. والتي تتمثل أساسا في ثلاثة ركائز هي:

- ساحة تنافس تخضع لقواعد عادلة تطبق بإنصاف.
- الاستفادة من التمويل.
- الاستفادة من المهارات والمعرفة.

**أ - ساحة تنافس تخضع لقواعد عادلة تطبق بإنصاف:**

قد يكون العنصر الأهم لتمكين نمو وتوسع القطاع الخاص هو خلق ساحة تنافس عادلة للشركات التي تعمل في السوق المحلية، وذلك بإنشاء نظام من القواعد يكون عادلا وموثوقا وفعالا يضمن الدخول بحرية إلى الأسواق وإنجاز أعمالهم بفعالية.

إذا كانت القواعد معقدة للغاية أو إذا طبقت بصورة خاطئة، فقد تتحول إلى حواجز للمنشآت، كما أنها قد تعيق نمو الأعمال، ومن هذه القواعد:

- **قواعد الدخول:** كتسجيل الشركات وترخيصها، إن أنظمة الدخول تؤثر بشكل مباشر على الإنتاجية المنخفضة، وحسب دراسة " تكلفة مزاولة الأعمال " قام بها البنك الدولي، يتطلب إنشاء شركة في أنغولا 5531 دولار (بحوالي أكثر من ثمانية أضعاف الدخل الفردي)، ويتطلب ما يقارب 28 دولار في نيوزيلاند (أي أقل من نسبة 1% من الدخل الفردي). وعند تصنيف الدول حسب درجة سهولة إطلاق الشركات، تكون عمليات التسجيل التي تتطلب مدة أطول مقترنة بمستويات أعلى من الفساد.

<sup>1</sup> - رنده بدير - دور المرأة في نمو القطاع الاقتصادي - المؤتمر الدولي حول " القطاع الخاص والتنمية: تقييم واستشراف " - المعهد العربي للتخطيط - لبنان 2009.

- **قواعد التشغيل:** تزود هذه الشروط المستثمرين بالمعلومات التي يحتاجون إليها لاتخاذ قرارات متعلقة بالمنتجات التي يشترونها ويرأس المال الذي يخصصونه، كما تعتبر قواعد سوق العمل أساسية لحماية الموظفين من الاستغلال. ولكن يملك عدد من الدول النامية قواعد معقدة للغاية، تفوق الدول الأغنى تعقيداً، ولفصل الموظفين عن العمل تواجه الشركات في الدول ذات الدخل المتوسط أو المنخفض عوائق كبيرة بالمقارنة مع الشركات التي تعمل ضمن أنظمة اقتصادية متطورة. بالإضافة إلى فرض قواعد معقدة خاصة بالضرائب التي تفرض تكاليف عالية تؤثر على المنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم أكثر مما تؤثر على المنشآت الكبيرة التي تستطيع تحمل تكاليف خبراء الضرائب.

- **قواعد الضرائب:** تشكل إدارة الضرائب المعقدة ومعدلات الضريبة المرتفعة قيدا مهما للمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم، وقد تدفعها إلى دخول القطاع غير النظامي إذا ارتفعت الأعباء الضريبية بصورة مفرطة، فعلى سبيل المثال نمى الاقتصاد غير النظامي في البرازيل مع ارتفاع الإيرادات الضريبية من 24% من إجمالي الناتج المحلي في العام 1991 إلى نسبة 29% في عام 1999.

- **قواعد السوق:** تواجه سوق الأراضي حواجز وعوائق في العديد من الدول، إن حيازة أرض "غير نظامية" والحصول على حق قانوني للاستفادة منها في الفيليبين يتطلبان بين 13 و25 سنة، وحوالي 168 إجراء يشمل 53 وكالة خاصة وعامة.

- **قواعد الخروج:** القوانين المرتبطة بالإفلاس الغير ملائمة قد تخلق عقبات إضافية لشركات التمويل، والدول التي تتبع قوانين جيدة بخصوص قلة السيولة تنعم بعمليات إقراض أكثر وبأقل تكلفة.

#### **ب- الاستفادة من التمويل<sup>1</sup>:**

يلعب الاستثمار الأجنبي المباشر دورا أساسيا في عملية التنمية إلا أنه يستحيل على دولة التطور من دون استثمار محلي يستند على المدخرات المحلية وهذا يتطلب وجود مؤسسات مالية محلية تستطيع إدارة المخاطر بفعالية، وتخصيص رؤوس الأموال في استثمارات مثمرة، وقد عرفت العديد من الدول النامية قطاعات مالية ضعيفة مملوك قسم كبير منها للدولة تعذر عليها لعب دور الطرف المحفز للتنمية.

<sup>1</sup> - رنדה بدير - مرجع سبق ذكره ص 08.

تستفيد الشركات الكبيرة من الأنظمة المصرفية الموجودة أصلاً ولكن كان التقدم بطيئاً بالنسبة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم، ولا يعود ذلك إلى نقص في الأموال ولكن لأن هذه المنشآت محفوفة بالمخاطر والمجازفات وتتطلب رؤوس أموال مجازفة يصعب توفيرها، ويعود سبب ذلك إلى الملكية غير النظامية وعدم توفر أسواق رهن في بعض البلدان النامية، وفي بعض الدول يستحيل تنفيذ عقود الرهن لأسباب قضائية وخاصة منها ما يتعلق بالقوانين المتعلقة بالإفلاس، مما يزيد من المخاطر التي يواجهها الدائنون ويمنعهم أكثر فأكثر من الاستثمار في المنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم.

كذلك إن نقص معلومات الائتمان الموثوق فيها يقف عائقاً في وجه نمو عمليات إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم، ويعود سبب ذلك إلى غياب الوكالات المعنية بالمعلومات الائتمانية، وإلى ضعف متطلبات الإفصاح أو عدم تطبيقها، وإلى عدم رغبة هذه المنشآت بالكشف عن سجلاتها في بيئة تنشر فيها المحاسبة المتوازنة.

### **ج- الاستفادة من المهارات والمعرفة<sup>1</sup>:**

إن الابتكارات التقنية والتحول نحو أنظمة اقتصادية تستند إلى المعرفة تجعل من استثمار رأس المال البشري شرطاً أساسياً للنمو الاقتصادي ولبدء الشركات بالعمل ونموها واستمراريتها، هذا الرأس المال البشري المعتمد على المعرفة والتكنولوجيا يعطي الشركات ميزة تنافسية في قدراتها التنظيمية. وكفاءتها الإدارية والتقنية، بما في ذلك إدارة القوى العاملة والمهارات والتعليم وقابلية التأقلم الخاصة بموظفيها.

المستوى التعليمي مهم، ويجب دوماً أن يتم تحسين مهارات الموظفين من خلال تدريب أثناء العمل من شأنه زيادة إنتاجية الشركة وقدرتها على إستيعاب تقنيات جديدة.

تعاني معظم الدول النامية من مستويات متدنية لاستثمارات رؤوس الأموال البشرية وهو واقع يتفاقم مع هجرة المحترفين ذوي الكفاءة العالية. فقدرت هجرة الأدمغة بحسب منظمة الهجرة العالمية بأكثر من 300000 محترف من القارة الإفريقية يعيشون ويعملون في أوروبا وأمريكا الشمالية.

### **2- دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية.**

تتمتع كل دولة من دول العالم بمزايا نسبية في مجال اقتصادي معين أو في إنتاج سلع وخدمات معينة تتيح لها القدرة على التميز والمنافسة بكفاءة مع غيرها من الدول. ولقد أصبحت دول العالم تتنافس فيما بينها في الوقت الراهن في العمل على تعظيم الاستفادة من المزايا النسبية التي تتمتع بها في أي من المجالات الاقتصادية بهدف رفع الكفاءة الإنتاجية والتوسع في تنويع مصادر

<sup>1</sup> - رندة بدير - مرجع سبق ذكره ص 09.

الدخل. وذلك من خلال الأخذ بمبدأ الحرية الاقتصادية وتشجيع القطاع الخاص للقيام بدور أساسي في عملية التنمية الاقتصادية، بالنظر لما يتمتع به من كفاءات وقدرات ومهارات تجارية ومهنية وذلك في ضوء النظام الاقتصادي الحر القائم على المبادرة الفردية وحرية رأس المال في الاستثمار وتأكيد دور القطاع الخاص في تنمية الموارد وتنشيط الحركة الاقتصادية وتنويع النشاط الاقتصادي للاستثمار بأكثر فعالية وتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الطبيعية، فيزيد ذلك من معدلات النمو الاقتصادي وخلق سوق مالية نشطة تشجع على الادخار الذي يوجه الاستثمار، بالإضافة إلى تخفيف أعباء الدولة من حيث تمويل المشروعات وتحمل الخسائر وتحويلها لتحقيق التنمية الاجتماعية في مجال الخدمات الصحية والتعليمية، الثقافية والعلمية، والمحافظة على البيئة.

وقد اختلفت المدارس الاقتصادية في الأخذ بهذا الدور التنموي للقطاع الخاص:<sup>1</sup>

فوجد أن المدرسة الكلاسيكية وخاصة سميت وريكاردو - أكدت أن التنمية تعتمد على توافر المدخرات التي توجه الاستثمار، وذكر سميت ( Smith 1776 ) أن الادخار مع نمو السكان والميل نحو التخصص وتقسيم العمل بالإضافة إلى استخدام الآلات تعمل جميعاً على زيادة إنتاجية العامل، مما ينعكس في النهاية على تحقيق التنمية الاقتصادية كما أشار سميت أن النشاط الاقتصادي يجب أن يتم عن طريق القطاع الخاص، وأن الدور الرئيسي للدولة يقتصر على الأمن والدفاع والعدالة، وأن ممارسة الأفراد للنشاط الاقتصادي بدافع المصلحة الذاتية، وفي سعيهم وراء ذلك تتحقق المصلحة العامة بشكل أفضل كما لو كان الشخص ينوي عمل ذلك بالفعل.

أما كارل ماركس (K.MARX 1909) فقد تنبأ بسقوط الرأسمالية وأشار إلى أن زيادة تراكم رأس المال سوف تؤدي إلى خفض معدل الربح ومن ثم ينخفض معدل النمو. وذلك استناداً على مبدأ انخفاض معدل فائض القيمة، ويحاول أصحاب رأس المال زيادة أرباحهم عن طريق إحلال الآلة محل العامل، مما يؤدي إلى تدهور الأحوال المعيشية للعمال وتزايد البطالة، وكل هذه الظروف تؤدي إلى انهيار الرأسمالية ولا يكون للقطاع الخاص وجود وبالتالي لا دور له.

وفي المدرسة الكلاسيكية الحديثة التي اهتمت بالاقتصاد الجزئي والتغيرات الحدية ولم تهتم بموضوع التنمية ودرجة النشاط الاقتصادي إلى إن حدثت أزمة الكساد العالمي، وثبت خطأ الافتراضات التي قام عليها الكلاسيك كمبدأ التشغيل الكامل، والعرض يخلق الطلب، وكانت النظرية العامة لكينز (Keynes 1936) هي المخرج من الأزمة عن طريق زيادة الطلب الفعال من أجل علاج هذا الكساد، ونتج عن ذلك زيادة النفقات العامة والاستثمار في البنية الأساسية الكبرى دون المساس بالأساس الجوهري لاعتماد النظام الرأسمالي على القطاع الخاص في أداء النشاط الاقتصادي المباشر.

<sup>1</sup> - محمد سلطان أبو علي - النمو غير المنتظم: اختبار إسهام القطاع الخاص في نمو الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة 1960/2000 - المؤتمر الدولي حول " القطاع الخاص والتنمية: تقييم واستشراف " - المعهد العربي للتخطيط - لبنان 2009.

ومع حصول العديد من الدول النامية في إفريقيا وآسيا على استقلالها السياسي من الدول المستعمرة، ورغبتها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية السريعة طبقت إلى حد كبير النموذج السوفيتي الذي حقق معدلات نمو سريعة في العقود الأولى من تطبيق النظام الاشتراكي، ومن هنا زادت حركة التأميم وارتفعت نسبة القطاع العام في النشاط الاقتصادي لهذه الدول وأدى ذلك إلى تحجيم القطاع الخاص عن مزاولة الأنشطة الاقتصادية، ولم يرد دور القطاع الخاص<sup>1</sup> في التنمية في هذه الدول إلا بعد أن بدأت تحس بتعثر خططها الإنمائية وزيادة حدة مشكلات القطاع العام منذ السبعينات، وما إن جاءت فكرة التحول إلى القطاع الخاص في نهاية السبعينات ومطلع الثمانينات حتى أصبح يشار إلى القطاع الخاص على انه الأقدر و الأكفأ على القيام بقيادة التنمية الاقتصادية. وخلصت غالبية دول العالم التي أخذت بالنظام الرأسمالي القائم على القطاع الخاص أو بالنظام الاشتراكي القائم على القطاع العام وفشله وتحولها إلى النظام الرأسمالي القائم على آلية السوق والمنافسة التامة، أن القطاع الخاص هو الفاعل الاقتصادي الذي يقع عليه العبء الأساسي في تنفيذ خطط التنمية وتوفير الاستثمارات اللازمة لكن هذا دون استبعاد الدور الذي تلعبه الدولة في توفير المناخ المناسب لهذا القطاع من تشريعات وقوانين محفزة وبيئة سليمة لأداءه على الوجه السليم لخدمة الاقتصاد الوطني والمصلحة العامة.

<sup>1</sup> - موسى سعادوي - مرجع سبق ذكره - ص 244.

## المبحث الثاني: الدور الجديد للقطاع الخاص من خلال سياسة الخصخصة.

انطلاقاً من الإستراتيجية التي تبنتها معظم الدول النامية في الستينات والتي تمثلت في الاعتماد بالدرجة الأولى على القطاع العام في العملية التنموية، شهد عقد السبعينات زيادة كبيرة في عدد شركات هذا القطاع بحيث أصبحت تتواجد في كل المجالات الاقتصادية ولكن التجارب بينت أن أداء معظم هذه الشركات كان غير مرض وكفاءتها كانت متدنية. وكان من أهم أسباب هذه النتائج عدم الالتزام بالقيود المالية المفروضة على الشركات، وكذلك تعدد أهدافها ومن أبرزها أهداف اجتماعية مثل توفير مناصب الشغل وتوفير سلع وخدمات مدعمة وبالتالي كانت معظم هذه الشركات تعاني من خسائر مما جعلها عبئاً على ميزانية الدولة وسبباً في عرقلة عملية التنمية الاقتصادية بدلاً من تطويرها.

وفي ضوء الضغوط التي تعرضت لها اقتصاديات عدد من الدول النامية في عقد الثمانينات والناجمة عن أزمة الديون والتي أعقبها انخفاض كبير في التمويل الخارجي، ومن أجل التخفيض من الإختلالات على المستوى الكلي اضطرت هذه الدول إلى تطبيق برامج التصحيح الهيكلي التي أدت إلى تغيير السياسات الاقتصادية المتبعة. وأصبحت هذه الدول تطبق سياسات مالية انكماشية تتمثل في التخفيض من النفقات وزيادة الإيرادات. وفي هذا الإطار برزت الخصخصة بالنسبة لهذه الدول، والتي تهدف إلى تخفيض الأعباء المالية للدولة التي تسببها شركات القطاع العام الخاسرة، وإلى تحسين الكفاءة الاقتصادية من خلال اعتماد أكبر على القطاع الخاص في عملية التنمية.

هذا والخصخصة حسب التجارب الدولية تتم بعدة طرق، حيث يعتبر اختيار الطريقة المناسبة من أهم عناصر نجاح عملية الخصخصة. وتعتبر الخصخصة عن طريق البورصة أهمها حيث أنها تساهم في توسيع قاعدة الملكية، وبالتالي تزيد من نسبة المستثمرين والمتعاملين في البورصة، وبالتالي يكون لهذا الأسلوب من الخصخصة أثره الإيجابي على البورصة.

وفي هذا المبحث سوف نتطرق لتعريف الخصخصة، مبرراتها وأهدافها في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني فيعرض طرق الخصخصة، بالإضافة إلى المتطلبات الأساسية لخلق البيئة المناسبة لنجاح برنامج الخصخصة في أي اقتصاد.

### المطلب الأول: ماهية سياسة الخصخصة.

على الرغم من أن مفهوم الخصخصة هو من المصطلحات التي ظهرت حديثاً، إلا أن ما أكسب الخصخصة أهميتها هو البرنامج الشامل الذي نفذته حكومة المحافظين في بريطانيا بزعامه "مارجريت تاتشر" في الفترة 1979-1982، حيث كانت الخصخصة أحد الأدوات الهامة التي اتخذتها في هذا البرنامج، والتي تضمنت تحويل مشروعات وأنشطة القطاع العام إلى القطاع الخاص. وإفساح المجال أمام القطاع الخاص للقيام بالدور الأساسي في الإنتاج والازدهار

الاقتصادي. وبذلك سعت الحكومة البريطانية لإحداث انكماش في دور الدولة في القطاعات الإنتاجية والخدمية<sup>1</sup>. وقد دفع نجاح التجربة البريطانية مختلف الدول إلى تطبيق برنامج الخصخصة ضمن سياسات إعادة الهيكلة والتصحيح الاقتصادي.

إن سياسات الإصلاح الاقتصادي وكما عرفتها الأمم المتحدة هي عمليات متدرجة من أجل إحداث تغيرات جوهرية في أساليب تعبئة الموارد وإعادة توزيعها على النحو الذي يضمن متطلبات المجتمع على المدى القريب والبعيد. أي هي تغيير في السياسات الاقتصادية، تبدأ بتطبيق سياسات التثبيت من أجل إيجاد الحلول ومعالجة الاختلالات القصيرة الأجل التي يعاني منها البلد، وتنتهي بسياسات التكيف الهيكلي من أجل معالجة الاختلالات العميقة في اقتصاد ذلك البلد وتتكون هذه السياسات من<sup>2</sup>:

- **برامج التثبيت الاقتصادي:** وهي سياسات قصيرة الأجل لا تتجاوز الثلاث السنوات، يقوم صندوق النقد الدولي بصياغتها من أجل المساهمة في معالجة الاختلالات الطارئة التي تحدث في الاقتصاد الوطني مثل العجز في ميزان المدفوعات، العجز في الميزانية العامة، تدهور قيمة العملة الوطنية... أي أن برامج التثبيت تختص بجوانب الطلب الكلي بشقيه الاستهلاكي والاستثماري وتحاول أن تجعله متوازنا مع إجمالي الناتج المحلي.

- **برامج التكيف الهيكلي:** وهي من اختصاص البنك الدولي وتهدف إلى تحقيق الاستقرار الكلي الشامل وعلى المدى الطويل، ويتقدم بها البنك عندما تكون هناك اختلالات عميقة، بحيث لا تنفع معها برامج التثبيت، على سبيل المثال وجود عجز مزمن في ميزان المدفوعات، فضلا عن أنها تتضمن الإصلاح المؤسس وصولا إلى تحقيق الكفاءة في استخدام الموارد وتعزيز التجارة وتشجيع الاستثمار الأجنبي، وكل ذلك من أجل تحقيق معدلات نمو مستقرة.

- **الخصخصة:** وهي المرحلة الأخيرة من مراحل الإصلاح الاقتصادي، وقد توجهت كثير من الدول إلى تطبيقها في الوقت الحالي، فهناك بعض الدول حققت نتائج مذهلة في عملية التخصيص، وأخرى لم تفلح في تجربتها مع التخصيص، بل كانت النتائج سلبية بالنسبة لاقتصادياتها.

### **1- مفهوم الخصخصة:**

تستحوذ عبارة الخصخصة أو التخصيص أو الخصخصة على اهتمام معظم دول العالم، سواء أكانت متقدمة أو نامية، وهي جميعها تسميات لمصطلح اقتصادي باللغة الانجليزية Privatization أو Privatisation باللغة الفرنسية. ظهر هذا المصطلح أول مرة في الطبعة التاسعة لمعجم ويب شارس نيوكو ليجيت سنة 1983. ويعتبر الاقتصادي هانك أول من أذاع

<sup>1</sup> - زيد منير عبوي - الخصخصة في الإدارة العامة: بين النظرية والتطبيق - المعتر للنشر والتوزيع - الطبعة الأولى - الأردن - 2007 - ص11.

<sup>2</sup> - محمد معن ديوب - المتطلبات الأساسية لنجاح برنامج الخصخصة - مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية - سلسلة العلوم القانونية - المجلد 28 العدد 2- 2006 - ص 98.

استعماله، حيث عرف الخوصصة على أنها تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص إدارة أو إيجارا أو مشاركة أو بيعا في ما يتبع الدولة أو تنهض به أو تهيمن عليه قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة أو مجال الخدمات العامة<sup>1</sup>.

لا يوجد مفهوم دولي متفق عليه لكلمة الخوصصة، حيث يختلف مفهوم هذه الكلمة من دولة لأخرى، حيث يمكن التمييز بين ثلاثة مفاهيم وهي:

- **المفهوم الأول:** ويرى أن الخوصصة هي سياسة تهتم بتقليص دور الدولة وزيادة دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي<sup>2</sup>.

- **المفهوم الثاني:** ويرى أن الخوصصة علاقة تعاقدية بين الدولة والقطاع الخاص، وذلك بإدخال الخبرة الإدارية لهذا القطاع في أنشطة المنشآت العامة وإدارتها وفقا لطريقة سير المنشأة الخاصة، ويأخذ هذا المفهوم شكل عقود الإدارة وعقود الإيجار<sup>3</sup>.

- **المفهوم الثالث:** وينظر هذا المفهوم إلى شكل الملكية، على أنها عملية تحويل المساهمات التابعة للدولة بصفة جزئية أو كلية إلى القطاع الخاص، سواء كان هذا التحول بشكل مباشر أو غير مباشر. إما عن طريق تبادل السندات أو الزيادة في رأس المال أو عبر الانفتاح على الاستثمارات الأجنبية<sup>4</sup>. مما سبق يتضح أن الخوصصة ليست هدفا في حد ذاتها، وإنما هي وسيلة لزيادة كفاءة الأداء للاقتصاد الوطني، كما أنها لا تعني إطلاقا إلغاء وظيفة الدولة الاقتصادية ومسؤولياتها الاجتماعية، بل دورها مستمر في تقديم الخدمات الاجتماعية مثل (التعليم والصحة والضمان الاجتماعي).

وعلى ضوء المفاهيم السابقة يمكن أن نقدم التعريف التالي الخوصصة على أنها السياسة التي بموجبها يُمنح القطاع الخاص دورا أكبر في الحياة الاقتصادية للدولة، من خلال تحويل وحدات القطاع العام جزئيا أو كليا إلى القطاع الخاص، أو عن طريق عقود إيجار أو تسيير، وذلك رغبة منها في التخلص من الوحدات الفاسدة في القطاع العام وردها إلى القطاع الخاص، أو تشجيعه على الدخول فيها.

هذا ونجد أن مفهوم الخوصصة يختلف استخدامه من بلد إلى آخر، نجد فيما يخص دول أوروبا الشرقية مثلا، الخوصصة وسيلة للانتقال من اقتصاد مخطط مركزيا إلى اقتصاد السوق بينما كانت الخوصصة بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية وسيلة لتثبيت اقتصادياتها وتخفيض ديونها الخارجية،

<sup>1</sup> - مصطفى محمد العبد الله - التصحيحات الهيكلية والتحول إلى اقتصاد السوق في الدول العربية- بحوث الندوة الفكرية " الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخوصصة في البلدان العربية - مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت 1999. ص 47.

<sup>2</sup> - Rabah Bettahar - la privatisation - Alger 1993 - p5.

<sup>3</sup> - محمد معن ديوب - الخصخصة في الإدارة العامة: بين النظرية والتطبيق - مرجع سبق ذكره - ص 99.

<sup>4</sup> - Leila Abdeladim - les privatisations d'entreprises publiques dans les pays Maghreb - les éditions Internationales - Alger 1998. p53.

كما تهدف دول أخرى مثل بريطانيا وفرنسا من خلال الخصخصة إلى توسيع قاعدة الملكية و/أو انسحاب الدولة من بعض النشاطات الاقتصادية<sup>1</sup>.

## 2- مبررات الخصخصة:

يرى بعض الاقتصاديين المدافعين عن الخصخصة أن عملية التحويل الكامل أو الجزئي لمملكية مؤسسات القطاع العام إلى القطاع الخاص يحقق العديد من الايجابيات تتمثل في تحرير القوى المنتجة من الضغوط الحكومية وإكسابها نجاعة أكبر، تجعل منها وسيلة فعالة للنهوض بالاقتصاد الوطني، وتطوير القطاع الخاص، وتدعيم المنافسة كوسيلة لزيادة كميات الإنتاج وتحسين النوعية وزيادة جودة المنتجات الوطنية، وتوفير موارد الدولة وتخفيف الأعباء الناتجة من تكاليف الإعانات والدعم التي تقدمها الدولة لمؤسسات القطاع العام.

ووجدت الخصخصة طريقها من الدول الصناعية المتطورة إلى الدول النامية من خلال تحول القيم والأفكار إليها، وفي الغالب فرضت الخصخصة على الدول النامية من قبل مؤسسات التمويل الدولية كشرط من شروط تقديم القروض والمساعدات. وفي هذا الصدد صرحت ماري شيرلي واحدة من خبراء البنك الدولي: " بان تصفية المشروعات العامة غير القادرة على الاستمرار أصبح شرطاً من شروط الاقتراض لأغراض التكييف الهيكلي، على سبيل المثال في بروندي ومالوي وبنما وتايلاند، أما في طوغو فقد قام البنك بدعم عملية تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة عن طريق ما يسمى الإقراض لدعم السياسات، وكذلك بتقديم المعونة الفنية. وفي دول متنوعة الأوضاع مثل الكونغو وجمايكا والفلبين وتركيا، يدعم البنك الاستعدادات الجارية لبرنامج نقل المشروعات العامة إلى القطاع الخاص، ويساعد في تحديد المشتريين المحتملين لهذه المشروعات. كما يساعد في مفاوضات البيع، وفي دول إفريقية متعددة، يقوم البنك بتدبير الأرصدة التي سوف تمكن المشتريين من القطاع الخاص المحلي للمشروعات العامة من الحصول على قروض لإصلاح هذه المشروعات<sup>2</sup>."

وفي إطار هذا الدعم من طرف هذه المؤسسات المالية الدولية المدعوم من طرف البلدان الرأسمالية برز دور صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في رعاية برامج الإصلاح في الدول النامية والتي وافقت عليه هذه الأخيرة من أجل معالجة كل من حالات العجز المتزايد في الموازنة العامة وميزان المدفوعات، وإجراء تخفيض في قيمة العملة لكل قطر معني، ومعالجة حالات ارتفاع معدلات التضخم وتدهور معدل النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي مقابل تزايد حجم العمالة في المؤسسات الحكومية. وقد كان الباعث لتدخل الصندوق والبنك الدوليين في ضرورة قيام الدول النامية بدور أكثر حيوية من أجل إفساح المجال أمام نشاط القطاع الخاص فيها، ومساعدتها في

<sup>1</sup> - رياض دهال، حسن الحاج - حول طرق الخصخصة - المعهد العربي للتخطيط - الكويت - 1998 - ص 2.

<sup>2</sup> - ضياء مجيد الموسوي - مرجع سبق ذكره - ص 29.

إسقاط قسط من ديونها الخارجية وجدولة جزء منها، مع إمكانية حصولها على مساعدات مالية من دول ومؤسسات صديقة وقروض ميسورة بتدخل هذه المؤسسات الدولية في ذلك.<sup>1</sup>

ويمكن أن تستند الخوصصة إلى عدة مبررات أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

- القطاع الخاص أكفأ من الحكومة في إدارة نشاطه الاقتصادي (أي القطاع العام)، تلك الإدارة التي تستنزف الفائض، وتحوله إلى عجز دائم ومستمر.

- إن القطاع الخاص أو الخوصصة مبنية على روح المبادرة، سواء الفردية أو الجماعية المنظمة. الخوصصة بما تقدمه من حوافز ترتبط بالإنتاج وابتاجية العاملين، يكون فيها القطاع الخاص اقدر من الحكومة على تحفيز العمال، وإيجاد الدافع لديهم على زيادة الإنتاج وتطويره وتنمية أدائهم. وبما يملكه من سياسات مباشرة أو غير مباشرة في المحاسبة والعقاب والرقابة، يجعل من مجتمع العمال مجتمع متحفزا لديه الدافع على التطور والعطاء وليس على التكاثر والخذلان.

- إن القطاع الخاص بما يحققه من أرباح وعوائد على الاستثمار، يخلق لدى الأفراد الدافع على الادخار، والمؤسسات والأفراد معا نحو الاستثمار وتوجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في شكل أسهم وصكوك لتمويل المشروعات.

- تضخم عدد وحجم السلع والخدمات التي تقوم بها الدولة للمواطنين، الذي أدى إلى تدني مستوى الجودة، وتدهورها وازدياد أعباء المديونية المحلية والخارجية.

- شيوع الطاقات المعطلة واتساع نطاقها في مراكز الإنتاج ومراكز التسويق التابعة للوحدات الاقتصادية العامة.

نستنتج مما سبق أن الأخذ بالخوصصة إنما يستند إلى ما يتمتع به القطاع الخاص من مميزات تمكنه من القيام بدور أكثر فعالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، نظرا لما يحكمه من اعتبارات في استخدام الموارد، وما يهدف إليه من تعظيم للعائد، ومن ثم إمكانية تطبيق أفضل الوسائل وأقل التكاليف.

والجدول التالي يبين الفرق بين القطاع الخاص والقطاع العام في التعامل مع القضايا الاقتصادية:

<sup>1</sup> - نواف الرومي- ما هو الأفضل في سياسات الخوصصة - بحوث الندوة الفكرية " الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخوصصة في البلدان العربية - مركز دراسات الوحدة العربية - بيروت 1999- ص 177.

<sup>2</sup> - موسى سعداوي- مرجع سبق ذكره- ص72.

جدول (1-2): الفرق بين القطاع الخاص والقطاع العام في التعامل مع القضايا الاقتصادية

نقطة المقارنة	القطاع الخاص	القطاع العام
مرونة التغيير	قطاع له حركية ذاتية وهو بذلك أكثر قدرة على التعامل مع البيئة الاقتصادية والاجتماعية حوله	المصلحة الحكومية أو البيروقراطية الإدارية للدولة تفقد الحرية الذاتية في الحركة بالتبعية المباشرة لجهاز الدولة.
الهدف	تحقيق بقاء المشروع و استمراريته ونموه وازدهاره عن طريق خدمة نافعة للمجتمع لتحصل على أرباح ملائمة يتحقق بها هدف المشروع	لا تهدف لتحقيق الربح بالدرجة الأولى، وإنما تقديم خدمة نافعة للمجتمع ككل.
اللوائح التي تحكم العمل	اللوائح والقيود الداخلية ليست مفروضة من الخارج إلا القليل. لذلك يمكن تغييرها بسرعة حسب مقتضيات مصلحة العمل.	اللوائح مفروضة ويجب الالتزام بها عرفياً ومن الصعب تغييرها سريعاً وهذا منافي لطبيعة التعامل مع وسائل الإنتاج والتسويق والتنمية الاقتصادية التي تحتاج لمرونة كبيرة في العمل

المصدر: زيد منير عبوي-الخصخصة في الإدارة العامة- ص19.

### 3- أهداف الخصخصة:

لا بد من التأكيد على أن الخصخصة بمفردها لا تضمن تحسين أداء المؤسسات التي يتم تخصيصها، بل لا بد من أن يتم تخصيص المؤسسات المستهدفة ضمن تصور محدد وواضح، فالهدف الذي ينشده برنامج الخصخصة يعتبر حجر الأساس لنجاح البرنامج، فعلى سبيل المثال إذا كانت الدولة تهدف لتقليص العجز بالموازنة فعليها أن تبدأ ببيع الشركات الخاسرة التي تحمل الميزانية أعباء دعمها، أما إذا كانت تهدف للحصول على عوائد كبيرة من البرنامج (أي برنامج الخصخصة)، فعلى الدولة البدء ببيع الشركات الربحية ذات الثقة. وقد يكون احد أهداف الدولة توسيع قاعدة الملكية للأفراد، وبالتالي فعليها أن تلجأ لأسلوب الطرح العام من خلال بيع أسهم بأعداد كبيرة، وتحديد حدود قصوى للمشتري من اجل تملك اكبر عدد ممكن من الأفراد للأسهم.

وبالتالي أي غموض في تحديد الهدف هو بمثابة حكم مسبق على فشل البرنامج، وتختلف أهداف الخصخصة من بلد إلى آخر كأهداف إجمالية أو تفصيلية على مستوى القطاع أو المؤسسات، فهي قد تنحصر في حل مشاكل التمويل الحكومي، أو قد تمتد لتشمل تحسين الأداء الاقتصادي بشكل عام أو تحسين الأداء في قطاع معين وبصفة عامة تتمثل الأهداف الرئيسية لكثير من دول العالم التي طبقت الخصخصة في النقاط التالية:

**أهداف اقتصادية:**

- إعادة توضيح وتحديد دور الدولة في النشاطات الإنتاجية.
- العمل على زيادة المنافسة وتحسين الإنتاجية.
- المساهمة في زيادة حجم المشاريع التنموية.
- زيادة حجم الملكية الخاصة.
- جذب وتوسيع مجالات الاستثمارات الأجنبية.
- توسيع قاعدة الملكية وخلق طبقة متوسطة في المجتمع لها الحق في ملكية المؤسسات.

**أهداف مالية:**

- تخفيض حدة الديون العامة التي تثقل كاهل الدولة.
- خفض الإنفاق الحكومي والتقليل من الأعباء المالية للدولة. وخاصة العجز الموازي والعجز في ميزان المدفوعات وتخفيض عبء المديونية.
- تنشيط وتطوير أسواق المال، من خلال توسيع قاعدة الملكية وخلق طبقة متوسطة في المجتمع لها الحق في ملكية المؤسسات، يتم من خلال تجنيد أموال هذه الطبقة للتمويل عن طريق وجود سوق للأوراق المالية، وتساعد هذه الطريقة أي الاكتتاب عن طريق الأسواق المالية إلى تفادي احتكار هذه المؤسسات من قبل أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة.
- تحرير الموارد المالية المحدودة في الدولة وذلك لتمويل القطاعات الأخرى كالتعليم والصحة.

**أهداف سياسية:**

- التقليل من حجم القطاع العام في مجالات الأنشطة الاقتصادية، وذلك عن طريق نقل ملكيتها إلى القطاع الخاص.
- الحد من الفساد المالي والاقتصادي، واستغلال المال العام من قبل المسؤولين الحكوميين والسياسيين وإدارة المؤسسات.
- الحد من الضغوط السياسية والنفابية للعمال، كقضية التملك بالنسبة لفئة من العمال لأصول في المؤسسة القابلة للتحويل.

**أهداف اجتماعية:**

- العمل على إعادة توزيع الدخل وتحقيق العدالة الاجتماعية من خلال نشر ملكية الأسهم بين مختلف الفئات من صغار المدخرين والمستثمرين والعمال.
- تسمح عملية الخصخصة بالحصول على عائد مهم من بيع المؤسسات أو بعض أصولها ويمكن استغلال هذا العائد في مجالات أخرى كتطوير البنية التحتية والبحث العلمي، مما يساعد على توفير فرص عمل جديدة.

- تحسين الخدمات الاجتماعية التي تقدمها الدولة.
- الخصوصية وسيلة الدولة إن أرادت القضاء على المشكلات الاجتماعية مثل الرشوة والمحسوبية.

### المطلب الثاني: طرق الخصوصية والمتطلبات الأساسية لنجاحها.

للخصوصية طرق مختلفة، ويعتبر اختيار الطريقة المناسبة من أهم عناصر نجاح عملية الخصوصية. ويتوقف هذا الاختيار بدوره على عدد من العناصر من أهمها: أهداف الخصوصية وحجم الشركات التي ستتم خصصتها ومدى تطور الأسواق المالية وخصائص المشترين والمستثمرين.

فقد يحصل في بعض الأحيان تضارب بين أهداف الخصوصية، وإذا حاولت الدولة تحقيقها جميعها فقد يؤدي ذلك إلى فشل العملية. فإذا أرادت الدولة مثلا تحسين أداء الشركة ورفع كفاءتها فقد تحتاج إلى بيع نسبة كبيرة منه لمستثمر إستراتيجي محلي أو أجنبي، وإذا كانت الدولة في نفس الوقت تهدف إلى توسيع قاعدة الملكية فإنها تحتاج إلى توزيع أسهم الشركة على أكبر عدد ممكن من المشترين. إذن فمن المهم جدا اختيار طرق الخصوصية بحيث تتناسب مع الأهداف الرئيسية ولا تسبب أي نوع من التضارب بين هذه الأهداف.

يجب على الدولة أن تميز بين مختلف القطاعات وأحجام الشركات أثناء إعداد برنامج الخصوصية. وبالنسبة لنوع الشركات التي يمكن خصصتها عند بداية العملية لا توجد هناك إستراتيجية واحدة تتبع في كل الظروف، فقد بدأت دول أمريكا اللاتينية وإفريقيا وحتى بريطانيا بخصوصية الشركات الصغيرة والمتوسطة تمهيدا لبيع الشركات الكبيرة، حيث بينت هذه التجربة سرعة العملية، بينما قد يكون بيع الشركات الكبيرة والبنوك والمرافق العامة معقدا. وقد تختار دول أخرى البدء بخصوصية الشركات الكبيرة من أجل إعطاء مصداقية للعملية وإظهار جدية الدولة والتزامها بتنفيذ البرنامج.

تعتبر الشفافية من أهم عناصر نجاح عملية الخصوصية لأنها تعطيها مصداقية أكبر وبالتالي تولد الثقة لدى كل الأطراف المعنية، أي مختلف الكتل السياسية، وإدارة الشركات وعمالها، والمستهلكين والمستثمرين، لذا فإن من الضروري أن تتميز طرق الخصوصية بالشفافية لأن أي شك حول عمليات البيع قد يسبب معارضة قوية ويؤدي إلى فشل البرنامج بأكمله.

### 1- طرق الخصوصية:

يمكن تصنيف طرق الخصوصية إلى نوعين رئيسيين من الطرق: الطرق التي لا تنتهي ملكية الدولة وهي خصوصية الإدارة. وطرق تنتهي ملكية الدولة وتؤدي إلى تحويل الأصول إلى القطاع الخاص. وتضم البيع المباشر، نقل الملكية للعمال والإدارة، وبيع الأسهم في الأسواق المالية.

## 1-1 خصوصية الإدارة:

تهدف خصوصية الإدارة إلى رفع كفاءة شركات القطاع العام من خلال تحسين إدارتها بإدخال تقنيات إدارة شركات القطاع الخاص، ويمكن لخصوصية الإدارة بأشكالها المختلفة: عقد الإدارة والتأجير، أن تمثل غاية في حد ذاتها أو مرحلة انتقالية في طريق إنهاء ملكية الدولة ونقلها للقطاع الخاص<sup>1</sup>.

### - عقد الإدارة:

هو اتفاق تتعاقد من خلاله مؤسسة عمومية مع شركة خاصة محلية أو أجنبية لإدارة هذه المؤسسة. ولا تعد الإدارة في هذه الحالة مسؤولة عن المخاطر التجارية أو عن التدهور في قيمة أصول المؤسسة إلا إذا تم النص على ذلك في العقد. وكثيراً ما تلجأ الدول النامية لمثل هذا النوع من أشكال الخصوصية، وذلك بإدخال طرق إدارة القطاع الخاص على بعض المنشآت الإستراتيجية مثل الفنادق الكبرى وبعض المؤسسات الصناعية المتطورة نتيجة افتقاد الجهاز الإداري المحلي أو عدم توفر الكفاءات الضرورية لإنجاح عمل مثل هذه الشركات، أو من أجل رفع قيمة هذه الشركات وأسعارها حين تعرض للبيع.

ففي غينيا استخدمت هذه الطريقة في قطاع الكهرباء في عام 1986 عندما طلبت الدولة مساعدة فنية من فرنسا لتطوير هذا القطاع، وأخيراً تعاقدت مع هيئة الكهرباء الفرنسية لإدارة هذا القطاع وجددت التعاقد عام 1991، وكانت نتيجة هذا التعاقد زيادة في الطاقة الكهربائية وتحسن في أداء التشغيل والكفاءة المالية.

### - التأجير:

وتتيح عقود التأجير استثمار الموارد والأصول من قبل القطاع الخاص، والاحتفاظ بالأرباح لفترة متفق عليها مقابل دفع إيجار. وعلى عكس عقد الإدارة فإن الشركة الخاصة تتحمل المخاطر التجارية مما يحفزها على تخفيض النفقات والعمل أكثر للحفاظ على قيمة الأصول. وقد تأخذ عملية التأجير طابع الامتياز الذي يتيح للمستثمر إدارة واستثمار المشروع لمدة زمنية محددة أين يكون مسؤولاً عن النفقات الرأسمالية والاستثمارات مما يخفف الأعباء المالية على الدولة، وترجع هذه الأصول إلى القطاع العام بعد نهاية عقد الامتياز التي عادة ما تتراوح بين 15 و30 سنة.

استخدمت العديد من الدول عقود التأجير منها تايلاند في قطاع السكك الحديدية عام 1985 في عدد معين من خطوط نقل الركاب ومع بداية 1990 نجحت الخطوط المؤجرة في جذب عدد كبير من الركاب وأصبحت تدر أرباحاً كبيرة. ونفس النوع طبقته كوت ديفوار في قطاع الكهرباء

<sup>1</sup> - Rabah Bettahar – La privatization – OPCIT – p34.

خلال الثمانينات بتعاقدتها مع شركتين فرنسيتين، أدت إلى تحسن إيرادات القطاع وصيانته بأحدث التقنيات في 18 شهرا الأولى من العقد مما أدى إلى زيادة الطاقة الكهربائية وتطوير المؤسسة. كما طبقت الأرجنتين عقد امتياز في مجال السكك الحديدية وعلى المستوى الدولي مثلت عقود الامتياز في مشاريع البنية التحتية حوالي 80% من إجمالي عقود الامتياز في الفترة ما بين 1988-1993.

### **1-2 البيع المباشر:**

تعد عملية البيع المباشر أكثر الطرق انتشارا واستخداما لنقل الملكية، حيث شكلت حوالي 80% من إجمالي المعاملات خلال الفترة 1988 - 1993 ونحو 58% من إجمالي الإيرادات، وشكلت هذه الطريقة أيضا 86% من إجمالي المعاملات عام 1994.

وتأخذ عملية البيع المباشر عدة أشكال منها<sup>1</sup>:

- **المزاد العلني:** وتتيح هذه الطريقة فرصة أكبر من الشفافية، وتمنع أشكال التواطؤ بين المشتركين لتخفيض قيمة الأصول.

- **البيع بالتراضي:** ويتم اللجوء إلى هذه الطريقة عند بيع منشآت إستراتيجية وهامة في قطاع الخدمات العامة، أو الصناعات الإستراتيجية، حيث قدرة المستثمر الجديد على التطوير والتحديث شرط أساسي في عملية نقل الملكية وفي هذه الحالة، يتم اختيار مستثمر استراتيجي محلي أو أجنبي وفق شروط ومواصفات محددة، وغالبا ما يكون ذلك على حساب قيمة الأصول المطروحة للبيع، وعلى حساب الشفافية المطلوبة في هذه العملية.

- **بيع الأصول المحلية لقاء الديون الخارجية:** وذلك بهدف التخلص من الأعباء المترتبة على الديون الخارجية، ولكن حق المستثمر الجديد في إخراج الأرباح الناتجة عن هذه الأصول، من شأنه أن يشكل ضغطاً يمكن أن يزيد عن تحويلات خدمة الدين الخارجي.

- **البيع الجزئي:** تلجأ بعض الحكومات إلى بيع جزء من أسهم أو حصة من المنشآت العامة كخطوة تمهيدية نحو نقل الملكية إلى القطاع الخاص بشكل كامل<sup>2</sup>، ويكون الغرض أحيانا إقامة قطاع مشترك ومشاركة القطاع الخاص في الإدارة كما تطرح أحيانا أسباب مالية بغرض زيادة رأس المال أو التوسع بشكل عام مبررا لهذه العملية، ويأخذ البيع الجزئي طابع المرحلة الانتقالية للخصوصية من خلال احتفاظ الدولة بجزء من الأسهم للمحافظة على إمكانية التدخل في مجلس الإدارة، وتوجيه الاستثمارات أو الرقابة على عمل المنشأة بعد تخصيصها، وعادة ما تلجأ الدولة إلى هذا الأسلوب في القطاعات الهامة والأساسية، مثل تدخل المملكة المتحدة في توجيه الاستثمارات والعمل في قطاع الكهرباء بعد تخصيصه من خلال السهم الذهبي الذي احتفظت به.

<sup>1</sup> - رياض دهمال، حسن الحاج - حول طرق الخصخصة -المعهد العربي للتخطيط- الكويت -1998 -ص 8.

<sup>2</sup> - Leila Abdeladim - Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb - OPCIT - p 53.

### 1-3 نقل الملكية إلى العمال والإدارة:

يعتبر البيع للعاملين والإدارة خوصصة داخلية حيث يحصل العاملون والإدارة على كل الشركة أو على نسبة معينة منها، وتتمتع هذه الطريقة بعدد من المزايا، حيث أن هناك دعم سياسي وشعبي لا تحتاج الحكومة بموجبه إلى الدخول في مفاوضات مع المشتريين لكي تحصل على ضمانات حول مستقبل العمالة وتترك هذه القضية للعاملين والإدارة، كما تمثل هذه الطريقة حافزا كبيرا لرفع الإنتاجية وتخفيض التكاليف لأنها توحد بين مصالح العاملين والإدارة. كما تعتبر هذه الطريقة أداة فعالة لتوسيع قاعدة الملكية، وبالمقابل فإن إعطاء الأفضلية للعاملين والإدارة قد يلغي المنافسة في الخوصصة نظرا لأن المستثمرين الخارجيين مبعدون من العملية. وقد يترتب على ذلك سوء تسعير الشركة مما يسبب خسائر للدولة.

استعملت هذه الطريقة في الشيلي خلال الثمانينات بغرض توسيع قاعدة الملكية، وقد ساهم حوالي 35% من قوة العمل في القطاع العام في عملية الشراء، وقامت الحكومة بإعطاء الأولوية للعاملين عند عرض أسهم الشركات للبيع، ولكنها وضعت قيودا تشريعية عند البيع، بحيث يكون غير مسموح للأفراد أو أية مجموعة منظمة من العاملين حيازة أكثر من 20% من أسهم الشركة المراد بيعها.

### 1-4 بيع الأسهم في الأسواق المالية:

تستخدم هذه الطريقة لبيع الشركات العامة التي تتمتع بوضعية مالية جيدة وذات حجم كبير في الدول التي تتمتع بوجود سوق مالية متطورة، حيث تتيح هذه الطريقة فرص متكافئة للجميع في الحصول على أسهم الشركات المخوصصة من منطلق توسيع قاعدة الملكية. وفي هذا الإطار قد تباع الدولة جزء من أصولها في الشركات مثلما فعلت مصر، حيث طرحت لأول مرة أسهم حوالي 10% من أصل 314 شركة في عام 1992 بغية دراستها كتجربة وإمكانية التوسع فيها في حالة نجاحها، وهو ما حدث بالفعل حيث بعد النجاح الذي حققته التجربة طرحت الحكومة المصرية في سوق الأوراق المالية عام 1996 أسهم 15 شركة صناعية وغذائية وهندسية ونقلت ملكيتها بالكامل إلى المستثمرين المصريين والأجانب. وكانت شروط تملك هذه الشركات زيادة نشاطها بالسوق واستمرارية نوعية وطبيعة النشاط، هذا من جهة ومن جهة أخرى أدت عمليات الخوصصة التي تمت عن طريق البورصة المصرية إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في البورصة وزيادة الثقة فيها. تتميز هذه الطريقة بدرجة عالية من الشفافية حيث يتم الترويج لعملية البيع كما يتم الكشف عن القوائم المالية للشركة تماشيا مع شروط البيع من خلال الأسواق المالية. كما تساهم هذه الطريقة في تطوير الأسواق المالية المحلية كما هو الحال في عدد من الأقطار العربية وبعض دول أمريكا اللاتينية.

## الفصل الثاني: القطاع الخاص ودوره في تفعيل البورصة

تعتبر طريقة بيع الأسهم في الأسواق المالية ثاني أهم طريقة للخصوصية بعد طريقة البيع المباشر، حيث مثلت 12 % من إجمالي إيراداتها. وتدل هذه الأرقام على القيمة المرتفعة لعملية الخصوصية من خلال الأسواق المالية.

إن نجاح عملية بيع الأسهم في الأسواق المالية تتوقف على حجم السوق بالنسبة لحجم عملية طرح أسهم الشركة، إذ كان حجم السوق صغيراً، فإنه يؤثر على سعر السهم. وفي هذه الحالة، يمكن طرح أسهم الشركة على دفعات حتى يتمكن السوق من استيعابها.

والجدول التالي يوضح ملخص لمدى تلاؤم الطرق السابقة مع الأهداف والتي تعتبر أهم عنصر في اختيار طرق الخصوصية. ولم يدرج الجدول إلا بعض هذه الأهداف نظراً لأن تخفيض الأعباء المالية للدولة وتوسيع حجم القطاع الخاص نتيجة حتمية الخصوصية (باستثناء خصوصية الإدارة التي لا تؤدي إلى تحقيق الهدف الثاني).

جدول رقم (2-2) : طرق الخصوصية وملامتها لبعض الأهداف.

الاهداف الطرق	تحسين الكفاءة	تطوير الأسواق المالية	توسيع قاعدة الملكية
1 خصخصة الإدارة	- إدخال معايير وطرق الإدارة الحديثة. - تنشيط الشركات الخاسرة. يستفيد العاملین من المهارات التقنية والإدارية المتعاقدة.	/	/
2 البيع المباشر	إدخال تكنولوجيات متطورة إدخال طرق الإدارة الحديثة	إمكان إدراج الشركة المباعة في سوق الأوراق المالية	من خلال إدراج الشركة في سوق الأوراق المالية
3 بيع الأسهم في الأسواق المالية	مسؤولية الإدارة أمام المساهمين. بروز الكفاءة من خلال سعر السهم.	إتاحة فرص الاستثمار للمواطنين والأجانب.	تشجيع صغار المستثمرين على شراء الأسهم
4 البيع للعاملين والإدارة	حافز لرفع الإنتاجية. مساهمة العاملين في الإدارة	/	يمنح العاملون الأولوية في شراء الشركة أو جزء منها تقديم دعم للعاملين لشراء جزء من الشركة

المصدر: رياض دهال، حسن الحاج - مرجع سبق ذكره ص 18.

## 2- متطلبات نجاح عملية الخصخصة:

لكي ينجح برنامج الخصخصة ينبغي تهيئة البيئة العامة، ونقصد بذلك إعادة النظر في التشريعات وإعادة هيكلة السياسات العامة بشكل يحدد بوضوح الدور الذي سيلعبه كل من القطاع العام والقطاع الخاص في الاقتصاد القومي، ويضمن إطلاق قوى السوق لكي تعمل بكفاءة.

هذا وتؤكد تجارب الخصخصة في دول العالم على ضرورة تهيئة كل من البيئة الاجتماعية والاقتصادية والبيئة التنظيمية والإدارية القانونية، ويحتاج برنامج الخصخصة ليأخذ مداه الزمني كي يتم على مراحل من دون عجلة، وعلى أساس التعلم من التجارب والمراجعة والتصحيح.

ففي إطار البيئة الاجتماعية<sup>1</sup> التي تشمل المنتجين والمستهلكين والعاملين والمنظمين لآبد من التوعية بفكرة الخصخصة وأهدافها ومتطلباتها وفوائدها للاقتصاد الوطني، إذ أن الخصخصة تعنيهم كمستهلكين، تتجه إليهم الخدمات والبضائع، وإحداث أي تغيير اقتصادي يسهم بصورة مباشرة، خاصة عندما تتجه الخصخصة إلى قطاعات مثل الكهرباء والماء والاتصالات، إذ أن الفهم الضعيف للخصخصة أو سوء الفهم لها، قد يكون له آثار على مدى القبول الاجتماعي وعلى مدى التعاون أو التشكيك في نتائجها، ويؤدي مثل هذا التشكيك إلى نتائج مادية تتمثل في عدم الإقبال على شراء الأسهم وانخفاض قيمتها. وجزء من عملية التهيئة يكون بالاتصال وتبادل الآراء مع مجموعات المصالح من التجار ورجال الأعمال الصناعية، لأن المزيد من الشفافية والوضوح في الخصخصة يؤديان إلى المزيد من التعاون، وبالتالي إلى المزيد من تحريك الموارد والإمكانيات والقدرات الخاصة في القطر المعين، كما تؤدي جهود التوعية والتهيئة وسط قيادات الإدارات العليا بالدولة إلى تقليل العقبات الإدارية وتسريع الإجراءات الروتينية مما يؤدي إلى تجنب حدوث عوائق عند إعادة هيكلة المؤسسات قبل الخصخصة أو عند وضع قوانين ولوائح إجرائية لعملية الخصخصة.

وتعني البيئة الاقتصادية<sup>2</sup>، طبيعة الأنشطة الاقتصادية والمؤشرات والمتغيرات الاقتصادية المتفاعلة في داخلها، مثل مناخ الاستثمار والإيجابيات والسلبيات فيه، حركة رؤوس الأموال والعلاقات الاقتصادية والتجارية السائدة ونوعية المؤسسات المالية وحجم أنشطتها، وتتم تهيئة البيئة الاقتصادية للخصخصة من خلال وضع أو تعديل السياسات الاقتصادية، وكذلك السياسات الاستثمارية في الحوافز والتسهيلات والسياسات القطاعية للقطاعات المختلفة، وفي قطاع الخدمات. وتتطلب الخصخصة استحداث سياسات جديدة ومواجهات فاعلة لضمان استمرار الخدمات من دون إضرار بالمستهلك.

<sup>1</sup> - عيد الرحمن الريح - الأثر البيئية المطلوب توافرها للتحويل إلى عملية الخصخصة - غرفة تجارة وصناعة أبو ظبي - عن الموقع الإلكتروني: <http://www.aboudabichamber.ae> . تاريخ الاطلاع 2010/01/27.

<sup>2</sup> - أحمد صقر - التحويل إلى القطاع الخاص : تجارب عربية في خصخصة المشروعات العامة- المنظمة العربية للعلوم الإدارية- القاهرة - 1996. ص 176.

ومن أبرز السياسات التي تتعلق بتهيئة البيئة الاقتصادية هي: تهيئة مناخ تنافسي وتحرير الأسعار والاستقرار النقدي وتحرير القطاع المالي، وتدعيم إصلاح القطاع المالي وإعادة تنظيم القطاع العام<sup>1</sup>.

**- تهيئة مناخ تنافسي:**

لقد اعتادت منشآت القطاع العام في أكثر الدول النامية، على العمل في مناخ احتكاري أو يكاد ينقصه الدافع على تحسين الأداء، حيث لا مساءلة عن النتائج، وزاد من عمق المشكلة، أن الأهداف الاجتماعية قد أخذت موقعها في كثير من الحالات على قمة سلم أولويات منظومة الأهداف المنشودة، وفي تحريك الحكومة نحو تحقيق الإصلاح الاقتصادي أصبح لزاما عليها خلق مناخ تنافسي، باعتباره مسألة حتمية لرفع كفاءة الأداء ويأخذ هذا الاتجاه المسارين التاليين:

- تحرير التجارة بإزالة الحواجز أمام التجارة الدولية، ومن أبرز الإجراءات التي تتخذ في ذلك هو تخفيض الرسوم الجمركية، إلغاء حصص التصدير، وتخفيف قيود الاستيراد إلى جانب إزالة العوائق البيروقراطية والإدارية، التي تحد من حرية التجارة كضرورة حصول المستورد على موافقة مسبقة لاستيراد سلعة ما.

- إعادة هيكلة السوق المحلية، ويكون السبيل في ذلك هو المساواة بين القطاعين العام والخاص، وعلى عدم الاستمرار في إعطاء مركز احتكاري لمنشآت القطاع العام (وكذلك عدم إعطائها الأفضلية في الحصول على الائتمان المصرفي، أو فيما تحتاجه من عملة أجنبية) إضافة إلى إزالة الحواجز التي تمنع دخول شركات جديدة.

**- تحرير الأسعار:**

كما قلنا سابقا فإن الخصوصية ليست غاية في حد ذاتها بل هي وسيلة لزيادة كفاءة تخصيص واستخدام الموارد، وهذا لا يتحقق إلا في ظل آليات سوق تم تحريرها، حيث تقوم قوى السوق بتوجيه قرارات المنشأة في المجالات المختلفة.

**- الاستقرار النقدي وتحرير القطاع المالي:**

ويتم ذلك عن طريق تخفيض التدخل الحكومي في القطاع المالي، إلغاء الحد الأقصى لأسعار الفائدة الذي تحدده الحكومة، إلغاء أولويات الإقراض لقطاعات معينة وإصدار أدوات الخزنة بهدف التحكم في حجم السيولة ورفع القيود على تحويل العملة بما فيها أرباح المستثمر الأجنبي ورفع الرقابة على أسعار الصرف.

<sup>1</sup> - أحمد صقر - مرجع سبق ذكره - ص 177.

- إصلاح القطاع المالي:

ويتم ذلك عن طريق تدعيمه وتخفيض حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، باعتباره مصدرا أساسيا لتغطية الاحتياجات المالية لمنشآت القطاعين العام والخاص، ومن أبرز الإجراءات في هذا الشأن زيادة رأسمال البنوك التجارية وكذلك وضع حدود قصوى للقروض التي يمكن أن يحصل عليها عميل واحد. والسماح بافتتاح البنوك الأجنبية التي تقبل ودائع وتمنح قروض بالعملة المحلية لخلق المزيد من المنافسة.

- إعادة تنظيم وحدات القطاع العام:

يجب على الحكومة تحقيق زيادة وكفاءة تشغيل مشروعات القطاع العام، وكفاءة تخصيص الموارد لمن ستنقل إليهم ملكية هذه المشروعات أو إدارتها من القطاع الخاص منعا لاحتمالات الفشل أو انهيار تلك المشروعات بعد خوصصتها. وعليه فإن المشروعات العامة المرشحة للتحويل إلى القطاع الخاص سواء بتحويل ملكيتها أو إدارتها تستلزم القيام بتحضيرها وتصحيح أوضاعها وتطويرها. لأن المشروع العام غير الناجح أو المليء بالمشاكل والمعوقات لا يمكن أن يكون جذابا للمشتريين وإذا وجد المشتري الراغب في شرائه فالأرجح ألا يحقق قيمة مجزية، ولهذا فإن تصحيح أوضاع المشروع وإعادة تأهيله كمطلب قبل البدء في عملية التحويل.

- توفر أسواق مالية تتمتع بالكفاءة العالية:

إن عملية خوصصة مؤسسات القطاع العام، يعترضها العديد من الصعوبات الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأموال هذا القطاع، ومن هنا تأتي أهمية أسواق الأوراق المالية، حيث أن العلاقة وثيقة بين عملية الخوصصة وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق .

وتبرز أهمية أسواق المال بصورة أساسية<sup>1</sup> عند تبني سياسة الخوصصة وتحويل المشروعات العامة نحو القطاع الخاص، وتشير تجارب الخوصصة في دول العالم، إلى أن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود أسواق مالية منظمة وكبيرة، مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمشروعات المراد خوصصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توافر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخوصصة أو عدم استيعابها.

ومن هنا تلعب أسواق الأوراق المالية، دورا هاما في إتمام عملية الخوصصة بنجاح حيث العلاقة بينهما علاقة متبادلة، فسوق الأوراق المالية تزدهر وتتوسع وتتعمق بوجود خوصصة. وكذا الخوصصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل عملية التخصيص، ومن مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخوصصة للمشروعات العامة ما يلي:

<sup>1</sup> - حسان خضر - تحليل الأسواق المالية - سلسلة جسر التنمية - المعهد العربي للتخطيط - الكويت - العدد 27: 2004 - ص12.

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المستثمرين.
- إبعاد الشبهة والريبة في عمليات بيع وحدات القطاع العام، وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.
- تقليل التدخل السياسي والحكومي في عملية اتخاذ القرارات داخل المنشأة، بما يؤدي إلى رفع مستوى الكفاءة وتطوير أداء المنشأة.
- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة الاجتماعية.

#### - الترويج لبرنامج الخصخصة:

ويتم ذلك عن طريق تكثيف الحملات الإعلانية، ذلك لأن النفور والخوف لا يزال قابعا في نفوس الناس، مما يحتاج إلى جهد مضاعف للإقناع والترغيب والتوعية لكل الأطراف المرتبطة بالبرنامج والمتعاملة معه. وهذا أساس مهم لإنجاح الترويج للبرنامج.

ويحتاج الترويج لبرنامج الخصخصة مجموعة من الأنشطة التسويقية التي تستخدم للاتصال بالمستهدفين ببرنامج الخصخصة، وإمدادهم بالمعلومات وإثارة اهتمامهم بالبرنامج وإقناعهم بقدرته على إشباع حاجاتهم وفهم رغباتهم، وذلك بهدف دفعهم إلى اتخاذ قرار بالتعامل معه، ثم استمرار هذا التعامل بصورة ايجابية في المستقبل، والترويج الفعال يدفع المستهدفين ببرنامج الخصخصة إلى قبول البرنامج والتعامل الفعلي معه.

بينما تتطلب البيئة القانونية<sup>1</sup> للخصخصة إيجاد بنية قانونية مكتملة متوفرة بها مجموعة من القوانين الأساسية بالضرورة، مثل قوانين التجارة والشركات، والقوانين المالية التي تنظم عمل المصارف والأسواق المالية وقوانين الضرائب والإعفاءات وقوانين التأمين، إضافة لذلك لابد من مراجعة هذه القوانين الموجودة حتى لا تتعارض مع توجهات الخصخصة ولابد من وضع قوانين وتشريعات لملكية الأسهم وضوابطها، وضوابط الاستثمار الأجنبي في الأسهم، والتشريعات التي تواجه الممارسات الاحتكارية وتضبطها، وكذا التشريعات التي تتضمن الشفافية والعلانية فيما يتعلق بالمؤسسات المخصصة.

<sup>1</sup> - حسان خضر - خصخصة البنية التحتية - سلسلة جسر التنمية - المعهد العربي للتخطيط - الكويت - العدد 18: 2003 - ص 8

### المبحث الثالث: القطاع الخاص من خلال سياسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

لقد تنامت مؤخرًا أهمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم عالميًا، وأصبح يحظى باهتمام متزايد من قبل الأطراف الحكومية والمؤسسات المالية والمصارف والمنظمات الإقليمية والدولية لدعمه وتعزيز مقوماته بما يعكس الدور الهام الذي يمكن أن يلعبه في إرساء قواعد التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتكوين الثروة وتنويع القاعدة الاقتصادية وتميز قدرتها على توليد فرص عمل جديدة، وتنشيط دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني ورفع الناتج الداخلي بتحقيق معدلات نمو معتبرة، وتشجيع رجال الأعمال على المبادرة والإبداع. لأن الأفكار المبتكرة والمشروعات الصغيرة والمتوسطة تمثل عصب النمو الاقتصادي. حيث بدأ تعاظم دور هذه المؤسسات في الحياة الاقتصادية مع نهاية السبعينات وأصبحت محور الدراسات الاقتصادية باعتبارها كيانًا مختلفًا عن المؤسسات الكبيرة في حجمه، في طريقة تسييره واستراتيجياته، وما يؤكد هذا التوجه هو العدد المتزايد لهذه المؤسسات وتنامي الدعوة إلى ترقيتها.

هذا ومع تعاظم دور هذه المؤسسات الاقتصادية، زادت معها مشاكلها، والتي من أهمها مشكل التمويل. واتجهت معظم الدراسات التي تناولت موضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البحث في مشاكل تمويلها، وسبل معالجتها. ومن بين الأساليب تم التوصل إلى خلق بورصة خاصة موجهة لتمويل هذا القطاع، وذلك كبديل عن عدم قدرتها الاندراج في السوق الرئيسية للبورصة. وعليه سوف نتناول في المطلب الأول من هذا المبحث ماهية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. أما في المبحث الثاني فسوف نتناول تمويل هذا القطاع، من خلال عرض المشاكل التي يواجهها في هذا المجال والى سبل تمويل هذا القطاع عن طريق البورصة أو ما يعرف بالسوق البديلة.

### المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يختلف مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المستوى العالمي، وذلك بحسب طبيعة اقتصاد كل دولة وخصائصها، ففي مرحلة من مراحل النمو الاقتصادي في دولة ما، يمكن أن تعتبر المؤسسة صغيرة أو متوسطة بعدما كانت مؤسسة كبيرة في مرحلة سابقة، كما يختلف مفهوم هذه المؤسسات من نشاط اقتصادي لآخر، كما أن المشروعات التي تعتبر صغيرة أو متوسطة الحجم في دولة صناعية قد تعتبر مشروعات كبيرة الحجم في دول نامية<sup>1</sup>. وقد وضعت كل دولة معايير محددة بها لتحديد هذه المشاريع، وقد كان من أهم هذه المعايير التي اتفقت عليها جميع الدول، العمالة ورأس المال. ففي حين تصنف ماليزيا، المشروع على أنه صغير، إذا كان عدد العمال فيه لا يتجاوز الثلاثين، تذهب كل من الولايات المتحدة الأمريكية، وبلجيكا واليونان وسنغافورة، إلى رفع

<sup>1</sup> - حسان خضر - تنمية المشاريع الصغيرة - مجلة جسر التنمية - المعهد العربي للتخطيط - العدد 9 - الكويت 2002 - ص 4.

هذا العدد إلى 50 عاملاً، بينما يرتفع في اليابان إلى 300 ويصل إلى 500 في كل من فرنسا وألمانيا وإيرلندا والدنمارك. أما معيار رأس المال، فتصنف الولايات المتحدة المشروع على أنه صغير إذا كان رأسماله أقل من مليوني دولار، أما اليابان فيقل فيها المبلغ إلى 940 ألف دولار، بينما تحدده سنغافورة بـ 280 ألف دولار، وتختلف بقية دول العالم مع هذه الأرقام، إلا أنها تبقى تحوم حولها.

وبوجه عام ووفقاً لمصادر مؤتمر الأمم المتحدة للتنمية والتجارة (أنكتاد)، تعرف المؤسسات الصغيرة بأنها المؤسسات التي يعمل بها من 20 إلى 100 عامل، والمتوسطة هي التي يعمل بها من 101 إلى 500 عامل<sup>1</sup>. كما يعرف البنك الدولي الصناعات الصغيرة بأنها تلك التي تستخدم أقل من 50 عامل في الدول النامية وأقل من 500 عامل في الدول المتقدمة<sup>2</sup>. أما مؤسسة التمويل الدولية فتحدد المؤسسات التي تستثمر حد أقصى من رأس المال مقداره 2.5 مليون دولار أمريكي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>3</sup>.

وقد تم تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاتحاد الأوروبي على أساس حجم العمالة الموظفة فيها خلال السنة، رقم الأعمال المحقق خلال السنة، وحسب القيمة الإجمالية للميزانية السنوية<sup>4</sup>. وذلك ما يوضحه الجدول التالي:

**جدول (2-3) تصنيف المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة في الاتحاد الأوروبي.**

فئة المؤسسة	العمالة (وحدة عمل سنوية)	رقم الأعمال السنوي (مليون أورو)	مجموع الميزانية السنوية (مليون أورو)
متوسطة	> 250	> 50 مليون أورو (40 مليون أورو في 1996)	> 43 مليون أورو (27 مليون أورو في 1996)
صغيرة	> 50	> 10 مليون أورو (7 مليون أورو في 1996)	> 10 مليون أورو (5 مليون أورو في 1996)
مصغرة	> 10	> 2 مليون أورو	> 2 مليون أورو

**Source:** Günter Verheugen, la nouvelle définition des PME : Guide de l'utilisation et modèle de déclaration, Commission Européenne, Office des publications, 2006, p: 14.

وفي سبيل مواجهة الصعوبات في المقارنة قامت العديد من الدول المتقدمة والنامية بتبني تعريف منظمة العمل الدولية والتي تعرف المشاريع الصغيرة بأنها المشاريع التي يعمل بها أقل من

<sup>1</sup> - مناخ الاستثمار في الدول العربية - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - الكويت - 2005 - ص 75.  
<sup>2</sup> - زرقين عبود - تعزيز دور الصناعات الصغيرة والمتوسطة في السياسة الصناعية الجزائرية - مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة - جامعة الجزائر - العدد 17 المجلد 1: 2008 - ص 223.  
<sup>3</sup> - حسان خضر - تنمية المشاريع الصغيرة - مرجع سبق ذكره - ص 4.  
<sup>4</sup> - les petites et moyennes entreprises au sens de l'union européenne - direction de la CCI - Lyon - Juillet 2008.

10 عمال والمشاريع المتوسطة التي يعمل بها ما بين 10 إلى 99 عاملاً، وما يزيد عن 99 تعد مشاريع كبيرة<sup>1</sup>.

ورغم هذه الاختلافات في التصنيف، إلا أن المتفق عليه بين جميع دول العالم، هو أن المشاريع الصغيرة، هي تلك التي يديرها عدد قليل من العمال، والتي تحتاج إلى رأس مال قليل، مقارنة بالمشاريع الكبيرة، بينما المشاريع المتوسطة، هي التي تحتاج إلى إمكانات أكبر من حيث العمالة ورأس المال، وأقل من المشاريع الكبيرة والعلاقة.

### 1- خصائص ومميزات المشروعات الصغيرة والمتوسطة:

إن لهذه المؤسسات دور لا يستهان به في بناء الاقتصاد الوطني، وتظهر أهميتها من خلال استغلال الطاقات والإمكانات وتطوير الخبرات والمهارات كونها تعتبر أحد أهم روافد العملية التنموية. وعلى الرغم من الجدل القائم حول قدم أو حداثة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد تبين أن هذه المؤسسات قديمة لأنها كانت النواة والبداية لحركة التصنيع. وهي كذلك جديدة من حيث استحوادها على الاهتمام الأكبر من جانب المهتمين بالقضايا الاقتصادية والاجتماعية والتنموية. وتستحوذ هذه المؤسسات على خصائص معينة تميزها عن غيرها من المؤسسات الكبيرة، وهي كما يلي<sup>2</sup>:

- مالك المنشأة هو مديرها، إذ يتولى العمليات الإدارية والفنية، وهذه الصفة غالبية على هذه المشروعات كونها ذات طابع أسري في أغلب الأحيان.
- انخفاض الحجم المطلق لرأس المال اللازم لإنشاء المشروعات الصغيرة وذلك في ظل تدني حجم المدخرات لهؤلاء المستثمرين في المشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- الاعتماد على الموارد المحلية الأولية، مما يساهم في خفض الكلفة الإنتاجية.
- ملائمة أنماط الملكية من حيث حجم رأس المال لأصحاب هذه المشروعات، حيث أن تدني رأس المال يزيد من إقبال من يتصفون بتدني مدخراتهم على مثل هذه المشروعات نظراً لانخفاض كلفتها مقارنة مع المشروعات الكبيرة.
- الارتقاء بمستويات الادخار والاستثمار على اعتبار أنها مصدراً جيداً للإدخارات الخاصة وتعبئة رؤوس الأموال.
- المرونة والمقدرة على الانتشار نظراً لقدرتها على التكيف مع مختلف الظروف مما يؤدي إلى تحقيق التوازن في العملية التنموية.

<sup>1</sup> - نقلاً عن صحيفة الوسط الإلكترونية - العدد 2439 : 11 ماي 2009 - البحرين.

<sup>2</sup> - ماهر حسن المحروق، إيهاب مقابلة - المشروعات الصغيرة والمتوسطة : أهميتها ومعوقاتهما - مركز المنشآت الصغيرة والمتوسطة - الأردن 2006.

- صناعات مكملة للصناعات الكبيرة وكذلك مغذية لها.
- صعوبة العمليات التسويقية والتوزيعية، نظراً لارتفاع كلفة هذه العمليات، وعدم قدرتها على تحمل مثل هذه التكاليف.
- الافتقار إلى هيكل إداري، كونها تدار من قبل شخص واحد مسئول إدارياً ومالياً وفنياً.
- تكلفة خلق فرص العمل فيها متدنية مقارنة بتكلفتها في الصناعات الكبيرة.
- تدني قدراتها الذاتية على التطور والتوسع نظراً لإهمال جوانب البحث والتطوير وعدم الاقتناع بأهميتها وضرورتها.

يلاحظ مما تقدم أن خصائص المشروعات الصغيرة والمتوسطة منها ما هو سلبي ومنها ما هو ايجابي، غير أن الجوانب السلبية في هذه المشروعات لا ترجع إليها مباشرة بقدر ما هي مرتبطة بالمشكلات التي تواجهها. أما ما يجب التأكيد عليه هنا فهو أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة يمكنها الاستمرار مدة طويلة دون تحقيق أرباح، ولكنها سرعان ما تنهار حين تواجهها دفعة مالية حرجة لا تقبل التأجيل، ولذلك فإن التدفقات النقدية المباشرة لمثل هذه المشروعات أكثر أهمية من حجم الربح أو عوائد الاستثمار.

## 2- أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تلعب المشاريع الصغيرة والمتوسطة دوراً كبيراً ومهماً في اقتصاديات الدول، وتضخ العديد من دول العالم في هذه المشاريع استثمارات هائلة، إدراكاً منها بمدى أهميتها، ووفقاً لتقديرات البنك الدولي يساهم قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحوالي 46% من الناتج المحلي العالمي، ويستحوذ على نحو 35% من الصناعات اليدوية على الصعيد العالمي كما باتت المشروعات الصغيرة والمتوسطة تشكل نحو 80% من حجم المشروعات العالمية. ففي الولايات المتحدة مثلاً، يبلغ حجم الاستثمارات في هذه المشاريع، حوالي 60% من إجمالي استثماراتها، بينما يرتفع هذا الرقم في أوروبا ليصل إلى 65% من مجمل استثماراتها. وتساهم المشروعات الصغيرة فقط بما يزيد على 35% من إجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة الأمريكية، بينما تساهم بما نسبته 52% من إجمالي الإنتاج الصناعي الياباني، وبأكثر من 46% من إجمالي صادرات الصين والدنمارك وسويسرا.

وأشاد تقرير صدر عن انكتاد<sup>1</sup>، وتعاونت معها في إطلاقه منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية (يونيدو) بالدور الريادي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من واقع مسح ميداني ودراسة حالات معينة تمت بعد الأزمة المالية الآسيوية في مجموعة من الدول الآسيوية (اليابان، ماينمار،

<sup>1</sup> - مناخ الاستثمار في الدول العربية - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - الكويت - 2005 - ص 77.

الفلبين، كوريا الجنوبية، سنغافورة، تايوان، الصين، وفيتنام)، والتي شكل هذا القطاع فيها نحو 95% من إجمالي الشركات الخاصة العاملة فيها، وما بين 40 إلى 80 % من القوى العاملة، وما بين 30 إلى 60 % من حجم ناتجها المحلي الإجمالي.

واستقطبت استثمارات أجنبية مباشرة من 15 - 20 % في ماينمار وفيتنام إلى ما يزيد على 60 % في الفلبين وأشار التقرير إلى إمكانية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رفع حصتها من الاستثمارات الأجنبية لأكثر من 10 % من إجمالي حصة منطقة آسيا من هذه الاستثمارات، وإن بإمكانها استقطاب قدر غير قليل من الاستثمارات الأجنبية والدخول في مشروعات مشتركة مع شركاء أجنب، مما قد يساهم في نقل وتوطين التقنية الحديثة وتوسيع القاعدة الإنتاجية وتحسين جودة المنتج وتعزيز القدرة التصديرية خاصة في القطاعات الإنتاجية الناشئة في القطر

كما دخلت قضية العمل في عصر العولمة الاقتصادية مرحلة جديدة، وأصبحت تعتبر بشكل أكبر قضية جوهرية تتطلب حلولاً تواكب التطورات المستجدة، وتنامي دور قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في خلق الوظائف ومكافحة البطالة وبالنسبة للدول العربية يزداد التحدي على جبهتين الأولى لمكافحة البطالة المرتفعة التي تقدر منظمة العمل العربية معدلاتها بنحو 24%، وترتفع التقديرات في بعض الدول إلى 32%، والجهة الثانية مقابلة احتياجات الدول العربية باستحداث 100 مليون فرصة عمل فيها خلال العشرين سنة القادمة.

وللدلالة على أهمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، فإنه في مصر مثلاً يشكل حوالي 99% من جملة المؤسسات الاقتصادية غير الزراعية، ويساهم بحوالي 80% من إجمالي القيمة المضافة التي ينتجها القطاع الخاص ويعمل به حوالي ثلثي القوة العاملة وثلاثة أرباع العاملين في الوظائف الخاصة خارج القطاع الزراعي، أما في الكويت فيشكل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يقارب 90% من المؤسسات الخاصة العاملة، ويضم عمالة وافدة تقدر بنحو 45% من قوة العمل، وعمالة وطنية بنسبة نقل عن 1%، وفي لبنان تشكل المؤسسات الصغيرة ومتوسطة الحجم أكثر من 95% من إجمالي المؤسسات، وتساهم بنحو 90% من الوظائف. وفي دولة الإمارات شكلت المشاريع المصغرة والمتوسطة نحو 94.3% من المشاريع الاقتصادية في الدولة، وتوظف نحو 62% من القوة العاملة، وتساهم بحوالي 75% من الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

### 3- بيئة عمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر البيئة التنظيمية والمناخ الاقتصادي الذي تعمل فيه المشروعات الصغيرة والمتوسطة في غاية الأهمية وتشكل عاملاً أساسياً لتطويرها وتنميتها. بحيث تلعب الحكومات دوراً أساسياً في

تشكيل هذه البيئة، وبالتالي تعمل على تحديد المناخ الملائم لنجاح المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وتلك العوامل هي<sup>1</sup>:

**- السياسات والقوانين:**

إن وجود مناخ مواتي لعمل وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة يتطلب إطارا ملائما من السياسات التي تعمل على خلق نوع من الثقة بين المتعاملين في مختلف الأنشطة الاقتصادية. ويشمل ذلك السياسات النقدية، الائتمانية، الضريبية، التنظيمية، الرقابية، التجارية، الاستثمارية، وسياسات أسواق العمل والتعليم وغيرها.

فعدم وجود سياسات واضحة في هذا المجال قد يخلق الكثير من المشاكل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، وبالتالي فإن فهم ما يشكل السياسات المناسبة يعتبر أمرا هاما لنجاح هذه المؤسسات.

**- البرامج والنظم:**

إذا كانت السياسات والقوانين الجيدة هي الأساس لتهيئة المناخ الملائم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن عملية تطبيق تلك السياسات يجب أن يؤخذ أيضا بعين الاعتبار. وعادة ما تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة العديد من المشاكل القانونية والتنظيمية التي تعيق نموها وتطورها. وقد تنجم تلك المشاكل عن وجود الكثير من النظم والقوانين، أو عن جود نظم غير ملائمة، أو وجود إدارة ضعيفة للنظم. كما تنجم عن نقص في الوضوح والشفافية، أو وجود تشابه وتكرار بين النظم والإجراءات، أو تكرار تغيير النظم مع وجود نقص في الإدراك وفي طريقة توصيل هذه النظم إلى المعنيين بها بشكل سليم.

**- الإجراءات الإدارية:**

تتطلب الإجراءات الإدارية عناية تامة لضمان تطابقها مع السياسات والتشريعات والنظم ذات الصلة. وتشكل هذه الإجراءات مساحة للالتقاء بين الحكومة من جهة وأصحاب أو مدراء المشروعات الصغيرة والمتوسطة من جهة ثانية. ومن شأنها تحسين مناخ عمل تلك المشروعات. ومن هذا المنطلق ينبغي تقليص الأعباء الإدارية عن كاهل المشروعات الصغيرة والمتوسطة كونها تعيق مسيرة نموها. وعند تقدير المتطلبات القانونية والإدارية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة يبرز العديد من التساؤلات مثل: هل يمكن إلغاء تلك المتطلبات؟ هل يمكن تبسيطها؟ هل يمكن دمجها مع متطلبات أخرى تفاديا للتكرار؟ هل يمكن إيصالها بصورة أفضل؟ هل يمكن جعلها لامركزية؟

<sup>1</sup> - حسان خضر - تنمية المشاريع الصغيرة- مرجع سبق ذكره - ص 7.

ويمكن القول بأنه من غير المعقول اقتراح نموذج عالمي حول إصلاح السياسات والنظم الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فما يصلح في دولة ما لا يصلح كله أو بعض منه في دولة أخرى وبنفس الكفاءة. وعليه ينبغي أن توجه الإصلاحات إلى مجالات محددة عندما يكون هناك حاجة للتغيير في سبيل دفع مسيرة تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى الأمام.

#### 4- تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تشكل الأغلبية المطلقة من المؤسسات، وذلك يتطلب العمل على زيادة قدراتها لتجاوز المعوقات والعقبات التي تواجهها وتقديم كافة التسهيلات المطلوبة لاستمرارها وتوفير الدعم والحوافز لضمان تحقيق تلك المشروعات لدورها المطلوب بكفاءة وقدرة عاليتين.

وفي هذا الإطار، تلعب الحكومات، المنظمات المحلية والمنظمات الإقليمية دوراً أساسياً في تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>1</sup>:

#### - الحكومات والأجهزة الحكومية:

تتعدد الحوافز التي تستخدمها حكومات كل من الدول الصناعية والدول النامية على نطاق واسع، وتختلف من حيث طبيعتها وآثارها، ومدى فاعليتها وطريقة تأثيرها. حيث تدرج ضمن أطر السياسات المختلفة، الاقتصادية والمالية والائتمانية والسعيرية. ويمكن تقسيم ما يستخدم من حوافز وفق نطاق عملي، أي طريقة تأثيرها أو وظيفتها، إلى ثلاث مجموعات:

#### - المجموعة الأولى: وتضم مجموعة الحوافز التي تؤدي أساساً إلى إزالة بعض معوقات

الاستثمار ومنها: توفير البيانات الأساسية، التعريف بفرص الاستثمار، المساعدة في إعداد دراسات الجدوى، توفير العمالة اللازمة ورفع كفاءتها، البحث العلمي والتطوير. فضلاً عن توفير البنية الأساسية اللازمة

#### - المجموعة الثانية: تنقسم إلى مجموعتين فرعيتين، تتصل الأولى بالسياسات الائتمانية

وتتضمن توفير التمويل الحكومي، تقديم الضمانات الحكومية، دعم الحكومة لفوائد الإقراض، ومنح القروض الميسرة من خلال مؤسسات الإقراض التابعة للحكومة. أما المجموعة الفرعية الثانية فتتضمن الأدوات التي تدرج ضمن إطار السياسات المالية مثل الإعفاءات الضريبية المؤقتة، إعفاءات ضريبية على الأرباح الموجهة لإعادة الاستثمار، إعفاءات مالية أخرى (رسوم التسجيل، التأمينات الاجتماعية، ضريبة الأعمال)، السماح بترحيل الخسائر لفترات لاحقة، بالإضافة إلى الإعانات والمنح لمساعدة وحدات متعثرة أو لتوطين بعضها.

<sup>1</sup> - علي الحوات - مشروعات الشباب الصغرى والاندماج في سوق العمل - ندوة " المشروعات الصغيرة كخيار للحد من البطالة " - منظمة العمل العربية - الجامعة العربية - القاهرة 2007.

**المجموعة الثالثة:** تضم الحوافز المؤدية إلى زيادة الإيرادات أو خفض التكاليف عن طريق دعم أسعار المدخلات، إعانة الصادرات، المعاملة الجمركية التفضيلية للمستلزمات المستوردة أو دعم مستلزمات الإنتاج المحلية. ويتوقف مدى استخدام هذه الحوافز على طبيعة التدخل الحكومي في تنظيم النشاط الاقتصادي، والذي يختلف باختلاف السياسات العامة وتوجهها، وخصائص الاقتصاد القومي، أهداف وخطط برامج التنمية ووسائل تحقيقها.

#### **- المنظمات المحلية والإقليمية:**

تقوم المنظمات المهنية كالغرف التجارية والصناعية والزراعية بالعديد من النشاطات والفعاليات التي تهتم منشآت القطاع الخاص وبصفة خاصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة. ومن تلك النشاطات على سبيل المثال التعرف إلى المشاكل والصعوبات التي تواجه تلك المؤسسات والتعاون مع الجهات المعنية لتذليلها، كما تقوم بتنظيم المعارض الوطنية والإقليمية بغرض التعريف بالمنتجات الوطنية و تعريف المشروعات الصغيرة بمصادر الإنتاج. وتقوم أيضا بإعداد البرامج التدريبية اللازمة ونشر الدراسات والأبحاث والإحصائيات. أما المنظمات الإقليمية فتتطلع بتقديم التمويل والمساعدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال جهات وسيطة أو تنفيذية وبالتعاون الفني مع الحكومات. إضافة إلى وضع المعايير لمساعدة المؤسسات الصغيرة في التكيف مع التقدم التقني والتغيرات المستمرة. كما تتولى تلك المنظمات إعداد وعقد الاجتماعات والحلقات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالتعاون مع الجهات ذات العلاقة، وتقوم أيضا بإصدار العديد من المطبوعات والدراسات الخاصة ببرامج دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واحتياجاتها.

#### **المطلب الثاني: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهم أشكال تنظيم المؤسسات في العالم، لأن هذا الشكل يساهم بدور كبير في تنمية العمالة وخلق الثروة وتحقيق الاستقرار والرفاه الاقتصادي، لكن يبقى مشكل تمويل هذه المؤسسات عقبة تحول دون نمو هذا النوع من المؤسسات، وهذا ما دفع بالسلطات العمومية في مختلف الدول بالبحث عن مصادر جديدة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### **1 - الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:**

تحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لعدة أنواع من التمويل، وتختلف احتياجاتها المالية حسب الطور الذي تمر به، بدءا من إنشائها فانطلاقها فتموها ثم إلى نضجها، منها تلك اللازمة للتشغيل، ولمواجهة الطوارئ ولتمويل التوسعات والحصول على استثمارات جديدة. وبذلك يمكن أن ندرج الاحتياجات التمويلية، التي يراها المستثمرون في هذه المؤسسات ضرورية للبدء في المشروع والاستمرار فيه بنجاح ضمن العناصر التالية:

**1-1 الاحتياجات المالية في طور التأسيس أو الإنشاء:** تبدأ هذه المرحلة منذ استقرار فكرة المشروع في ذهن صاحبها إلى غاية تجسيدها في أرض الواقع، بل تمتد إلى غاية نموها الأولي، حيث يحتاج أثنائها صاحب المشروع إلى ما يسمى برأس مال المخاطر. ويمكن أن نميز بين نوعين من الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في هذه المرحلة<sup>1</sup>:

- **رأس المال الأولي:** خلال الفترة التجريبية يحتاج المشروع لتمويل يسبق انطلاقه ويهدف إلى إثبات جدواه في دنيا الأعمال، وطبيعة هذه المرحلة أنها تواجه صعوبات في الحصول على الأموال من المصادر الخارجية، فغالبا ما يتخوف المستثمرون أو الممولون والبنوك من هذا النوع من التمويل لأنه يعتبر الأكثر مخاطرة لكون المشروع في بدايته ولا يعرفون مدى كفاءة صاحب المشروع لمقاومة الطوارئ. لهذا يقوم صاحب المشروع بإعداد خطة للتطوير من أجل إقناع المستثمرين لتمويل الانطلاق أو عند بعث منتج جديد، حيث يتعين على صاحب الفكرة بذل جزء من رأس ماله لبداية تطوير الفكرة، والتي تستخدم في تطوير النماذج التجريبية ثم النماذج التجارية للسلعة الجديدة وكذلك لتجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها، بالإضافة إلى تكوين البنية القانونية للمؤسسة الجديدة مثل إجراءات التسجيل والمقر والعلامات التجارية، وحقوق التأليف للبرامج المصاحبة للتطوير<sup>2</sup>.

- **تمويل الانطلاق الفعلي للمشروع:** وهو التمويل المتعلق بالسنوات الأولى من حياة المؤسسة، تكون فيها المؤسسة قد انتهت من تصميم و تطوير منتج معين وهي بحاجة إلى أموال للانطلاق في تصنيعه و بيعه، وبالتالي تتطلب هذه المرحلة كذلك توفر الأموال الخاصة التي ستمكن من مواجهة جزء من مصاريف حيازة المعدات وكذا مصاريف التشغيل، إلى أن تتمكن العوائد المتأتية عن التشغيل من تغطية المصاريف الإدارية المتكررة، حيث تكون نتائج المؤسسة خلال هذه المرحلة في أغلب الأحيان سالبة نظرا للتكاليف الثابتة التي تتحملها. وهذا مالا يسمح للمؤسسة من تكوين مصدر تمويلي داخلي بل تضطر إلى اللجوء إلى مصادر تمويلية خارجية وذلك في ظروف غير مواتية بسبب ضعف شهرتها ونتائجها السيئة وحالات عدم التأكد المحيطة بتطورها المستقبلي، وهنا تكمن حساسية هذه المرحلة التي غالبا ما تؤدي إلى فشل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>3</sup>.

**2-1 الاحتياجات المالية في طور النمو:** بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتم إدارتها بشكل جيد، فإنها تصل إلى هذه مرحلة، التي تتسم بنمو سريع لمستوى الإنتاج والمبيعات، وكذلك

<sup>1</sup> - بوبكر جمال الدين - تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة - مذكرة ماجستير علوم اقتصادية - جامعة الشلف 2008/2007 - ص20.

<sup>2</sup> - مصطفى أبو ناعم - إدارة المشروعات الصغيرة - دار الفجر للنشر والتوزيع - القاهرة الطبعة الأولى 2002 - ص233.

<sup>3</sup> - محمد هيكل - مهارات إدارة المشروعات الصغيرة - مجموعة النيل العربية - القاهرة الطبعة الأولى 2003 - ص56.

الأرباح نظرا لقبول منتجاتها من قبل المستهلكين، حيث تبدأ معها التدفقات النقدية الموجبة، ومن الناحية المالية سوف ينعكس هذا النمو الذي تشهده المؤسسة في ارتفاع وزيادة احتياجاتها المالية المرتبطة بالاستثمارات التي يتطلبها التوسع في القدرات الإنتاجية للمؤسسة وكذا الاحتياجات في رأس المال العامل الناتج عن ضرورة تشكيل المخزونات والقروض للزبائن ولذلك تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى ما يسمى برأس مال النمو الذي سوف يدعم الأموال الخاصة التي تملكها هذه المؤسسات لتمويل نموها وتوسعها أو لاجتياز مرحلة جديدة كتدعيم وتعزيز سياستها التجارية، والرفع من مستوى إنتاجها، بعث منتجات جديدة لتمويل حيازات جديدة.

**1-3 الاحتياجات المالية في مرحلة النضج:** بعد مرحلة توسع ناجحة تكون المؤسسة قد وضمت حصة سوقية معتبرة وتكون قد بلغت أعلى مستوى مردودية، وتصل إلى مرحلة تنسم بالنضج من حيث استقرار ونمو المبيعات، والأرباح وكذلك استقرار نمو التدفقات النقدية ومن أجل الحفاظ على حصتها من المبيعات، يجعلها في احتياج مستمر للتمويل قصير الأجل وقليل من التمويل طويل الأجل لتمويل منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية، إذا ما استدعى الأمر ذلك لمواجهة متطلبات المنافسة.

وبذلك سوف تعرف احتياجاتها التمويلية الإضافية انخفاضا نوعا ما لأن المؤسسة ملزمة بالإبقاء على مستوى رأس المال الثابت وليست ملزمة بالرفع والزيادة فيه، ومن جهة أخرى يسمح مستوى الإنتاج الذي بلغته المؤسسة من تغطية جميع التكاليف والأعباء الثابتة. وبالتالي إمكانية توفير مصادر تمويل ذاتية ونظريا سوف تعرف المؤسسة مشاكل أقل في الحصول على التمويل مقارنة بالمراحل السابقة<sup>1</sup>.

**1-4 الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار:** في هذه المرحلة تبدأ مبيعات المؤسسة تعرف تراجعاً ملحوظاً، بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها لفقدها تنافسيتها في السوق، مما يزيد من احتياجاتها إلى تمويل إضافي لاسيما عند محاولة طرح منتج جديد وما يرافق هذه العملية من تمويلات معتبرة، وهنا يبرز دور الحكومة والمؤسسات التمويلية في دعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة ومساندتها ليس بالتمويل المناسب فقط، بل ببرامج متكاملة كعمليات إعادة التأهيل بجميع وظائف المؤسسة.

هكذا يتبين لنا من خلال ما سبق أن الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة متعددة و مختلفة تبعا لمرحلة التطور التي تمر بها.

وتواجه هذه المؤسسات بعض الصعوبات التمويلية التي يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - بوبكر جمال الدين - مرجع سبق ذكره - ص 24.

<sup>2</sup> - محمد فتحي صقر - المشروعات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها الاقتصادية - الدار الجامعية - الإسكندرية - 2006 - ص 131.

- تعتمد هذه المشاريع في أغلب الأحيان على التمويل الذاتي وبالتالي فهي تعمل في حدود الإمكانيات المالية المحدودة المتاحة لها.

- نظرا لأن الكيانات القانونية لهذه المشاريع تكون في الغالب مؤسسات فردية فإنه يصعب عليها زيادة رؤوس أموالها عن طريق طرح أسهم في الأوراق المالية أو إصدار سندات للاقتراض.

- تواجه هذه المشاريع مشكلات تمويلية ترجع إلى تردد بعض المصارف التجارية في منح هذه المؤسسات قروضا ائتمانية متوسطة أو طويلة الأجل ما لم تقدم تلك المؤسسات ضمانات.

- إن التمويل المتاح في بعض الأحيان لهذه المؤسسات يعتبر غير مناسب لاحتياجاتها التمويلية نظرا لانخفاض مدة الائتمان أو لعدم كفايته.

- إن التمويل هو روح المشاريع، والكثير من اقتراحات المشاريع المنيرة والأفكار ما تُقتل لعدم الحصول على التمويل المناسب. فبدون المبالغ الضرورية لن ينجح أي مشروع وخاصة في المراحل الأولية.<sup>1</sup>

فمعاناة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتمثلة في صعوبة الحصول على التمويل أو اجتذاب المستثمرين من جميع القطاعات، أدى بضرورة البحث عن حلول تمويلية وإيجاد آليات تمويلية جديدة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة.

## **2 - مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:**

هناك تشكيلة واسعة ومتنوعة من مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تستجيب لمختلف مستويات نمو المشاريع سواء كانت قروض مصغرة أو دعم مادي حكومي، وكل أنماط التمويل المتطورة بما فيها الإدراج في البورصة.

### **2-1 التمويل الذاتي:**

ويتمثل هذا النمط التمويلي في الاعتماد على الأموال الذاتية للمؤسسة إضافة إلى المدخرات الشخصية لأصحاب المؤسسة، وكذلك اللجوء إلى الأرباح المحتجزة في صورة احتياطات ومخصصات الاهتلاكات والمؤونات.

### **2-2 التمويل المصرفي:**

شهدت الخدمات المصرفية في البلدان الصناعية تطورا كبيرا اتجاه تعاملها مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بفضل طرق مبتكرة تأخذ بعين الاعتبار احتياجات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وإمكانياتها المحدودة. ويرتبط تمويل المصارف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدورة الاستغلال، والغرض الأساسي من هذه القروض هو المساهمة في تمويل الإنفاق الجاري للمؤسسة خلال دورة الاستغلال (شراء مواد أولية، دفع أجور...) أو توفير السيولة للمؤسسة وتمكينها من

<sup>1</sup> - مصطفى أبو ناعم - مرجع سبق ذكره ص 236.

مواجهة الالتزامات القصيرة الأجل لضمان السير الطبيعي لدورة الاستغلال، ونظرا لما تمتاز به نشاطات الاستغلال من تكرار خلال دورة النشاط القصيرة المدة، فإنها تحتاج إلى نوع معين من التمويل يتلاءم مع هذه الميزة، وهو ما دفع بالبنوك إلى ضرورة تكيف أدواتها التمويلية بما يتماشى وطبيعة نشاطات الاستغلال. كما يرتبط التمويل بنشاطات الاستثمار فيها سواء في بداية نشاطها أو في مراحل توسعها، وفي هذا الإطار توفر البنوك قروض متوسطة وطويلة الأجل لتمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأجل.

لكن يبقى حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التمويل المصرفي صعبا جدا بسبب الشروط التي تفرضها البنوك وخاصة ما يتعلق بالضمانات، وفي سبيل تدليل هذه العقبات يعد برنامج ضمان القروض أهم الآليات الحكومية وغير الحكومية لترقية التعاملات المصرفية بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والبنوك<sup>1</sup>، من خلال توفير حجم معين من الثقة لأطراف التعامل. أو بعبارة أخرى طرفا ثالثا يمثل حلقة وصل بين البنوك وأصحاب المشاريع في غياب شروط الضمان. حيث تكفل هذه الهيئات الأقساط المتعثر سدادها من القرض والتي تدفع فورا للبنك وفق النسب المحددة في العقد، أما في حالة الإفلاس يقوم الصندوق بتعويض النسب التي تم ضمانها من القرض والباقي يتحمله صاحب المشروع. وعرفت طريقة تقسيم المخاطر نجاحا في دول العالم وبدرجات متفاوتة، ونجد اليابان من الأمثلة الناجحة بفضل نظام ضمان القرض الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي هيئة تدعى Credit Gurantee Corporation والتي تملك 52 فرعا لها منتشرة على أنحاء متفرقة من مدن اليابان. وفي الاتحاد الأوروبي حققت هذه الهيئات نجاحا كبيرا في مجال النهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والقضاء على صعوبات التمويل. ففي إيطاليا مثلا يوجد أكثر من 500 هيئة ضمان أنشئت بفضل تدخل كل المعنيين سواء كانوا جمعيات مهنية أو أرباب عمل أو غرف تجارية وحكومية. ويتم منح الضمان بنسب متفاوتة، كما تعمل على دعم أعضائها في التفاوض مع البنوك للحصول على شروط مناسبة.

### 2-3 تمويل المؤسسات المالية المتخصصة:

يلعب تخصص البنوك والمؤسسات المالية دورا مهما في تجاوز عقبات التمويل، وذلك من خلال توفير بدائل ميسرة من أجل تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي نجد منها التمويل الإيجاري Leasing وتمويل مؤسسات رأس مال المخاطر Capital Risque.

- **التمويل الإيجاري:** وهو اتفاق تعاقدى بين المؤجر وعادة ما يكون بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك والمستأجر للمعدات والآلات والتجهيزات أو العقارات لمدة معينة مقابل دفع الإيجار، ويتيح هذا الاتفاق التعاقدى للمؤسسة إمكانية الحصول على الآلات والمعدات اللازمة

<sup>1</sup> - بونوة شعيب، سحنون سمير - المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها في الجزائر - الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية - جامعة الشلف 2006. ص427.

لمباشرة نشاطها خاصة تلك المؤسسات التي هي في بداية التأسيس، مع إمكانية الحصول على تلك التجهيزات أو المعدات عند نهاية العقد. وبالتالي يلائم هذا النوع من التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمتاز بمحدودية قدراتها المالية، حيث يسمح لها بالحصول على التجهيزات دون دفع أية مبالغ باستثناء الإيجار المتفق عليه.

- رأس مال المخاطر: وهي تقنية لا تقوم على أساس تقديم الأموال للمؤسسة فحسب، وإنما على أساس المشاركة في المشاريع، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك هو يخاطر بأمواله. ولهذا فهي تقنية تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والتوسعية التي تواجه صعوبات تمويلية، حيث أن المؤسسات المصرفية ترفض منحها القروض نظر لعدم توفر الضمانات. ورأس مال المخاطر كما عرفته الجمعية الأوروبية « EVCA » هو كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر المخاطر) أملا في الحصول على فائض قيمة في المستقبل، فمؤسسات رأس مال المخاطر تقوم على مبدأ المشاركة في المشاريع واقتسام الأرباح والخسائر<sup>1</sup>.

ففي مرحلة أولى من نشاط شركة رأس مال المخاطر، تقوم هذه الشركة بتجميع الموارد المالية وهنا تظهر قدرة الفريق المكون لهذه الشركة ومهارته في جمع الموارد واجتذاب المستثمرين، وبعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إثارة ملفات الترشيح التي تقدم من طرف المؤسسات الطالبة لهذا النوع من التمويل، وفي مرحلة مكملة يتم تصنيف ملفات الترشيح بحسب درجة المصدقية، وذلك باختبار معمق للملفات لإختيار المناسب منها لتصل شركة رأس مال المخاطر إلى مرحلة تحديد شكل أو كيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة من التمويل والمساعدات الأخرى المتعلقة بمرحلة الإنشاء والانطلاق أو المتعلقة بتسويق المنتجات وتسهيل العلاقات مع البنوك أو البحث عن شركاء آخرين. وكمرحلة أخيرة في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي تقوم شركات رأس مال المخاطر بإعادة بيع حصتها من المشروعات الممولة لأصحاب الشركة أو لمستثمرين آخرين، لتعيد طرح اشتراكاتها في السوق التمويلي من جديد.

### 2-4 تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة:

مع تحول المؤسسات من ثقافة التمويل التقليدي عن طريق البنوك إلى ثقافة التمويل المباشر من السوق، ظهرت إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة. حيث أن المؤسسات المرشحة لدخول البورصة قليلة جدا، وهذا يرجع إلى عدة أسباب أهمها شروط الإدراج

<sup>1</sup> - بريش السعيد - رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - مجلة الباحث العدد 05 جامعة ورقلة 2007. ص 07.

والقبول في البورصة لا تسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يتعلق بشكلها القانوني أو فيما يخص شروط رأس المال والنتائج المحققة.... في القبول في تسعيرة البورصة، وهذا ما أدى إلى البحث في آليات جديدة لتكثيف البورصة مع واقع هذه المؤسسات حيث تم استحداث سوق الاستثمارات البديلة AIM في لندن، و ALTERNEXT في فرنسا وبروكسل، وعن الدول العربية نجد بورصة النيل في مصر والتجربة التونسية في خلق السوق البديلة.

### مفهوم السوق البديلة:

ظهرت السوق البديلة كآلية لتنشيط أسواق المال الرئيسية في الدول التي تبنتها ورفع مساهمتها في تمويل اقتصاديات هذه الدول وخاصة قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي من شأنها الدخول إلى هذه السوق في ظل عدم قدرتها على الاستجابة للاشتراطات النظامية للدخول في سوق الأسهم الرئيسية، مما يسمح بالتالي الحصول على تمويلات من مصادر جديدة تمكنها من توسيع قاعدتها المالية وزيادة مواردها الذاتية<sup>1</sup>.

وعلى المستوى الدولي عرفت عدة تجارب للأسواق البديلة الموجهة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نذكر أهمها:

### - التجربة الانجليزية:

حيث عرفت لندن إنشاء سوق للاستثمارات البديلة AIM في 1995، وهي سوق مخصصة لإدراج الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الموجودة أصلاً والتي هي في حالة نمو، والمؤسسات الجديدة قيد الإنشاء. وتتميز هذه السوق بشروط أكثر مرونة في قبول المؤسسات بها، حيث لا يوجد حد أدنى من رأس المال المطلوب، وليس مطلوب منها تقديم نتائجها المحاسبية عن تاريخها، وليس إجبارياً حصولها على تأشيرة البورصة الرئيسية لقبول تداول أوراقها.

سوق الاستثمارات البديلة بلندن تضم أكثر من 1600 شركة مدرجة بها، برسمة تجاوزت 15 مليار جنيه (ما يعادل 21 مليار أورو)<sup>2</sup>.

### - التجربة الفرنسية: ALTERNEXT

وتم إنشائها من طرف Euronext في 17 ماي 2005 من أجل إدراج وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تخضع لقواعد قيد أقل تقييداً مع حد أدنى من الحماية. حيث أن الشركة التي ترغب في الدخول إلى هذه البورصة مضطرة للطرح في السوق ما لا يقل عن 2,5 مليون أورو من الأوراق المالية (وهو رقم أقل بكثير من الحد المطلوب في السوق الرئيسية Euronext

<sup>1</sup> - Djamel Sahnoun – Le Marché Alternatif et son rôle dans le développement des PME : le cas de la Tunisie - Revue Des économies nord Africaines N°6 .

<sup>2</sup> - Cadre legal du Marché Alternatif Tunisien : conseil de marché financier tunisien [www.cmf.org](http://www.cmf.org) – consulter le 12/01/2010.

التي تشترط 15 مليون أورو في المتوسط) وهذا من أجل توفير حد أدنى من حركة أوراق المؤسسة في البورصة. كما يجب عليها تقديم كشوفها المحاسبية لسنتين سابقتين لسنة طلب الإدراج، ومع ذلك فهي ليست ملزمة بتقديمها وفقاً للمعايير الدولية للمحاسبة على عكس المؤسسات التي تطلب الإدراج في البورصة الرئيسية للاتحاد الأوروبي التي يشترط منها تقديمها وفقاً لهذه المعايير ولمدة ثلاث سنوات ماضية. كما يشترط لها تقديم قائمة المؤسسات الراعية، والتي تضم متخصصين ماليين يرافقون الشركة خلال عملية الإدراج، تتولى القيام بمهمتين، الأولى تتمثل في تقديم النصائح والمساعدة خلال عملية الاكتتاب، ثم في السنوات الأولى من بدء التداول (سنتين على الأقل) تتمثل مهمتها في دعم الشركة خلال حياتها في البورصة. وبالنسبة لقواعد الإفصاح المالي، فخلافاً للشركات المدرجة بالبورصة الرئيسية Euronext، الشركات المدرجة في Alternext ليست ملزمة بنشرة فصلية عن حساباتها، إلا أنها ملزمة بتقديم الحسابات السنوية والحسابات السداسية<sup>1</sup>.

في 30 جوان 2007، عرفت هذه السوق البديلة تسعير 100 شركة، من بينها 26 شركة خلال السداسي الأول من 2007. وقدرت الرسملة البورصية لها بقيمة 5,4 مليار أورو.

### - التجربة المصرية: The Nile Stock Exchange

قامت بورصتا القاهرة والإسكندرية في 25 أكتوبر 2007 بإطلاق بورصة النيل كأول سوق لقيد وتداول أسهم وسندات الشركات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بهدف دعمها وزيادة حجم الاستثمارات المحلية والأجنبية بها، وهو ما يسهم في التغلب على المعوقات التمويلية التي تواجهها وتحد من فرص نموها. توفر بورصة النيل مزايا متعددة للشركات المتوسطة والصغيرة لمساعدتها على النمو والتوسع وفقاً لشروط ميسرة وذات مرونة عالية، حيث تتيح بورصة النيل المزايا التالية<sup>2</sup>: **قواعد قيد أكثر مرونة:** توفر قواعد القيد ببورصة النيل شروط ميسرة للقيد مقارنة بالسوق الرئيسي، وذلك فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال وعدد المساهمين وعدد الأسهم المطروحة للمستثمرين، بالإضافة إلى التاريخ المالي للشركة.

**قواعد إفصاح أقل:** للتيسير على الشركات المتوسطة والصغيرة فقد تم إعفائهم من بعض شروط الإفصاح التي لا تخل بسلامة السوق وأمنه، حيث يكتفي بتقديم القوائم المالية السنوية مراجعة من قبل محاسب قانوني معتمد، والنتائج ربع السنوية ونصف السنوية معتمدة من مجلس إدارة الشركة. وتكون مسئولية الالتزام بقواعد القيد والإفصاح مشتركة بين الشركة والراعي المعتمد.

**قواعد مساعدة وتأهيل الشركات في عملية القيد وطرح الأسهم:** وجود مؤسسات استشارية (رعاة معتمدين) يؤهلون الشركات للقيد في البورصة بالتنسيق مع قطاع الشركات المقيدة كما يساعدون في

<sup>1</sup> - Alternext , Mode d'emploi: [www.journaldunet.com](http://www.journaldunet.com) - consulter le 12/01/2010.

<sup>2</sup> - حسين عبد المطلب الأسرج - دور بورصة النيل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر - ديسمبر 2008. متوفرة على الموقع الإلكتروني <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/12364/> تاريخ التحميل 2010/01/25.

عملية طرح الأسهم للاكتتاب. أيضا يساعد الرعاة المعتمدون الشركات المقيدة على الالتزام بقواعد القيد والإفصاح وإعداد التقارير الدورية.

**قواعد القيد:**

عند المقارنة بين قواعد القيد في البورصة الرئيسية وبورصة المشروعات الصغيرة، نجد أن رأس المال الأدنى المطلوب لقيد الشركة في بورصة النيل هو 500.000 جنيه مصري على أن لا يتجاوز 25 مليون جنيه مقارنة بـ 5 مليون جنيه مصري كحد أدنى للإدراج بالسوق الرئيسية. وفيما يخص الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة لا يجب أن تقل عن 10% من مجموعة الأوراق المالية وألا يقل عدد المساهمين عن 25 مساهم هذا في بورصة النيل، أما في البورصة الرئيسية لا يجب أن تقل عن 30% من مجموعة الأوراق المالية وألا يقل عدد المساهمين عن 150 مساهم. وعن رسوم القيد في بورصة النيل فهي تقدر بـ 0.5% مقارنة بالبورصة الرئيسية 2%. ويجب أن تتعاقد الشركة مع أحد الرعاة المعتمدين من قبل الهيئة العامة لسوق المال، ويكون الراعي المعتمد مسئول عن معاونة الشركة في مرحلة قيد أوراقها المالية في البورصة بالتنسيق مع قطاع الشركات المقيدة، كما يتولى مسؤولية التزام الشركة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح في البورصة على أن يستمر التزام الراعي لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ القيد، هذا الشرط خاص فقط ببورصة النيل فقط. ولحماية حقوق المستثمرين والحفاظ على سلامة السوق فقد تم الإبقاء على شروط الإفصاح المطبقة على الشركات المقيدة بالسوق الرئيسي وخاصة فيما يتعلق بالإخطار عن الأحداث الجوهرية والقرارات الخاصة بالمساهمين.

### - التجربة التونسية: Le Marché Alternatif

في إطار البرنامج المستقبلي لتونس الغد والخاص بالإصلاحات المالية والذي يتضمن مجموعة من الإجراءات المتكاملة الرامية إلى تسهيل الدخول إلى البورصة وضمان الاستثمار فيها، دخلت السوق المالية البديلة حيز العمل في أول نوفمبر 2007 كإحدى الآليات التي وضعتها الدولة لتنشيط السوق المالية والرفع من مساهمتها في تعبئة الادخار وتمويل الاقتصاد، حيث تمثل الرسمة البورصية 16% من الناتج المحلي الخام التونسي<sup>1</sup>، ومن شأن هذه الخطوة، أي إنشاء السوق البديلة أن تمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دخول السوق المالية في ظل عدم قدرتها على الاستجابة للاشتراطات النظامية للدخول في السوق الرئيسية للبورصة التي تشترط أن تكون المؤسسة قد تم إنشائها من قبل وأن يكون لديها أكثر من 200 مساهم. كما أن هذه السوق البديلة موجهة كذلك للمشاريع الكبرى التي تنوي الانفتاح على الجمهور منذ انطلاقتها. وفي إطار العمل

<sup>1</sup> - Mohamed Agrebi – le Financement des PME en Tunisie – Ministère de l'industrie, de l'énergie et des PME de Tunisie. [www.oecd.org/dataoecd/12/58/34975821.ppt](http://www.oecd.org/dataoecd/12/58/34975821.ppt) - consulter le 12/01/2010.

على ضمان نجاح هذه السوق تم العمل على إدراج قائمة بأكثر من 50 مؤسسة تم تحضيرها لدخول السوق البديلة كأول تجربة<sup>1</sup>.

### **شروط الإدراج بالسوق البديلة :**

هناك مجموعة الشروط التي ينبغي توفرها في الشركات التي تريد الاندراج في السوق البديلة، منها ما هو مشترك مع السوق الرئيسية، ومنها ما تختص به السوق البديلة فقط.

فعن الشروط المشتركة بين السوق الرئيسية والسوق البديلة يجب:

- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها، مع إمكانية استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين .

- توزيع نسبة لا تقل عن 10 بالمائة من رأس مال الشركة على العموم ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار.

- تقديم تقرير في قيم أصول الشركة .

- توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية و هياكل رقابة للتصرف .

- تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات .

- نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.

أما عن الشروط الخاصة بالسوق البديلة، فتتمثل في:

- عدم اشتراط تحقيق أرباح للإدراج في السوق البديلة، وفي المقابل ضرورة تسجيل الشركة أرباحا خلال السنتين الأخيرتين عندما يتعلق الأمر بالسوق الرئيسية.

- توزيع الأسهم بين العموم بنحو 10% على 100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين

مؤسستين وذلك في تاريخ القيد بالسوق البديلة، ويجب أن لا يملك المساهم إذا كان شخص طبيعي

أو معنوي أكثر من 0,5% من رأس المال. أما إذا كان مستثمر مؤسستي فلا يمكنه أن يملك أكثر

من 5% من رأس المال. وفي المقابل توزيع الأسهم بين العموم على 200 مساهم على الأقل وذلك

في تاريخ القيد بالسوق الرئيسية. ويضم تعريف المستثمرين المؤسستين كل من مؤسسات التوظيف

الجماعي في الأوراق المالية، مؤسسات القرض، مؤسسات التأمين، شركات الاستثمار ذات رأس مال

متغير وذات رأس مال تنمية، وصناديق التقاعد.

- لا يشترط رأس مال أدنى للإدراج في السوق البديلة، مقابل توفير رأس مال أدنى بقيمة 3

مليون دينار في تاريخ القيد.

<sup>1</sup> - Zouari Maher – Mécanismes de financement de l'entreprise en Tunisie – atelier sur la stratégie de compétitivité et du développement du secteur privé – Ministère des finance tunisien. [www.oecd.org/dataoecd/3/3/40565586.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/3/3/40565586.pdf) consulter le 12/01/2010.

- يمكن طلب الإدراج في السوق البديلة من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسساتيين بنسبة لا تقل عن 20 بالمائة وذلك منذ أكثر من سنة.
- يمكن طلب الإدراج في السوق البديلة من قبل شركة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث مشاريع كبرى). في هذه الحالة يتم إدراج الشركة مباشرة بالسوق البديلة بعد موافقة هيئة السوق المالية.
- تقديم شهادة عن طريق المؤسسة الراعية تثبت قيامها بالعنايات المستوجبة منها في إطار عملية الإدراج. وتعيين الشركة لمؤسسة راعية طوال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة ويجب أن لا تقل هذه المدة الممنوحة عن سنتين.
- كما أنها ملزمة بنشر القوائم المالية السنوية ونصف السنوية ومؤشرات ثلاثية للنشاط في آجال محددة، ونشر آني لكل المعلومات التي من شأنها أن تؤثر بصفة ملموسة في سعر السهم<sup>1</sup>.
- من شأن المؤسسات التي تريد الإدراج في السوق البديلة الاستفادة من الخصائص التالية:
  - لا يوجد حد أدنى من متطلبات رأس المال.
  - عدم اشتراط تحقيق أرباح.
  - عدم اشتراط مدة دنيا من النشاط (إمكانية إدراج شركة بصدد التكوين).
  - الانتفاع بمساندة وكفالة المؤسسة الراعية قبل عملية الإدراج وخلال فترة الإدراج بالسوق البديلة.
  - إعتبار شرط توزيع الأسهم بين العموم متوفرا عند:
    - . مساهمة 5 مستثمرين مؤسساتيين على الأقل في رأس المال في إطار عملية فتح رأس المال على الجمهور.
    - . مسك مستثمرين مؤسساتيين اثنتين لنسبة 20 % من رأس المال على الأقل منذ أكثر من سنة، ويتم في هذه الحالة الأخيرة قيد الأوراق المالية مباشرة مع الشركات المدرجة في البورصة.
  - كما من شأن المؤسسات المدرجة ضمن السوق البديلة للحصول على امتيازات جبائية تتمثل في التخفيض في نسبة الضريبة على أرباح الشركات بنسبة تصل إلى 20 % لمدة خمس (5) سنوات شريطة فتح رأس المال على العموم بنسبة لا تقل عن 30 %<sup>2</sup>.
  - يضمن نجاح مسار أسهم الشركة خلال فترة اندراجها بالسوق البديلة تحويلها إلى السوق الرئيسية، ويمثل ذلك تنويعا يزيد من تدعيم صورة الشركة وسمعتها ويفتح لها الأبواب أمام تحقيق طموحاتها في النمو والتطور عبر التمويل المباشر من السوق المالية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Cadre legal du Marché Alternatif Tunisien : conseil de marché financier tunisien [www.cmf.org](http://www.cmf.org) - consulter le 12/01/2010.

<sup>2</sup> - Zouari Maher : opcit

<sup>3</sup> - Le Marché Alternatif : conseil de marché financier tunisien [www.cmf.org](http://www.cmf.org) consulter le 12/01/2010.

## المبحث الرابع: القطاع الخاص الأجنبي.

شهد العالم في الآونة الأخيرة طفرة حقيقية في مجال الاستثمار حيث تصاعدت معدلاته في كافة القطاعات الإنتاجية والخدمية، وزاد الاهتمام بجذب الاستثمارات الأجنبية بمنحه العديد من المزايا والإعفاءات الضريبية، وأصبح يلعب كل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر دوراً هاماً في دفع عجلة التنمية الاقتصادية. مما أدى إلى تزايد الاهتمام بالاستثمار الأجنبي المباشر من جانب الدول، ولذا اتجهت معظم الدول إلى إزالة القيود المفروضة على هذا الاستثمار، وتوفير عوامل جذب عديدة له منها العمل على استقرار الأوضاع الاقتصادية والسياسية وتوفير البنية الأساسية والإنفاق على أنشطة البحوث ثم دور قوانين الاستثمار وما تتضمنه من مزايا وحوافز لجذب الاستثمار.

أما بالنسبة للاستثمار الأجنبي في البورصة أو الاستثمار الأجنبي غير المباشر فقد تزايدت أيضاً الأهمية النسبية له لاسيما اتجاه الأسواق الناشئة حيث العائد المرتفع والمتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات بالإضافة إلى توفير مجموعة من عوامل الجذب المحلية المتمثلة في تحرير الأسواق وتطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي.

وعليه سوف نتناول القطاع الخاص الأجنبي في هذا المبحث من خلال إلقاء الضوء على الاستثمار الأجنبي المباشر في المطلب الأول، و الاستثمار الأجنبي في البورصة في المطلب الثاني.

### المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر.

المقصود بالاستثمار الأجنبي المباشر هو انتقال رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في الخارج بشكل مباشر للعمل في صورة وحدات صناعية أو تمويلية أو إنشائية أو زراعية أو خدمية، ويمثل حافز الربح المحرك الرئيسي لهذه الاستثمارات الأجنبية المباشرة<sup>1</sup>.

وتعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE الاستثمارات الأجنبية المباشرة على أنها الاستثمارات في مشروعات داخل دولة ما، ويسيطر عليها المقيمون في دولة أخرى<sup>2</sup>، وقد أوضح صندوق النقد الدولي في مجال تعريفه لهذه الاستثمارات الأجنبية أنه يجب أن تزيد حصة المستثمرين الأجانب عن 10% من أسهم رأسمال إحدى مؤسسات الأعمال، على أن ترتبط هذه الملكية بالقدرة على التأثير في إدارة المؤسسة<sup>3</sup>.

ويعرف مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه ذلك الاستثمار الذي يفضي إلى علاقة طويلة المدى، ويعكس منفعة وسيطرة دائمتين للمستثمر

<sup>1</sup> - حسين عبد المطلب الأسرج - سياسات تنمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية - سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي - الكويت 2005 - ص 5.

<sup>2</sup> - ناجي بن حسين - تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر - مجلة العلوم الإنسانية - العدد 24: سبتمبر 2005.

<sup>3</sup> - حسان خضر - الاستثمار الأجنبي المباشر: تعاريف وقضايا - سلسلة جسر التنمية - العدد 32- المعهد العربي للتخطيط - الكويت 2004 - ص 3.

الأجنبي أو الشركة الأم وشركة أو وحدة إنتاجية في قطر آخر (القطر المستقبل للاستثمار). ولأغراض هذا التعريف يكون الحد الفاصل لتعريف الاستثمار الأجنبي المباشر هو ملكية حصة في رأسمال الشركة التابعة للقطر المستقبل للاستثمار تساوي أو تفوق 10% من الأسهم العادية أو القوة التصويتية في مجلس الإدارة. وتسمى الشركة المحلية المستثمر فيها بالوحدة التابعة أو الفرع. وبذلك يتضمن الاستثمار الأجنبي المباشر ملكية حصة في رأس المال عن طريق شراء أسهم الشركات التابعة، وإعادة استثمار الأرباح التي تحققها الشركة التابعة ولا تقوم بتوزيعها لحملة الأسهم، أو الاقتراض والائتمان قصير وطويل المدى بين الشركة الأم والشركات التابعة، وعقود الإدارة وحقوق الامتياز والترخيص لإنتاج السلع والخدمات<sup>1</sup>.

هذا وتلعب الشركات المتعددة الجنسيات الدور الرئيسي في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة حول العالم، فهي بمثابة القاطرة التي تجر وراءها الاستثمار الأجنبي نحو أقاليم العالم المختلفة وذلك من خلال عمليات الاندماج مع الشركات والمؤسسات الإنتاجية في الأقطار الأخرى والاستحواد عليها.

وعرفت منظمة الاونكتاد هذه الشركات على أنها تلك المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة أو غير المحدودة التي تتألف من الشركة الأم وفروعها الأجنبية، فالشركة الأم هي المالكة للأصول المستخدمة في الإنتاج بالخارج أما الفرع الأجنبي (المملوك كلياً أو جزئياً) فهو المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة أو غير محدودة التي مقرها الدولة المضيفة والتي تمتلك فيها الشركة الأم حصة تتيح لها الحق في المشاركة في الإدارة<sup>2</sup>.

تتصف هذه الشركات بالعديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الشركات الأخرى مثل الحجم الكبير، التفوق التكنولوجي والأساليب الإدارية والتنظيمية المتطورة، الانتماء إلى دول اقتصاديات السوق المتقدمة صناعياً، زيادة درجة التنوع والتكامل، القدرة على الوصول إلى الأسواق العالمية بما تملكه من وسائل للدعاية والإعلان، تباشر نشاطها في عدة مجالات سواء في مجال الإنتاج أو المبيعات أو الخدمات في دولتين أو أكثر<sup>3</sup>.

وتعمل الشركات المتعددة الجنسية في المناطق التي ترتفع فيها معدلات الربح مع تنوع وتغيير نشاطها ومراكز إنتاجها بما يتلاءم وتحقيق ذلك الهدف مستغلة في ذلك المزايا العديدة التي تتمتع بها\*. وتجدر الإشارة إلى حدوث نمو هائل في عدد الشركات متعددة الجنسية، حيث يوجد في

<sup>1</sup> - علي عبد القادر علي- محددات الاستثمار الأجنبي المباشر - سلسلة جسر التنمية - العدد 31- المعهد العربي للتخطيط - الكويت 2004 - ص4.

<sup>2</sup> - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية - سلسلة الخلاصات المركزة - السنة الثانية - 99/1 - الكويت، ص1.

<sup>3</sup> - حسين عبد المطلب الأسرج - مرجع سبق ذكره- ص 9.

\*- تجدر الإشارة إلى أن الشركات المتعددة الجنسية تلعب دوراً محورياً في زيادة عولمة الاقتصاد العالمي، ففي عام 1999 شكلت العمليات المحلية لنحو 2400 شركة أمريكية متعددة الجنسية نحو 26% من الناتج المحلي الأمريكي، ونحو 63% من إجمالي الصادرات الأمريكية 37% من إجمالي الواردات الأمريكية، و68% من نفقات البحوث والتطوير في الولايات المتحدة، كما أن ما يقارب على نصف العاملين بالقطاع الصناعي الأمريكي يعملون في مثل هذه الشركات في عام 2004.

الوقت الحاضر ما لا يقل عن 61 ألف شركة أم لها حوالي 900 ألف شركة أجنبية تابعة تمثل رصيذا للاستثمار الأجنبي المباشر يبلغ نحو 7 تريليون دولار خلال سنة 2008 مقارنة بنحو 39 ألف شركة أم لها حوالي 279 ألف فرع منتشرة عبر كافة أنحاء العالم برصيد استثمارات دولية بلغت 2.7 تريليون دولار عام 1995.

#### 1- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر.

يأخذ الاستثمار الأجنبي المباشر العديد من الأشكال والتي يمكن عرضها فيما يلي:

#### 1-1 الاستثمار المشترك:

الاستثمار المشترك هو أحد مشروعات الأعمال الذي يمتلكه طرفان أو أكثر من دولتين مختلفتين بصفة دائمة، والمشاركة هنا لا تقتصر على الحصة في رأس المال للمشروع بل تتعداه أيضا إلى الإدارة، الخبرة، براءات الاختراع والعلامات التجارية. وينطوي هذا النوع من الاستثمار على الجوانب التالية<sup>1</sup>:

- الاتفاق طويل الأجل بين طرفين استثماريين أحدهما وطني والآخر أجنبي لممارسة نشاط إنتاجي داخل دولة الطرف المضيف.

- الطرف الوطني قد يكون شخصية معنوية تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص.

- قيام أحد المستثمرين الأجانب بشراء حصة في شركات وطنية قائمة قد يؤدي إلى تحويل هذه الشركات إلى شركات استثمار مشترك.

- ليس بالضرورة أن يقدم الطرف الأجنبي أو الوطني حصة في رأس المال بمعنى أن المشاركة في مشروع الاستثمار قد تكون من خلال تقديم الخبرة، المعرفة، العمل، والتكنولوجيا، كما يمكن أن تأخذ المشاركة شكل تقديم المعلومات أو المعرفة التسويقية.

- أن يكون لكل طرف من أطراف الاستثمار الحق في المشاركة في إدارة المشروع.

وبالنسبة للدول النامية يعتبر الاستثمار المشترك من أكبر أنواع أو أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر قبولا، ويرجع ذلك لأسباب سياسية واجتماعية أهمها تخفيض درجة تحكم الطرف الأجنبي في الاقتصاد الوطني، إضافة لمساعدة هذا النوع من الاستثمار في تنمية الملكية الوطنية وخلق طبقات جديدة من رجال الأعمال الوطنيين.

وبصفة عامة يساهم الاستثمار المشترك إذا أحسن تنظيمه وتوجيهه وإدارته في زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية والتنمية التكنولوجية وخلق فرص جديدة للعمل، تحسن ميزان المدفوعات، تنمية قدرات الإطارات الوطنية وخلق علاقات تكامل اقتصادية مع النشاطات الاقتصادية والخدمية بالدول المضيفة.

<sup>1</sup> - عبد السلام أبو قحف - اقتصاديات الأعمال والاستثمار الأجنبي - دار الجامعة الجديدة - الطبعة الأولى - الإسكندرية - 2001 - ص 366.

## 1-2 الاستثمارات المملوكة بالكامل للمستثمر الأجنبي:

ويعتبر هذا النوع من أفضل الأنواع لدى الشركات المتعددة الجنسية، وتتمثل في قيام هذه الشركات بإنشاء فروع للإنتاج أو التسويق أو غيرها من أنواع النشاط الإنتاجي أو الخدمي بالدولة المضيفة. وتتردد الدول كثيرا في التصديق على مثل هذه الاستثمارات خوفا من التبعية الاقتصادية وسيادة احتكارات الشركات المتعددة الجنسية لأسواقها، إلا أن الدلائل العلمية تشير إلى أن انتشار هذا النوع من الاستثمارات في الدول النامية يؤدي إلى استخدامه كوسيلة لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، كما لا توجد دلائل كافية لتأييد تخوف الدول النامية بشأن الآثار السياسية والاقتصادية السلبية لمثل هذا الشكل من الاستثمارات الأجنبية<sup>1</sup>.

ولهذا النوع مزاياه التي تتمثل في أن زيادة تدفقات رأس المال الأجنبي تؤدي إلى كبر حجم المشروع للمساهمة الجيدة في إشباع حاجة السوق المحلي وإيجاد فائض للتصدير مما يترتب عليه تحسن في ميزان المدفوعات والمساهمة في التحديث التكنولوجي على نطاق كبير وفعال وخلق فرص للعمالة. أما عيوب هذا النوع فتتمثل في خشية الدول المضيفة من أخطار الاحتكار وما يترتب على ذلك من آثار سياسية سلبية في حالة تعارض المصالح بينها وبين الشركات المعنية.

## 1-3 مشروعات أو عمليات التجميع:

تأخذ هذه المشروعات شكل اتفاقية بين الطرف الأجنبي والطرف الوطني، يتم بموجبها قيام الطرف الأول بتزويد الطرف الثاني بمكونات منتج معين لتجميعه وليصبح منتجا نهائيا كما يقوم الطرف الأجنبي أيضا بتقديم الخبرة أو المعرفة اللازمة بالتصميم الداخلي للمصنع، عمليات التشغيل والتخزين والصيانة، التجهيزات الرأسمالية في مقابل عائد يتفق عليه، وقد تأخذ مشروعات التجميع شكل الاستثمار المشترك أو شكل التملك الكامل للمشروع للطرف الأجنبي أو ألا يتضمن عقد أو اتفاقية المشروع أي مشاركة للمستثمر الأجنبي في إدارة المشروع<sup>2</sup>.

## 1-4 الاستثمار في المناطق الحرة<sup>3</sup>:

يهدف إنشاء المناطق الحرة\* إلى تشجيع إقامة الصناعات التصديرية، ولأجل هذا الغرض تسعى الدول لجعل المناطق الحرة جذابة للاستثمارات، وذلك بمنح المشاريع الاستثمارية فيها العديد من الحوافز والمزايا والإعفاءات.

1 - محمد صقر، سمير شرف، رولا غازي إسماعيل - الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في تنمية الاقتصاديات النامية-مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية- المجلد 28 العدد 3، سوريا 2006. ص 159.

2 - عبد السلام أبو حقف - اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي - دار الجامعة الجديدة - الطبعة الأولى - الإسكندرية - 2001 - ص 375.

3 - حسين عبد المطلب الأسرج - مرجع سبق ذكره - ص 13.

\* وتعرف المنطقة الحرة على أنها جزء من أراضي الدولة تدخل ضمن حدودها السياسية وتخضع لسلطتها الإدارية، ويتم التعامل فيها بصورة خاصة من النواحي الجمركية والضريبية والاستيرادية، وغيرها من المعاملات التي تتعلق بحركة البضائع دخولا وخروجا. بحيث لا تنطبق على هذه المعاملات تلك الإجراءات العادية المعمول بها داخل الدولة وذلك بهدف السماح بقدر أكبر من المعاملات والمبادلات التي من شأنها جذب الاستثمارات إليها. ومن الجدير بالذكر أن هناك اهتمام عالمي متزايد بإقامة المناطق الحرة باعتبارها إحدى الصيغ التي تساهم بفاعلية في جذب رؤوس الأموال الدولية، فعلى سبيل المثال بلغت أعداد المناطق الحرة للتصدير على مستوى العالم في عام 2002 نحو 3 آلاف منطقة مقابل 500 منطقة في عام 1995، و176 منطقة في عام 1986. كما زادت أعداد الدول التي تضم مناطق تصديرية حرة من 47 دولة في عام 1986 إلى 73 دولة في عام 1995 لتصل إلى 116 دولة في عام 2002.

## 2- مزايا وعيوب الاستثمار الأجنبي المباشر:

لقد شكلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة مصدرا رئيسيا للتمويل في الدول النامية، وساهمت في دفع عجلة التقدم والتنمية فيها بشكل كبير الأمر الذي ساهم في ارتفاع نسبة تغطية الاحتياجات الخارجية الرسمية للواردات من السلع والخدمات للدول النامية كمجموعة من 66.4% في عام 2005 إلى 71.4% في عام 2006. ولكن ذلك لا يكون بدون تكلفة كما قد يتصور البعض، فالمستثمرون لهم أهداف ودوافع من تدويل أنشطتهم، كما أن الحكومات التي تشجع شركاتها الوطنية على الاستثمار في دول أخرى تهدف من وراء ذلك إلى تحقيق مصالحها الاقتصادية والسياسية، مما يعني أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تحكمها مصالح مشتركة بين طرفي الاستثمار. وتعتمد درجة استفادة كل طرف إلى حد كبير على سياسات وممارسات الطرف الآخر بشأن نوع وطبيعة الاستثمار الذي يمثل جوهر العلاقات بين الطرفين<sup>1</sup>.

وقد أثبتت التجارب المختلفة أهمية الاستثمار الأجنبي والدور الذي يمكن أن يلعبه في تحقيق منافع هامة للدول المتلقية له ومن تلك المنافع<sup>2</sup>:

- توفير مصدر متجدد وبشروط جيدة للحصول على العملات ورؤوس الأموال الأجنبية لتمويل برامج التنمية.

- الإسهام في تنمية الملكية الوطنية ورفع مساهمة القطاع الخاص في الناتج الوطني وخلق طبقة جديدة من رجال الأعمال وذلك عن طريق قيام أفراد المجتمع بالمساهمة في مشروعات جديدة مساندة للمشروعات الاستثمارية الأجنبية.

- تسهيل حصول الدول المضيفة على التكنولوجيا الحديثة والمتطورة في المجال الصناعي.

- توفير فرص عمل جيدة، فضلا عن المساهمة في تنمية وتدريب الموارد البشرية في الدول المضيفة وإن كان ذلك يتوقف على ما تضعه تلك الدول من ضوابط وشروط.

- قيام المنافسة بين الشركات المحلية، وما يصاحب هذا التنافس من منافع عديدة تتمثل في خفض الاحتكار وتحفيز الشركات على تحسين نوعية الخدمات والمنتجات.

- المساعدة في فتح أسواق جديدة للتصدير، لا سيما أن الشركات المتعددة الجنسية لها أفضل الإمكانيات للنفاذ إلى أسواق التصدير بما تمتلكه من مهارات تسويقية عالية.

- المساهمة في تحسين وضعية ميزان المدفوعات عن طريق زيادة فرص التصدير وتقليص الواردات، وزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية.

<sup>1</sup> - صائب حسن مهدي - الاستثمار الأجنبي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية - مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية - المجلد 11 العدد 3 - 2009 - العراق - ص 118.

<sup>2</sup> - حسان خضر - الاستثمار الأجنبي المباشر - مرجع سبق ذكره - ص 11.

وحقيقة الأمر أنه لا يمكن تجاهل دور الاستثمارات الأجنبية في تحقيق معدلات نمو ملحوظة وسريعة في حصص تصدير السلع الصناعية للدول النامية مما يؤثر على النمو الاقتصادي لتلك الدول. هذا وفي مقابل كل هذه المزايا والمنافع التي يقدمها الاستثمار الأجنبي لاقتصاد البلد المضيف له، إلا أنه توجه له العديد من الانتقادات. ومن تلك الانتقادات<sup>1</sup>:

- لا يؤدي الاستثمار الأجنبي المباشر دور ملحوظ في مجال إكساب العمالة الوطنية المهارات التكنولوجية الحديثة بسبب ضالة فرص العمل التي تنتجها تلك الاستثمارات لاستخدامها أساليب تكنولوجية كثيفة رأس المال لا تحتاج إلى عمالة كبيرة.

- قيام المنافسة بين فروع الشركات متعددة الجنسية والشركات الوطنية، يؤدي إلى استيلاء هذه الشركات الأجنبية على حصة الشركات الوطنية من السوق بسبب التكنولوجيا التي تتوفر لديها والقدرات الفنية والتنظيمية التي تتميز بها، مما يؤدي إلى إضعاف القطاع الخاص المحلي.

- اهتمام الشركات الأجنبية بالصناعات الإستخراجية من أجل استغلال الموارد الطبيعية للدول المضيفة، دون تصنيع تلك الموارد في تلك الدول. وبالتالي محدودية المساهمة في تطوير قطاع الصناعة التحويلية.

- عدم التزام الشركات الأجنبية بمراعاة شروط السلامة البيئية وخاصة في الصناعات الإستخراجية، وذلك لأنها تستند إلى تقنيات محضرة في مواطنها الأصلية بسبب الاهتمام المتزايد بالبيئة في الدول المتقدمة، أما الدول النامية المضيفة لهذه الاستثمارات فعادة لا تولي البيئة نفس الدرجة من الاهتمام.

- إن الآثار الايجابية على ميزان المدفوعات والمصاحبة لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر على ميزان المدفوعات للدول المضيفة لا تلبث كثيرا حتى تنقلب إلى آثار سلبية، حيث أن نشاط الشركات الأجنبية سوف يدفعها إلى استيراد السلع الوسيطة والخدمات إضافة إلى تحويل أرباح هذه الشركات إلى الخارج، ودفع الفوائد عن التمويل الخارجي، دفع مقابل براءات الاختراع والمعرفة التقنية، وعلاوة على ذلك تحويل العمال الأجانب لجزء هام من أجورهم إلى دولهم الأصلية.

هذا وقد تلجأ الشركات الأجنبية - في حالة التكامل العمودي لفروعها - إلى تسعير الصادرات من السلع والخدمات لبعض فروعها بأقل من قيمتها الحقيقية، وذلك لنقل عبء الضرائب من دولة ذات معدلات ضريبية مرتفعة إلى أخرى ذات معدلات منخفضة، أو قد تلجأ إلى ذلك

<sup>1</sup> - حسين عبد المطلب الأسرج - مرجع سبق ذكره - ص 6.

كوسيلة لتهريب أرباحها من الدولة ذات القيود المشددة على تحويل الأرباح ورأس المال إلى دولة أخرى ذات قيود أقل تشدد<sup>1</sup>.

### 3- محددات الاستثمار الأجنبي المباشر:

على الرغم من السعي الحثيث للدول المختلفة لجذب الاستثمارات الأجنبية إليها إلا أنه توجد العديد من العوامل الاقتصادية والسياسية والإدارية التي تعمل على جذب أو طرد الاستثمارات الأجنبية نحو البلد، والتي منها العوامل التالية:<sup>2</sup>

- استقرار الاقتصاد الكلي: يؤدي عدم استقرار الاقتصاد الكلي إلى تراجع الحافز لدى المستثمرين لتنفيذ مشروعات جديدة أو التوسع في المشروعات القائمة. حيث يعتمد جذب المزيد من الاستثمارات على مدى استقرار متغيرات الاقتصاد الكلي ومنها سعر الفائدة وسعر الصرف، وضوح واستقرار السياسات النقدية والمالية وتراجع مستوى البطالة والتضخم.

- حركة رؤوس الأموال: حيث يؤدي لجوء بعض الدول إلى تقييد انتقالات رؤوس الأموال وأرباح الشركات للخارج إلى إحجام المستثمرين وخاصة الأجانب عن الاستثمار بتلك الدول.

- الحصول على الائتمان: تهدد مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص في الحصول على الائتمان المتاح وكذلك عدم إتباع الأسس الاقتصادية في تقديم الائتمان قرارات الخاص. والذي يتطلب سواء في التأسيس أو التشغيل الحصول على الائتمان بشروط اقتصادية.

- كفاءة البنية الاقتصادية: حيث يؤثر مستوى كفاءة البنية الأساسية على تكاليف الاستثمار (مثل أسعار خدمات النقل والتوزيع) ومن ثم على العائد المتوقع من الاستثمار.

- الهيكل الضريبي: فعدم وضوح الهيكل الضريبي يؤدي إلى إضعاف قدرة المستثمر على تحديد الوعاء الضريبي الذي يخضع له، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الضريبة على الشركات التي تؤدي إلى نفور الاستثمار الأجنبي من البلد المضيف.

- مدى كفاءة العمالة: حيث يمثل انخفاض كفاءة القوى العاملة حتى لو كانت متواضعة من حيث التكلفة أحد أهم معوقات الاستثمار، وهو ما يفسر عدم قدرة الدول الأكثر فقرا والتي تفتقر إليها على الرغم من انخفاض مستويات الأجور فيها.

- الانفتاح الاقتصادي: عدم الانفتاح الاقتصادي يؤدي إلى تضؤل فرص الوصول إلى مصادر متعددة لمدخلات الإنتاج والسلع الاستثمارية المستخدمة، وكذلك انخفاض القدرة التصديرية للمشروعات الاستثمارية الجديدة، والتي تنشأ نتيجة انخفاض الطاقة الإنتاجية، وإنما تنتج بسبب عدم انفتاح الأسواق الخارجية أمام منتجات تلك الدول.

<sup>1</sup> - جميلة الجوزي - الاستثمار الأجنبي المباشر - مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة - جامعة الجزائر - العدد 17 المجلد 1 - الجزائر 2008 - ص 145.

<sup>2</sup> - صائب حسن مهدي - مرجع سبق ذكره - ص 119-120

- تشريع الاستثمار: فتعددية التشريعات المنظمة للاستثمار بما يؤدي إلى عدم تحقيق الشفافية والوضوح أمام المستثمرين بالإضافة إلى غياب القوانين المتعلقة بحقوق الملكية الفكرية وتلك التي تنظم المنافسة وتمنع الاحتكار.

- تعقد الإجراءات الإدارية وتعدد الجهات التي يتعامل معها المستثمر بالإضافة إلى وجود الفساد الذي يعاني منه المستثمر والذي يؤدي إلى زيادة التكاليف وكذا عدم توفر المعلومات عن فرص وحوافز الاستثمار، وعدم توافر الكفاءات الإدارية في وكالات ترويج الاستثمار خاصة في الدول النامية مما يؤدي إلى عدم قدرة هذه الوكالات على تحقيق أهدافها. كلها عوامل تعيق وتطرد الاستثمار الأجنبي من البلد.

### المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي في البورصة.

يهدف المستثمرون الأجانب لتنويع محافظهم المالية بما يضمن تعظيم العائد، وتعد الأسواق المالية الناشئة المكان الملائم لذلك إلا أنهم يتعرضون لمخاطر عديدة تحد من هذا النوع من الاستثمار. وعليه سوف نتعرض في هذا المطلب إلى مفهوم الاستثمار الأجنبي في البورصة. ثم إلى أشكاله وأهميته وعوامل جذبته.

#### 1- مفهوم الاستثمار الأجنبي في البورصة:

يقصد بالاستثمار الأجنبي في البورصة الاستثمار الأجنبي غير المباشر والمتمثل في تلك الاستثمارات التي تتدفق داخل الدولة في صورة قروض مقدمة من أفراد أو مؤسسات أجنبية خاصة، أو تأتي في صورة اكتتاب في الصكوك الصادرة عن إحدى الدول النامية، أو في المشروعات التي تقام بها سواء تم الاكتتاب بها عن طريق السندات التي تحصل على فائدة ثابتة أو عن طريق الأسهم التي تصدرها أو المشروعات المقامة بها<sup>1</sup>.

وفي ظل هذا النوع من الاستثمارات لا يكون المستثمر الأجنبي مالكا لكل أو جزء من مشروع الاستثمار، وفي بعض أنواع هذه الاستثمارات لا يكون للمستثمرين الأجانب حاملي الأسهم حق الإدارة أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها<sup>2</sup>.

وقد يقوم المستثمر بنفسه بالعملية الاستثمارية وذلك بالتعامل من خلال بيوت السمسرة أو قد يقوم بالتعامل على تلك الأدوات من خلال مؤسسات مالية متخصصة مثل صناديق الاستثمار عن طريق شراء الوثائق التي تصدرها.

ويتمثل الفرق بين الاستثمارات المباشرة والاستثمارات غير المباشرة (أي الاستثمار في البورصة) في أن الاستثمارات المباشرة يقترن فيها انتقال رأس المال بانتقال العمل والإدارة الأجنبية، ولكن في الاستثمارات غير المباشرة يقتصر الانتقال عادة على عنصر رأس المال فقط،

<sup>1</sup> - حامد العربي الحضيري - تقييم الاستثمارات - دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع - مصر 2003 - ص 43.

<sup>2</sup> - عبد السلام أبو قحف - نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية - مؤسسة شباب الجامعة - مصر 1991 - ص 21.

والاستثمار غير المباشر (في الأوراق المالية) إما أن يكون فردي أو متعدد، ويقصد بالاستثمار الفردي شراء أصل واحد فقط حتى لو تكررت الوحدات المشتراة من هذا الأصل، بينما يكون الاستثمار متعدداً إذا اشتمل على نوعين أو أكثر من الأصول (محفظة استثمار).

والمحفظة تعبير يطلق على مجموع ما يملكه المستثمر من أصول بشرط أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال، وبطبيعة الحال فإن امتلاك الأوراق المالية كالأسهم والسندات يعتبر جزءاً هاماً في أي محفظة استثمارية.

يتمثل الاستثمار في محفظة الأوراق المالية في شراء الأصول وذلك بهدف كسب معدل عائِد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر، دون أن يكون لها حق في الرقابة مع الهيئة التي تصدر الأصول. أما الاستثمار المباشر فيهدف إلى اكتساب حق الرقابة على المؤسسات، وذلك بامتلاك جزء من الأسهم المكونة للشركة أو كلها.

ونجد من خلال ما تقدم أن الاختلاف بين الاستثمار المباشر والاستثمار في محفظة الأوراق المالية هو كون الاستثمار المباشر يضمن حق ملكية المشروع الذي يقام في البلد المضيف والإشراف عليه ومراقبته، وليس شرطاً أن يمتلك كل رأس مال المشروع، بل يكفي نسبة تسمح له باتخاذ القرارات وتسيير المشروع.

ويتمثل الاختلاف هنا في عنصرين هما الملكية والرقابة، حيث تمثل الملكية هنا نسبة الأسهم التي يستحوذ عليها غير المقيمين، أما المراقبة فهي نسبة الملكية الضرورية حتى يعتبر هذا الاستثمار مباشراً<sup>1</sup>.

وتختلف النسبة التي تحدد ما إذا كان الاستثمار مباشراً أو غير مباشر من دولة لأخرى، فهناك دول تعتبر الاستثمار استثماراً مباشراً إذا كانت النسبة التي يملكها الطرف الأجنبي أكثر من 50% والبعض الآخر أكثر من 45%.

وتعتبر كل من الولايات المتحدة والدنمارك نسبة 10% حداً أدنى للملكية، أما فرنسا وإسبانيا وفنلندا فتأخذ نسبة 20%، وفي ألمانيا وبريطانيا وأستراليا واليابان نسبة 25%، وفي ماليزيا 49%، كوريا الجنوبية 50%<sup>2</sup>.

أما بالنسبة لصندوق النقد الدولي فإن الاستثمار الأجنبي يكون مباشراً في حالة حصول المستثمر على 10% أو أكثر من أسهم الشركة الأجنبية، فإذا كان أقل من 10% يصبح الاستثمار استثماراً غير مباشراً.

<sup>1</sup> - فيصل حبيب حافظ - دور الاستثمار المباشر في تنمية اقتصاد المملكة السعودية - رسالة ماجستير إدارة أعمال - جامعة الجزائر - 2005/2004 - ص 43.

<sup>2</sup> - كريمة فريجي - أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة مقارنة بين تونس والجزائر - رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية - جامعة الجزائر 2003/2002 - ص 15.

ويلاحظ أن أوجه الشبه بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار في الأوراق المالية) هو أن كل منهما يتضمن تحويلًا دوليًا لرأس المال، إلا أن هناك اختلافًا جوهريًا فيهما، حيث يقوم الاستثمار المباشر على تصدير المال والمهارات الإدارية والتنظيمية والتكنولوجية وإدارة المشروع والرقابة عليه، والإنتاج وإمكانية التوسع في المشروع، بعكس الاستثمار في محفظة الأوراق المالية حيث تكون المشاركة في رأس المال فقط، فهو يهدف إلى الحصول على العائد وتحقيق الربح مع عدم تملك حق الإدارة أو الرقابة عليه.

## 2- أشكال الاستثمار الأجنبي في البورصة:

يتمثل الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت محلية في قيام المستثمر الأجنبي بشراء الأوراق المالية من السوق المحلية سواء السوق الأولي (سوق الإصدار) أو السوق الثانوي (سوق التداول). حيث أن هناك زيادة سريعة في تدفقات الاستثمار بالمحفظة المتجهة إلى الدول النامية، وكانت هذه زيادة ملموسة بشكل خاص في دول أمريكا اللاتينية ودول شرق آسيا حيث اتجهت هذه الموارد نحو عدد محدد من الدول وهي الأرجنتين والبرازيل والمكسيك من ناحية وماليزيا والفلبين وإندونيسيا وتايلاند من ناحية أخرى، وعلى الرغم من المنافع التي يمكن أن تتحقق للدول النامية من جراء تدفق رؤوس الأموال إليها لما توفره هذه الأموال من زيادة نشاط السوق وتوفير السيولة للأسواق المالية إلا أنه يجب الاحتياط من الآثار الجانبية التي يمكن أن يحدثها هذا النوع من التدفقات على الاقتصاد المحلي، وتزيد أهمية هذه الآثار في ظل زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية وزيادة حدة التقلبات التي تتعرض لها الأسواق العالمية، وتعد الصناديق القطرية أكثر الوسائل كفاءة في الاستثمار الأجنبي في الدول الناشئة، إذ يتمكن المستثمرون الأفراد من الحصول على العائدات المرتفعة المتوقعة ولا يتعرضون إلا لمخاطر منخفضة بينما يتجنبوا التعقيدات المتصلة بشراء الأسهم بصورة مباشرة<sup>1</sup>.

لقد تركز الاهتمام من خلال ما سبق ذكره، على قيام المستثمر الأجنبي بالتعامل في الأسهم المتداولة في أسواق دول أخرى، والآن ننقل للحديث عن تسويق إصدارات محلية في أسواق أجنبية وذلك لمن يفضلون الاستفادة من الأوراق المالية الأجنبية من دون الذهاب إلى سوق أجنبية أو استخدام عملات أجنبية، فإن أوراق إيصالات الإيداع الأمريكية وإيصالات الإيداع العالمية هي من الأشكال الجديدة نسبيًا التي تؤدي إلى إتاحة هذه الفرصة.

و تمثل شهادات الإيداع أصل مالي يصدر عن أحد البنوك المحلية، ويعطي لحامله الحق في ملكية غير مباشرة لعدد من أسهم إحدى الشركات الأجنبية التي تتمتع بمركز مالي قوي، هذا وتتداول تلك الشهادات في السوق المنظم أو غير المنظم، أما الأسهم ذاتها فتودع لدى بنك مراسل

1- هالة حلمي السعيد- الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة - سلسلة رسائل البنك الصناعي - عدد 58 الكويت 1999- ص: 47،45 .

في الدولة الأجنبية التي تعمل بها الشركة ، ويتحدد ثمن إيصال الإيداع بسعر السوق المحلية مع تصحيحه تبعاً لسعر الصرف، وفي سنة 1994 كان المبلغ الإجمالي للأموال التي حصلت عليها في صورة إيصالات إيداع الشركات من هذه الدول 18 مليار دولار، و انخفض هذا الرقم إلى 11 مليار في 1996، و ذلك في مقابل رقم لم يتجاوز 2,9 مليار دولار في سنة 1990 بالنسبة إلى شهادات الإيداع الدولية.

إنّ مزايا التعامل في شهادات الإيداع تؤدي إلى تمكين المستثمرين في الولايات المتحدة وأوروبا من الاستثمار في شركة تتواجد في إحدى الأسواق الناشئة من دون الخروج من سوقهم الوطنية، وتخفيض تكلفة المعاملات، ذلك أن تشريعات بعض الدول تقضي بعدم السماح لفئات معينة من المستثمرين بأن تستثمر في أسهم شركات أجنبية إلا من خلال شهادات الإيداع.

### **3- أهمية الاستثمار الأجنبي في البورصة:**

يلعب الاستثمار الأجنبي غير المباشر دور مهم في تنشيط أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال:

- مساهمة مباشرة في تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية إما في صورة إقراض للتمويل (سندات) أو في شكل مشاركة في الملكية (أسهم).
- زيادة درجة سيولة الأوراق المالية حيث يستطيع المستثمر شراء هذه الأوراق وبيعها بسرعة والحصول على أمواله متى أراد، مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وارتفاع قيمتها وانخفاض تكلفة الحصول على رأس المال الأمر الذي يشجع الشركات المحلية على طرح المزيد من الإصدارات وهو ما يدفع في النهاية إلى تنشيط سوق الأوراق المالية المحلية.
- يساعد الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تطوير القواعد المحاسبية ونظم التقارير في سوق رأس المال المحلي كما يعمل على رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي لمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية للتعامل ونظم المعلومات وأيضاً طلب توافر مستوى متقدم من الخدمات التي تساعد على التداول مثل شركات السمسرة، الحفظ والإيداع والتسوية والمقاصة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة درجة نمو وكفاءة الأسواق الناشئة.
- يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى إيجاد علاقة حميدة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا عالية متقدمة يكون لها أثرها في جذب المزيد من التدفقات وزيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يشجع بدوره على تنشيط الاستثمار الأجنبي.

#### 4- معوقات الاستثمار الأجنبي في البورصة.

يمكن تمييز عدة مشاكل يعاني منها الاستثمار الأجنبي في البورصة، وخاصة في الدول النامية التي تعاني من ضعف في أسواقها المالية، فضلا عن غيابها في دول أخرى، ومن هذه المعوقات نذكر ما يلي:

##### - خروج رأس المال:

ما زالت الاقتصاديات الناشئة، رغم انفتاحها أمام الاستثمارات الأجنبية، تضع قيودا شديدة على دخول و خروج رأس المال الأجنبي، أو تفرض قيودا على حركة النقد الأجنبي مما يجعل من المتعذر تحويل الأموال إلى داخل البلد، والأهم من ذلك إلى خارجه، وعلى الرغم من أن القيود على الاستثمار الأجنبي قد تناقصت في كثير من الأسواق، مازال عدد كبير من الدول يحتفظ ببعض الضوابط، والتي تتراوح بين تحديد النسبة التي يمكن أن يحوزها المستثمر الأجنبي في شركة ما، إلى فرض ضرائب مرتفعة تحد من إمكانية إعادة تحويل الأموال إلى البلد الأصلي، ولا سيما في الاستثمارات قصيرة الأجل، مثل ضريبة "توبين" "TAXE-TOBIN" والتي تمثل اقتطاع مالي بنسبة تتراوح بين 0,05 و 1% من عمليات الصرف، وتجعل بعض الدول من السهل نسبيا دخول الأموال إليها بينما من الصعب إعادة أرباح الاستثمار إلى بلد المستثمر، فيكون إخراج رأس المال أحيانا خاضعا للموافقة الحكومية، ولتوفير العملات الأجنبية، أو لإجراءات تسجيل مطولة، وفي بعض الحالات لا يجوز خروج رأس المال إلا بعد مضي فترة معينة من الاستثمار المبدئي، وقد بدأ اتجاه في الأسواق الناشئة بوجه عام لخفض الحواجز المفروضة على الاستثمار في الأسواق المالية، باعتبار أن ذلك وسيلة لاجتذاب المستثمرين و تحرير الأسواق<sup>1</sup>.

##### - المعلومات و التكاليف الإدارية:

يشمل الخطر العملي عدد من العقبات التي تعترض المستثمرين كنقص شفافية المعلومات، حماية غير كافية لحقوق المساهمين والمستثمرين وأخيرا غياب الحماية أثناء عمليات التسوية، التسليم وحفظ الأصول المالية، فقليلة هي الدول التي تطبق التعليمات المتعلقة بحفظ الأصول كترقية المؤمن المركزي، احترام التعليمات المسهلة لعمليات حفظ الأصول.

وتعد تكاليف الاستثمار مرتفعة نسبيا في الأسواق الناشئة، ويعد ذلك انعكاسا للتكاليف العالية للحصول على المعلومات وتداول الأوراق المالية في الدول النامية، إلى جانب ارتفاع عمولات السماسرة ورسوم الحفظ في الأسواق الناشئة عنها في الدول المتقدمة، إلى جانب الضريبة التي تفرضها بعض البلدان كنسبة من إجمالي قيمة التعاملات، بالإضافة إلى ذلك فإن عدم تطبيق المعايير المحاسبية، واشتراطات الإفصاح، والقواعد التنظيمية يمكن أن تحدث ما يسميه بعض

<sup>1</sup> - هالة حلمي السعيد - مرجع سبق ذكره ص 33.

المستثمرين "المخاطر الإدارية"، والمستثمرون في الأسواق الناشئة يعتمدون بدرجة أقل من الأسواق المتقدمة على البيانات المنشورة عن الشركات التي يستثمرون فيها، بالإضافة إلى ذلك فإن ضآلة النشاط كثيرا ما تؤدي إلى ارتفاع تكاليف التداول في السوق<sup>1</sup>.

**- مخاطر السياسية:**

تنشأ المخاطر السياسية للمستثمرين من الشعور بعدم الاستقرار السياسي الذي قد ينتج من حدوث ثورة أو انقلاب عسكري أو من أن الحكومة في كثير من الأسواق الناشئة تمارس دورا مؤثرا في حركة الاقتصاد بوجه عام وفي أسواق رأس المال بوجه خاص، مما ينتج عنه احتمال اتخاذ الحكومة لإجراءات معاكسة تؤثر في الأداء، وبتتويح الاستثمار عن طريق حيازة محفظة مكونة من أوراق في مختلف البلدان، يمكن التقليل من المخاطر السياسية.

**- مخاطر السيولة:**

أما السيولة في الأسواق الناشئة تعد أقل منها في الأسواق المتقدمة، و كما ذكرنا من قبل فإن نسبة كبيرة من الأسهم المسجلة في البورصة ربما لا تكون في الواقع متاحة أو معروضة للتداول لأنها مملوكة للحكومة أو البنوك أو العائلات، و يعني انخفاض حجم التداول في الأسواق الناشئة أن المستثمرين قد لا يتمكنون من البيع أو الشراء بسعر عادل حينما يريدون، و على ذلك فقد يضطر المستثمر إلى دفع علاوة كبيرة حتى يتمكن من شراء الأسهم، كما أن المستثمرين الذين يرغبون في الخروج من السوق يتعرضون أيضا لضغط سعري.

**- مخاطر سعر الصرف و كيفية تغطيتها:**

إنّ العائد من الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية لا يقتصر على عائد الاستثمار وحده، بل هناك أيضا العائد المحقق نتيجة تغير سعر الصرف للعملة الأجنبية ومما يجعل له أثر مباشر على النتيجة النهائية، ففي حالة ما إذا كان موجب يحقق فائدة للمستثمر، و في الحالة المعاكسة يسجل خسارة منقصة من العائد، و لأجل تفادي أو على الأقل إنقاص حدة هذا التأثير يتم تشكيل محفظة مالية في عدة دول تتميز بانخفاض معامل الارتباط بين أسعار صرف عملاتها، فإذا اخترنا استراليا وبلجيكا أو أستراليا وهولندا فمعامل الارتباط بين أسعار صرف تلك العملات مرتفع بدرجة كبيرة مسجلا صعوبة تخفيض مخاطر تغير أسعار الصرف على عكس ذلك تزداد القدرة على تخفيض تلك المخاطر لو أن الاستثمارات تركزت في استراليا وكندا. أو التعامل في أسواق المشتقات ونقصد بذلك سوق الاختيار والأسواق الآجلة والمستقبلية للعملات.

<sup>1</sup> - هالة حلمي السعيد - مرجع سبق ذكره ص 34.

و يمكن تعريف عقد الاختيار بأنه ذلك العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفا في تاريخ معين، وله الحق كذلك في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء.<sup>1</sup>

أما العقود الآجلة فهي اتفاقية بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ وهذه العقود تحدد عادة مواصفات الأصل كالكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم و السعر وطريقة السداد حيث يتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري.

أما العقود المستقبلية فتعتبر اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة نقاص لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد سلفا، والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق و يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة أو بمضاعفاتها، و تقف مؤسسة النقص كوسيط بين المشتري والبائع حيث تقوم بدور الكفيل لكل منهم لتنفيذ شروط العقد، وحتى تضمن مؤسسة النقص التزام الأطراف بتنفيذ شروط العقد فإنها تفرض على المشتري دفع نوعين من الهامش:<sup>2</sup>

- هامش ابتدائي لضمان تنفيذ شروط العقد.

- هامش تغطية الخسائر لتغطية أي خسائر مبدئية تنتج عن تحركات أسعار البورصة.

#### 5- عوامل جذب الإستثمار غير المباشر:

أهم العوامل التي تدفع المستثمر نحو الإستثمار في سوق الأوراق المالية تتمثل في<sup>3</sup>:

- نظام جيد للتسوية والحفظ المركزي.
- حماية حقوق المستثمرين والإستقرار السياسى.
- سهولة إجراءات التعامل في البورصة.
- تنظيم سوق الاصدار وتسهيل إجراءات تأسيس الشركات.
- إستكمال البنية الأساسية للبورصة، بتأسيس نظام فعال للتداول الآلي للأوراق المالية.

وتعتبر هذه العوامل ذات أهمية نسبية كبيرة من وجهة نظر المستثمر فقد أسفر وجود نظام جيد لتسوية المعاملات والانتقال اللحظي لملكية الأوراق المالية المتداولة بعد تنفيذ العملية مباشرة ضماناً لسلامة المعاملات وزيادة كفاءتها هذا فضلا عن ما أدخلته قوانين الإستثمار من وسائل لحماية المستثمر وتحقيق الأمان في السوق ومن بين هذه الوسائل إنشاء صندوق ضمان للتسويات، التأمين ضد مخاطر الأوراق المالية، هذا فضلا عما أسفر عنه تنظيم السوق من وجود قواعد منظمه لإصدار الأوراق المالية المختلفة من أسهم وسندات وخلافه فضلا عن تنظيم تداولها في السوق

<sup>1</sup> - زياد رمضان ومحفوظ جودة- إدارة البنوك- عمان - 1990، ص: 404.

<sup>2</sup> - زياد رمضان ومحفوظ جودة - المرجع أعلاه - ص 242.

<sup>3</sup> - أميرة حسب الله محمد - محددات الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية- أطروحة دكتوراه - كلية التجارة - جامعة عين شمس 2005/2004 - القاهرة - ص 278.

الثانوية مع تطوير البنية الأساسية للبورصة عن طريق استخدام نظام جديد لتنفيذ الأوامر لإدارة عمليات التداول والمقاصة والتسوية آليا من خلال برنامج يحتوى على أحدث التقنيات، بالإضافة إلى هذه العوامل جاء الاستقرار السياسي في المرتبة الثانية مؤكدا على أن توفر الأمان في البورصة من العوامل الرئيسية التي ساهمت في ثقة المستثمر في التعاقدات المالية التي تتم، كما أن إجراءات التعامل مع البورصة سواء عند قيد الشركات أو عند تداول أوراقها المالية تتسم بالسهولة والشفافية. وأيضا تتمثل عوامل جذب الاستثمار غير المباشر إلى الدول النامية في مجموعة من عوامل الدفع أو العوامل الخارجية التي حدثت في البيئة الاقتصادية العالمية مثل انخفاض أسعار الفائدة العالمية، الاتجاه نحو زيادة التمويل الدولي لمحفظة الأوراق المالية من جانب مؤسسات الاستثمار الدولية.

ومجموعة من عوامل الجذب الخاصة بالدول النامية أو العوامل الداخلية المتعلقة بالهيكل الاقتصادي لهذه الدول والمتمثلة في استقرار سعر الصرف وارتفاع معدلات النمو والاستقرار الاقتصادي الكلى وانخفاض معدلات التضخم.

### خلاصة الفصل الثاني:

القطاع الخاص عبارة عن مجموع أنشطة قطاع الأعمال التي تدار من طرف الأفراد أو المؤسسات الخاصة المحلية أو الأجنبية لحسابها الخاص بالارتكاز على آلية سوق المنافسة الكاملة. ويتطلب ظهور القطاع الخاص ضمن الاقتصاد الوطني توفير المناخ المناسب لعمله من تشريعات الاستثمار، وتوفير التمويل اللازم لهذا القطاع. ويلعب القطاع الخاص دور حيوي في تحقيق التنمية الاقتصادية لما يتمتع به من كفاءات وقدرات ومهارات فردية وحرية رأس المال في الاستثمار وتأكيد دور القطاع الخاص في تنمية الموارد وتنشيط الحركة الاقتصادية وتنويع مصادر الدخل، وبما يتمتع به من إمكانيات ومزايا يعتبر أكثر تأهيلا للاستثمار بأكثر فاعلية وتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الطبيعية، فيزيد ذلك من معدلات النمو الاقتصادي وخلق سوق مالية نشطة تشجع على الادخار الذي يوجه بدوره إلى استثمار منتج.

هذا وقد تبنت العديد من الدول النامية في خططها التنموية الاعتماد على القطاع العام الذي أصبح أداء منشآته غير مرض وكفاءته متدنية، الأمر الذي تطلب القيام بسياسات إصلاحية للتخلص من هذا القطاع كان أبرزها سياسة الخصخصة التي تمثل تحويل أملاك القطاع العام إلى القطاع الخاص بهدف تخفيف الأعباء المالية للدولة التي سببتها شركات القطاع العام الخاسرة، والى تحسين الكفاءة الاقتصادية من خلال الاعتماد أكثر على القطاع الخاص في عملية التنمية، وذلك من خلال عدة طرق أبرزها خصخصة الإدارة، وعمليات البيع المباشر للمستثمرين المحليين والأجانب وذلك بالتنازل جزئيا أو كليا عن أملاكها في القطاع العام. وهناك إمكانية البيع في السوق المالي عن طريق الاكتتاب العام في الأسهم وهذه طريقة مهمة تستخدم في حالة بيع شركات القطاع العام الكبيرة التي تتميز بوضعية مالية جيدة، وهذا الأمر يتطلب وجود سوق مالية متطورة بالبلد حتى يتم إتباع هذه الطريقة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يؤدي إتباع هذه الطريقة إلى تنشيط السوق المالية بالبلد نتيجة لأسهم الشركات التي تتمتع بسمعة جيدة وتنوع الأسهم فيها، مما يتيح إمكانية تكوين محفظة متنوعة الأصول من أصول هذه الشركات المعروضة للاكتتاب فيها، وخاصة بالنسبة للمستثمرين الصغار الذين يتجهون إلى البورصة لإيجاد فرص جيدة للاستثمار وتحقيق عوائد أفضل. و حتى ينجح برنامج الخصخصة يتطلب ضرورة تهيئة البيئة العامة من خلال إعادة النظر في التشريعات وإعادة هيكلة السياسات العامة بشكل يحدد ويوضح الدور الذي سيلعبه كل من القطاع العام والخاص في الاقتصاد الوطني، ويضمن إطلاق السوق لكي تعمل بكفاءة.

ومن جانب آخر تنامت أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم على المستوى العالمي وأصبحت تحظى باهتمام اكبر لدى الأطراف الحكومية والمؤسسات المالية الدولية نتيجة للدور الذي تلعبه في تعزيز مكانة القطاع الخاص في إرساء قواعد التنمية الاقتصادية وتوسيع قاعدة الملكية وتكوين الثروة. ورغم هذه المزايا المتعددة إلا أنها تعاني من مشاكل وصعوبات عديدة أبرزها

صعوبة التمويل أدى إلى البحث عن حلول تمويلية وإيجاد آليات تمويلية جديدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي كانت البورصة إحداها في بعض التجارب وذلك في إطار ما يسمى السوق البديلة، وقد أدى إنشاءها إلى زيادة أهمية السوق المالية في هذه الدول وتطورها هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى التخفيف من مشاكل التمويل التي تواجه هذه المؤسسات.

كما أصبح للقطاع الخاص الأجنبي دور هام في دعم اقتصاديات الدول النامية من خلال حجم التدفقات الاستثمارية التي يوفرها لهذه الدول، حيث أن الاستثمار الأجنبي يحفز معدل نمو دخل الفرد في البلد المضيف ويعمل على التوسع في استخدام المواد الخام وأساليب الإدارة الحديثة والتكنولوجيا المتطورة. ويحتل الاستثمار الأجنبي في البورصة نفس القدر من الأهمية من خلال مساهمته في تطور البورصة وزيادة معاملاتها وتوسع عدد المتدخلين فيها، وبالتالي نشر الثقة فيها. حيث يتطلب الاستثمار الأجنبي تحسين البيئة التي يعمل فيها للقيام بالدور الهام الذي يؤديه للاقتصاد الوطني. والعمل على الحد من المعوقات التي تواجهه.

وبالتالي يلعب القطاع الخاص في الدولة سواء المحلي أو الأجنبي دورا مهما و أساسيا في رقي هذه الدولة وتطورها، وحاجته للتمويل تؤدي به إلى اللجوء إلى مختلف أساليب التمويل المتاحة في هذه الدولة، والتي من بينها اللجوء إلى البورصة الأمر الذي يؤدي بالمدخرين باستثمار مدخراتهم فيها إيماناً منهم بقوة القطاع الخاص وقدرته على تحقيق نتائج إيجابية، وبالتالي حصولهم على عوائد من هذه الاستثمارات، الأمر الذي يؤدي إلى نمو هذه السوق المالية وتطور رسملتها وتنوع الأصول المعروضة فيها وبالتالي زيادة نشاطها والثقة فيها.

## الفصل الثالث

# القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

### تمهيد:

تتجلى عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في أي بلد من البلدان من خلال السياسات والاستراتيجيات المتبعة، ومن خلال الهياكل والأجهزة إلى جانب الميكانيزمات التي تعتمد عليها في ضبط وتنظيم أداء هذه الهياكل والأجهزة في مختلف الفروع الصناعية والقطاعات الاقتصادية المختلفة. وإلى وقت غير بعيد، شكل القطاع العام الاقتصادي في الجزائر الأداة الرسمية للقيام بعملية التنمية الشاملة، وذلك بانتهاج سياسة الصناعات المصنعة التي اعتمدت في هيكلها على إنشاء المؤسسات العمومية الاقتصادية تعبيرا منها عن تكفل الدولة بعملية البناء الاقتصادي وتحقيق العدالة الاجتماعية من خلال تدخلها في مختلف المجالات، وخاصة تلك المتعلقة بمجالي الصناعة والتجارة، وبالمقابل تم تهميش دور القطاع الخاص في عملية التنمية حيث اعتلى مكانته في القطاعات غير الحيوية بالنسبة للاقتصاد الوطني، ومارس بذلك دورا تكميليا للقطاع العام من خلال مستويات استثمار جد محدودة إذ لم تتجاوز مساهمته في تكوين القيمة الإجمالية سنة 1975 نسبة 33.8%.

إلا أن انخفاض أسعار المواد البترولية ابتداء من سنة 1986، سلط الأضواء على الاختلالات التي كانت تخفيها وفرة الموارد التي عرفت الجزائر في ظل الاقتصاد الريعي، وتجلي ذلك للعيان الضعف الهيكلي للاقتصاد الوطني من خلال عجز المؤسسات والهياكل والأجهزة على تسييره، خاصة الوضعية المزرية التي ظهرت بها المؤسسات العمومية، وعدم قابليتها على الاستمرار والتأقلم مع مقتضيات التنمية الاجتماعية والاقتصادية الشاملة. هذا ما استدعى في السنوات الموالية التفكير في إعادة صياغة السياسة التنموية، وذلك عبر سلسلة الاصطلاحات الاقتصادية والهيكلية.

وعليه قامت الجزائر مع نهاية الثمانينات بجهود مكثفة لإعادة هيكلة المؤسسات العمومية الاقتصادية من خلال تطبيق برامج متفاوتة من أجل إزالة التشوهات الهيكلية التي لازمتها جل دورات حياتها (إعادة الهيكلة العضوية والمالية، استقلالية المؤسسات الاقتصادية العمومية، إنشاء صناديق المساهمة ... الخ)، غير أن النتائج التي حققتها هذه المؤسسات الاقتصادية العمومية لم تجسد تطلعات الاقتصاد الجزائري، وبذلك ظهرت البوادر الأولى لتحول الجزائر نحو الاقتصاد الحر القائم على ثلاثة محاور أساسية: إجراءات وسياسات التحرير الاقتصادي من خلال تحرير التجارة الخارجية ومزيد من التحرير المالي مع إلغاء القيود وتشجيع ممارسة القطاع الخاص للنشاط الاقتصادي، الإجراءات الهادفة إلى تشجيع الاستثمارات الخاصة من خلال التشريعات المنظمة

للاستثمار، والانتقال إلى اقتصاد السوق بدءا بمشاركة القطاع الخاص في ملكية المؤسسات الاقتصادية العمومية.

وبذلك أصبحت مشاركة القطاع الخاص من خلال سياسة الخوصصة من أهم مسارات الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، لما لهذا القطاع من دور مهم في تحقيق النمو الاقتصادي، والقدرة على الإبداع واتخاذ القرارات الاقتصادية الرشيدة وتخصيص الموارد. وفي إطار الرفع من مكانة القطاع الخاص دائما أخذت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حيزا مهما اهتمامات السياسات الاقتصادية للدولة في القيام بأعباء التنمية، مما أعطى مجالا ودعما لنمو وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ويظهر ذلك من خلال الإجراءات المعتمدة والبرامج التي أعدت خصيصا لهذه المؤسسات وخاصة صدور القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما أعطت تشريعات الاستثمار أهمية لمشاريع الاستثمار الأجنبي ومنحت لها العديد من المزايا والإعفاءات من أجل جذب أكبر حجم منها إلى الجزائر مما سيساهم في زيادة مكانة القطاع الخاص بالجزائر.

واستكمالاً لهذه الإصلاحات الداعمة لتوجه الجزائر نحو اقتصاد السوق تم إنشاء بورصة الجزائر التي عرفت عدة مراحل خلال إنشائها، ولكن ورغم المجهودات المبذولة في إطار بعثها وتفعيلها بقيت بعيدة عما كان ينتظر منها نظرا لوجود عراقيل حالت دون تطورها، أهمها انعدام شركات القطاع الخاص ضمنها، وبالتالي هيمنة القطاع العام عليها، وافتقارها إلى الكفاءة والشفافية التي من المفترض أن تتصف بها.

وعليه سوف نتناول في هذا الفصل واقع القطاع الخاص والبورصة في الجزائر من خلال

المباحث التالية:

- المبحث الأول: مناخ استثمار القطاع الخاص في الجزائر.
- المبحث الثاني: بورصة الجزائر.
- المبحث الثالث: أهمية القطاع الخاص الجزائري.
- المبحث الرابع: معوقات بورصة الجزائر والشروط الأساسية لتفعيلها.

## المبحث الأول: مناخ استثمار القطاع الخاص في الجزائر

يعتبر القطاع الخاص قطاعا اقتصاديا حيويا في غالبية المجتمعات ولاعبا أساسيا في تنمية اقتصادياتها، وهو شريك أساسي للقطاع العام ويعول عليه بشكل كبير في المجتمعات الرأسمالية ذات الانتعاش الاقتصادي، غير أنه في المجتمعات النامية يعاني من معوقات كثيرة وتواجه نموه تحديات كبيرة. وفي مجتمعنا الجزائري لم يأخذ القطاع الخاص فرصته الكافية لتحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر جنبا إلى جنب مع القطاع العام، لذا لا بد من وضع إستراتيجية حقيقية لتنمية القطاع الخاص وسلوك السبل الكفيلة بمساعدته على النهوض الكافي لإنعاش الاقتصاد الجزائري. وهذا ما يعرف بتوفير المناخ الاستثماري المناسب لعمل القطاع الخاص.

وعليه سوف نتناول هذا المبحث من خلال مطلبين، الأول نتناول فيه الإطار القانوني والمؤسسي لاستثمار القطاع الخاص في الجزائر، والثاني نتعرض فيه لواقع بيئة أداء الأعمال في الجزائر حسب مؤشرات سهولة أداء الأعمال التي يعدها البنك الدولي.

### المطلب الأول: الإطار القانوني والمؤسسي لإستثمار القطاع الخاص في الجزائر

#### 1- مفهوم مناخ الاستثمار:

يقصد بمناخ الاستثمار مجمل الظروف والأوضاع السياسية والأمنية والاقتصادية والاجتماعية والقانونية والإدارية والمؤسسية السائدة في بلد ما والتي تؤثر على نجاح المشروع الاستثماري<sup>1</sup>. ومحصلة تفاعل هذه المكونات المؤثرة على الاستثمار يؤدي إلى تشكيل أوضاع تكون حائثة للاستثمار المحلي وجاذبة للاستثمار الأجنبي. أو معيقة للأول وطاردة للثاني.

ويرتكز المناخ الاستثماري الجاذب لرؤوس الأموال الوطنية والأجنبية على عدة مقومات، نوجز أهمها فيما يلي:

#### أ- المناخ السياسي والأمني:

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على مدى ملائمة المناخ الاستثماري، حيث عدم توافر الاستقرار السياسي والأمني، يؤدي إلى خفض معدلات الادخار وبالتالي خفض معدلات الاستثمار. وبذلك يفقد المستثمر الثقة في استقرار الجهاز الحاكم، الأمر الذي يدفعه إلى توطين أصوله الاستثمارية في المناطق الأكثر استقرارا وأمنا.

ويتأثر المناخ السياسي والأمني بمجموعة من العوامل، نوجزها فيما يلي<sup>2</sup>:

- النمط السياسي المتبع من حيث كونه نظاما ديمقراطيا أو دكتاتوريا.

- موقف الأحزاب السياسية من الاستثمارات الأجنبية.

<sup>1</sup> - عبد الحميد زعابط - تحسين مناخ الاستثمار الخاص في الجزائر - الملتقى الوطني حول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر - المركز الجامعي بشار - الجزائر 20،21 أبريل 2004.

<sup>2</sup> - منصور الزين - آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية - جامعة الجزائر - 2006/2005 - ص 84.

- درجة الوعي السياسي من حيث الرغبة في السماح للاستثمارات الأجنبية للمشاركة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

- دور المؤسسة العسكرية في إدارة شؤون البلد المضيف ودرجة الوعي السياسي لديها ومدى تفهمها لمشاكل التنمية الاقتصادية.

### ب- المناخ الثقافي والاجتماعي

يشتمل هذا المناخ على مجموعة من العوامل المؤثرة على نشاط المشروع وإمكانية

تكامله ومقدار التعاون المطلوب، ويبرز ذلك من خلال:

- دور السياسة التعليمية والتدريبية والتكوينية المعتمدة.

- درجة الوعي بعناصر ومقومات التقدم الاقتصادي، ودرجة تفهم وتعاون أفراد المجتمع لنشاط الشركات الأجنبية.

- دور الجمعيات والنقابات العمالية في تنظيم وتحسين القوى العاملة.

- درجة الوعي الصحي، ومقدار التأمينات الاجتماعية المتبعة.

### ج - المناخ الاقتصادي:

ويمكن إجمال أهم العوامل المؤثرة في المناخ الاقتصادي ضمن الآتي:

- مقدار الموارد الطبيعية المتاحة داخل البلد

- مقدار البنية التحتية ومدى صلاحيتها

- درجة المنافسة المتاحة داخل الدول والقدرة على مواجهة المنافسة الخارجية.

- مرونة السياسة المالية والنقدية ، وما تحتويه من تخفيضات.

- درجة وضوح واستقرار قوانين الاستثمار ومقدار القيود المفروضة على رأس المال المستثمر .

- مدى كفاءة البنوك وقدرتها على توفير المعلومات للمستثمر ومعدلات الفائدة على التسهيلات الائتمانية، ومدى كفاءة سوق المال داخل الدولة.

- مدى استقرار السياسات السعرية ومعدلات التضخم.

- درجة الحماية المتبعة داخل الدولة، من حيث ضمان حقوق المستثمرين في تحويل رأس المال والأرباح.

### 2- الإطار القانوني لترقية القطاع الخاص في الجزائر:

لقد تدعم التوجه المباشر نحو ترقية القطاع الخاص وفسح المجال أمامه للمساهمة في تحقيق

التنمية الاقتصادية المنشودة، بعدما عجز القطاع العمومي عن تحقيقها بمفرده، بصدور وإقرار جملة

من القوانين والتشريعات والإجراءات التنظيمية التي أعادت الاعتبار للقطاع الخاص وخاصة منه

الأجنبي، واعتبرته عكس ما كان شائعاً أثناء التوجه الاشتراكي بأنه خطر على السيادة الوطنية وأداة

للهيمنة ووسيلة استحواذ وسيطرة على الخيرات الاقتصادية والقيمة المضافة المحلية - أداة ضرورية

للتنمية، ومساهم حيوي في توفير رؤوس الأموال والتكنولوجيا المتقدمة وإتاحة فرص التشغيل وتمكين الاقتصاد من تطوير قطاعاته وتنويع صادراته.

يمكن تتبع تطورات الإطار القانوني والتنظيمي لترقية وتنشيط أداء القطاع الخاص في الجزائر من خلال العرض التالي<sup>1</sup>:

**أ- قانون الاستثمار الخاص رقم 277/63 المؤرخ في 26 جويلية 1963.**

تميز الوضع الاقتصادي والاجتماعي غداة الاستقلال بضعف المقومات الأساسية للنهوض بالتنمية الاقتصادية الشاملة، فكان على الدولة أن تسارع أو لا للحفاظ على ما هو موجود من خلال دعوة الأجانب لاستثمار أموالهم داخل الجزائر والمحافظة على المنشآت الموجودة. فأصدرت بذلك أول قانون للاستثمار سنة 1963 لتشجيع الاستثمار، والذي أعطى حرية للاستثمارات الخاصة بشرط توطين هذه الاستثمارات، تحديث وتجديد عوامل الإنتاج، تكوين وترقية العمالة، لكن يبقى على الدولة تنظيم، متابعة وتوجيه القطاع الخاص نحو النشاطات المنتجة التي ترغب فيها، وهذا ما شكل عائقا نحو الاستثمارات الخاصة التي كانت تفضل النشاطات الأكثر ربحية والأقل تكلفة ومخاطرة كالتيارة والخدمات والنشاط الفلاحي.

**ب- قانون الاستثمار الخاص رقم 284/66 المؤرخ في 15 جوان 1966.**

كان هذا القانون موجها بشكل خاص إلى رؤوس الأموال الأجنبية، فحدد الأسس التي تحكم الاستثمار الخاص عند طلبه وطلب الموافقة عليه من طرف الحكومة. كما وضح فكرة تضافر الجهود باستعمال كل الطاقات والموارد الوطنية. لقد تضاعفت عدد المشاريع بـ 565 مشروع بين سنتي 1967 و 1969. لكن سرعان ما شرع هذا العدد في الانخفاض بسبب رقابة الحكومة على الاقتصاد الوطني. فالملاحظ خلال هذه الفترة هو التناقض الضمني ما بين قوانين تشجع الاستثمار الخاص والخطاب السياسي الذي عمل فيما بعد على تأميم الثروات واسترجاع أملاك الإدارة الفرنسية التي اشتراها المستثمرون الخواص الجزائريون. هذا ما أدى إلى تخوف رأس المال الخاص سواء المحلي أو الأجنبي من الاستثمار في الجزائر. فكانت بذلك نتائج توسيع القطاع الخاص ضئيلة، ويرجع هذا لعدة أسباب منها: النمط الاقتصادي المتبع، وكذا احتكار الدولة للتجارة الخارجية ومشكل التمويل، بالإضافة إلى انعدام الخبرة في الاستثمار، البيروقراطية الإدارية المتمثلة في إجراءات الاعتماد خصوصا وانعدام سياسة ضريبية واضحة.

**ت- قانون الاستثمار الخاص رقم 11/82 المؤرخ في 21 أوت 1982.**

بعدها أعتبر القطاع الخاص هامشيا منذ سنة 1963، وحدد دوره في أداء بعض المهام الاقتصادية الثانوية، خاصة في مجال التجارة والخدمات، واتضح بأن للقطاع الخاص خاصة منه

<sup>1</sup> - شيببي عبد الرحيم - معدل الاستثمار الخاص بالجزائر - المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف - لبنان 25، 23 مارس 2009.

الأجنبي دورا مميزا لاسيما في مجال المحروقات، باعتباره القلب النابض للاقتصاد الجزائري، إذ ورغم احتكار الدولة للقطاع وتأميمها له، بقت حاجتها ملحة لمساهمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة ومساعدتها لها في استغلاله نظرا للإمكانيات المالية والتقنية الكبيرة التي يتطلبها، لذلك صدر القانون 11/82 من أجل توضيح كيفية تشكيل وتشغيل الشركات الاقتصادية المختلطة. لقد حدد القانون نسبة المشاركة الأجنبية بحد أقصى لا يتجاوز 49% من رأسمال الشركة.

بعد صدور هذا القانون ظهرت دفعة جديدة من الاستثمارات حيث بلغت بين سنتي 1983 و1985 حوالي 2328 مشروع. ونظرا لكون هذا القانون اهتم بالجوانب الشكلية أكثر من التحفيزية، استدعى الأمر تعديله ليكون أكثر استجابة لحاجة الاقتصاد الجزائري إلى استثمارات خاصة محلية وأجنبية تساهم في زيادة قدرات الإنتاج والرفع من معدلات النمو، خاصة في قطاع المحروقات.

#### د- قانون الاستثمار الخاص رقم 13/86 المؤرخ في 19 أوت 1986.

لقد أتمم وعدل القانون 11/82 بالقانون 13/86 لعدم قدرته على تحفيز وجلب الحجم المرغوب فيه من مؤسسات الاستثمار الأجنبي المباشر للاستثمار محليا، خاصة في مجال المحروقات، لذلك تضمن القانون الجديد طرق تشكيل وتسيير الشركات المختلطة بكيفية مرنة وواضحة ومحفزة نسبيا مقارنة بالقانون السابق. فالشركاء الأجانب وفق القانون الجديد والذين ينضون في شراكة مع المؤسسات العمومية الجزائرية على أساس بروتوكول اتفاق، مخولون بالمشاركة في تحديد موضوع ومجالات تدخل الأطراف مدة دوام الشركات المختلطة وتعهدات وواجبات كل الأطراف. فلقد أبقى القانون على نسبة مشاركة المؤسسة الجزائرية العمومية بـ 51% على الأقل. في حين تمثل دور المتعامل الأجنبي في ضمان تحويل التكنولوجيا ورؤوس الأموال ومناصب الشغل وتكوين وتأهيل المستخدمين، مقابل استفادة الشريك الأجنبي من المشاركة في التسيير واتخاذ القرارات الخاصة باستعمال أو تحويل الأرباح، وما يترتب عن ذلك من رفع أو تخفيض رأس المال المساهم به، وتحويل بعض أجزاء رواتب العمال الأجانب وضمانات التأمين. لقد تطور عدد المشاريع المعتمدة بين 1985 و 1987 إلى 5015 مشروع. لذا يبدو لنا جليا مدى الدور الذي لعبه القطاع الخاص خلال هذه الفترة. أما بالنسبة للمرحلة ما بعد 1987 (أي مرحلة ظهور قانون ) فإن عدد المشاريع التي تم اعتمادها قدرت بـ 1662 مشروع بمبلغ قيمته 17737 مليار دينار جزائري. وبالنسبة لسنة 1989 اعتمدت الدولة 1707 مشروع خاص<sup>1</sup>.

ورغم أن التعديلات التي أدرجت في هذه القوانين قد أضفت مرونة واضحة على إجراءات تكوين وتسيير الشركات المختلطة ومنحت مزايا خاصة لم يسمح بها القانون الجزائري منذ فترة التأميم، إلا أنه كان من الاستحالة إنشاء شراكة مع منشآت تابعة للقطاع الخاص المحلي، لتبقى

<sup>1</sup> - شيببي عبد الرحيم - مرجع سبق ذكره ص 5.

مشكلة التمويل الخارجي أحد أهم معوقات التنمية الاقتصادية خاصة بعد بلوغ المديونية الخارجية في نهاية الثمانينات مستويات مرتفعة، لذلك استدعى الأمر البحث عن طرق قانونية أكثر انفتاحا عبرت عنها جملة من القوانين والتشريعات التنظيمية الخاصة بتكريس الإصلاحات الاقتصادية وفتح المجال أكثر للقطاع الخاص.

#### **ه- قانون النقد والقرض 10/90 المؤرخ في 14 أبريل 1990.**

لقد ظهر قانون 10/90 للنقد والقرض لمسايرة مرحلة التحول التي كانت قد بدأت مع نهاية الثمانينات، حيث شكل خلالها أحد أهم أدوات تنمية وترقية الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي في الجزائر. شمل قانون النقد والقرض جوانب عديدة من الإصلاحات في مجالات التسيير المالي والقرض والاستثمار. فقد أقر حرية انتقال رؤوس الأموال من وإلى الخارج. كما ألغى مجموع الأحكام السابقة والمتعلقة بنسب الشراكة المحلية والأجنبية 51% و49%. وذلك بفتح المجال لكل أشكال مساهمات رأس المال الأجنبي في تنمية الاقتصاد الجزائري. كما أوجد القانون الآليات الأساسية لتنشيط حركة البنوك وذلك بفصله بين عمليتي الإصدار والإقراض والتي بموجبها ظهر بنك الجزائر كمؤسسة إصدار وتنظيم ومراقبة مستقلة. وظهرت البنوك التجارية كمؤسسات إقراض تتحدد مهمتها بموجب القانون في تمويل كل من مؤسسات القطاع العام ومؤسسات القطاع الخاص دون تمييز. لقد تدعم قانون النقد والقرض بجملة من القوانين والتشريعات التنظيمية المتممة والمعدلة والجديدة والتي كانت في مجموعها أكثر أهمية في توجيه الاقتصاد نحو مرحلة الانفتاح توجيهها مباشرا وصريحا. لكن رغم هذه التعديلات إلا أن حجم الاستثمار سرعان ما انخفض في سنة 1990 بـ 344 مشروع، ما يمثل معدل 20.6% وذلك بسبب الأوضاع السياسية غير المستقرة<sup>1</sup>.

#### **و- قانون الاستثمار الخاص رقم 12/93 المؤرخ في 05 أكتوبر 1993.**

لقد صدر قانون الاستثمار وفقا للمرسوم المؤرخ في 5 أكتوبر 1993 قصد توفير البيئة القانونية والتشريعية والتنظيمية المواتية لجلب واستقطاب الاستثمار الخاص، وخاصة منه الأجنبي إلى الجزائر. فبعد ما كانت الاستثمارات المختلفة حكرا على القطاع العام، تنجز من قبل مؤسساته العمومية وفق إجراءات قانونية همشت القطاع الخاص المحلي، وضيق مجال حركة القطاع الخاص الأجنبي في شراكة يمتلك فيها الشريك الوطني أكبر الحصص وأهمها، جاء قانون الاستثمار لسنة 1993 ليكون متميزا عما سبقه من قوانين وتنظيمات بإقراره لمبدأ الحرية الكاملة للاستثمار، فالقطاع الخاص محليا كان أم أجنبيا حر في الدخول في أي مشروع استثماري تحت أي شكل أراد. عدا بعض النشاطات الإستراتيجية الخاصة بالدولة، دون الحاجة إلى إجراءات كثيرة ومعقدة، إذ لا يتطلب الأمر نظريا سوى التصريح بالاستثمار في الوكالة الوطنية لترقية ودعم ومتابعة

<sup>1</sup> - شيببي عبد الرحيم - مرجع سبق ذكره ص 6.

الاستثمارات. كما نص هذا القانون على مبدأ عدم التمييز بين المستثمرين سواء كانوا عموميين أو خواص، محليين أو أجنبين. فالقانون ضمن في نصوصه معالجة متساوية للمستثمرين من حيث الحقوق والواجبات، كما أجاز للمستثمرين الأجانب في إطار تسوية النزاعات المحتملة عن طريق التوفيق اللجوء إلى سلطات قضائية غير السلطات الجزائرية، وذلك لإزالة مختلف المعوقات التي من شأنها إعاقة استقطاب الاستثمارات الأجنبية. لقد منح قانون الاستثمار جملة من التحفيزات في إطار الامتيازات التي تمنحها الوكالة الوطنية لترقية ودعم ومتابعة الاستثمار. لقد تطور عدد المشاريع المعتمدة بين الفترة 1993 - 1999 إلى 30108 مشروع ساهمت هذه المشاريع في إنشاء 1268722 منصب شغل.

لقد توالى بعد سنة 1993 التشريعات والقوانين المدعمة لسياسة الانفتاح الاقتصادي والمهياة للمناخ الاستثماري المواتي والمطمئنة لرؤوس الأموال الوطنية والأجنبية، سواء كان ذلك في إطار تدعيم قانون الاستثمار المذكور أو في إطار صدور قوانين ومراسيم مستقلة، دعمت وحسنت أكثر بيئة الاستثمار في الجزائر من جانبها القانوني والتنظيمي.

ي- قانون ترقية وتطوير الاستثمار الصادر بموجب الأمر الرئاسي رقم 03/01 المؤرخ في 20 أوت 2001:

تدعم الإطار القانوني لترقية الاستثمار الخاص في الجزائر بصدور الأمر الرئاسي رقم 03/01 والمتعلق بترقية وتطوير الاستثمار. حيث حدد القانون الجديد النظام العام الذي أصبح يطبق على الاستثمارات الوطنية و الأجنبية المنجزة ضمن النشاطات الاقتصادية المنتجة للسلع والخدمات، وكذا الاستثمارات التي تنجز في إطار منح الامتيازات الخاصة للمستثمرين المحليين والأجانب.

إن مفهوم الاستثمار وفق القانون الجديد يتحدد ب<sup>1</sup> :

- اقتناء أصول تدرج في إطار استحداث نشاطات جديدة، أو توسيع قدرات الإنتاج، أو إعادة التأهيل، أو إعادة الهيكلة.

- المساهمة في رأسمال مؤسسة في شكل مساهمات نقدية أو عينية.

- استعادة النشاطات في إطار حوصصة جزئية أو كلية.

كما شمل القانون على ضمانات وامتيازات جديدة محفزة للمستثمرين، بالإضافة إلى إنشاء هيئتين جديدتين لتدعيم وترقية الاستثمار في الجزائر: المجلس الوطني للاستثمار والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار.

من بين الضمانات الممنوحة للمستثمرين في إطار الأمر 03/01 ما يلي:

<sup>1</sup> - المادة 2 من الامر 03/01

- يعامل الأشخاص الطبيعيين و المعنويون الأجانب بمثل ما يعامل به الأشخاص الطبيعيين والمعنويون الجزائريين في مجال الحقوق و الواجبات ذات الصلة بالاستثمار.

ويعامل جميع الأشخاص الطبيعيين و المعنويين الأجانب نفس المعاملة مع مراعاة أحكام الاتفاقيات التي أبرمتها الدولة الجزائرية مع دولهم الأصلية<sup>1</sup>.

- لا تطبق المراجعات و الإلغاءات التي قد تطرأ في المستقبل على الاستثمارات المنجزة في إطار هذا الأمر إلا إذا طلب المستثمر ذلك صراحة<sup>2</sup>.

- لا يمكن أن تكون الاستثمارات المنجزة موضوع مصادرة إدارية، إلا في الحالات المنصوص عليها في التشريع المعمول به.

ويترتب على المصادرة تعويض عادل ومنصف<sup>3</sup>.

- يخضع كل خلاف بين المستثمر الأجنبي و الدولة الجزائرية يكون بسبب المستثمر أو بسبب إجراء اتخذته الدولة الجزائرية ضده، للجهات القضائية المختصة، إلا في حالة وجود اتفاقيات ثنائية أو متعددة الأطراف أبرمتها الدولة الجزائرية، تتعلق بالمصالحة و التحكيم ، أو في حالة وجود اتفاق خاص ينص على بند تسوية أو بند يسمح للطرفين بالتوصل إلى اتفاق بناء على تحكيم خاص<sup>4</sup>.

أما بالنسبة للامتيازات الممنوحة فتختلف حسب موقع وطبيعة الاستثمار ويوجد نظامين بمفهوم الأمم — رقم 03-01 و هما:

#### - النظام العام:

تمنح الامتيازات الخاصة بالنظام العام للاستثمارات التي تتجز في المناطق غير التي تتطلب تنميتها مساهمة خاصة من الدولة. فخلال مدة إنجازها في الآجال المتفق عليها، وزيادة على الحوافز الضريبية وشبه الضريبية والجمركية المنصوص عليها في القانون العام، يمكن استفادة المستثمرين مما يلي<sup>5</sup>:

- تطبيق نسبة مخفضة في مجال الحقوق الجمركية فيما يخص التجهيزات المستوردة و التي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار.

- الإعفاء من الضريبة على القيمة المضافة فيما يخص السلع والخدمات التي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار.

- الإعفاء من دفع رسم نقل الملكية فيما يخص كل المقتنيات العقارية التي تمت في إطار الاستثمار المعني.

<sup>1</sup> - المادة 14 من الأمر 03/01.

<sup>2</sup> - المادة 15 من الأمر 03/01.

<sup>3</sup> - المادة 16 من الأمر 03/01.

<sup>4</sup> - المادة 17 من الأمر 03/01.

<sup>5</sup> - المادة 9 من الأمر 03/01.

- النظام الاستثنائي:

تمنح امتيازات النظام الاستثنائي للاستثمارات التالية:

- الاستثمارات التي تنجز في المناطق التي تتطلب تنميتها مساهمة خاصة من الدولة.
- وكذا الاستثمارات ذات الأهمية الخاصة بالنسبة للاقتصاد الوطني لا سيما عندما تستعمل تكنولوجيا خاصة من شأنها أن تحافظ على البيئة، وتحمي الموارد الطبيعية، وتدخر الطاقة وتؤدي إلى تنمية مستدامة<sup>1</sup>.
- وتتمثل الامتيازات الممنوحة للاستثمارات المذكورة سابقا فيما يلي<sup>2</sup>:

- بعنوان إنجاز المشروع :

- الإعفاء من دفع حقوق نقل الملكية فيما يخص كل المقننات العقارية التي تتم في إطار الاستثمار.
- تطبيق حق ثابت في مجال التسجيل بنسبة مخفضة قدرها اثنان بالألف (2%) فيما يخص العقود التأسيسية و الزيادات في رأس المال .
- تكفل الدولة جزئيا أو كليا بالمصاريف، بعد تقييمها من الوكالة، فيما يخص الأشغال المتعلقة بالمنشآت الأساسية الضرورية لإنجاز الاستثمار .
- الإعفاء من الضريبة على القيمة المضافة فيما يخص السلع و الخدمات التي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار سواء كانت مستوردة أو مقتناة من السوق المحلية ، و ذلك عندما تكون هذه السلع و الخدمات موجهة لإنجاز عمليات تخضع للضريبة على القيمة المضافة .
- تطبيق النسبة المخفضة في مجال الحقوق الجمركية فيما يخص السلع المستوردة و التي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار

- و بعد معاينة انطلاق استغلال المشروع

- الإعفاء لمدة (10) سنوات من النشاط الفعلي، من الضريبة على أرباح الشركات، و من الضريبة على الدخل الإجمالي على الأرباح الموزعة، و من الدفع الجزافي و من الرسم على النشاط المهني،
- الإعفاء لمدة (10) سنوات ابتداء من تاريخ الاقتناء، من الرسم العقاري على الملكيات العقارية التي تدخل في إطار الاستثمار.
- منح مزايا إضافية من شأنها أن تحسن و / أو تسهل الاستثمار، مثل تأجيل العجز و آجال الاستهلاك.
- تسقيد الاستثمارات من امتيازات نظام الاتفاقية إذا كانت ذات أهمية خاصة بالنسبة للاقتصاد الوطني ، لا سيما عندما تستعمل تكنولوجيا خاصة من شأنها أن تحافظ على البيئة، و تحمي الموارد الطبيعية، و تدخر الطاقة و تؤدي إلى تنمية مستدامة .

<sup>1</sup> - المادة 10 من الأمر 03/01.

<sup>2</sup> - المادة 11 من الأمر 03/01.

و تحدد هذه الامتيازات بالاتفاق مع الوكالة بعد مصادقة المجلس الوطني للاستثمار.

### 3- الإطار المؤسسي للاستثمار في الجزائر:

من أجل تجسيد عملية التوجه نحو تدعيم وتطوير الاستثمار أنشأ القانون الجديد هئتين أساسيتين للاستثمار: المجلس الوطني للاستثمار والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار وهي بديل عن الوكالة الوطنية لترقية ومتابعة ودعم الاستثمار المستحدثة بموجب قانون الاستثمار الصادر في سنة 1993.

#### أ- المجلس الوطني للاستثمار (CNI):

فبموجب المادة 18 من الأمر 03/01 "ينشأ مجلس وطني للاستثمار يرأسه رئيس الحكومة" (الوزير الأول حالياً).

يكلف المجلس على الخصوص بما يأتي<sup>1</sup>:

- يقترح إستراتيجية تطوير الاستثمار و أولوياتها.
- يقترح تدابير تحفيزية للاستثمار مسايرة للتطورات الملحوظة.
- يفصل في المزايا التي تمنح في إطار الاستثمارات المذكورة في المادة 03 من نفس القانون.
- يفصل على ضوء أهداف تهيئة الإقليم ، فيما يخص المناطق التي يمكن أن تستفيد من النظام الاستثنائي المنصوص عليه في هذا الأمر.
- يقترح على الحكومة كل القرارات والتدابير الضرورية لتنفيذ ترتيب دعم الاستثمار وتشجيعه.
- يحث ويشجع على استحداث مؤسسات وأدوات مالية ملائمة لتمويل الاستثمارات وتطويرها.
- يعالج كل مسألة أخرى تتصل بتنفيذ الأمر 03-01.

#### ب- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI):

تنشأ لدى رئيس الحكومة (الوزير الأول حالياً) وكالة وطنية للاستثمار<sup>2</sup>، وحسب نص المادة 21 من الأمر 03/01 الوكالة الوطنية للاستثمار هي مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تتولى الوكالة في ميدان الاستثمارات وبالارتباط مع الإدارات والهيئات المعنية على الخصوص المهام التالية<sup>3</sup>:

- ضمان ترقية الاستثمارات وتطويرها ومتابعتها.
- استقبال المستثمرين المقيمين وغير المقيمين وإعلامهم ومساعدتهم.
- تسهيل القيام بالإجراءات التأسيسية للمؤسسات وتجسيد المشاريع بواسطة خدمات الشبائيك الوحيدة اللامركزية.

<sup>1</sup> - المادة 19 من الأمر 03/01.

<sup>2</sup> - المادة 6 من الأمر 03/01.

<sup>3</sup> - المادة 21 من الأمر 03/01.

- تسيير ومنح المزايا المرتبطة بالاستثمار في إطار الترتيب المعمول به.
- تسيير صندوق دعم الاستثمار المذكور في المادة 28 من الأمر 03/01<sup>1</sup>.
- التأكد من احترام الالتزامات التي تعهد بها المستثمرون خلال مدة الإعفاء.
- المشاركة في تطوير وترقية مجالات وأشكال جديدة للاستثمار.
- تقدم كل الخدمات الإدارية والمعلومات المتعلقة بالاستثمار سواء للمقيمين أو غير المقيمين وتبلغهم بقرار القبول أو الرفض للاستثمار المرغوب والمزايا والحوافز المطلوبة وهذا في مدة أقصاها 30 يوما اعتبارا من تاريخ إيداع الطلب، تبليغ المستثمر بقرار منحه المزايا المطلوبة أو رفض منحه إياها.
- وفي حالة عدم الرد من قبل الوكالة أو الاعتراض على قرارها، يمكن أن يقدم المستثمر طعنا لدى السلطة الوصية على الوكالة التي يتاح لها أجل أقصاه خمسة عشر (15) يوما للرد عليه.
- كما يمكن أن يكون قرار الوكالة موضوع طعن أمام القضاء<sup>2</sup>.
- تتولى المؤسسة مهمة منح المساحات العقارية للاستثمار الصناعي، السياحي والخدماتي.
- يبين قرار الوكالة، زيادة على اسم المستفيد، المزايا الممنوح إياها وكذا الواجبات التي تقع على عاتقه طبقا للقانون<sup>3</sup>.

من خلال هاتين الهيئتين، تبدو مسألة ترقية وتطوير القطاع الخاص في الجزائر قد أخذت بعدا جديا، وذلك لكون الهيئتين تنتميان إلى أعلى سلم تنظيمي في السلطة التنفيذية ألا وهو رئاسة الحكومة. كما أن الضمانات والتسهيلات والمزايا الممنوحة من قبل هاتين الهيئتين الرسميتين للمستثمرين الوطنيين والأجانب والتي أقرها قانون تطوير الاستثمار، قد جعلت بيئة الاستثمار في الجزائر تبدو من الناحية النظرية والشكلية أكثر تأهيلا.

يضاف إلى كل ما سبق ذكره من إجراءات قانونية كلية وضعت أساسا لتكريس الإصلاحات وتدعيم هذا التوجه نحو اقتصاد السوق، وما تم خلقه من هيئات لدعم وتحفيز هذا التوجه، وبالتالي تهيئة بيئة الاستثمار القانونية والتنظيمية أمام المستثمرين الوطنيين والأجانب في إطار شامل، جملة أخرى من الإجراءات القانونية والتنظيمية الجزئية التي خصت قطاعات حيوية لها أهميتها البارزة في الاقتصاد الوطني، كقطاعات المحروقات والمعادن والاتصالات والمالية وأنظمة الجباية

<sup>1</sup> - فحسب نص المادة 28 من الأمر 03/01: ينشأ صندوق لدعم الاستثمار في شكل حساب تخصيص خاص. يوجه هذا الصندوق لتمويل التكفل بمساهمة الدولة في كلفة المزايا الممنوحة للاستثمارات، ولا سيما منها النفقات بعنوان أشغال المنشآت الأساسية الضرورية لإنجاز الاستثمار. يحدد المجلس الوطني المذكور في المادة 18 أعلاه جدول النفقات التي يمكن إدخالها في هذا الحساب. تحدد كيفيات تنظيم هذا الصندوق وسيره عن طريق التنظيم.

<sup>2</sup> - المادة 7 من الأمر 03/01.

<sup>3</sup> - المادة 8 من الأمر 03/01.

والضرائب والجمارك، حيث خصت هذه القطاعات وغيرها بجملة من القوانين والإجراءات التنظيمية التي حاولت أن تجعلها مجالات خصبة وعوامل تحفيز لاستقطاب الاستثمار الخاص<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: بيئة أداء الأعمال في الجزائر:

مما تقدم يتضح أن الجزائر قد أولت اهتماما متناميا لتحسين مناخ الاستثمار بها، وهذا من خلال إصدار العديد من القوانين والتشريعات، وبعث العديد من المؤسسات والهيئات، والمصادقة على العديد من الاتفاقيات المتعلقة بالاستثمار، والمشاركة في العديد من الملتقيات والندوات لتعريف بفرص الاستثمار في الجزائر. وعملت على معالجة مشكلة البيروقراطية وتسهيل الإجراءات الإدارية... كل هذه الجهود تهدف في مجملها إلى تحسين مناخ الاستثمار وجعله أكثر جاذبية ومواتيا لرغبات ومتطلبات المستثمرين.

ولكن ورغم كل هذه الجهود والمساعي التي بذلتها الجزائر لاستقطاب الاستثمار المحلي والأجنبي وتشجيعه، إلا أنها ما زالت بحاجة إلى المزيد من الجهود الإضافية لتذليل العقبات والمعوقات الإدارية والمؤسسية، وذلك لتحسين وضع بيئة الأعمال في الجزائر وجعلها أكثر جاذبية. تعتبر مؤشرات بيئة الأعمال التي يصدرها البنك الدولي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC التابعة لمجموعة البنك الدولي، من أكثر المؤشرات شمولاً لبيئة الأعمال عالمياً وفي بلدان الوطن العربي. وتشمل هذه المؤشرات جوانب أساسية تغطي دورة حياة المشروع الاستثماري وهي<sup>2</sup>:

- تأسيس الكيان القانوني للشركة وبدء النشاط التجاري.
- استخراج التراخيص.
- توظيف العاملين.
- تسجيل الملكية.
- الحصول على الائتمان.
- حماية المستثمرين.
- نظام دفع الضرائب.
- التجارة عبر الحدود.
- إنفاذ العقود.
- تصفية النشاط التجاري.

<sup>1</sup> - مرداودي كمال - الاستثمار الأجنبي المباشر وواقع سياسات تهيئة بيئة الاستثمار في الجزائر - الملتقى الدولي حول السياسات الاقتصادية بالجزائر - جامعة تلمسان 2004 - الجزائر.

<sup>2</sup> - تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - الكويت 2006 - ص 87.

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

كما يتكون كل مؤشر من عدة مؤشرات فرعية. ونستعرض فيما يلي هذه المؤشرات وذلك بالتركيز على حالة الجزائر مقارنة بالمغرب وتونس خلال الفترة 2004-2008.

### 1- مؤشر تأسيس المشروع:

يقاس هذا المؤشر من خلال أربعة عناصر فرعية تستخدم كمعايير لتأسيس كيان قانوني للأعمال في القطر وهي: عدد الإجراءات المطلوب اتخاذها، المدة الزمنية التي يحتاجها تنفيذ هذه الإجراءات، كلفة الإجراءات كنسبة من معدل دخل الفرد، والحد الأدنى من رأس المال المطلوب كنسبة من معدل دخل الفرد.

ويدل انخفاض عدد الإجراءات وقصر المدة الزمنية وانخفاض كلفة تأسيس الكيان القانوني للمشروع وحجم رأس المال المطلوب على أن وضع بيئة أداء الأعمال أفضل في الدولة، والحالة العكسية تدل على وضع سيء لبيئة أداء الأعمال فيها. والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

### جدول (3-1): مؤشر تأسيس المشروع

القطر	عدد الإجراءات			المدة الزمنية (يوم عمل)			كلفة انجاز الإجراءات % من دخل الفرد			الحد الأدنى لرأس المال % من دخل الفرد		
	2008	2006	2004	2008	2006	2004	2008	2006	2004	2008	2006	2004
تونس	10	10	9	11	11	14	7.9	9.3	11	0.0	28.3	327.3
المغرب	6	6	5	12	12	11	10.2	12.7	12.3	52.3	66.7	718.6
الجزائر	14	14	14	24	24	26	10.8	21.5	27.3	36.6	46.0	65.5

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

بمراجعة وضع هذه الدول في هذا المؤشر خلال عام 2008 ومقارنته مع الوضع خلال السنوات السابقة نلاحظ:

- ارتفاع عدد الإجراءات في كل من تونس والمغرب، بينما حافظت الجزائر على عدد الإجراءات المطلوبة لتأسيس الكيان القانوني للمشروع.
  - بالنسبة للمدة الزمنية اللازمة لتنفيذ الإجراءات نلاحظ انخفاضها في كل من تونس والجزائر، بينما زادت طولاً بيوم عمل واحد في المعدل.
  - وشهدت كلفة تأسيس الكيان القانوني للأعمال تحسناً في البلدان الثلاثة. ونفس الملاحظة بالنسبة لرأس المال الأدنى المطلوب لتأسيس الأعمال.
- وانخفاض نسب هذه المؤشرات يدل على تحسن بيئة الأعمال في هذه الأقطار فيما يخص هذه المؤشرات.

## 2- مؤشر استخراج تراخيص البناء:

أستحدث هذا المؤشر بموجب تقرير مناخ الاستثمار لسنة 2006، وهو يشبه نوعا ما المؤشر السابق، حيث يضم عدد الإجراءات اللازمة للحصول على هذه التراخيص، والمدة الزمنية اللازمة لذلك والتكلفة كنسبة من الدخل القومي للفرد. ويدل انخفاض عدد الإجراءات وقصر المدة الزمنية وانخفاض تكلفة الحصول عليها على وضع جيد لبيئة الأعمال.

والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

### جدول (2-3): مؤشر استخراج تراخيص البناء

القطر	عدد الإجراءات		المدة الزمنية (يوم عمل)		التكلفة % من دخل الفرد	
	2008	2006	2008	2006	2008	2006
القطر	20	24	84	79	1017.8	1031.9
تونس	19	21	163	217	292.5	264.9
المغرب	22	25	240	244	46.8	58.9

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

بمراجعة وضع هذه الدول في هذا المؤشر خلال عام 2008 ومقارنته مع الوضع خلال السنوات السابقة نلاحظ:

- انخفاض عدد الإجراءات والمدة الزمنية اللازمة للحصول على التراخيص في كل من المغرب والجزائر، كما ارتفعت المدة اللازمة للحصول على هذه التراخيص في تونس.
- وشهدت كلفة الحصول على هذه التراخيص تحسنا في الجزائر وتونس، بينما ارتفعت نسبيا في المغرب.

وانخفاض نسب هذه المؤشرات يدل على تحسن بيئة أداء الأعمال في هذه الأقطار.

## 3- مؤشر توظيف العاملين:

يتم قياس هذا المؤشر اعتمادا على مؤشرات فرعية تتعلق بمدى الصعوبة التي يواجهها أصحاب العمل في توظيف وفصل العمال وهي: مؤشر صعوبة التوظيف ومؤشر صعوبة الفصل من العمل، وذلك بنسب تتراوح بين 0 و100، مؤشر كلفة التوظيف كنسبة من الراتب، ومؤشر كلفة الفصل من العمل كعدد الرواتب الأسبوعية المدفوعة. وارتفاع قيمة هذه النسب يدل على تشدد أكبر في سوق العمل وبالتالي بيئة أكثر تعقيدا وسوء الأداء الأعمال في الدولة.

والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

جدول (3-3): مؤشر توظيف العاملين

القطر	مؤشر صعوبة التوظيف 100-0			مؤشر صعوبة الفصل من العمل 0-100			تكلفة التوظيف % الراتب			تكلفة الفصل من العمل عدد الرواتب الأسبوعية		
	2008	2006	2004	2008	2006	2004	2008	2006	2004	2008	2006	2004
تونس	61	17	28	80	80	100	-	21.8	-	17.3	17	29
المغرب	100	100	100	50	50	70	-	17.7	-	85.1	85	101
الجزائر	56	44	44	40	30	50	-	27.5	-	17	17	17

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

بمراجعة وضع هذه الدول في هذا المؤشر خلال عام 2008 ومقارنته مع الوضع خلال

السنوات السابقة نلاحظ ما يلي:

- بالنسبة لمؤشر صعوبة التوظيف نجد أن أدنى قيمة له وبالتالي أحسن وضعية لتونس بنسبة 28% رغم أنها كانت في 2006 أقل تشدد، ثم تليها الجزائر بتشدد أكبر بنسبة 44%، ثم المغرب الذي تميز بدرجة كبيرة من التشدد والصعوبة في التوظيف خلال الفترة.
- بالنسبة لمؤشر صعوبة الفصل من العمل نجد أن أدنى قيمة له في الجزائر ويعني درجة متوسطة من التشدد. ثم تليها المغرب بمعدل 50% وأخيرا تونس بـ 80% يعني درجة كبيرة من التشدد والصعوبة في الفصل من العمل.
- بالنسبة لتكلفة التوظيف نلاحظ أنها تمتاز بالانخفاض على مستوى الدول الثلاث بدرجات متقاربة. أما بالنسبة لتكلفة الفصل من العمل تتميز بالارتفاع جدا في المغرب بما يقارب أجر 85 أسبوع مقارنة بالجزائر وتونس الذي يقدر بـ 17 أسبوع.

4- مؤشر تسجيل الملكية:

ويقاس هذا المؤشر مدى سهولة أو صعوبة تسجيل العقارات والممتلكات، ويتضمن ثلاث مؤشرات فرعية: عدد الإجراءات اللازمة لتسجيل العقار ونقل ملكيته، المدة الزمنية اللازمة للتسجيل، وتكلفة نقل الملكية كنسبة من قيمة هذه الممتلكات. والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

جدول (3-4): مؤشر تسجيل الملكية.

القطر	عدد الإجراءات			المدة الزمنية اللازمة للتسجيل (يوم عمل)			تكلفة نقل الملكية % من قيمة الممتلكات		
	2008	2006	2004	2008	2006	2004	2008	2006	2004
تونس	5	5	4	57	57	39	6.1	6.1	6.1
المغرب	3	4	8	46	82	47	4.4	4.9	6.1
الجزائر	16	15	14	51	52	51	7.5	7.5	9.0

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

نلاحظ أنه خلال سنة 2008 مقارنة بالسنوات السابقة تحسن وانخفض عدد الإجراءات والمدة الزمنية اللازمة لتسجيل الممتلكات في كل من تونس والجزائر، وعلى العكس من ذلك تعقد الإجراءات وزيادتها في المغرب. ونفس الملاحظة بالنسبة لتكلفة نقل الملكية التي بقيت ثابتة في كل من الجزائر وتونس وارتفعت في المغرب.

### 5- مؤشر الحصول على الائتمان:

يقيس هذا المؤشر مدى سهولة أو صعوبة منح الائتمان للمستثمر وحمايته، وهو مؤشر يتكون من مؤشرين: المؤشر الأول وهو مؤشر الحقوق القانونية (لكل من طالب القرض / المدين ومانح القرض / الدائن) وهو يغطي قوانين منح الائتمان والإفلاس، وتتراوح قيمة المؤشر ما بين 0 إلى 10، حيث تدل القيمة الأعلى على وضع أفضل لتوسيع الائتمان. أما المؤشر الثاني وهو مؤشر معلومات الائتمان فيقيس نطاق ونوعية وسهولة توافر المعلومات الخاصة بالائتمان من السجلات الحكومية والخاصة، وتتراوح قيمة المؤشر ما بين 0 إلى 6، حيث تشير القيمة الأعلى إلى توافر أكبر للمعلومات الائتمانية.

والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

### جدول (3-5): مؤشر الحصول على الائتمان

القطر	مؤشر الحقوق القانونية (10-0)			مؤشر معلومات الائتمان (6-0)		
	2004	2006	2008	2004	2006	2008
تونس	4	3	3	2	3	5
المغرب	2	3	3	2	1	2
الجزائر	3	3	3	0	2	2

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

بالنسبة للوضع في هذه الدول نلاحظ تساوي مؤشرات الحقوق القانونية للائتمان في هذه الدول مما يعني ضعف قوانين الائتمان في هذه الدول على حد سواء. وبالنسبة لمؤشر معلومات الائتمان فقد تراوحت بين 2 في كل من الجزائر والمغرب مما يدل على عدم توافر المعلومات بشكل كافي حول الائتمان المطلوب من المستثمرين في البلد. أما بالنسبة لتونس فالوضع أفضل.

### 6- مؤشر حماية المستثمر:

يقيس هذا المؤشر مدى الحماية التي يحظى بها المستثمر من خلال توافر معلومات تتعلق بالملكية وبالبيانات المالية، ويتضمن مؤشر للإفصاح والذي يتضمن بدوره عدة عناصر فرعية تشمل معلومات عن حقوق تصويت المساهمين، تقارير مدققي الحسابات المرفوعة إلى أعضاء مجلس الإدارة، مدى الاستعانة بمدققين محايدين، ومدى توفر معلومات عن الملكية والبيانات المالية

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

لمستثمرين حاليين ومحتملين. يتراوح رصيد المؤشر ما بين صفر (عدم وجود إفصاح) إلى 7 نقاط (درجة إفصاح تامة). وكلما ارتفع الرصيد دل ذلك على تحسن درجة الإفصاح. هذا بالإضافة إلى مؤشر مسؤولية الإدارة، مؤشر سهولة مقاضاة المساهمين للإدارة بسبب سوء الإدارة، ومؤشر مدى قوة حماية المساهمين، حيث تتراوح قيمة هذه المؤشرات بين 0 و 10 وكلما ارتفعت قيمة هذه المؤشرات دلت على بيئة أفضل لأداء الأعمال. والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

جدول (3-6): مؤشر حماية المستثمر

مدى قوة حماية المساهمين			مقاضاة المساهمين للإدارة 10-0			مؤشر مسؤولية الإدارة 10-0			مؤشر الإفصاح في 2004 كان 7-0 وفي 2006 كان 10-0			القطر
2008	2006	2004	2008	2006	2004	2008	2006	2004	2008	2006	2004	
3.7	3.3	-	6	6	-	5	4	-	0	0	6	تونس
3.0	4.3	-	1	1	-	2	6	-	6	6	4	المغرب
5.3	5.3	-	4	4	-	6	6	-	6	6	2	الجزائر

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

من خلال قيم هذه المؤشرات خلال 2008 نلاحظ انعدام الإفصاح في تونس بعد أن كانت درجته مرتفعة خلال 2004 بنسبة 7/6 نقاط. على عكس الجزائر والمغرب التي تحسنت فيها درجة الإفصاح. وبالتالي حماية جيدة للمستثمر في هذه الأقطار. أما بالنسبة لمسؤولية الإدارة ومقاضاة المساهمين للإدارة فهي عند مستويات متوسطة في كل من تونس والجزائر وبدرجة منخفضة في المغرب. وتقريبا نفس الملاحظة بالنسبة لمدى قوة حماية المساهمين في الدولة، فنجد عند مستويات منخفضة في كل من تونس والمغرب، وبدرجة متوسطة في الجزائر.

### 7- مؤشر دفع الضرائب:

حيث يشتمل على العبء الضريبي الذي يتحمله المستثمر في القطر. ويتضمن هذا المؤشر مؤشرات فرعية تخص عدد الضرائب المدفوعة، نسبة الدفعات والضرائب المتعلقة بالعمال كنسبة من الأرباح، ومجموع الضرائب كنسبة من الأرباح التجارية. وكلما انخفضت نسبة أو قيم هذه المؤشرات دلت على بيئة جيدة للأعمال في القطر. والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

جدول (3-7): مؤشر دفع الضرائب

القطر	الدفعات (عدد)		نسبة ضريبة الأرباح		نسبة الدفعات والضرائب المتعلقة بالعمال كنسبة من الأرباح		إجمالي الضرائب كنسبة من الأرباح	
	2008	2006	2008	2006	2008	2006	2008	2006
تونس	22	45	11.9	11.1	24.6	25.3	59.1	58.8
المغرب	28	28	21.3	30.3	21.5	20.5	44.6	52.7
الجزائر	34	61	8.3	9.9	30.2	29.6	74.2	76.4

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

ما يلاحظ بشكل عام من الجدول هو الانخفاض في العبء الضريبي الذي يتحمله المستثمر في كل من الجزائر والمغرب في سنة 2008 مقارنة بسنة 2006. أما بالنسبة لتونس فنلاحظ ارتفاع إجمالي الضرائب كنسبة من إجمالي الربح خلال 2008 مقارنة بـ 2006.

#### 8- مؤشر التجارة عبر الحدود:

ويضم عدد من المؤشرات الفرعية تتمثل في عدد مستندات التصدير، الوقت المستغرق للتصدير بالأيام، تكلفة تصدير الشحنة بالدولار، ونفس المؤشرات بالنسبة للاستيراد. وكلما انخفضت عدد هذه المستندات وقلت المدة المستغرقة للتصدير أو الاستيراد وانخفضت تكلفة التصدير والاستيراد دلت على وضع جيد لبيئة الأعمال في هذا المؤشر. والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

جدول (3-8): مؤشر التجارة عبر الحدود

القطر	عدد مستندات التصدير		الوقت المستغرق للتصدير		تكلفة التصدير (دولار/ الشحنة)		عدد مستندات الاستيراد		الوقت المستغرق للاستيراد		تكلفة الاستيراد (دولار/ الشحنة)	
	2008	2006	2008	2006	2008	2006	2008	2006	2008	2006	2008	2006
تونس	5	5	17	18	733	770	7	8	23	29	858	600
المغرب	7	6	14	18	700	700	10	11	18	30	1000	1500
الجزائر	8	9	17	15	1248	1606	9	9	23	22	1428	1886

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

ما يمكن قوله عن وضع التجارة الخارجية في هذه الدول الثلاث أنه قد تحسن أداءها خلال سنة 2008 مقارن بـ 2006 حيث انخفضت تكلفة التصدير في تونس والجزائر وانخفضت معها

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

المدة المستغرقة للتصدير في تونس والمغرب، بينما زادت المدة في الجزائر. وتقريبا نفس الملاحظات بالنسبة لعملية الاستيراد، حيث انخفضت تكاليف الاستيراد في كل من الجزائر والمغرب، وعلى العكس من ذلك ارتفعت في تونس بأكثر من 40% مما كانت عليه في السابق. أما بالنسبة للمدة اللازمة للاستيراد فعرفت تحسنا في كل من تونس والمغرب أما الجزائر ارتفعت بيوم إضافي خلال الفترة.

### 9- مؤشر تنفيذ العقود:

يرصد هذا المؤشر مدى سهولة أو صعوبة تنفيذ العقود التجارية، وتم اختيار ثلاثة معايير لقياس ذلك من خلال عدد الإجراءات المنصوص عليها قانونا منذ لحظة الادعاء حتى تاريخ الدفع (التسوية المالية)، المدة الزمنية المطلوبة لحل النزاع (عدد الأيام) وكلفة تنفيذ العقود (أي الرسوم المدفوعة داخل المحكمة وأتعاب المحامين) كنسبة مئوية من قيمة الدين. حيث كلما ارتفعت النسبة والمؤشرات الأخرى دل على كلفة أعلى وبالتالي وضع أسوأ لبيئة أداء الأعمال في القطر. والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

### جدول (3-9): مؤشر تنفيذ العقود

القطر	عدد الإجراءات إنفاذ العقود			المدة الزمنية اللازمة (يوم عمل)			تكلفة إنفاذ العقود % من الدين		
	2004	2006	2008	2004	2006	2008	2004	2006	2008
تونس	14	21	39	27	481	565	12	17.3	21.8
المغرب	17	42	40	240	615	615	17.7	16.5	25.2
الجزائر	49	49	47	407	397	630	28.7	10.3	21.9

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

من خلال قراءتنا للجدول نلاحظ التطور السلبي للدول في مجال تنفيذ العقود واللجوء إلى المحاكم بسبب تعقد الإجراءات وكثرتها. وطول المدة الزمنية اللازمة للتنفيذ. وكذا كلفة تنفيذ هذه العقود في كل الدول الثلاث، مما يعكس الوضع السيئ لبيئة أداء الأعمال في هذه الدول.

### 10- مؤشر إغلاق الشركة:

يتكون هذا المؤشر من ثلاثة معايير، معيار المدة الزمنية ومعيار التكلفة اللازمتين لتسوية الإفلاس (وتشمل التكلفة أتعاب المحكمة، والموظفين الذين يعالجون التفليسة، المحامين والمحاسبين وغيرهم). وذلك كنسبة من الأموال والعقارات بعد الإفلاس. أما المعيار الثالث فهو المبلغ المسترد والذي يقيس مدى فعالية الإجراءات المتبعة في إتمام الرهن ومعالجة التفليسة، ويعبر عنه بالسنتات المستردة مقابل كل دولار واحد.

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

القيم الأعلى لمدة التصفية والكلفة المرتفعة تعكس تعقيدات أكبر في تصفية الشركة وارتفاع تكلفة ذلك. وكلما ارتفع المبلغ المسترد كان الوضع أفضل من حيث استرداد الحقوق التي تمت تصفيتها.

والجدول التالي يوضح وضع الدول الثلاث في هذا المؤشر.

جدول (3-10): مؤشر إغلاق الشركة

القطر	مدة التصفية (بالسنوات)			الكلفة (كنسبة من قيمة العقار)			المبلغ المسترد (بالسننات مقابل الدولار)		
	2008	2006	2004	2008	2006	2004	2008	2006	2004
تونس	1.3	1.3	1.3	7	7	8	52.3	51.2	50.1
المغرب	1.8	1.8	1.8	18	18	18	35.1	35.1	34.8
الجزائر	2.5	2.5	3.5	7	7	4	41.7	41.7	37.1

المصدر: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية خلال الفترة.

بالنسبة للوضع في الدول الثلاث نلاحظ تقريبا ثبات الوضع في كل المؤشرات الثلاث مما يعني أن الوضع مستقر وعدم قيام الدول بإجراءات من أجل تحسين بيئة أداء الأعمال فيما يخص هذا المؤشر.

وبأخذ المتوسطات الإجمالية لكل إقليم من أقاليم العالم تأتي بلدان الوطن العربي كإقليم في المرتبة الرابعة بعد كل من بلدان منطقة التعاون الأوروبي والتنمية، أوروبا الشرقية وآسيا الوسطى، شرق آسيا والمحيط الهندي، ويلي الإقليم العربي كل من إقليم أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي وجنوب آسيا، وإفريقيا جنوب الصحراء<sup>1</sup>.

وإذا قسمنا مجموع الرتب (181 دولة أي رتبة وذلك حسب تقرير بيئة الأعمال الصادر من البنك الدولي سنة 2009) إلى ثلاث فئات: تشير الفئة الأولى (1-60.3) إلى البلدان ذات الأداء المرتفع في ممارسة نشاط الأعمال. والفئة الثانية (60.4-120.7) تمثل فئة البلدان ذات الأداء المتوسط. والفئة الثالثة (120.8-181) التي تمثل البلدان ذات الأداء المنخفض.

بناء على ذلك يلاحظ أن المؤشر الإجمالي لسهولة ممارسة الأعمال يتضمن فقط أربعة بلدان ذات أداء مرتفع في سهولة ممارسة الأعمال (السعودية، الإمارات، الكويت، وعمان). وخمسة بلدان ذات أداء متوسط (تونس، اليمن، لبنان، الأردن، ومصر)، في حين تقع بقية البلدان العربية المشمولة بالتقرير (المغرب، الضفة الغربية وقطاع غزة، الجزائر، سوريا، السودان، العراق، جيبوتي، وموريتانيا) في الفئة المنخفضة الأداء.

<sup>1</sup> - أحمد الكواز - بيئة القطاع الخاص: النظرية والواقع- المؤتمر الدولي حول "القطاع الخاص في التنمية: تقييم وإستشراف" بيروت 23،25 مارس 2009- لبنان.

ويلخص الجدول (3-11) وضع بلدان الوطن العربي وفقا لعضويتها في الفئات الثلاث المقترحة أعلاه.

معنى ذلك أن هناك 5 دول عربية فقط من مجموع 181 أعضاء في الفئة الأولى (المرتفعة) من ممارسة الأعمال على شكل "بدء المشروع"، و 3. 5. 9. 1. 3. 1. 6. 6. 3. دول في المؤشرات الأخرى على الترتيب ضمن الفئة الأولى (المرتفعة) من ممارسة نشاط الأعمال على شكل: التعامل في التراخيص، توظيف العاملين، تسجيل الممتلكات، الحصول على الائتمان، حماية المستثمرين، تنفيذ العقود، دفع الضرائب، تجارة الحدود وإغلاق المشروع. في حين ترتفع أعداد هذه الدول في الفئة المتوسطة: 4. 7. 6. 9. 15. 14. 6. 4. 8. 7 في نفس المؤشرات على التوالي. ثم ينخفض عدد الدول نسبيا في المشاركة في الفئة الثالثة (المنخفضة) لتصل إلى 8. 7. 5. 2. 1. 0. 4. 4. 10. 7 في المؤشرات السابقة على التوالي.



وإذا ما تحدثنا عن الجزائر بصفة خاصة فنجدها لا تنتمي إلى الفئة الأولى سوى من خلال مؤشر إغلاق المشروع. أما انتمائها إلى الفئة الثانية (المتوسطة) فكان من خلال خمس (5) مؤشرات وهي التعامل مع التراخيص، توظيف العاملين، الحصول على الائتمان، وحماية المستثمرين، تجارة الحدود، أما باقي المؤشرات فجاءت ضمن الفئة المنخفضة وهي مؤشر بدء المشروع، تسجيل الممتلكات، تنفيذ العقود، دفع الضرائب.

ويتضح من خلال مؤشرات أداء الأعمال التي يعدها البنك الدولي لمدى سهولة أو تعقيد الإجراءات الإدارية والمؤسسية أن الجزائر ملزمة ببذل المزيد من الجهود قصد تسهيل الإجراءات والتقليل من التكاليف والأعباء لأداء الأعمال. وذلك لتحسين بيئة الاستثمار بها. لان كل البيانات المتعلقة ببيئة الاستثمار في الجزائر تشير إلى بعدها عن المعدلات العالمية والإقليمية.

## المبحث الثاني: بورصة الجزائر.

إن الجزائر ورغبة منها لدخول اقتصاد السوق والاندماج في الاقتصاد العالمي واستكمالاً للإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها مع نهاية الثمانينات، فقد سعت جاهدة من أجل إنشاء سوق مالية والعمل على تطويرها وضمان سيرها لتحقيق أهدافها المرجوة.

لكن ورغم المجهودات المبذولة، إلا أن بورصة الجزائر بقيت بعيدة عما كان ينتظر منها لوجود عراقيل حالت دون تطورها، ومن ثم فلا بد على السلطات الجزائرية توفير المناخ الملائم والعمل على تجاوز العراقيل من أجل تطوير السوق.

وعليه سوف نحاول في هذا المبحث تقديم بورصة الجزائر، من خلال التعرض إلى نشأة وتنظيم بورصة الجزائر، والأطراف المتدخلة في بورصة الجزائر في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني إلى آلية عملها.

### المطلب الأول: نشأة وتنظيم بورصة الجزائر

#### 1- نشأة بورصة الجزائر:

تدخل فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها الجزائر في نهاية الثمانينات، فقد ظهرت عدة قوانين اقتصادية خلال العام 1988، منها القانون 88-01 الصادر بتاريخ 1988/01/12 المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية، والقانون رقم 88-03 المؤرخ في 1988/01/12 والخاص بإنشاء صناديق المساهمة، حيث تم تقسيم رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية المستقلة إلى عدد من الأسهم ووزعت بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العمومية إلى شركات أسهم (SPA) تسير حسب أحكام القانون التجاري المكمل والمعدل بقوانين عام 1988<sup>1</sup>. واعتماد نظام شركات الأسهم يتطلب إنشاء سوق مالية تتداول فيها هذه الأسهم وهي البورصة.

ولقد مرت بورصة الجزائر أثناء إنشائها بالمراحل التالية:

- **المرحلة الأولى:** وهنا قامت صناديق المساهمة بإمضاء العقد التأسيسي لبورصة الجزائر تحت اسم "شركة القيم المنقولة SVM" وهي شركة ذات أسهم يقدر رأسمالها بمبلغ 320000 دج، يديرها مجلس إدارة مكون من 8 أعضاء، يمثل كل عضو أحد صناديق المساهمة. وبالإضافة إلى ذلك صدرت في 28 ماي 1991 ثلاثة تشريعات منظمة لنشاط هذه الشركة<sup>2</sup>:

- المرسوم التنفيذي رقم 91 - 169: حيث شرح فيه المشرع كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية وحدد الشكل القانوني لبورصة الجزائر، إذ اعتبرها شركة أسهم.

<sup>1</sup> - جبار محفوظ - أداء بورصة الجزائر: الواقع والأفاق - مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة- جامعة الجزائر- العدد 17 المجلد 1: 2008- ص 14.

<sup>2</sup> - شمعون شمعون - البورصة: بورصة الجزائر - مرجع سبق ذكره - ص 79.

- المرسوم التنفيذي رقم 91 - 170 وشرح فيه أنواع الأوراق المالية وأشكالها وشروط إصدارها وكيفية تداولها وتحويلها.
- المرسوم التنفيذي رقم 91 - 171 والمتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة السوق المالية، والتي أوكلت لها مهام تنظيم السوق، قبول المتعاملين، وممارسة الرقابة.
- المرحلة الثانية: بقيت هذه الشركة دون تشغيل وتأخرت في الانطلاق بالنظر إلى العوائق التنظيمية وضآلة رأس مالها، وكذا المشاكل الأخرى المرتبطة بضبط مهامها، ورغبة في رفع هذه العقبات تم في شهر فيفري 1992 اتخاذ قرار برفع رأسمالها ليصل إلى مبلغ 9320000 دج، وتم تغيير اسمها إلى "بورصة القيم المنقولة BVM" وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المنقولة في غضون عام 1993 بمقتضى المرسومين التشريعيين<sup>1</sup>:
- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر المتضمن القانون التجاري، حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها.
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة، وشرع العديد من الجوانب منها إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، ومنح لها الصلاحيات مما يجعل أي نشاط متعلق بالبورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.
- وتوالى صدور عدد من المراسيم التنفيذية والأنظمة القانونية قصد استكمال شروط قيام بورصة الجزائر، ويمكن ذكر بعضها:
- المرسوم التنفيذي رقم 96 - 08 المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية.
- النظام رقم 96 - 03 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وكذا واجباتهم.
- النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 ديسمبر 1997 المتضمن قواعد سير بورصة الجزائر.
- المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة تم الانتقال من مرحلة إصدار التشريعات وتحديد الهيئات المنظمة لسير بورصة الجزائر إلى مرحلة النشاط الفعلي لها، حيث تم تسجيل طلب دخول لثلاث شركات إلى البورصة، وكانت أول جلسة تداول في شهر سبتمبر 1999، حيث تم القيام بتسعير سهم الرياض سطيف، وبعد أسبوع تم تسعير أسهم صيدال، أما سهم الأوراسي فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر. وفيما يخص السندات فلقد تم تسعير سند سونطراك وتداوله أول مرة في البورصة في

<sup>1</sup> - ناصر المهدي - الإصلاحات المالية في الجزائر - مجلة آفاق العدد 04 - جامعة البليدة 2005 - ص46.

شهر أكتوبر 1999، وكانت سونطراك قد طرحت قرضا سنديا قبل ذلك في بداية 1998 بفائدة 13% وتم تداوله داخل القطاع المصرفي حتى شهر أكتوبر 1999.

## 2- تنظيم بورصة الجزائر:

من أجل ضمان السير الحسن لبورصة الجزائر، تم إنشاء مجموعة من الهيئات بموجب المرسوم التشريعي 93-10 الذي تم بموجبه تعيين هيئة ممثلة للسلطة العمومية تقوم بمهمة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وقد تم تعديل هذا المرسوم بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 والذي نص على أن بورصة القيم المنقولة تشمل على ما يلي:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتمثل سلطة سوق القيم المنقولة.
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- المؤتمن المركزي على السندات.

### أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:

تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 المعدل بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، على أنها سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي<sup>1</sup>.

وتتكون هذه اللجنة من رئيس وستة (6) أعضاء، يعين الرئيس لمدة نيابة تدوم أربع سنوات<sup>2</sup>. ويعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي لمدة أربع (4) سنوات. وذلك وفقا للشروط المحددة عن طريق التنظيم المعمول به، وتبعا للتوزيع التالي<sup>3</sup>:

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

تتولى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسر خاصة<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> - المادة 20 من المرسوم التشريعي 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003.

<sup>2</sup> - المادة 21 من المرسوم التشريعي 03-04.

<sup>3</sup> - المادة 22 من المرسوم التشريعي 03-04.

<sup>4</sup> - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها. مطبوعات COSOB - 2004.

- **حماية المستثمرين في القيم المنقولة:** تسهر اللجنة على حماية المدخرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجا للإدخار علنا عند إصداره قيما منقولة. لا تتضمن تأشيرة اللجنة تقدير لجدوى العملية المقررة من طرف مصدرها أو لنوعية السندات المصدرة، فهي تعني فقط أن الإعلام الذي تضمنته المذكرة الإعلامية مناسب، ما يسمح للمستثمر باتخاذ قراره للاكتتاب في القيم المنقولة أو لاقتنائها عن دراية.
- **مراقبة السوق:** تتمثل المهمة الرئيسية من مراقبة السوق في ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وشفافيتها من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والمؤتمن المركزي للسندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. وتسمح هذه المراقبة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من:
- أن الوسطاء في عمليات البورصة يحترمون القواعد الرامية إلى حماية السوق من أي سلوك احتيالي.
- أن السوق تشتغل حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر.
- أن إدارة الأوراق المالية وتسييرها تسييران وفق القواعد التي حددتها سلطة ضبط السوق. وترمي هذه المراقبة أيضا إلى ترصد أي جنحة في البورصة، أو جنحة استعمال المعلومات السرية، أو التلاعب بالأسعار، أو المعلومات الخاطئة أو المظلمة.
- كما تزود اللجنة من أجل القيام بمهامها إضافة إلى سلطة المراقبة، بسلطة تنظيمية، سلطة التأهيل والاعتماد، وسلطة تأديبية وتحكيمية.
- السلطة التنظيمية<sup>1</sup>:** تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية.
- وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي:
- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي.
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني للإدخار.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.
- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي للسندات.
- سلطة الاعتماد والتأهيل:** تعتمد اللجنة ووسطاء في عمليات البورصة، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، وصناديق التوظيف المشترك. وتؤهل ماسكي الحسابات وحافظي السندات.

<sup>1</sup> - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة- التقرير السنوي لسنة 2008- ص 10.

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

السلطة التأديبية والتحكيمية: تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتكون من الرئيس وعضوين ينتخبان من ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وقاضيين يعينهما وزير العدل.

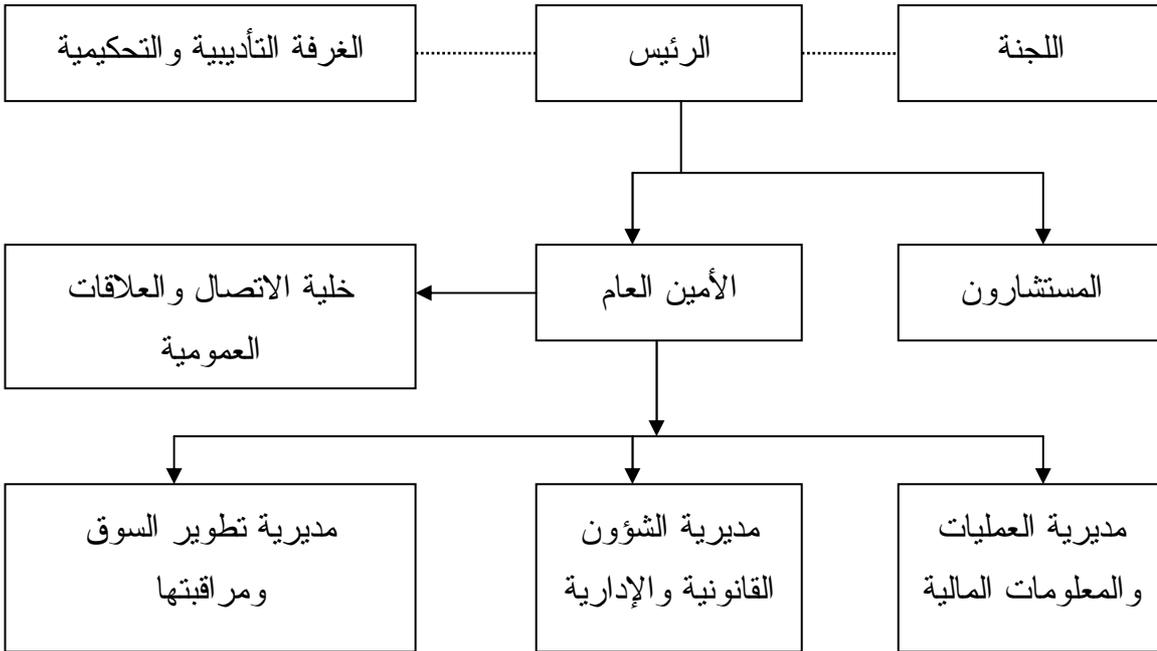
في المجال التأديبي: تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

أما في مجال التحكيم، تختص الغرفة بدراسة النزاعات التي تحدث بين الوسطاء في عمليات البورصة، وبين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير القيم، بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للقيم.

وللجنة، من أجل القيام بعملها، أمانة تزود بمصالح إدارية وتقنية وتتكون من: أمين عام، مستشارين يوضعون لدى الرئيس، ثلاث مديريات (الشؤون القانونية والإدارية، العمليات والمعلومات المالية، تطوير السوق ومراقبتها).

وفيما يلي الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

الشكل (3-1): الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة



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

ب - شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV:

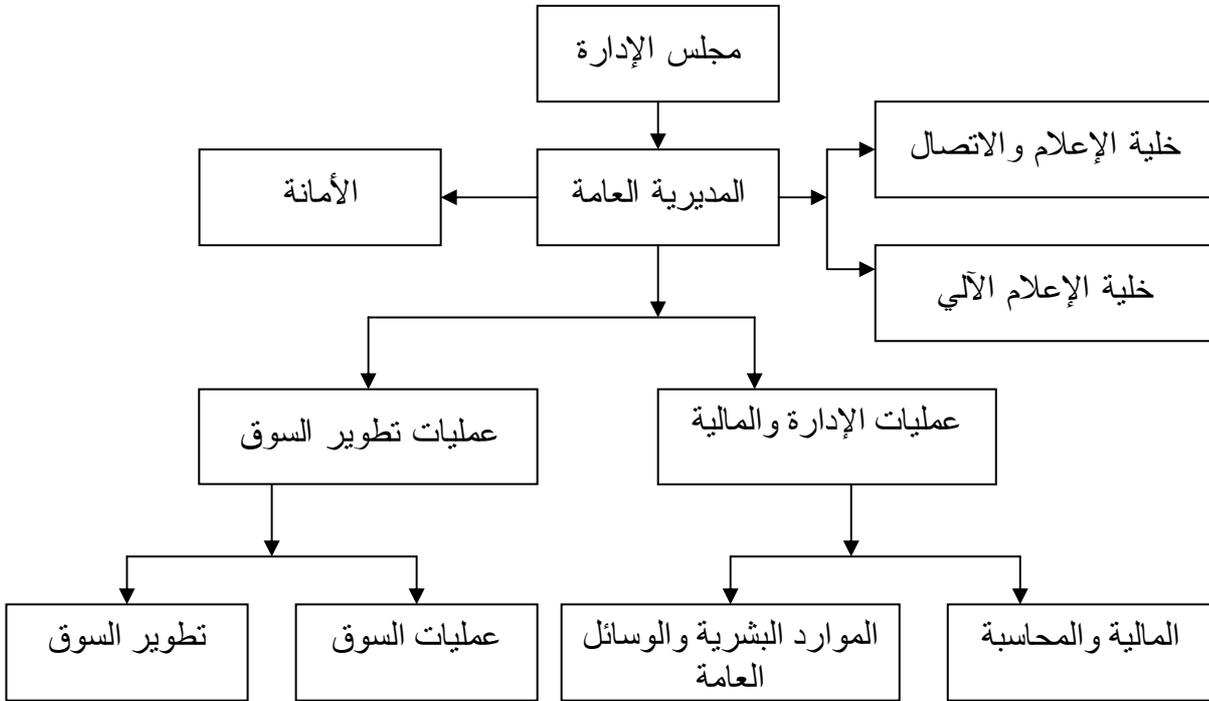
تأسست هذه الشركة لأول مرة بتاريخ 09 ديسمبر 1990 تحت تسمية "شركة القيم المنقولة" وذلك من خلال الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية، لتصبح في 25 ماي 1997 بتسمية

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

شركة إدارة بورصة الأوراق المالية" ثم إلى "شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003.

تتخذ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شكل شركة ذات أسهم يحوز مجموع أسهمها الوسيطاء في عمليات البورصة المعتمدين من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. تكلف شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، تحت مراقبة سلطة السوق بما يلي<sup>1</sup>:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
  - التنظيم المادي لجلسات البورصة وتسيير منظومة التداول والتسعير.
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.
  - التأكد من شرعية المعاملات التي يقوم بها الوسيطاء.
- وفيما يلي الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم:



Source: l'organigramme de SGBV [www.sgbv.com](http://www.sgbv.com)

### ج- المؤتمر المركزي على السندات:

تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في شكل شركة ذات أسهم تحمل اسم "Algérie Clearing" برأس مال اجتماعي 65000000 دج موزعة بين مجموعة من المساهمين، وهم:

<sup>1</sup> - شركة تسيير بورصة القيم المنقولة - مطبوعات COSOB - 2004.

- البنك الخارجي الجزائري.
- القرض الشعبي الجزائري.
- البنك الوطني الجزائري.
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.
- المؤسسات المدرجة في البورصة (مجمع صيدال، شركة تسيير فندق الاوراسي، مؤسسة الرياض سطيف).

وتتمثل المهمة الأساسية للمؤتمن المركزي في <sup>1</sup>:

- حفظ السندات، والذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب لآخر
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر معلومات متعلقة بالسوق.
- يسمح بتقليص آجال إتمام الصفقات، كما يحسن بشكل كبير معالجة العمليات على السندات.

### 3- المتدخلون في بورصة الجزائر:

يتدخل في بورصة الجزائر العديد من الأطراف، يمكن تحديدهم كما يلي:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
  - هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
  - أ- الوسطاء في عمليات البورصة.
- يعتبر الوسيط شخصا طبيعيا أو معنويا متخصصا في بيع وشراء الأوراق المالية، ولممارسة نشاطه يجب أن يتحصل على الترخيص من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- فبالنسبة للأشخاص الطبيعيين <sup>2</sup>:
- بلوغ سن 25 سنة على الأقل.
  - التمتع بكامل القوى العقلية والأهلية والنزاهة لحماية المدخرين.
  - حيازة شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.
  - أن يكونوا قد تابعوا بنجاح تكوينا في ميدان تجارة وتسيير القيم المنقولة، واكتساب خبرة مهنية.

<sup>1</sup> - المؤتمن المركز على السندات - مطبوعات COSOB - 2004.

<sup>2</sup> - المادة 05 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03/06/1996 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

- أن يمتلك محل ملائم لممارسة نشاطه.
- تقديم كطلب الاعتماد على مستوى اللجنة.
- تقديم كفالة تقدر بـ 500000 دج، ويمكن للجنة أن تحدد مبلغ أكبر إذا كانت طبيعة النشاط تتطلب ضمانا أكبر.
- أما بالنسبة للأشخاص المعنويين<sup>1</sup>:
  - الحد الأدنى لرأس المال هو 1000000 دج .
  - أن يكون مقر الشركة بالجزائر.
  - أن يكون لديهم مسير على الأقل تتوفر فيه شروط الشخص الطبيعي كوسيط، يتكفل بالإدارة العامة للشركة.
  - تقديم طلب الاعتماد لدى اللجنة.
- من أبرز المهام المخولة إلى هؤلاء الوسطاء الطبيعيين والمعنويين ما يلي:
  - عملية شراء وبيع القيم المنقولة لحساب الغير أو لحساب الوسيط نفسه.
  - تسيير محفظة القيم المنقولة بموجب توكيل.
  - الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.
  - حفظ القيم المنقولة وإدارتها.
- أما عن أهم الوسطاء في بورصة الجزائر فهم:
  - شركة "الراشد المالي" المكونة من بنك الجزائر الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، وصندوق التامين وإعادة التامين CCR.
  - المؤسسة المالية العامة DOGEFI ممثلة من طرف كل من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، والشركة الجزائرية للتامين الشامل CAAT.
  - المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف SOFICOP والمشكلة من طرف البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، الشركة الجزائرية للتامين SAA.
  - شركة توظيف القيم المنقولة والتي يشارك فيها كل من البنك الجزائري للفلاحة والتنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتامين وإعادة التامين CAAR.
  - يونيو بنك (وهو الوسيط الوحيد برأس مال خاص).
- وبمقتضى المرسوم رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة تمت تصفية شركات الوساطة السابقة ذكر (بعد الاعتماد الذي منح لها والذي كان بصفة انتقالية لمدة 5 سنوات) وإنشاء

<sup>1</sup> - المادة 06 من نفس النظام.

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

أقسام مختصة بتسيير القيم المنقولة والمتمثلة في البنوك العمومية التي طلبت الاعتماد من اللجنة، وبهذا تم اعتماد 06 بنوك عمومية بصفة وسيط في عمليات البورصة وكان ذلك سنة 2004، وبالتالي أصبحت تركيبة الوسطاء في بورصة الجزائر كما يوضحها الجدول التالي:

جدول (3-12): البنوك المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية بالجزائر

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

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2004، ص 28.

### ب- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM:

وهي عبارة عن مؤسسات تهدف إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما كان حجمه لاستثماره في سوق الأوراق المالية. ويتمثل المدخرون المعنيون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالي، باختيارهم هذه الورقة أو تلك، فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بالتوظيف في ذلك السوق.

ويتم التمييز بين نوعين من هذه الهيئات<sup>1</sup>:

- شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير.
- الصندوق المشترك للتوظيف.

<sup>1</sup> - المادة 01 من الأمر 96-08 مؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير<sup>1</sup>: هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهما تماشيا مع طلبات الاكتتاب، ويصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة.

ويخول وضع المساهم لصاحبه عددا معيناً من الحقوق مثل حق التصويت في الجمعيات العامة، الحق في الإعلام، والحق في الحصول على حصة من الأرباح.

**الصندوق المشترك للتوظيف FCP**: هو عبارة عن ملكية مشتركة للقيم المنقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال متغير، ويصدر حصصاً، وليس لحامل الحصص أي حق في الحقوق المخولة للمساهم، وتتولى تسييره شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص وفي صالحهم دون سواهم.

هذا ويمكن قبول أسهم شركة ذات رأس مال متغير وحصص صندوق التوظيف المشترك ضمن تسعيرة بورصة القيم المنقولة حسب الشروط التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة<sup>2</sup>.

ومن مزايا التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

- إمكانية الشراء والبيع في أي وقت.
  - الحصول من خلال الحافظة المستثمرة، على أنواع شتى من السندات.
  - تسيير يقوم به محترفون.
  - قواعد استثمار واضحة تنوع المخاطر.
  - إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين، وذلك بفضل آلية المراقبة الموسوعة.
- يتطلب تأسيس هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في البداية إيداع مؤسسيها ملف طلب الاعتماد لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة يتضمن القانون الأساسي لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، ومشروع النظام فيما يخص صندوق التوظيف المشترك. بالإضافة إلى البيانات المتعلقة بالمسيرين، تنظيم والوسائل الخاصة لتسييرها، وثائق الإعلام الموجهة للجمهور.
- يحدد رأس المال الأدنى عند تأسيس شركة استثمار ذات رأس مال متغير بمبلغ 5000000 دج، أما المبلغ الأدنى لأصول صندوق التوظيف المشترك فيحدد بـ 1000000 دج.
- وتتكون هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة من: شركة تسيير ومؤسسة مؤتمنة، تتولى شركة التسيير مهمة التسيير المحاسبي والمالي لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. وتضطلع المؤسسة المؤتمنة، وهي البنك غالباً، بدور هام يتمثل فيما يلي:
- السهر على قانونية قرارات التسيير المتخذة لصالح OPCVM .

<sup>1</sup> - المادة 02 من الأمر 08-96  
<sup>2</sup> - المادة 04 والمادة 14 من الأمر 08-96.

- القيام بحفظ أصول OPCVM.

ويتجسد دخول OPCVM طور النشاط من خلال إصدار أسهمها وحصصها وتسويقها لدى الجمهور المستثمر، غير أن هذه المرحلة تكون مسبقة بنشر وثيقة إعلامية تسمى "النشرة الإعلامية" توضح عليها قانونا لجنة تنظيم عمليات البورصة، وتتمثل المعلومات الأساسية الموجودة فيها فيما يلي:

- تقديم OPCVM.

- سياسة التوظيف.

- معلومات تخص المؤسسين والمسيرين.

- كفايات الاكتتاب وإعادة الشراء.

- نفقات التسيير والعمولات.

- اسم المؤمن.

- المؤسسات المعنية لاستلام عملية الاكتتاب وإعادة الشراء.

- سياسة تخصيص النتائج (الرسلة والتوزيع).

**المطلب الثاني: آلية عمل بورصة الجزائر.**

سنعرض في هذا المطلب إلى آلية عمل بورصة الجزائر وذلك من خلال التعرف على القيم المنقولة المقبولة للتداول فيها، ثم إلى الأوامر ونظام التسعير فيها، شروط وطرق إدراج المؤسسات في البورصة. ثم نتعرض إلى المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

**1- القيم المنقولة:**

القيمة المالية سند مالي قابل للتداول، يصدره كيان قانوني (شركة جماعية، هيئة عمومية أو خاصة...) يرغب في الحصول على تمويل يوجه لانجاز مشاريع معينة، وتشهد هذه السندات لأصحابها بحيازتهم جزءا من رأس المال (مساهمون) أو بامتلاكهم حقا للدين على الذمة المالية للكيان المصدر (دائنون).

ويمكن إصدار هذه القيم من شركات المساهمة التي تستوفي عددا معينا من الشروط المحددة في القانون التجاري وتهدف هذه الشروط إلى تقديم قدر أقصى من الضمانات وشفافية مالية مثلى للمكتتبين في هذه القيم المنقولة.

ومن جهة أخرى، يمكن للجماعات المحلية أو الهيئات العمومية التي تتمتع بضمان من الدولة أن تصدر، هي أيضا قيما منقولة ولا سيما منها سندات الدين، قصد تمويل مشاريع كبرى مثل الطرق السريعة والسدود.... الخ<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - القيم المنقولة - مطبوعات COSOB - 2004.

توفر بورصة الجزائر قيما متنوعة معروضة للتداول والاستثمار فيها، وتتمثل هذه القيم في الأوراق المالية التالية<sup>1</sup>:

- **الأسهم**: لقد حدد القانون التجاري لسنة 1993 أصنافا مختلفة من الأسهم يمكن تداولها في بورصة الجزائر وهي:

**الأسهم العادية**: وهي عبارة عن أوراق مالية صادرة من طرف شركة ذات أسهم تمثل مقابل جزء من رأسمالها.

**أسهم التمتع**: وهي صكوك يستلمها المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية لسهمه ويشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة ويتم ذلك عن طريق القرعة.

- **السندات**: السندات هي أوراق مالية افتراضية تمثل قيمة معينة من رأس المال أو المبلغ الأصلي، قابلة للتسديد في مدة معينة، تدر فائدة معلومة وبشروط محدد، وهناك عدة أنواع من السندات من بينها:

**سندات ذات النسبة الثابتة**: هي عبارة عن دين متوسط أو طويل المدى، تصدرها شركات أو حكومات تتعهد بدفع عائد ثابت طوال مدة الاقتراض وبسداد رأس المال المقرض في أجل مسمى حسب الكيفيات المنصوص عليها في عقد الإصدار.

**سندات ذات نسب متغيرة**: وهي سندات تتغير نسبة مكافأتها من سنة إلى أخرى بحسب المؤشر المرجعي، ويسمح ذلك بتفادي التقلبات في أسعار البورصة المترتبة على التغيرات في نسبتها، وتكون نسبة دنيا مضمونة عادة.

**سندات قابلة للتحويل إلى أسهم**: وهي السندات التي يكون لصاحبها إمكانية، وليس إلزامية، استبدالها بسندات الملكية الممثلة في أسهم المصدر نفسه.

**سندات ذات أذونات اكتتاب بالأسهم**: السند أذن اكتتاب الأسهم هو قبل كل شيء سند عادي ذو نسبة ثابتة يتصل به أذن أو أكثر، وتخول هذه الأذونات الحق في اكتتاب أسهم جديدة تصدرها الشركة وفق شروط وأجال يحددها عقد الإصدار.

- **قيم منقولة أخرى**:

**أذونات الاكتتاب أو سندات الاكتتاب**: وهي أوراق تسمح بشراء أسهم بسعر محدد مسبقا وطوال مدة محدودة، وتمثل سندات الاكتتاب قيما منقولة للتوظيف تصدرها الشركات أثناء عمليات مالية (الزيادة في رأس المال) وتترتب عليها نشأة أسهم جديدة. يمكن فصل اذونات الاكتتاب عن الأسهم وتداولها منفصلة في البورصة.

<sup>1</sup> - دليل القيم المنقولة - مطبوعات COSOB - 2004.

**حقوق الاكتتاب:** وهي مزايا تمنح للمساهمين العاديين بتمكينهم من شراء أسهم إضافية مباشرة من الشركة المصدرة، بسعر محدد وطوال مدة محددة، وتصدر هذه الحقوق بعدد يتناسب وعدد الأسهم التي يجوزها كل مساهم.

**شهادات الاستثمار:** وهي قيم منقولة تشبه الأسهم من دون حق في التصويت، وتنتج عن تقسيم سهم عادي إلى قسمين متميزين، وهما شهادة الاستثمار والحق في التصويت، ولا يمكن لحامل شهادة الاستثمار المشاركة في الجمعيات العامة والتصويت فيها. ولكنه يستفيد من الحقوق المالية المتصلة بالأسهم (الحق في الأرباح، في الإعلام، في الاكتتاب في حالة الزيادة في رأس المال والحق مما تبقى من التصفية).

**شهادات الحق في التصويت:** تصدر شهادات الحق في التصويت (الاسمية وجوبا) على غرار شهادات الاستثمار بمناسبة الزيادة في رأس المال أو عند تجزئة الأسهم الموجودة. وتمثل الحقوق غير المالية المتصلة بالأسهم، وتصدر بعدد المساوي لعدد شهادات الاستثمار.

**صناديق الاستثمار:** لا تعرف بورصة الجزائر سوى شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة وهي شركة "سليم" التي تم اعتمادها سنة 1998 إلا أنها لم تفتح على الجمهور إلا في سنة 2006.

وعليه يتبين لنا انه لا يقبل في بورصة الجزائر حاليا سوى صنفان من الأوراق المالية في جدول التسعيرة وهما: الأسهم العادية المصدرة من طرف الشركات ذات الأسهم والسندات العادية، على الرغم من أن المشرع قد سمح بإصدار عدة أنواع منها وهي<sup>1</sup>: الأسهم العادية، الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة في الحق في التصويت، الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون الحق في التصويت، شهادات الاستثمار مع الحق في التصويت، شهادات الاستثمار دون الحق في التصويت، سندات المراقبة بقسيمات الاكتتاب في الأسهم، السندات العادية، سندات المساهمة.

## 2- الأوامر ونظام التسعير في بورصة الجزائر:

من بين أنواع الأوامر المتعامل بها في بورصة الجزائر نجد<sup>2</sup>:

- **أمر بسعر السوق أو بالسعر الأحسن:** لا يفيد الأمر هما بأي بيان للسعر وينفذ من باب الأولوية، حسب الأوامر الموجودة والإمكانات المتاحة في السوق.
- **الأمر ذو السعر المحدود:** وهو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء السندات أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به السندات. وفي غياب بيان يخص الحد فإن الأمر يعالج كأمر في السوق كأمر بالسعر الحسن.
- **الأمر الممكن الرجوع فيه:** يكون الأمر صالحا إلى غاية الحصة الأخيرة من تسعيرة البورصة.

<sup>1</sup> - جبار محفوظ- فرص الاستثمار في سوق رأس المال الجزائرية- مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة فرحات عباس سطيف 2001 - ص 112.

<sup>2</sup> - الأوامر للبورصة - مطبوعات COSOB - 2004.

- الأمر لليوم: يكون الأمر صالحا فقط أثناء حصة البورصة التي تلي إرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة.

- الأمر للتنفيذ: لا يقيد بأي تحديد للصلاحيات وتكون مدة تقديمه في السوق محدودة بثلاثة أسابيع.  
- الأمر ذو مدة محدودة: يشتمل الأمر على تاريخ محدد للصلاحيات مدتها القصوى ثلاثون يوما وتحلل على أنها صالحة حتى نهاية حصة البورصة المذكورة. وفي غياب البيانات المتعلقة بالصلاحيات يعد الأمر لليوم.

- الأمر كلياً أو لا شيء: وهو الأمر الذي لا يمكن أن ينفذ جزئياً.

### **3- تسعير الأوامر في بورصة الجزائر:**

إن تحديد الأسعار ينتج أثناء جلسة البورصة من خلال مقارنة مجموع الأوامر التي يعرضها المتداولون في السوق. وهو ما يسمى "le fixing" ويكون السعر المحدد هو السعر الذي يسمح بعد مقارنة جميع أوامر الشراء والبيع، بتلبية الحجم الأقصى من الصفقات وتنفيذ أوامر الشراء وأوامر البيع كلها بالسعر نفسه وهو سعر التوازن.

يشرف على جلسات البورصة ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حسب القواعد والإجراءات التي تحددها الشركة ويجتمع كل المتداولين في قاعة للسوق إذ يتم تقديم جميع أوامر الشراء والبيع قبل جلسة التداول وللأوامر التي يعرضها المتداول لحساب زبائنه الأولوية على الأوامر التي يعرضها لحسابه الخاص. بعد تحديد سعر التوازن يقوم ممثلو شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتخصيص القيم التي كانت موضوع صفقات. ويستلم كل متداول كشفاً يبين نتيجة الأوامر المعروضة أي الأوامر التي تمت تلبيةها بالسعر والكمية من القيم المخصصة<sup>1</sup>.

### **4- مقاصة وتسوية الصفقات في بورصة الجزائر:**

يتم تسوية الصفقات المبرمة في سوق الأوراق المالية بالجزائر نقداً، وهذا يعني أن المشتري عليه أن يدفع فوراً المبالغ المطابقة لأمر الشراء الذي أبرمه وعلى البائع أن يودع القيم المطابقة لأمر البيع الذي أصدره، في هذه الحالة يجب أن يتأكد وسيط عمليات البورصة من أن مصدر الأمر تتوفر لديه القيم أو الأوامر لتغطية العملية التي يرغب في إنجازها، ويتم نقل ملكية الأوراق المالية بمجرد تنفيذ الأمر.

في حالة عدم تسليم الأوراق المالية في الآجال التي حددتها شركة تسيير وإدارة عمليات البورصة يصرح بعدم وفاء الوسيط في عمليات البورصة، ويجوز لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن تقوم بإعادة شراء الأوراق المالية التي لم تسلم في السوق، ويتحمل الوسيط الذي لم يوف حينئذ تكلفة إعادة الشراء.

<sup>1</sup> - سير البورصة - مطبوعات COSOB - 2004.

إذا لم تسمح ظروف السوق بإعادة شراء الأوراق المالية الواجب تسليمها فعلى الوسيط العاجز عن الوفاء أن يسوي وضعيته بالدفع نقدا حسب الكيفيات التي تحددها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. وفي حالة عدم التسديد تشعر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للجنة التي تتخذ التدابير الضرورية لكي يسوي العاجز عن الوفاء وضعيته.

#### **5- شروط إدراج المؤسسات في البورصة:**

هناك مجموعة من الشروط والإجراءات المعتمدة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لقيود الشركات في البورصة الجزائرية وذلك بموجب النظام العام للجنة رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997. إذ يجب على الشركة التي تطلب القبول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة أو أكثر يكلف بمساعدتها في تحضير ملف القبول. ويجب عليها أن تنشر مذكرة إعلامية تخضع لتأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ضمن الشروط المنصوص عليها بموجب نظام اللجنة رقم 02-96 المؤرخ في جوان 1996 والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار.

كما يجب على الشركة زيادة على المذكرة الإعلامية أن تقدم ملف قبول يشتمل على الوثائق القانونية الاقتصادية والمالية والمحاسبية للشركة كما هو محدد بموجب تعليمة اللجنة رقم 01-98 المؤرخة في 30 أبريل 1998، والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة. ولقد ضبط النظام العام مقاييس القبول كما يأتي<sup>1</sup>:

- يجب أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث الأخيرة.

- تقديم تقرير تقييمي لاصولها يعده خبير محاسب مستقل.

- يجب أن تكون أسهم الشركة مدفوعة قيمتها بكاملها.

- يجب أن تكون السنة المالية الأخيرة رابعة.

#### **5-1 اختيار وسيط عمليات البورصة:**

ان هذا الاختيار الاساسي ينبع من طبيعة العمليات التي يقوم بها هذا الوسيط ، حيث يقوم

بعدة مهام هي كالتالي:

- بيع وشراء الأوراق المالية لصالح زبائنهم.

- يعتبر مستشارين للمؤسسة التي تريد الدخول في البورصة.

إن اختيار الوسيط يرتكز على المعايير التالية:

- اختيار الوسيط الأكثر تجربة والأكثر تكويننا فيما يخص تسيير وتوظيف القيم المنقولة.

<sup>1</sup> - سير البورصة - مطبوعات COSOB - 2004.

- اختيار الوسيط الأكثر قربا من الناحية الجغرافية.
- اختيار الوسيط الأقل تكلفة.

#### 5-2 ملف القبول:

ان المؤسسة التي ترغب في الدخول الى البورصة يجب أن تقدم للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ملف يتضمن الوثائق التالية:

#### وثائق عامة حول المؤسسة:

- رسالة تطلب من خلالها المؤسسة قبول اسهمها وسنداتھا للتفاوض في البورصة وتتضمن : الاسم والنظام الداخلي للمؤسسة، تاريخ التسجيل في السجل التجاري ورقم الاثبات الجبائي. تاريخ طلب قبول قيم المؤسسة في البورصة.

- طلب رمي يحدد مبلغ، عدد وصنف الورقة المالية التي تود المؤسسة تسجيلها في لائحة الاسعار.
- وصف عام لأنشطة المؤسسة وفروعها.

#### الوثائق المتعلقة برأسمال المؤسسة:

على المؤسسة التي تطلب الادراج أن تقدم وثيقة تصف تطور رأسمالها منذ تأسيسها اضافة الى جدول يصف رأسمالها لحظة الطلب، مشيرا الى كل صنف من الاسهم وقيمتها الاسمية وغيرها من الشروط.

#### الوثائق الاقتصادية والمالية:

هي تعليمة حول نشاطات المؤسسة الصناعية والتجارية، والتي تحدد تطور الشركة منذ نشأتها. نظامها الحالي، تطور الانتاج والمبيعات كما تشتمل على:

- مستوى المنافسة السائدة في القطاع الذي تنشط به ومدى التنافس لدى المؤسسة.
- معلومات حول الوضعية المالية والاقتصادية للمؤسسة.

#### الوثائق القانونية:

يجب على المؤسسة طالبة القبول في البورصة تقديم الوثائق القانونية التالية :

- خمس نسخ من القوانين الاساسية للمؤسسة، الموضحة لآخر وضعية لها ومطابقة للاصل.
- خمس نسخ من شهادة رقم السجل التجاري، والشهادة التي تثبت الشروع في عملياتها.
- خمس نسخ من قرار مجلس الادارة الذي يسمح لها باجراء طلب القبول لقيمتها للتفاوض في البورصة.
- خمس عينات من الشهادات لكل صنف من القيم المنقولة التي تريد التفاوض عليها في البورصة.

### 3-5 شروط القبول:

تماشيا مع القوانين المعمول بها فان القيم المنقولة والتي يمكن أن يتم قبول التفاوض عليها في البورصة تخضع للشروط التالية<sup>1</sup>:

- **قبول الاسهم:** يجب أن يكون للشركة رأس مال لا يقل عن مائة مليون دينار (100.000.000 دج)، فتح 20% من رأس مالها على الجمهور، ويجب أن يكون لديها 300 مساهم على الاقل يوم ادخالها في البورصة.

- **قبول السندات:** يجب أن يكون مبلغ سندات الدين مساويا على الاقل مائة مليون دينار (100.000.000 دج)، وأن يكون عدد حائزي السندات 100 حائز على الاقل يوم الإدخال ، ويجب أن تضع الشركة زيادة على ذلك مصلحة للتدقيق الداخلي وضمان خدمة مقبولة لنقل السندات.

يخضع قبول القيم المنقولة لعملية التداول في البورصة الى مقرر تصدره لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي لها السلطة التقديرية في رفض أو قبول طلب الادراج إن رأت أن ذلك قد يمس بحسن سير السوق. وتجدر لاشارة الى أن السندات التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية معفات من شكليات القبول طبقا لاحكام القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

تضبط الشركة والوسطاء الذين يعملون لحسابهم مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بعد الحصول على موافقة اللجنة، اجراءات إدخال الشركة في السوق.

### 6- طرق ادراج المؤسسات في بورصة الجزائر:

يحدد النظام العام ثلاث أنواع من الاجراءات التقليدية لادراج المؤسسات في سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>:

- الإجراء العادي.
- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود أو ثابت.
- إجراء العرض العمومي بسعر أدنى.

### 6-1 الاجراء العادي:

هو الاجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأسمال الشركة المعنية موزعا بما فيه الكفاية على الجمهور بالقيام بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعير لكي يتم تداوله ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق انطلاقا من سعر الادخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، استنادا الى شروط السوق.

<sup>1</sup> - سير البورصة - مطبوعات COSOB - 2004.  
<sup>2</sup> - سير البورصة - مطبوعات COSOB - 2004.

## 6-2 إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود:

وهو أن يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر ثابت سبق تحديده.

## 6-3 إجراء العرض العمومي للبيع بأدنى سعر:

وهو أن يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنها، ويتمثل الفرق الرئيسي بين النوعين من العرض العمومي في كون الأول بسعر محدد سلفاً غير أن الثاني يتم بالمزايدة.

تلتزم بعد كل هذه الشروط ادارة البورصة بالادلاء بقرار القبول في اجل أقصاه 60 يوماً ابتداءً من تاريخ ايداع ملف طلب القبول، كما يتم تحديد موعد ادراج وضم المؤسسات في التسعيرة. تنهي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة الى علم السوق بافتتاح العرض العمومي للبيع قصد ادخال قيمة منقولة في البورصة عن طريق اعلان ينشر في النشرة الرسمية لجدول التسعير. ويبين هذا الاعلان على الخصوص ما يأتي:

- هوية الشركة المصدرة.
- الوسيط او الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بمتابعة اجراءات القبول والادخال.
- عدد السندات وطبيعتها وخصائصها.
- السعر الذي يقترحه المتدخلون.
- الاجراء المعتمد في التسعير الاولي.

وينشر الاعلان قبل أسبوعين على الاقل من التاريخ المقرر للتسعير الاولي.

وبمجرد ما تصبح المؤسسة مسعرة بالبورصة تكون مجبرة على تنفيذ القواعد العديدة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فهي الهيئة الوحيدة التي تعمل بصورة مستقلة وتؤدي دوراً هاماً في تشريع قوانين الاصدار وتداول الاوراق المالية وهي المكلفة بالسهر على حماية الجمهور من صحة المعلومات المقدمة من طرف المصدرين.

## 7- المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر

تتمثل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر فيما يلي:

### المؤسسات المصدرة للاسهم:

- مؤسسة تسيير فندق الاوراسي: وهي شركة مساهمة برأس ما يقدر بـ 1.5 مليار دينار، قامت المؤسسة بفتح رأسمالها بنسبة 20%، ما يقدر بـ 1200000 سهم عادي من خلال عرض عمومي للاصدار بسعر 400 دج. دخلت هذه المؤسسة الى البورصة تنفيذا لقرار مجلس تسيير مساهمات الدولة بتاريخ 1998/12/21، وتمت عملية العرض العمومي للبيع خلال الفترة الممتدة من 15 جوان 1999 الى 18 جويلية 1999.

- **مجمع صيدال:** هو عبارة عن مجمع صناعي لانتاج وتوزيع الادوية والمواد الصيدلانية، يقدر رأسماله بـ 2.5 مليار دينار ، قام باللجوء العلني للادخار بفتح رأسماله بنسبة 20% بما يعادل 2000000 سهم بقيمة 800 دج للسهم من خلال عرض عمومي للبيع بعد موافقة المجلس الوطني لمساهمات الدولة على ذلك في 18 جوان 1998 والحصول على تأشيرة الدخول من طرف لجنة البورصة في 24 ديسمبر 1998، وتم الاكتتاب خلال الفترة 15 فيفري 1999 الى غاية 15 مارس 1999.

**المؤسسات المصدرة للسندات:**

- **شركة سونلغاز:** هي شركة وطنية للكهرباء والغاز، قامت باصدار قرض سندي للجمهور في 22 ماي 2005 بمقدار 15.9 مليار دينار، وكان هذا القرض لمدة 06 سنوات وبمعدلات فائدة تدريجية 3.5 %، 3.75 %، 4 %، 4.25 %، 5 %، 7 % . وقد تم الاعلان عن أولى عمليات التسعير لسندات هذه الشركة في 29 ماي 2006 بمعدل 101.1% من القيمة الاسمية. ثم تم الاعلان عن اصدار قرض سندي ثاني لسونلغاز في 01 جوان 2008 قدره 30مليار دينار لمدة 06 سنوات بمعدلات فائدة تدريجية 3.5 %، 4 %، 4.5 %، 5 %، 5.5 %، 6.5 % . وقد تم الاعلان عن أولى عمليات التسعير لسندات هذه الشركة في 01 جوان 2008 بمعدل 100% من القيمة الاسمية.

- **شركة اتصالات الجزائر:** تم ادراج شركة اتصالات الجزائر في بورصة الجزائر في 17 أكتوبر 2006، من خلال اصدار سندات بمقدار 20.5 مليار لمدة 05 سنوات بمعدلات فائدة تدريجية هي: 4% للسنة الاولى والثانية، 4.5 للسنة الثالثة والرابع، 7.5 للسنة الخامسة. وقد تم الاعلان عن أولى عمليات التسعير لسندات هذه الشركة في 22 نوفمبر 2006 بمعدل 101.7% من القيمة الاسمية.

- **شركة الخطوط الجوية الجزائرية:** وهي شركة وطنية للنقل والخدمات الجوية، لجأت الى الادخار العلني في 01 ديسمبر 2006 عن طريق اصدار سندات تقدر بـ 14.1 مليار دينار لمدة أربع سنوات وذلك بمعدلات فائدة تدريجية، 3.75% بالنسبة للسنة الاولى والثانية، 4.5% بالنسبة للسنة الثالثة والرابعة، 6.5% بالنسبة للسنة الخامسة والسادسة. وقد تم الاعلان عن أولى عمليات التسعير لسندات هذه الشركة في 12 ماي 2007 وذلك بمعدل 100% من القيمة الاسمية.

- **شركة المساهمة دحلي:** إن شركة المساهمة دحلي هي المؤسسة الأولى التابعة للقطاع الخاص التي استلمت تأشيرة إصدار قرض سندي بمبلغ 8.3 مليار دج موجه إلى الجمهور الواسع. وتعتزم الشركة من خلال التوجه نحو سوق السندات إلى رفع الأموال الضرورية لتمويل ثلاثة مشاريع، تتمثل في حضيرة مائية، وفندق بشقق، وميناء استجمام "مارينا"، والتي سوف تكون جزءا لا يتجزأ من مدينة الأعمال الجديدة "الجزائر مدينة". ويحمل المصدر تسمية شركة "دايو الجزائر للفندقية والترفيه العقاري" وتدعى باختصار "دحلي". يبلغ رأسمالها 20.8 مليار دج تحوزه أساسا الشركة ذات المسؤولية المحدودة "أركوفينا" و "ل ل ب أركوفينا". ولقد تم ضمان هذا القرض من خلال

الرهون المقدمة على نزل الهيلتون وبرج "ABC" اللذين تقدر قيمتهما بحسب دراسة خبرة عقارية بأكثر من 23 مليار دينار. ورافق المصدرين في تركيب وانجاز هذه العملية بنك الجزائر الخارجي.

- **سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة:** قررت المديرية العامة للخرينة العمومية القيام بتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة ببورصة الجزائر، وتمثل هذه السندات مبلغا قدره 145 مليار دينار، ولقد بلغ عدد السندات التي تم إدخالها ستة عشر (16) سندا، يتوزع على ثلاثة فترات إنضاج، مدتها 07 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة. ولقد جرت أول جلسة لتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة يوم 11 فبراير 2008. إن سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة هي سندات تصدرها الدولة عن طريق المناقصة في السوق الأولية لقيم الخرينة. ويجري تداول هذه السندات في البورصة بمعدل ثلاث حصص في الأسبوع على يد متدخلين مؤهلين وفق طريقة التسعير المطبقة على السندات الأخرى، وهي تحديد السعر. ويتمثل الهدف المنشود من هذه العملية في إعطاء عمق لسوق قيم الدولة، والمساهمة في إضفاء حركية جديدة على بورصة الجزائر. ويندرج إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة في البورصة ضمن إطار الإصلاحات المالية التي بادرت بها وزارة المالية بهدف تطوير سوق رؤوس الأموال التي تمثل موردا مكملا ضروريا للتمويل المصرفي.

## المبحث الثالث: أهمية القطاع الخاص الجزائري

قامت الجزائر مع نهاية الثمانينات بجهود مكثفة لإعادة هيكلة المؤسسات العمومية الاقتصادية من خلال تطبيق برامج متفاوتة من أجل إزالة التشوهات الهيكلية التي لازمتها جل دورات حياتها (إعادة الهيكلة العضوية والمالية، استقلالية المؤسسات الاقتصادية العمومية، إنشاء صناديق المساهمة ... الخ)، غير أن النتائج التي حققتها هذه المؤسسات الاقتصادية العمومية لم تجسد تطلعات الاقتصاد الجزائري، وبذلك ظهرت البوادر الأولى لتحول الجزائر نحو الاقتصاد الحر بدءا بمشاركة القطاع الخاص في ملكية المؤسسات الاقتصادية العمومية.

وبذلك أصبحت مشاركة القطاع الخاص من خلال سياسة الخوصصة من أهم مسارات الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، لما لهذا القطاع من دور مهم في تحقيق النمو الاقتصادي، والقدرة على الإبداع واتخاذ القرارات الاقتصادية الرشيدة وتخصيص الموارد. وفي إطار الرفع من مكانة القطاع الخاص دائما أخذت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حيزا مهما اهتمامات السياسات الاقتصادية للدولة في القيام بأعباء التنمية، مما أعطى مجالا ودعما لنمو وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ويظهر ذلك من خلال الإجراءات المعتمدة والبرامج التي أعدت خصيصا لهذه المؤسسات وخاصة صدور القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما أعطت تشريعات الاستثمار أهمية لمشاريع الاستثمار الأجنبي ومنحت لها العديد من المزايا والإعفاءات من أجل جذب أكبر حجم منها إلى الجزائر مما سيساهم في زيادة مكانة القطاع الخاص بالجزائر.

وفعلا قد ساهم القطاع الخاص سنة 2002 في تكوين حوالي 49.3% من مجموع القيمة المضافة التي تم خلقها في الاقتصاد الجزائري، كما امتص هذا القطاع سنة 2003 حوالي 61.2% من مجموع اليد العاملة، واستطاعت أيضا المؤسسات الخاصة سنة 2005 أن تساهم بنسبة تفوق 75% من الناتج المحلي الإجمالي خارج قطاع المحروقات.

وعليه سوف نتناول في هذا المبحث أهمية القطاع الخاص الجزائري من خلال سياسة الخوصصة في المطلب الأول، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المطلب الثاني، ثم الاستثمار الأجنبي في المطلب الثالث.

## المطلب الأول: الخصوصية في الجزائر

أثبتت تجربة القطاع العام في الجزائر عدم قدرتها على القيام بأعباء التنمية، وأهدرت الموارد المتاحة للدولة. وتميز أداء القطاع العام بانعدام الكفاءة، بحيث نجد أن مؤسساته تعمل بأقل من نصف طاقتها، وبينتاجية وفعالية متدنية. وهذا ما جعل السلطة تفكر جديا في إصلاح القطاع وتقوية أنظمة تسييره وإنعاشها لتمكين من العمل في سوق تنافسية، وهذا الحل تطلب اللجوء إلى هيئات دولية مشرفة على عمليات الإصلاح وبالتالي خضعت لبرامج التثبيت والتعديل الهيكلي، وقامت الجزائر في هذا الإطار بتبني الخصوصية ضمن هذه الإصلاحات.

### 1- مفهوم الخصوصية وفق التشريع الجزائري:

يمكن تناوله من زاويتين، تتعلق الأولى بالتعريف الذي نص عليه الأمر 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية على اعتباره القانون الأول و الذي تمت بموجبه العمليات الأولى للخصوصية، أما الثانية فتقدم المفهوم الذي يحمله التشريع الجديد الساري المفعول، الذي يحل محل التشريع السابق، وهو المتضمن في الأمر رقم 01-04 المؤرخ في 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها و خصوصتها.

فحسب الأمر 22/95 فإن مفهوم الخصوصية يعني " التحول من الملكية العامة للدولة لصالح أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص، وهذا التحويل في الملكية يعني كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسات العمومية إلى أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كفاءات تحويل التسيير وممارسته وشروطه"<sup>1</sup>.

أما الأمر 04/01 فقد عرف الخصوصية على أنها كل " صفقة تتجسد في نقل الملكية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون الخاص من غير المؤسسات العمومية. وتشمل هذه الملكية :

- كل رأسمال المؤسسة أو جزء منه، تحوزه الدولة مباشرة أو غير مباشرة و / أو الأشخاص المعنويين الخاضعون للقانون العام، وذلك عن طريق التنازل عن أسهم أو حصص اجتماعية أو اكتتاب لزيادة في الرأسمال.

- الأصول التي تشكل وحدة استغلال مستقلة في المؤسسات التابعة للدولة"<sup>2</sup>.

وبالتالي جاءت سياسة الخصوصية في الجزائر كغيرها من الدول لإصلاح القطاع العام وتحويله إلى القطاع الخاص من خلال عدة طرق كما بينها التعاريف الواردة في القوانين المنظمة لهذه السياسة سواء تم ذلك بخصوصية في التسيير أو التنازل عن الأصول جزئيا أو كليا.

<sup>1</sup> - المادة 01 من الأمر 95-22.

<sup>2</sup> - المادة 13 من الأمر 01-04.

## 2- مجالات الخصوصية:

إن عمليات الخصوصية وفقا للقانون الجزائري تهم مجموعة من المؤسسات التابعة للقطاعات التنافسية التي تمارس نشاطاتها في مجموعة من القطاعات المذكورة على سبيل الحصر في المادة الثانية من الأمر 95-22:

- ميدان الدراسة والانجاز في البناء والأشغال العمومية والأشغال الهيدروليكية.
- الفنادق والسياحة.
- التجارة والتوزيع.
- صناعة النسيج والصناعة الغذائية الزراعية.
- الصناعات التحويلية في مجالات الميكانيكا والكهرباء الالكترونية، والخشب ومشتقاته، الورق، الكيمياء، البلاستيك والجلود.
- النقل البري للمسافرين والبضائع.
- التأمينات.
- الخدمات الخاصة بالموانئ والمطارات.
- الصناعات الصغيرة والمتوسطة، والمؤسسات المتوسطة والصغيرة المحلية.

أما الأمر 01-04 فقد حدد المؤسسات القابلة للخصوصية بالمؤسسات العمومية الاقتصادية التابعة لمجموع قطاعات النشاط الاقتصادي<sup>1</sup>. وبالتالي لم يحدد قطاع اقتصادي معين دون الآخر، وعلى كل، فإن تحديد قائمة المؤسسات المعنية بالخصوصية وكيفية تنفيذها يخضع لسلطات الحكومة، التي تعد قائمة في هذا الصدد.

وبناء على ذلك فإن عملية الخصوصية تحتوي على مجموعة من الشروط والمعايير ومن بينها:

- تنجز عمليات الخصوصية طبقا لقواعد القانون العام ولأحكام هذا الأمر، مع احترام قواعد الشفافية والإشهار<sup>2</sup>.

- عندما تكون مؤسسة عمومية اقتصادية تقدم خدمة عمومية موضوع خصوصية، تتكفل الدولة بضمان استمرارية الخدمة العمومية<sup>3</sup>.

- التزام المشتري أو المشترون بإصلاح المؤسسة أو تحديثها و / أو الحفاظ على جميع مناصب الشغل فيها أو جزء منها. والإبقاء على المؤسسة في حالة نشاط<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - المادة 15 من الأمر 01-04.

<sup>2</sup> - المادة 14 من الأمر 01-04.

<sup>3</sup> - المادة 16 من الأمر 01-04.

<sup>4</sup> - المادة 17 من الأمر 01-04.

- يجب أن تكون عناصر الأصول المعروضة للخصوصة، قبل أي عملية خصوصة، موضوع تقييم من قبل خبراء، يقوم على مناهج متفق عليها عموماً.<sup>1</sup>

- تخضع شروط نقل الملكية إلى دفاتر شروط خاصة تكون جزءاً لا يتجزأ من عقد التنازل الذي يحدد حقوق وواجبات كل من المتنازل والمتنازل له. ويمكن أن تنص دفاتر الشروط عند الاقتضاء على إمكانية احتفاظ المتنازل بسهم نوعي مؤقتاً.<sup>2</sup>

إن العنصر الأساسي في عملية الخصوصية يتمثل في تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، لذلك يعتمد هذا العنصر على مجموعة من المبادئ الرئيسية نلخصها فيما يلي:<sup>3</sup>

- **مبدأ التدرج:** إن عملية الخصوصية ستتم بطريقة تدرجية بحيث تقوم المؤسسات القابلة للخصوصة، ويتم إدراجها ضمن برنامج الحكومة حتى تقدم بشكل مضبوط.

- **حماية مصالح الدولة:** ونعني بذلك أن تخضع عملية التقييم لمعايير موضوعية من شأنها الحفاظ على مصالح الخزينة العمومية، فلا تباع بأثمان بخسة، وتوضع دفاتر للشروط تحدد التزامات المشتريين وخاصة في حالة الخصوصية الجزئية عن طريق المحافظة على الأسهم العينية.

- **الشفافية:** وتضمن عملية الشفافية باطلاع الجمهور وكل المعنيين بأي صفقة تحويل ملكية عن طريق الإشهار الواسع وتخضع لجميع الأحكام القانونية والتنظيمية سارية المفعول.

- **عدم التمييز:** ونعني بذلك عدم التفرقة بين الفئات الاجتماعية، وهو أمر لا يتناقض مع بعض الامتيازات الخاصة المتعلقة بالإجراءات الواردة في القانون.

وكمثال على ذلك فإن تخصيص الأسهم الواجب بيعها للعمال بالمجان أو بشروط تفضيلية لا يمكن اعتباره عملاً تمييزياً، وذلك لأن العامل ولفترة طويلة ساهم في بناء هذه المؤسسات العمومية وسهر على حمايتها، لذلك نص المشرع في عرض هذه الأسباب على حماية مصالح العمال عن طريق حق هؤلاء العمال في الاستفادة من 10% على الأكثر من رأسمال المؤسسات العمومية المرشحة للخصوصة الكاملة، تمثل هذه الحصة في شكل أسهم دون الحق في التصويت ولا حق في التمثيل في مجلس الإدارة.<sup>4</sup>

### 3- تنفيذ عملية الخصوصية:

في إطار تنفيذ إستراتيجية الخصوصية فإن الوزير المكلف بالمساهمات بالتشاور مع الوزراء المعنيين بإعداد برنامج الخصوصية وكذا الإجراءات والكيفيات والشروط المتعلقة بنقل الملكية ويقترح ذلك على مجلس مساهمات الدولة للموافقة عليها. كما يعد وينفذ إستراتيجية اتصال اتجاه

<sup>1</sup> - المادة 18 من الأمر 04-01.

<sup>2</sup> - المادة 19 من الأمر 04-01.

<sup>3</sup> - لعشب محفوظ - سلسلة القانون الاقتصادي - ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر 1997 - ص 68.

<sup>4</sup> - المادة 28 من الأمر 04-01.

الجمهور والمستثمرين بهدف إعلامهم حول سياسات الخوصصة وفرص المساهمة في رأسمال المؤسسات العمومية.

إن عملية تنفيذ الخوصصة تتطلب من الوزير المكلف بمساهمات الدولة اتخاذ التدابير التالية<sup>1</sup>:

- يكلف من يقوم بتقدير المؤسسة أو الأصول التي يعتزم التنازل عليها.
- يدرس العروض ويقوم بانتقائها ويعد تقريرا مفصلا حول العرض الذي تم قبوله.
- يحافظ على المعلومة ويؤسس إجراءات كفيلة بضمان سرية هذه المعلومة.
- يرسل ملف التنازل إلى لجنة مراقبة عمليات الخوصصة.
- يعرض على مجلس مساهمات الدولة ملف التنازل الذي يحتوي بالخصوص على تقييم الأسعار وحدها الأدنى والأعلى، وكذا كفاءات نقل الملكية التي تم قبولها وكذا اقتراح المشتري.
- وحتى يتم القيام بمجموع هذه المهام على أحسن وجه، يستعين الوزير المكلف بمساهمات الدولة بالخبرة الوطنية والدولية المطلوبة.
- تتولى متابعة عمليات الخوصصة لجنة يحدد تشكيلتها مجلس مساهمات الدولة بموجب لائحة.
- يمضي عقد التنازل ممثل تفوضه قانونا الجمعية العامة للمؤسسة العمومية الاقتصادية المعنية.
- يعد الوزير المكلف بالمساهمات تقريرا سنويا عن عمليات الخوصصة ويعرضه على مجلس مساهمات الدولة وعلى الحكومة، وعلى مجلس الوزراء.

#### 4- الهيئات المكلفة بالتنفيذ:

تفرد الخوصصة على الطريقة الجزائرية بوجود تضخم في عدد المؤسسات المكلفة بتكريسها، حيث لم تكف السلطة بالمؤسسات التقليدية للخوصصة كبورصة القيم المنقولة مثلا، بل أضافت إليها أصناف أخرى من المؤسسات المستحدثة، كمجلس الخوصصة، ولجنة مراقبة عمليات الخوصصة<sup>2</sup>.

- إنشاء بورصة للقيم المنقولة: فلقد لعبت البورصة دورا رياديا في معظم عمليات الخوصصة التي تمت في التجارب الدولية، وإدراكا لهذه الحقيقة أنشأت السلطة بورصة للقيم المنقولة، كإجراء مسبق يجب توقيده قبل الإعلان عن الخوصصة وتم ذلك بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 كما أشرنا إلى ذلك في السابق.

<sup>1</sup>- المادة 22 من الأمر 04-01.

<sup>2</sup>- عجة الجليلي - قانون المؤسسات العمومية الاقتصادية: من اشتراكية التسيير إلى الخوصصة - دار الخلدونية الجزائر 2006 - ص 381.

- إنشاء وزارة مكلفة بإعادة الهيكلة: أنشأت السلطة وزارة جديدة أطلقت عليها تسمية وزارة إعادة الهيكلة والتي اعتبرت جهاز مماثل لوزارة الخوصصة المعمول بها في بعض الأنظمة الأخرى. والتي تم تكليفها بتحضير المؤسسات العمومية لعمليات الخوصصة. ويتجلى هذا التحضير في تلك التعليمات التي وجهتها الوزارة إلى مسيري المؤسسات العمومية، والتي تلزمهم فيها بإعداد جهود وتقييمات محاسبية لأصولها ومعلوم أن التقييم يشكل أحد الخطوات المهمة في مسار الخوصصة إذ على أساسه يمكن للسلطة تقدير قيمة التنازل عن هاته المؤسسات.

- إنشاء مندوب الخوصصة: نشأ بموجب المرسوم 106/96 المؤرخ في 11/03/1996 والمتعلق بتعيين الهيئة المكلفة بالخوصصة، وهو بمثابة حلقة وصل بين الحكومة ومجلس الخوصصة، حيث كلفه المشرع بمهمة استقبال مشروع برنامج الخوصصة المعد من قبل مجلس الخوصصة وعندئذ يتولى المندوب إرساله إلى الحكومة من أجل الفصل فيه. كما يعتبر المندوب جهة اقتراح للحكومة، يساعدها في عمليات انتقاء المؤسسات المعنية بالخوصصة والكيفيات والإجراءات المتصلة بها.

- إنشاء مجلس الخوصصة: أحدث الأمر 22/95 في المادة 11 منه هيئة مكلفة بالخوصصة، وهي هيئة ذات طابع إداري تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، يتكفل المجلس حسب المادة 13 بتنفيذ برنامج الخوصصة المصادق عليه من طرف الحكومة، ولهذا العرض يمكنه الإدلاء حول السياسات العامة للخوصصة، وكذا المناهج الأكثر ملائمة لخوصصة كل مؤسسة عمومية، كما يكلف من يقدر قيمة المؤسسة المزمع التنازل عنها، ويدرس العروض ويقوم بانقائها ويعد تقريراً ظرفياً عن العرض المقبول ويرسله إلى مندوب الخوصصة، وله أن يتخذ كافة التدابير اللازمة لتنفيذ برنامج الخوصصة، ومسك السجلات المتعلقة بها والتي تمكنه من حفظ المعلومات ويحق له الاستعانة بأي خبير من شأنه تقديم المساعدة الضرورية، ويقوم المجلس حضورياً عند الحاجة بتقويم المؤسسات العمومية القابلة للخوصصة حسب المناهج والتقنيات الملائمة في مجال التنازل الكلي أو الجزئي عن الأصول المادية والمعنويات والمؤسسات مع مراعاة خصوصيات كل حالة لا سيما القيمة التجارية الحقيقية لأصولها وموقعها في السوق وأفاق المستقبل وعند الاقتضاء سعرها في البورصة.

- إنشاء لجنة مراقبة عمليات الخوصصة: استحدثت المادة 38 من الأمر المتعلق بالخوصصة، لجنة لمراقبة عمليات الخوصصة تتكون من قاضي متخصص في ميدان قانون الأعمال مقترح من وزير العدل، وأربعة أعضاء آخرين ممثلين في مفتش عن وزارة المالية، وممثل عن الخزينة العمومية، وممثل عن نقابة الأجراء وممثل عن وزير القطاع المعني. ويتمثل دور اللجنة في السهر على احترام قواعد الشفافية والصدق والإنصاف في سير عمليات الخوصصة ومن أجل تمكينها من أداء هذا الدور زودها المشرع بكافة الوسائل المادية والبشرية الضرورية لتأدية مهامها، كما منح لها

حق الاطلاع على أية وثيقة مرتبطة بعملية الخوصصة المعينة، ويمكن أن تستعين بأي خبير ترى مساهمته ضرورية.

#### 5- طرق الخوصصة في التشريع الجزائري:

تبنى المشرع في إطار الأمر رقم 22/95 المتعلق بالخوصصة كليات الخوصصة المعمول بها في التجارب الدولية، وتتمثل هذه الكليات فيما يلي<sup>1</sup>:

- **الخوصصة عن طريق القيم المنقولة:** وهنا تقوم المؤسسات العمومية بفتح رأسمالها على المساهمات الخاصة في شكل عروض بيع أسهم أو قيم منقولة أخرى في بورصة القيم المنقولة. ولا تقبل مثل هذه العروض إلا بعد استفتاء مجموعة من الشروط والمعايير القانونية والمالية التي تقرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- **التنازل عن طريق المزايدة:** يعتبر التنازل عن طريق المزايدة ثاني كيفية تتم بها الخوصصة حسب أحكام المادة 27 من الأمر رقم 22/95 والتي تقضي على أنه: يتم التنازل عن الأسهم والقيم المنقولة الأخرى وكذلك التنازل الكلي أو الجزئي لأصول المؤسسات العمومية القابلة للخوصصة عن طريق مزايدة محدودة أو مفتوحة وطنية أو دولية. وتتميز الدعوة للمزايدة ببساطة إجراءاتها وسهولة تنفيذها، كما أنها تعتمد على الشفافية في إبرام عقد التنازل وعلى المساواة بين المترشحين وعلى المنافسة فيما بينهم. وأخيرا على مبدأ الإظهار والذي يشكل عامل نجاح المزايدة، إذ يجب على الهيئة المكلفة بالخوصصة نشر إعلان المزايدة في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية يتضمن كافة المعلومات المتعلقة بعملية التنازل.

- **خوصصة التسيير:** أدرج المشرع الجزائري تحويل التسيير إلى الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين التابعين للقطاع الخاص، ضمن مقاصد الخوصصة كما نصت على ذلك المادة الأولى من الأمر المتعلق بالخوصصة والتي قضت على أنه "تعني الخوصصة .... تحويل تسيير مؤسسات عمومية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين التابعين للقطاع الخاص وذلك بواسطة صيغ تعاقدية يجب أن تحدد كليات تحويل التسيير، وممارسته وشروطه".

- **الخوصصة عن طريق عقد التراضي:** اعترف المشرع بهذه الكيفية في الفقرة الأخيرة من نص المادة 15 من الأمر المتعلق بالخوصصة عندما قضى على أنه "يمكن أن تثمر كليات التنازل إما ... بالتراضي وتقرر الحكومة التنازل بالتراضي بناء على تقرير طرفي من الهيئة المكلفة بالخوصصة" وبينت المادة 31 منه طبيعة هذا الإجراء من حيث كونه إجراء استثنائي لا يمكن اللجوء إليه إلا في حالات معينة نصت عليها نفس المادة في فقرتها الثانية والمتمثلة في حالة التحويل التكنولوجي النوعي، في حالة اكتساب تسيير متخصص، في حالة بقاء الأحكام المتعلقة بالبيع عن

<sup>1</sup> - عجة الجبالي - المظاهر القانونية للإصلاحات الاقتصادية- أطروحة دكتوراه - كلية الحقوق والعلوم الإدارية جامعة الجزائر 2004/2005- ص74.

طريق المزايدة دون اثر مرتين على الأقل. وهذا العقد هو عبارة عن إجراء تخصيص صفقة لمتعامل متعاقد واحد دون الدعوة الشكلية للمنافسة.

- **التنازل لصالح الأجراء:** حيث تنص المادة 36 من الأمر 22/95 على أنه "يخصص مجاناً في إطار خوصصة مؤسسة عمومية تتم بموجب هذا الأمر عشرة في المائة (10%) من أقصى رأسمال المؤسسة العمومية القابلة للخوصصة إلى مجموع الأجراء بعنوان إشراكهم في نتائج المؤسسات المعنية". وهي حصة ممثلة بأسهم دون حق في التصويت، ولا تمثيل في مجلس الإدارة.

**6- تقييم مسار الخوصصة في الجزائر:**

الخوصصة في بداياتها الأولى وبالرغم من أن القانون الصادر في 26 أوت 1995 نص على خوصصة المؤسسات العمومية في الجزائر، إلا أن بدايتها كانت متعثرة، فلم يكن هناك تطبيق فعلي لهذه السياسة. وأول قطاع مسته هذه السياسة هو قطاع السياحة، حيث عرضت الجزائر قائمة تضم خمسة فنادق للخوصصة، وذلك بغرض تشجيع المستثمرين الخواص، و تسريع وتيرة الاستثمار في هذا المجال. ولكن نظراً لعدم وجود تسهيلات لم يتقدم أي مستثمر لاقتناء هذه الفنادق، لذا قامت الدولة بإعادة النظر في القانون الخاص بالخوصصة في عام 1996، حيث تضمن إمكانية الدفع بالتقسيط الذي حدد نسبة 30% من سعر التنازل يدفع عند إبرام عقد التنازل، وهذا ما أدى إلى إعلان خوصصة 26 مؤسسة.

وحسب التقارير التي أعدتها وزارة إعادة الهيكلة فقد شملت الخوصصة في عام 1997 قائمة بـ 250 مؤسسة عامة كبيرة، وفي عام 1998 عرضت الحكومة 26 شركة صغيرة للدولة للبيع إلى مستثمرين محليين وأجانب، كما قدم مجلس الخوصصة إعلاناً بأسماء 10 فنادق و 12 مصنعا للأجر، و 4 شركات للمشروبات الغازية المطروحة للبيع. ثم في 1999 سمحت الدولة لخمسة شركات خاصة بتقديم شبكة الانترنت واطعة حدا لاحتكارها لهذه الخدمة. كما قامت الدولة بمنح تراخيص لشركات طيران خاصة عندما حررت قطاع الطيران وسمحت للشركات الخاصة بمنافسة الخطوط الجوية الجزائرية المملوكة للدولة.

وفي عام 2000، وافق البرلمان على مشروع قانون خوصصة قطاع الاتصالات والخدمات البريدية الذي تسيطر عليه الدولة، ونتيجة لهذا حققت شركة الاتصالات تقدماً معتبراً في عائداتها الربحية إلى 228 مليار دينار جزائري عام 2005. وكثافة اتصالية بحوالي 50%. . حالة التقدم هذه كانت نتيجة انفتاح السوق على المبادرات الخاصة ورؤوس الأموال الخاصة، وهذا ما خلق فرص عمل تقدر بـ 200 ألف منصب.

ولتسريع وتيرة الخوصصة في الجزائر اقترح البنك الدولي الخوصصة الجماهيرية، إلا انه ورغم هذه التسهيلات المقدمة لم يكن هناك تطبيق فعلي للخوصصة في الجزائر، يرجع ذلك إلى غياب البورصة في الجزائر باعتبارها حديثة النشأة، وذلك لأنه المكان الوحيد الذي يتم فيه بيع أسهم

المؤسسات التي تعرض قيم منقولة لخصوصيتها، وكذا غياب الهيئات المشرفة على الخوصصة بشكل جدي.

ومنذ عام 1999 كان هدف الدولة الجزائرية من وراء فتح المجال للقطاع الخاص هو تحقيق النمو الاقتصادي، عن طريق تخفيض عجز الميزانية العامة، ويعرف القطاع الخاص نمو متزايدا، حيث يمثل 30% من القيمة المضافة للناتج المحلي الخام، إلى جانب مساهمته في تحسين الجودة ورفع الفعالية الاقتصادية بوجود المنافسة. كما يضمن القطاع جلب عدة مستثمرين، وبالتالي زيادة المشروعات الاقتصادية، هذا ما يؤدي إلى توظيف حوالي 350 ألف عامل.

أما عن جديد الخوصصة فقد شرعت وزارة المساهمات في فيفري 2003 بعمليات تقييم تخص 200 مؤسسة معروضة للخوصصة، كما أعلن عن برنامج بالتنسيق مع البنك العالمي في خوصصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وفي هذا الإطار شملت عملية تقييم المؤسسات إعداد قائمة 200 مؤسسة اقتصادية، كما أكد وزير المساهمات عن خوصصة 40 مؤسسة عن طريق فتح رأسمالها أو التنازل عنها للأجانب. هذا إلى جانب رئيس الحكومة إشارة انطلاق عملية الخوصصة لعدد من المؤسسات العمومية في قطاع الصناعات الصغيرة والمتوسطة. وقد تم اقتراح كل الصيغ الممكنة للخوصصة، بما فيها اشتراك العمال في فتح رأس المال والشراكة. وقد شملت هذه العمليات مؤسسات تتمتع بقدرة مالية جيدة على غرار مؤسسات الصناعات الغذائية، مثل مؤسسات إنتاج الحليب.

أما في الفترة الممتدة ما بين 2001 و2003 فقد عرفت عملية الخوصصة قفزة نوعية تمثلت في بيع الأسهم، المزاد العلني، تحويل ديون المؤسسات إلى أسهم، ما نتج عن هذه العملية عرض حوالي 674 مؤسسة عمومية اقتصادية منها 28 مؤسسة تسيير مساهمات، و8 مجموعات صناعية مثل مجمع صيدال والخطوط الجوية الجزائري، 11 بنكا وشركة تأمين... كل هذا برقم أعمال 7.5 مليار دولار. كما يعمل هذا البرنامج على خوصصة الصناعة العمومية وقطاع الخدمات في مدة 18 شهرا لإكمال جميع الإجراءات، وقد اعد قائمة بـ 1148 مؤسسة اقتصادية وعمومية وطنية أو جهوية للخوصصة منها 28 مؤسسة عرضت في المزاد العلني و320 مؤسسة دخلت مباشرة في عملية الخوصصة بعد تسوية وضعيتها القانونية. وحسب رئيس الحكومة في عام 2005 قد وقعت 112 عملية خوصصة و37 عملية شراكة.

وفيما يخص الخوصصة التي تمت عن طريق البورصة فقد كانت محدودة جدا، عكس ما كان ينتظر من هذا الأسلوب الذي يوفر شفافية أكبر للعملية، وهذا نظرا لحدائثة البورصة في الجزائر وتميزها بالضعف ما شكل عائقا أمام سياسة الخوصصة عن طريقها، فمن ضمن مجموع عمليات الخوصصة التي أعلنت عنها الحكومة نجد خوصصة فعلية لثلاث مؤسسات عمومية عن طريق بورصة الجزائر وهي: مؤسسة الرياض سطيف، ومجمع صيدال، وفندق الأوراسي. والتي تمت

وفق خصوصية جزئية لرأسمالها بنسبة 20%. فمن بين قائمة أكثر من 2000 مؤسسة تم نشرها في إطار الخصوصية تم خصوصية 3 مؤسسات فقط عن طريق البورصة. ومن هنا يمكن القول بأن عملية الخصوصية عن طريق البورصة في الجزائر لم ترقى إلى المستوى المتوقع منها مقارنة بما حققته العديد من الدول في هذا المجال، وعلى سبيل المثال نستشهد بالتجربة المغربية في هذا المجال.

#### 7- الخصوصية في المغرب:

في المغرب صادق مجلس النواب على الإطار القانوني لتحويل منشآت عمومية إلى القطاع الخاص في 11 أبريل 1990، ونص القانون على ثلاث طرق للخصوصية هي: البيع وفق الإجراءات المعمول بها في السوق المالية وذلك بعرض الأسهم في بورصة الدار البيضاء بسعر محدد، طلب عروض وهي عملية تجمع بين تقنية العرض العمومي للأسهم بسعر ثابت وآلية إعلان العروض، والتقويت المباشر، وهي آلية تعتمد على المفاوضات المباشرة<sup>1</sup>. ثم باقتراح من وزير الخصوصية المكلف بمنشآت الدولة، قرر وزير المالية والاستثمارات الخارجية أن يعمل على إصدار سندات الخصوصية بمقتضى قرار وزاري رقم 95-3025 مؤرخ في 2 جانفي 1996، وسندات الخصوصية عبارة عن قيم منقولة ممثلة لسندات دين مصدره من طرف الخزينة، تخول حائزها إمكانية استبدالها وتبقى مماثلة لديون الخزينة. الهدف من إصدارها هو:

- وجود أداة مالية جديدة في المغرب تجمع بين صيغة ادخار كلاسيكية بسعر ثابت، وتوظيف ذي مردودية متغير.
- تحسين نسبة إرضاء المكتبيين عند شراء أسهم الشركات القابلة للخصوصية لأنه في غياب المعلومات حول الادخار الحقيقي، وكذلك سلوك ورغبات المدخرين، يحصل تخوف من أن يكون الطلب أقل من العرض في البورصة، وبالتالي فانه من شأن إصدار السندات أن يمكن السلطات من إيجاد أحسن تقدير للطلب على أسهم الخصوصية من خلال إيجاد تقدير الطلب الممكن الصادر على حائزي السندات وتجميع هذه الطلبات، فحسب تصريح لوزير الخصوصية أنه من خلال سندات الخصوصية يمكننا معرفة ما يريده الشعب من سياسة الخصوصية، إنه هو الذي يوجهنا.
- خلق حركية جديدة قصد تسريع سيولة الخصوصية وتدفقات مداخل الخزينة.
- نظرا للوضعية التي تعرفها بورصة الدار البيضاء، فان إصدار سندات الخصوصية يستهدف أساسا إدخال نوع من الديناميكية، وكذلك الزيادة في سيولة البورصة، كما تسعى إلى إشباع طلبات هيئات التوظيف الجماعي من القيم المنقولة.

<sup>1</sup> محمد العالج- حصيلة وأفاق عملية الخصوصية في المغرب- ندوة الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصوصية في البلدان العربية- مركز دراسات الوحدة العربية- بيروت 1999- ص 300.

تضم قائمة المقاولات التي خضعت لعملية التحويل إلى القطاع الخاص 114 وحدة تضم 77 شركة و37 فندقاً، تمثل في مجموعها 40% من حقيبة الدولة من القطاع العام.

ويوجز البنك الدولي الأهداف الأساسية الأربعة المتصلة بقانون الخصخصة في المغرب كما يلي:

- تخفيض دور الدولة في النشاط الاقتصادي.
- توسيع قاعدة المساهمين مع التركيز على الصغار منهم.
- تطوير الاقتصاديات الجهوية.
- الحفاظ على التشغيل.

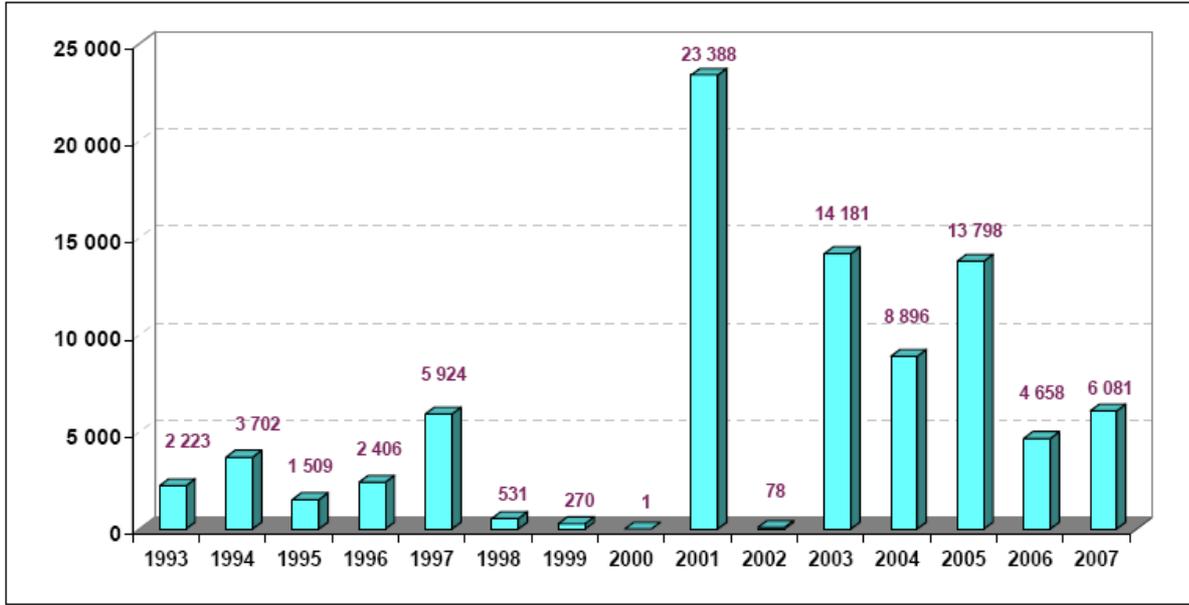
إن أحد أهم أهداف الخصخصة في المغرب هو يتمثل في إعادة تنشيط بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء من خلال توسيع قاعدة المساهمين الأفراد. فبين جانفي 1993 تاريخ أول عملية خصخصة والمعلومات المتوفرة خلال السنوات الموالية (حتى جوان 2007) نجد أن نشاط البورصة قد سجل نمو ملحوظاً، وذلك ما يوضحه جدول لخلاصات عمليات الخصخصة في المغرب والذي يوضح خصخصة 14 شركة عن طريق البورصة من مجموع 77 شركة تم خصصتها من غير الفنادق ، ويرفق الجدول بالشكل (3-3) الذي يوضح توزيع مداخل الخصخصة في المغرب حسب السنوات، والشكل (3-4) الذي يوضح نسبة مداخل الخصخصة حسب الطرق المعتمدة.

جدول (3-13): حصيلة الخوصصة عن طريق البورصة في المغرب خلال الفترة 1993-2007

التاريخ	اسم الشركة	نشاط الشركة	حصة البيع	سعر البيع (مليون درهم)
أفريل 1993	الشركة الوطنية للنقل CTM-LN	نقل المسافرين و الإرساليات	40%	94,3
ديسمبر 1993	شركة إسمنت المغرب الشرقي CIOR	صناعة الإسمنت	3%	329,2
أفريل 1994	شركة تمويل الشراء بالسلف SOFAC -Crédit	قرض للاستهلاك	18,37%	40,0
سبتمبر 1994	الشركة الوطنية للنقل CTM-LN	نقل المسافرين و الإرساليات	18,46%	48,7
أكتوبر 1994	الشركة الوطنية للاستثمار SNI	إنعاش الاستثمار	15,63%	361,1
ديسمبر 1994	البنك المغربي للتجارة الخارجية BMCE	بنك تجاري	14,01%	455,3
جوان 1995	شركة قرض التجهيز المنزلي Crédit EQDOM	قرض مالي للمستهلكين	18%	72,0
مارس 1996	الشركة المغربية لتكرير النفط SAMIR	تكرير النفط	30%	1.504,8
جوان 1996	شركة صناعة الصلب SONASID	صناعة الصلب	35%	420,4
أكتوبر 1996	الشركة المغربية للأسمدة FERTIMA	صناعة الأسمدة	30%	120,1
جوان 1997	الشركة المعدنية SMI	استخراج الفضة	20%	130,3
2004	البنك المركزي الشعبي	بنك تجاري	21%	760
جويلية 2006	اتصالات المغرب IAM	الاتصالات	0,1%	98,6
جوان 2007	IAM اتصالات المغرب	الاتصالات	4%	4 571,3

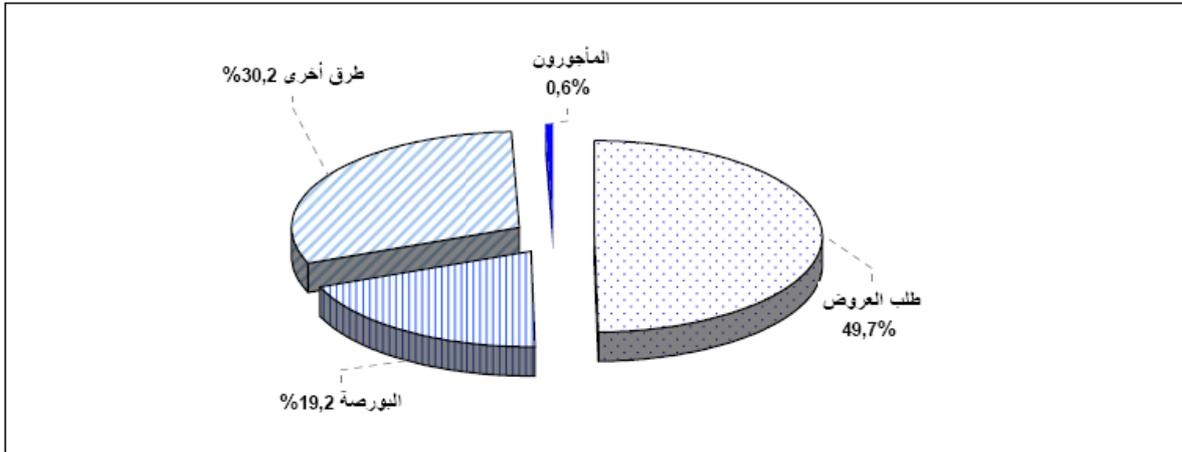
المصدر: وزارة المالية والخوصصة المغربية (بالتصرف).

شكل (3-3): توزيع مداخيل الخوصصة في المغرب حسب السنوات



المصدر: وزارة المالية والخوصصة المغربية

شكل (3-4): توزيع مداخيل الخوصصة في المغرب حسب طرق الخوصصة



المصدر: وزارة المالية والخوصصة المغربية

حيث أن قراءة الجدول الذي يلخص مجمل الشركات التي كانت موضوع بيع للجمهور عبر بورصة القيم، وكذا الشكلين الذين يبينان توزيع مداخيل الخوصصة حسب السنوات وحسب طرق الخوصصة يسمح بتسجيل الملاحظات التالية:

- قبل إجراء أول عملية خوصصة، كان عدد المساهمين الخواص المغاربة في بورصة القيم في الدار البيضاء ضعيفا جدا لم يتجاوز 10000 مساهم، في حين وصل عدد الاكتتابات الفردية اليوم بالنسبة لأسهم الشركات المحولة وسندات الخوصصة إلى حوالي 301000.
- وفي الاتجاه نفسه تضاعفت رسملة البورصة 12 مرة، حيث انتقلت من 5 مليارات درهم عام 1989 إلى 62.3 مليار درهم في شهر أوت 1996، وخلال الفترة نفسها، تضاعف رقم المعاملات عن كل جلسة منجزة لفئة الأسهم 160 مرة، منتقلا من 0.5 مليون إلى 81.4 مليون في اليوم. وهذا يدل علاقة متبادلة بين تحسن المؤشرات وسرعة التحويل.
- كما يتضح من توزيع المكتتبين في الشركات المخوصصة عبر القيم المنقولة أن 99.8% منهم مغاربة، و24.2% من المغاربة المقيمين بالخارج، و7.5% من المستثمرين المقيمين في المغرب، أما الأجانب فلم تتأهز نسبتهم 0.2%.
- وبالنسبة لمساهمة الأجورين في عمليات الخوصصة، يتضح أن نسبة هذه العمليات وحصصها تتغير من شركة إلى أخرى، حيث تشكل مداخل الخوصصة من هذه الفئة نسبة ضعيفة 0.6% من إجمالي مداخل الخوصصة. فهي لم تتجاوز في أحسن الأحوال 10% في بعض الشركات. أما عدد الأجورين المستفيدين من أسهم الشركات العشر المحولة التي يعملون فيها، فإنه لم يتجاوز 4603 مساهم، وهي نسبة متواضعة وتعزى بالطبع إلى ضعف القدرة الشرائية، وانعدام الادخار، والى آلية تحويل الأسهم المخصصة للعمال، والتي تعتمد على أسلوب الأداء الفوري بدل إقرار شروط تحفيزية عبر الاقتراض. هذا مع العلم أن عمال القطاع الفندقي بأكمله مستثنون من المساهمة في رأسمال هذه الوحدات.
- وبخصوص تقييم حصيلة الخوصصة المترتبة عن العمليات المنجزة استنادا إلى الطرق المتبعة في المغرب، نلاحظ هيمنة طريقة البيع المباشر، وتسعى هذه الطريقة إلى إيجاد مستثمر يتمتع بالأغلبية التي تمكنه من إنجاز أهداف الخوصصة (الاستمرار في توفير السلع والخدمات، والحفاظ على التشغيل). ومن جهة المداخل نلاحظ سيطرة أسلوب طلبات العروض التي تدر على الدولة حوالي 49.7% من مجموع مداخل الخوصصة. كما أن نسبة مداخل الخوصصة عن طريق البورصة هي نسبة مهمة (19.2%) تمثل 14 عملية خوصصة من مجموع 114 عملية خوصصة تمت فعليا، ساهمت في تحقيق هدف مهم فيما يخص إعادة تنشيط بورصة القيم التي تحسن أدائها بشكل جيد كنتيجة لعمليات الخوصصة التي قامت من خلالها في هذه الفترة.

## المطلب الثاني: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

أخذت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حيزا مهما اهتمامات السياسات الاقتصادية للدولة في القيام بأعباء التنمية مع التحول الذي عرفته الجزائر في بداية التسعينات، مما أعطى مجالا ودعما لنمو وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ويظهر ذلك من خلال الإجراءات المعتمدة والبرامج التي أعدت خصيصا لهذه المؤسسات. وعليه سوف نتعرض في هذا الجزء من دراستنا إلى مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وحجم مساهمتها في الاقتصاد الجزائري، وأهم المشاكل التي تواجهها وخاصة التمويل.

### 1- مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق التشريع الجزائري:

يمكننا تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة انطلاقا من ما جاء به القانون 18/01 المؤرخ في 2001/12/12 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فحسب نص المادة الرابعة من الفصل الأول تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات والتي تشغل من 1 إلى 250 شخصا ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي ملياري (02) دينار أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة (500) مليون دينار، كما يجب أن تستوفي معايير الاستقلالية المالية ويتم تصنيف هذه المؤسسات إلى مؤسسات مصغرة ومؤسسات صغيرة، ومؤسسات متوسطة وذلك ما يوضحه الجدول التالي:

### جدول (3-14): معايير تعريف وتصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر.

الصف	عدد الأجراء	رقم الأعمال	الحصيلة السنوية
المؤسسات المصغرة	1-9	أصغر من 20 مليون دج	أصغر من 10 مليون دج
المؤسسات الصغيرة	10-49	أصغر من 200 مليون دج	أصغر من 100 مليون دج
المؤسسات المتوسطة	50-250	من 200 مليون إلى 2 مليار دج	من 100 إلى 500 مليون دج

المصدر: القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر

### 2- الوضعية العامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

إن الحديث عن وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يقودنا إلى دراسة وضعية ومميزات هذه المؤسسات التي تجمع من حيث ملكيتها بين:

- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية.
- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة.

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

تعود ملكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية إلى الجماعات المحلية التي لعبت بموجب قانوني البلدية والولاية والمراسم التنظيمية الأخرى<sup>1</sup> دورا كبيرا في إنشاء العديد من المؤسسات الاقتصادية، التي تعتبر ضمن نمط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم ذلك في إطار برامج الاستثمار المحلي (PIL) التي انطلقت مع المخطط الثلاثي 67-1969 وأخذت حجما كبيرا مع المخططين الرباعي الثاني 74-1977 والخماسي الأول 80-1990. أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة، فقد تم إنشاؤها بموجب الاستثمارات الخاصة الوطنية، وبعد أن عرفت طيلة مرحلة السبعينات تهميشا من ناحية التأطير والتنظيم، حيث تطورت على هامش المخططات والبرامج التنموية، فقد تم إدماجها مع نهاية الثمانينات وبداية التسعينات في التنمية الاقتصادية، من خلال قوانين الاستثمارات التي وضعت، فكان أن عرفت تطورا هاما تجلى بوضوح في عدد المؤسسات التي أنشئت، والتوسع العمودي والأفقي لها.

وللقيام بدراسة وتحليل وضعية هذه المؤسسات، سوف نتطرق إلى تطور عددها، ومتابعة توزيعها على مختلف الفروع الصناعية، ونشير في هذا السياق إلى أن في دراستنا سوف نركز على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة كون التابعة منها للقطاع العام (المؤسسات المحلية) لا تساهم إلا بنسبة ضئيلة من حيث عددها أو تدخلها في الحياة الاقتصادية والاجتماعية، فعددها يتغير نحو الانخفاض لان أغلبها يخضع حاليا لعملية نقل الملكية عن طريق تطبيق إجراءات الخصوصية.

### تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الطبيعة القانونية:

تشير البيانات المتوفرة إلى ارتفاع معدل زيادة الوحدات الصناعية، حيث شهد عددها زيادة معتبرة بين 1999-2009 كما يوضحه لنا الجدول التالي:

#### جدول (3-15): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بين 1999 و 2009.

2009	2008	2007	2006	2005	2004	1999	الطبيعة القانونية
598	626	666	739	874	778	788	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العامة
335 486	321387	293946	269806	245842	225449	159507	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة
336084	322013	294612	270545	246716	226227	160295	المجموع

المصدر: تشريرات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات المعنية.

<sup>1</sup> قانون 82 و 88، ثم قانون ترقية الاستثمارات 1993 و 2001 والقانون التوجيهي المتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة 2001.

وأهم الملاحظات التي نستنتجها من هذا الجدول هي:

لقد عرف عدد المؤسسات الصناعية في مجموعها زيادة جد هامة حيث تم تسجيل ارتفاع قدره 209 %، بانتقال عددها الإجمالي ( كل المؤسسات باختلاف شكلها القانوني ) من 160295 مؤسسة عام 1999 إلى 336084 مؤسسة عام 2003. إن أصل هذه الزيادة يعود إلى الوتيرة الجد متسارعة في إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة ويتضح لنا ذلك خاصة إذا قارنا هذا العدد بالعدد الذي سجل سنة 1992 فبمجموع 103925 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خاصة نسجل إنشاء أكثر من 232159 مؤسسة طيلة عشرينين تقريبا، ما يمثل حوالي 14000 مؤسسة في المعدل كل سنة.

إن الزيادة الحاصلة في عدد المؤسسات الصناعية الخاصة وحسب البيانات المتوفرة عن الثلاث السنوات الأخيرة تعود بدرجة كبيرة إلى المؤسسات المصغرة التي تشغل أقل من 10 عمال، حيث مثلت أعلى نسب الإنشاء بين الفئات الثلاث للمؤسسات حسب حجم الإجراء بنسب تجاوزت 95% خلال الفترة، تليها نسبة إنشاء المؤسسات الصغيرة التي تراوحت بين 4.13% في 2007 إلى 3.42% خلال السداسي الأول من 2009. وذلك ما يوضحه الجدول التالي:

جدول (3-16): المؤسسات الخاصة الجديدة حسب فئة الأجراء

2009		2008		2007		المؤسسات حسب فئة الأجراء
العدد	%	العدد	%	العدد	%	
13574	96.28	26385	96.15	23015	95.34	من 01 الى 09
482	3.42	896	3.26	997	4.13	من 10 الى 49
43	0.30	160	0.58	128	0.53	من 50 الى 250
14099	100	27441	100	24140	100	المجموع

المصدر: نشریات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات المعنية.

#### تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب فروع النشاط:

يمكن متابعة التطور الحاصل في عدد المؤسسات حسب انتشارها بين فروع النشاط الاقتصادي بتحليل أرقام الجدول رقم (3-17) الذي يكشف لنا عن التوجه العام الذي تتبعه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في نشاطاتها، وكذا وزنها بين مختلف فروع النشاط الاقتصادي نستنتج أن هناك توجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى فروع دون غيرها . ومن خلال القيام بقراءة تحليلية للجدول رقم (3-17) نلاحظ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة تتركز أساسا في نشاط الخدمات حيث تمثل في المتوسط 45 % من مجموع المؤسسات الصغيرة

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

والمتوسطة خلال سنوات الدراسة، وقد عرفت زيادة مهمة في عدد المؤسسات حيث تطورت بنسبة 24 % بين 2006 و2009 وهو ما يظهر الإقبال الكبير للمستثمرين الخواص على هذا القطاع شأنه في ذلك شأن قطاع البناء والأشغال العمومية، فيمنح هذا الترتيب فكرة عن مدى جاذبية القطاعات الاقتصادية للاستثمارات الخاصة، لهذا يمكن الاستنتاج بأن ظروف الاستثمار التي تميز قطاع الخدمات تعد أكثر جاذبية لرؤوس الأموال الخاصة مقارنة مع تلك التي تميز القطاعات الأخرى، ويعود ذلك نسبيا إلى ضعف نسبة المخاطرة في مثل هذه النشاطات. خاصة النشاط التجاري.

### جدول(3-17): توزيع المؤسسات الخاصة حسب فروع النشاط

2009		2008		2007		2006		السنوات فروع النشاط
%	العدد	%	العدد	%	العدد	%	العدد	
45.93	154078	45.92	174582	45.98	135151	45.88	123782	الخدمات
35.25	118268	34.84	111978	34.10	100250	33.62	90702	البناء والأشغال العمومية
17.48	58646	17.84	57352	18.47	54301	19.03	51343	الصناعة
1.07	3592	1.12	3599	1.16	3401	1.18	3186	الزراعة والصيد البحري
0.27	902	0.27	876	0.29	843	0.23	793	خدمات صناعية
100	335486	100	321387	100	293946	100	269806	المجموع

المصدر: نشریات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات المعنية.

هناك توافق بين غياب المؤسسات الخاصة عن بعض فروع النشاط الإقتصادي و خضوع تلك الفروع إلى الاحتكار التام من قبل المؤسسات العمومية لأكثر من عقدين و لا تزال اليوم بالنسبة للبعض منها مثل قطاع المياه، الطاقة و المحروقات.

و منه يمكن تفسير الحضور القوي للقطاع الخاص في فرع النشاط التجاري الذي أشرنا إليه سابقا على أساس أن بقية الفروع الأخرى كانت تشهد احتكار القطاع العام و تماطل في تحريرها، وليس أساسا من أجل البحث عن الربح السهل و تفادي المخاطرة.

### 3- الوزن الإقتصادي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر:

بعدما تطرقنا إلى تحليل وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطورها، من حيث عدد المؤسسات وكيفية توزيعها على الفروع الصناعية، نقوم فيما يلي بدراسة الوزن الإقتصادي لهذه الصناعات في النشاط الإقتصادي والاجتماعي بمتابعة تطور العمالة فيها، وتحليل بعض المجمعات المحاسبية: الناتج الداخلي الخام والقيمة المضافة.

مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشغيل:

على ضوء إحصائيات وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية بلغ عدد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر أكثر من 300000 مؤسسة خاصة وتساهم في الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات بنسبة 80.80 % و توظف أكثر من 1.200.000 عامل وحسب تصريح وزير القطاع المعني فإنه للخروج من أزمة البطالة في الجزائر لا بد من تشجيع الاستثمار وخلق الثروات و ذلك بفتح المجال أمام المستثمرين الخواص وتشجيعهم وإعطاء الأولوية الخاصة لهذا القطاع بمنحه الامتيازات والمزايا القانونية والجبائية.

وتجدر الإشارة إلى أن عدد مناصب الشغل الجديدة بين سنة 1999 والسادسي الأول من 2009 قد وصل إلى أكثر من مليون منصب شغل جديد وهو ما يمثل نسبة زيادة تقدر بـ 160 % خلال هذه الفترة. والجدول التالي تطور عدد مناصب الشغل في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

الجدول رقم (3-18): تطور عدد مناصب الشغل في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

2009	2008	2007	2006	2005	2004	1999	
1649784	1540209	1355399	1252707	1157856	838504	634375	عدد مناصب الشغل

المصدر: نشریات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات المعنية.

مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة في الناتج الداخلي الخام والقيمة المضافة<sup>1</sup>:

إن تحليل مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القيمة المضافة على المستوى الوطني ستكون مفيدة إلى حد بعيد لتحديد مكانة هذه الأخيرة، في هذا السياق يوضح لنا الجدول ( 3-19) حصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من القيمة المضافة مقارنة بما تحققه المؤسسات العمومية. بالإضافة إلى الجدول (3-20) الذي يوضح تطور الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات وذلك حسب الطابع القانوني.

<sup>1</sup> - تعتبر القيمة المضافة ذلك المؤشر الذي يقيس المساهمة الإنتاجية للمؤسسة في الاقتصاد الوطني، بمعنى الثروة الإضافية المنشأة. و على المستوى الاقتصادي الكلي ، يكون مجموع القيم المضافة ما يدعى بالناتج الداخلي الخام.

جدول (3-19): تطور القيمة المضافة.

2007		2006		2005		2004		2003		الطابع القانوني	قطاعات النشاط
النسبة	القيمة										
99.55	701.03	99.84	683.63	99.84	578.79	99.84	577.97	99.75	508.78	خاص	الزراعة
0.45	3.16	0.16	1.00	0.16	0.93	0.16	0.94	0.24	1.24	عام	
100	704.19	100	639.63	100	579.72	100	578.88	100	510.03	مجموع	
80.94	593.09	79.72	486.37	79.81	403.37	78.12	358.33	70.85	284.09	خاص	البناء والأشغال العمومية
19.05	139.62	20.27	123.69	20.19	102.05	21.87	100.34	29.15	116.91	عام	
100	732.71	100	610.07	100	505.42	100	458.67	100	401	مجموع	
77.81	785.07	76.74	692.56	72.33	524.12	72.28	439.62	75.27	387.83	خاص	الخدمات
22.19	197.46	23.26	209.88	27.67	200.51	27.72	168.57	24.73	127.38	عام	
100	890.02	100	902.44	100	724.63	100	608.19	100	515.21	مجموع	
84.18	130.06	82.26	113.07	80.57	104.1	78.52	95.73	75.11	88.51	خاص	الصناعة
15.82	24.44	17.74	24.38	19.43	25.1	21.48	26.18	24.89	29.33	عام	
100	154.5	100	137.45	100	129.2	100	121.91	100	117.84	مجموع	
93.25	776.82	94.02	675.05	94.17	629.18	93.43	567.19	93.19	514.56	خاص	التجارة
6.74	56.18	5.98	42.91	5.83	38.95	6.56	39.86	6.81	37.61	عام	
100	833	100	717.96	100	668.13	100	607.05	100	552.17	مجموع	

المصدر: نشرية المعلومات الإحصائية رقم 14. 2008 ص: 52.

جدول (3-20): تطور الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات الوحدة: مليار دينار

2007		2006		2005		2004		2003		الطابع القانوني
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
19.20	749.86	20.44	704.05	21.59	651.0	21.8	598.65	22.9	550.6	القطاع العام
80.80	3153.77	79.56	2740.06	78.41	2364.5	78.2	2146.75	77.1	1884.2	القطاع الخاص
100	3903.63	100	3444.11	100	3015.5	100	2745.4	100	2434.8	المجموع

المصدر: نشرية المعلومات الإحصائية رقم 14. 2008 ص: 51.

و ما يمكن استنتاجه من هذا الجدولين :

- سجلت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة مساهمة هامة في خلق القيمة المضافة على المستوى الوطني خلال السنوات التي تناولها الجدول، حيث بلغت نسبة تقدر بـ 78 % في الناتج الداخلي الخام في المعدل بدون اعتبار قطاع المحروقات.

إن القفزة النوعية التي عرفتتها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث مساهمتها في الناتج الداخلي الخام، تعبر حقا عن إنجاز تاريخي حققه هذا القطاع. حيث هي السنوات الأولى التي تتجاوز فيها مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص تلك التي تحققتها عادة المؤسسات العمومية فيما يخص إنشاء القيمة المضافة على المستوى الوطني، إذ نسجل في سنة 1997 أن المؤسسات التابعة للقطاع العام كانت تساهم بنسبة قدرها 54.3 % من مجموع القيمة المضافة على المستوى الوطني. بينما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة تمثل الباقي، أي ما يعادل 45.7 % من مجموع القيمة المضافة الكلية. لكن، ابتداء من سنة 1998، انعكست الأدوار لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا ما تبرزه أرقام الجدول أعلاه.

يظهر عند تحليل مساهمة كل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة والمؤسسات العمومية في القيمة المضافة، تفوق القطاع الخاص تقريبا في كل القطاعات. رغم أن توزيع مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة على القطاعات الاقتصادية تبدو غير متكافئة، ويشير هذا التوزيع إلى استعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستثمار على مستوى جميع القطاعات الاقتصادية شرط أن يتوفر المحيط الملائم.

لا توجد علاقة بين الحضور المكثف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة داخل قطاع معين و مساهمتها في خلق القيمة المضافة المنشأة داخل ذلك القطاع الاقتصادي. فرغم أن قطاع الفلاحة يحتوي على 1.07 % من عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة (3592 مؤسسة) غير أنها تساهم بنسبة 22.22 % من مجموع القيمة المضافة الكلية للقطاع الخاص في سنة 2007. في نفس الوقت نجد أن القطاع الصناعي الذي يتضمن 17.48 % من مجموع عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة (58646 مؤسسة) لا تساهم إلا بمقدار 4.12 % من مجموع القيمة المضافة الكلية.

لكن يبقى قطاع الخدمات خارج هذا الإطار، حيث أنه يتضمن أكثر من 45.93 % من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة ويساهم بأكثر من 25 % من مجموع القيمة المضافة المنتجة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة على المستوى الوطني.

وتسمح لنا عملية تحليل توزيع القيمة المضافة على مختلف فروع النشاط الإقتصادي كما هو معبر عليها في الجدول رقم(3-19) من التعرف على النشاطات التي تعود بأكثر فائدة لكل قطاع قانوني.

و منه إن الإشكالية التي تطرح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة تبقى مرتبطة أولاً بضرورة توسيع قاعدة تواجدتها داخل المجال الإقتصادي عن طريق إنجاز استثمارات جديدة ومكثفة على مستوى جميع فروع النشاطات الاقتصادية، وثانيا ضرورة الرفع من أدائها، بمعنى الزيادة في القيمة المضافة المنشأة و يتجلى ذلك بتحسين وترشيد التسيير اليومي للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة الخاصة.

- وما يشد الانتباه في ترتيب مساهمة مختلف فروع النشاطات الاقتصادية في خلق القيمة المضافة هو توجه المستثمر الجديد بصفة آلية إلى الاستثمار في النشاط التجاري مقارنة ببقية النشاطات الاقتصادية الأخرى، بما أن إمكانية تحقيق قيمة مضافة مرتفعة في النشاطات الصناعية تبقى ضعيفة إذا ما قورنت بتلك المحققة في النشاط التجاري. هذا و تجدر الإشارة إلى المساهمة المعتبرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة المكونة لفرع المحروقات، حيث تبلغ 2.38 % من مجموع القيمة المضافة للقطاع الخاص في سنة 1998 وهي تزيد بذلك عن بعض نشاطات القطاع الصناعي التي أشرنا لها سابقا، مع العلم أن قطاع المحروقات يصنف ضمن القطاعات الإستراتيجية والمحكرة من قبل المؤسسات العمومية فقط.

نلاحظ أن هذه المؤسسات أقل فعالية بفروع النشاطات الاقتصادية التي تنتمي إلى قطاع الصناعة الذي لم يعرف نفس وتيرة الإصلاحات التي شهدتها كل من القطاعين التجارة والخدمات خلال السنوات الماضية. كما تنحصر النشاطات الأقل فعالية في بعض فروع النشاطات الصناعية التي لا تزال بعيدة عن توفير محيط استثماري جذاب لرؤوس الأموال الخاصة. على الرغم من هذا، تبقى هذه النشاطات الاقتصادية فرصا مستقبلية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة شريطة جمع العوامل الضرورية لتحقيق ذلك.

#### 4- مشاكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر:

تجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات بالغة للحصول على التمويلات اللازمة لنشاطها وهذا بسبب ثقل العمليات المصرفية للبنوك الجزائرية واتسامها بالبيروقراطية في أداء خدماتها (معالجة الصكوك والتحويلات المالية، دراسة الملفات....) وعزوفها عن تمويل أنشطة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لغياب الضمانات الكافية لاسترداد أموالها. وفي هذا الإطار تم إنشاء الصندوق الوطني لضمان استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس مال قدره 30 مليار دينار وكذا صندوق رأس مال المخاطرة ب 3,5 مليار دينار.

بالمقابل لم تتمكن البورصة الجزائرية من تعبئة المدخرات المحلية وكذا الأجنبية اللازمة لتمويل عملية التنمية الاقتصادية، وتمويل المشاريع المحلية خاصة الصغيرة والمتوسطة منها وهو ما يضيع فرصا أكيدة للإنتاج والتوظيف.

ولتجاوز هذه العقبات يجب تأهيل الجهاز المصرفي وتفعيل دوره في تمويل النشاط الاقتصادي، عن طريق تحسين نوعية خدماته ومستوى موظفيه وإطاراته وإرساء قواعد تسيير شفافة وواضحة تعتمد معايير موضوعية وتجارية في منح القروض البنكية، مع ضرورة الانفتاح على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتمويل أنشطتها خاصة مع حل مشكلة الضمانات وهذا مع إنشاء الصندوق الوطني لضمان الاستثمارات وكذا صندوق رأس مال المخاطرة . كما يجب إعادة التفكير في طريقة تسيير البورصة ووضع الآليات المثلى لعملها من أجل جلب المدخرات المحلية والأجنبية وتمويل المشاريع الاستثمارية بمختلف أحجامها. وبالتالي يكون لهذه الإجراءات آثار ايجابية على الطرفين، فهي من ناحية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تحل أهم عقبة أمام نموها وتطورها وهي عقبة التمويل، ومن ناحية أخرى لها أثر ايجابي على النظام المالي و المصرفي الذي تعيد إليه النشاط وتزيد الثقة فيه، ولنا في التجربة التونسية خير مثال، حيث لجأت إلى إنشاء سوق مالية موجهة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كخطوة لتطوير سوق المال بها في إطار الإصلاحات التي قامت بها، وكذلك من أجل حل مشاكل تمويل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتوفير بورصة خاصة كبديل تمويلي جديد وهي ما تعرف بالسوق البديلة.

### المطلب الثالث: الاستثمار الأجنبي في الجزائر.

تبنت الجزائر في فترة التسعينات قوانين و تشريعات فتحت المجال للاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لعدم كفاية مدخراتها المحلية بسبب الميل نحو الاستهلاك و الاستيراد من الخارج و التي كانت عائقا نحو مسيرة النمو الاقتصادي و بصدور قانون النقد و القرض 10/90 الذي أعطى مكانة مرموقة للاستثمار الأجنبي و قد تجسد هذا التوجه من خلال القانون 93-12 الذي فتح كل مجالات الاستثمار للقطاع الخاص سواء وطني أو أجنبي و هو ما أثبت أن الاقتصاد الوطني هو اقتصاد السوق لكن لم يكن له اثر كبير على الاستثمار نظرا لعدة عوامل منها الظروف السياسية التي كانت سائدة آنذاك وبسبب انخفاض أسعار البترول الذي كان له أثر كبير على الاقتصاد الجزائري.

وفي إطار الإصلاحات التي قامت بها الجزائر في مختلف الميادين الاقتصادية صدر آخر قانون للاستثمار بموجب الأمر الرئاسي رقم 03/01 والمتعلق بترقية وتطوير الاستثمار. حيث حدد القانون الجديد النظام العام الذي أصبح يطبق على الاستثمارات الوطنية و الأجنبية المنجزة ضمن النشاطات الاقتصادية المنتجة للسلع والخدمات، وكذا الاستثمارات التي تنجز في إطار منح

الاستثمارات الخاصة للمستثمرين المحليين والأجانب. وهذا ما تعرضنا له في المبحث الأول المتعلق بمناخ الاستثمار في الجزائر.

وعليه سوف نتعرض في هذا الجزء من دراستنا إلى إحصائيات حول تدفقات الاستثمار الأجنبي نحو الجزائر، والقطاعات التي شملتها هذه الاستثمارات. وفي الأخير إلى معوقات الاستثمار الأجنبي في الجزائر.

#### 1- حصيلة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر:

أصبح تدفق الاستثمار الأجنبي ظاهرة عالمية بحيث أصبحت مختلف الدول المتقدمة والنامية منها على السواء تتنافس للحصول على أكبر نصيب من هذا التدفق، حيث شهدت تدفقات الاستثمار الأجنبي نموا متسارعا خلال العقود الأخيرة، حيث زادت بنحو ثلاثة أضعاف خلال الفترة 1982-1990 لتصل إلى 203 مليار دولار عام 1990 مقابل 59 مليار دولار عام 1982. ثم زادت الحصيلة بنحو سبعة أضعاف خلال الفترة 1990-2000 لتصل إلى نحو 1490 مليار دولار خلال العام 2000. بينما نمت تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد عالميا خلال العام 2008 لتصل 1700 مليار دولار، بلغت حصة الدول النامية منها حوالي 620 مليار دولار، أما عن حصة الدول العربية فبلغت حوالي 96 مليار دولار ما يمثل نسبة 5.7% من إجمالي الاستثمار الأجنبي الوارد عالميا و15.5% من حصة الدول النامية.

وبالرجوع إلى حالة الجزائر ومن خلال إحصائيات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار حصلنا على الجدول (3-21) والذي يوضح حصيلة الاستثمار الأجنبي الوارد إلى الجزائر مقارنة بالدول العربية خلال الفترة 2001-2008 نلاحظ أن حصيلة الجزائر جد منخفضة عرفت تغيرات طفيفة خلال الفترة رغم الإصلاحات التي قامت بها الجزائر لتحسين بيئة الاستثمار فيها، من التفتح على القطاع الخاص المحلي والأجنبي والمزايا والإعفاءات الضريبية والجمركية الممنوحة بموجب القانون 03/01. فكانت حصيلة الاستثمار الأجنبي في 2001 حوالي مليار دولار ما يمثل 12.78% من حصة الدول العربية، ونفس النسبة تقريبا في العام 2002، لكن بعد هذه الفترة عرف الاستثمار الأجنبي الوارد إلى الجزائر انخفاضا خلال 2003 و2004، ليعود إلى نفس المستوى في 2005 لكن بالمقارنة مع الدول العربية نجد ارتفاع حصة الدول العربية بأربعة أضعاف في 2005 مقارنة بـ 2001 لكن بقيت حصة الجزائر منخفضة إلى نفس المستوى الذي كانت عليه، ونفس الملاحظة تقريبا بالنسبة للعام 2008 إذ لم تتجاوز حصة الجزائر من الاستثمار الأجنبي 2.74% من حصة الدول العربية. ولا شك في أن المزايا الاقتصادية والتكنولوجية تلعب دورا بارزا في ارتفاع نسبة التدفق إلى هذه الدول، فاقتصاديات هذه الدول هي اقتصاديات جاذبة للاستثمار الأجنبي، بفضل الانفتاح وتوفير المعلومات والبيانات عن المشاريع الاقتصادية وانخفاض

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

المعوقات الإدارية والقانونية الأمر الذي وفر فرصا استثمارية متنوعة ساهمت في ارتفاع حصة هذه الدول مقارنة بالجزائر التي بقيت بعيدة عن كل هذا.

**جدول (3-21): حصيلة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر مقارنة بإجمالي الدول العربية:**

مليون دولار أمريكي

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
قيمة الاستثمار الأجنبي الوارد إلى الجزائر	1 196	1 065	634	882	1 081	1 795	1 662	2 646
قيمة الاستثمار الأجنبي الوارد إلى الدول العربية	9324	8360	14998	24539	46691	71017	80838	96482
الجزائر إلى الدول العربية %	12.82	12.73	4.22	3.59	2.31	2.52	2.05	2.74

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار

أما بالنسبة لتطور نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي في الجزائر، فنلاحظ انخفاض هذه النسبة فهو لم يتجاوز في أحسن الأحوال 2.17 % كأحسن نسبة، فبلغ 1.57% خلال 2008. وانخفاض هذه النسبة يعني أن نمو الناتج المحلي الإجمالي والذي هو منخفض بالفعل، كان أسرع من نمو تدفق الاستثمار الأجنبي في الجزائر. وهذا ما يوضحه الجدول التالي الذي يبين نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي من الناتج المحلي للجزائر خلال الفترة 2001-2008:

**جدول (3-22): نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي من الناتج المحلي الإجمالي للجزائر:**

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي من الناتج المحلي الإجمالي %	2,17	1,87	0,93	1,04	1,06	1,54	1,25	1,57

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار

**2- الاستثمار الأجنبي في الجزائر حسب القطاعات والدول المستثمرة في الجزائر:**

يوضح لنا الجدول التالي عدد مشاريع الاستثمار في الجزائر خلال الفترة 2002-2009، حيث أن قراءة الجدول تعكس لنا الزيادة المستمرة في عدد مشاريع الاستثمار بالجزائر خلال الفترة

## الفصل الثالث: القطاع الخاص والبورصة في الجزائر

التي تناولها الجدول، وفي المقابل أدت إلى توفر عدد مهم من مناصب الشغل التي أدت إلى التخفيض من نسبة البطالة. هذا وكانت حصيلتها جد معتبرة خلال الفترة حيث مثل في أحسن الأحوال 21.84% من الناتج المحلي الخام للجزائر خلال 2008.

**جدول (3-23): تطور التصريحات بالاستثمار في الجزائر خلال الفترة 2002-2009:**

السنة	عدد مشاريع الاستثمار	عدد مناصب العمل	المبلغ (مليون دج)
2002	3109	96545	368882
2003	7211	115739	490459
2004	3484	74173	386402
2005	2255	78951	511529
2006	6975	123583	707730
2007	11497	157295	932101
2008	16925	196754	2401890
2009	19729	155905	907882
المجموع	71185	998945	6706875

المصدر: الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار ANDI.

وبقراءة الجدول (3-23) الذي يوضح الاستثمارات المصرح بها موزعة بين استثمارات محلية وأجنبية ومشاركة خلال الفترة 2009-2002، نلاحظ أن نسبة عدد الاستثمارات الأجنبية لم تتجاوز 0.97% من إجمالي عدد الاستثمارات التي تمت خلال الفترة، لكن بالمقابل كانت حصيلتها مهمة قدرت بنسبة 25.18% من إجمالي حصيلة الاستثمارات خلال الفترة مقارنة بحصيلة الاستثمارات المحلية التي تحتل عدد مشاريعها نسبة 99% من عدد المشاريع. كما أن هذه النسبة الضعيفة للاستثمار الأجنبي في الجزائر استطاعت أن توفر أكثر من 89 ألف منصب شغل بما يمثل حوالي 9% من إجمالي حجم مناصب الشغل الموفرة خلال الفترة. وبالتالي نلاحظ أن نسبة قليلة جدا للاستثمار الأجنبي في الجزائر حققت نتائج جيدة في زيادة الناتج المحلي وفي توفير مناصب الشغل مما يدعو إلى ضرورة العمل على تحسين مناخ الاستثمار في الجزائر ليصبح أكثر جذبا لهذا النوع من الاستثمارات.

جدول (3-24): الاستثمارات المصرح بها موزعة بين استثمارات محلية وأجنبية  
ومشتركة خلال الفترة 2002-2009

النسبة	عدد مناصب العمل	النسبة	المبلغ (مليون دج)	النسبة	عدد المشاريع	مشاريع الاستثمار
91.04	909465	74.82	5017890	99.03	70409	الاستثمارات المحلية
3.31	31030	11.40	764593	0.41	294	الشراكة
5.85	58450	13.78	924393	0.56	400	الاستثمارات الأجنبية المباشرة
8.96	89480	25.18	1688985	0.97	694	مجموع الاستثمارات الأجنبية
100	998945	100	6706875	100	71185	المجموع العام

المصدر: الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار ANDI.

أما من حيث توزيع هذه الاستثمارات الأجنبية المحققة في الجزائر حسب القطاعات الاقتصادية فقد ظفر قطاع الصناعة بأكبر حصة منها بـ 387 مشروع من إجمالي 694 مشروع استثمار أجنبي خلال الفترة أي ما يمثل نسبة 55.76%، قدرت حصيلتها بنسبة 52.67% من إجمالي إيرادات الاستثمارات الأجنبية بالجزائر خلال الفترة، ثم في المرتبة الثانية قطاع الخدمات بحصة 143 مشروع أي ما يعادل نسبة 20.61% قدم إيرادات قدرت بنسبة 6.98% أقل من إيرادات قطاع الاتصالات الذي يمثل 0.43% والذي قدم حصيلة بـ 9.63%. وعليه يبقى قطاع الصناعة هو أحسن مجال يمكن العمل من خلاله على جذب الاستثمار الأجنبي والاستفادة أكثر من النتائج التي يمكن تحقيقها من خلاله.

والجدول التالي يوضح تقسيم المشاريع الاستثمارية الأجنبية المصرح بها حسب قطاعات

النشاط خلال الفترة 2002-2009

جدول (3-25): تقسيم المشاريع الاستثمارية الأجنبية المصرح بها حسب قطاعات النشاط خلال الفترة 2002-2009

النسبة %	المبلغ (مليون دج)	النسبة %	عدد المشاريع	مشاريع الاستثمار
0.12	2021	1.44	10	الزراعة
27.96	472163	14.27	99	BTPH
52.67	889532	55.76	387	الصناعة
0.35	5982	0.58	4	الصحة
0.74	12531	4.76	33	النقل
1.55	26216	2.16	15	السياحة
6.98	117953	20.61	143	الخدمات
9.63	162586	0.43	3	الاتصالات
100	1688985	100	694	المجموع

المصدر: الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار ANDI.

ومن حيث المستثمرين في الجزائر، نلاحظ أكبر عدد من المشاريع تم القيام به من دول أوروبية (324 مشروع)، أغلبها قامت بها دول تنتمي إلى الاتحاد الأوروبي (272 مشروع)، منها 121 مشروع قام بها مستثمرون من فرنسا فقط ما يمثل نسبة 17.43%. وبعد المستثمرين الأوروبيين الذين تمثل عدد استثماراتهم 46.68% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية، نجد المستثمرين الذين ينتمون إلى دول عربية بـ 290 مشروع استثماري يمثل 41.78% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية، بحصيلة تقارب 2.5 مرة الحصيلة التي نتجت عن الاستثمارات الأوروبية. وفي المرتبة الثالثة نجد الاستثمارات الآسيوية بـ 48 مشروع حققت إيرادات بنسبة 30% من إجمالي الإيرادات، مقارنة بأكبر حجم من المشاريع المنفذة من طرف الدول الأوروبية التي تقدر بستة أضعاف عدد المشاريع في حين أن الحصيلة لم تتجاوز 17.88% من إجمالي إيرادات الاستثمار الأجنبي الوارد إلى الجزائر.

والجدول التالي يوضح تقسيم الأقاليم التي ينتمي إليها المستثمرون الأجانب في الجزائر

خلال الفترة 2002-2009:

جدول (3-26): الأقاليم التي ينتمي إليها المستثمرون الأجانب في الجزائر خلال الفترة 2009-2002:

النسبة (%)	المبلغ (مليون دج)	النسبة (%)	عدد المشاريع	الإقليم
17.89	301997	46.68	324	أوروبا
16.05	271118	39.19	272	الاتحاد الأوروبي
2.33	39376	17.43	121	فرنسا
30.42	513688	6.92	48	آسيا
1.62	27490	2.30	16	أمريكا
49.48	835745	41.78	290	الدول العربية
0.26	4510	0.15	1	إفريقيا
0.18	2954	0.15	1	أستراليا
0.15	2600	2.02	14	متعددة الجنسيات
100	1688985	100	694	المجموع

المصدر: الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار ANDI.

وخلاصة القول أن الجزائر لم تنجح في أن تصبح موقع جذب مهم للاستثمارات الأجنبية مقارنة بغيرها من الدول العربية والنامية مثل السعودية ودول الخليج، البرازيل والمكسيك والصين. أما فيما يخص الاستثمار الأجنبي غير المباشر والذي كما تم الإشارة إليه سابقا والذي يتمثل في الاستثمار الأجنبي في البورصة، لم يكن هناك استثمار فعلي في هذا المجال نظرا لضعف نشاط البورصة وقلة الشركات المدرجة فيها وبالتالي لم تكن هذه البورصة محل جذب للمستثمرين الأجانب فيها. لكن لو تمت عمليات الخصخصة عن طريق البورصة على غرار التجربة التونسية والمغربية وتم عرض عمليات الاكتتاب العام على المحليين والأجانب ورافق ذلك حملات إعلامية واسعة على المستوى المحلي والدولي لكان هناك إقبال من طرف المستثمرين الأجانب على أسهم هذه الشركات، وبالتالي كان هناك حجم مهم من الاستثمار الأجنبي في البورصة الجزائرية. وبالتالي زيادة الثقة فيها من طرف الشركات والمستثمرين، وأصبح ذلك حافزا لخصوصية شركات أخرى، وكذلك للشركات من القطاع الخاص لطلب الإدراج في البورصة وأدى ذلك إلى تنويع الأوراق المتداولة فيها والى إقبال المستثمرين عليها.

## المبحث الرابع: معوقات بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها

بعد مرور عدة سنوات على إنشاء بورصة الجزائر، إلا أنها لم تستطع تحقيق الأهداف المنتظرة منها والتطور، حيث بقيت تحتوي على عدد محدود من الشركات المدرجة فيها، وذلك نظرا لوجود عدة عراقيل وقفت في طريق تطورها، وهو ما يستوجب العمل على إزالة تلك العراقيل وبعثها من جديد.

وعليه سوف نتناول في هذا المبحث مختلف المعوقات التي تحول دون تطور بورصة الجزائر هذا في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني فنتعرض للشروط الأساسية لنجاح بورصة الجزائر.

### المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر

تعرض بورصة الجزائر عدة معوقات تحول دون نموها وتطورها، ومن جملة هذه المعوقات نذكر ما يلي:

#### أ- المعوقات الاقتصادية:

من أهم المعوقات الاقتصادية التي تعاني منها بورصة الجزائر نجد:

- **التضخم:** يرتبط التضخم ارتباطا وثيقا بنشاط السوق المالي، إذ يؤثر ارتفاع معدل التضخم سلبيا على حجم العمليات في البورصة، حيث أن التضخم يؤثر على قيمة النقد، وبالتالي يؤثر على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية من جهة، ومن جهة ثانية فإنه يؤثر على القدرة الشرائية للأفراد الذين يوجهون اهتماماتهم إلى ارتفاع الأسعار بدل التوظيف في السوق المالي. كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد المتوقع على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ذلك لان العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال الفترة. وقد عرف معدل التضخم في الجزائر منذ بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا كان من بين الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور البورصة في الجزائر.

- **ضعف القدرة الشرائية للأفراد:** لقد كان من آثار انخفاض قيمة الدينار وتجميد الأجور، وتحرير أسعار السلع والخدمات، والتسريح الجماعي للعمال ضلع كبير في تدهور القوة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، حيث يلاحظ توسع دائرة الفقر والبؤس وتقلص القدرة الادخارية للعائلات، ففي هذه الحالات والأوضاع من الصعب انتظار إقبال كبير من طرف الأسر الجزائرية من اجل الادخار في الأصول المالية وفي غيرها من المجالات<sup>1</sup>.

- **هيمنة القطاع العام:** إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشيا ونهجها لاقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، وهو ما لا نجده في واقع الاقتصاد الجزائري

<sup>1</sup> - منصورى الزين - مرجع سبق ذكره ص 139.

الذي يطغى عليه القطاع العام الذي يمثل حوالي 80% من مجموع تعاملات بورصة الجزائر وما يميزه من صعوبات مالية واقتصادية وعدم كفاءته سينعكس لا محالة على أداء البورصة. حيث أن تأخر عمليات الخصخصة التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة زاد من عرقلة نموها وتطورها إضافة إلى أن أغلب المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة يتعارض مع قوانين الإدراج في البورصة التي تشترط الشكل القانوني للمؤسسة وهو شركة بالأسهم<sup>1</sup>.

- **السوق الموازي:** حيث أن الأرباح المحققة في هذا السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فوجوده لا يشجع العائلات على توجيه ادخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، بل إلى الاستثمار في الأنشطة المتاحة في هذه الأسواق الموازية. حيث أشارت إحصائيات مقدمة في تقرير المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي على اتساع ظاهرة الاقتصاد الموازي في الجزائر وبلغت أكثر من 35% من حجم النشاطات التجارية في الاقتصاد الجزائري.

### ب- المعوقات السياسية والتشريعية:

حيث تم افتتاح بورصة الجزائر في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما أسهم بالدرجة الأولى في عرقلة النشاط الفعلي لها بحكم أن المستثمر يبحث دائما عن عامل الأمان والمردودية وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار الاقتصادي، إذ تنفر رؤوس الأموال من البلدان التي تسود فيها الحروب، الانقلابات السياسية والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها.

هذا ومن الناحية القانونية يلاحظ لحد الآن عدم استكمال القاعدة التشريعية الخاصة بالبورصة وخاصة ما يتعلق بالمستثمرين الأجانب وكيفية توزيع الأرباح على المساهمين والفوائد المحصلة من القيم المنقولة<sup>2</sup>.

### ج- المعوقات الاجتماعية والثقافية:

- **غياب الثقافة البورصية:** حيث أن النهج الذي سارت عليه الجزائر منذ الاستقلال قد أبعد أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الاقتصادي، حيث أن الخزينة أخذت على عاتقها كل الاستثمارات، وبهذا فإن مثل هذه السوق في الجزائر يواجه بالتأكيد بعض الصعوبات الخاصة بتقبل الجمهور، وهذا راجع لانعدام الثقافة البورصية في أوساط أفراد المجتمع الجزائري، ومن ثم عدم تقبل فكرة الاستثمار في البورصة نظرا لعدم الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق بصفتها سوق لم يتم التعامل فيها بتاتا في السابق.

<sup>1</sup> - ناصر المهدي - مرجع سبق ذكره ص 52.  
<sup>2</sup> - صالح فلاح - بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار - الملتقى الدولي حول "الشفافية ونجاعة الأداء للاندمج الفعلي في الاقتصاد العالمي" - جامعة الجزائر 2003.

- **العامل الديني:** يلقي الاستثمار في بعض الأوراق المالية المعارضة من قبل المجتمعات الإسلامية ومنها الجزائر، حيث أن الاستثمار في السندات مثلاً يدر عائداً ثابتاً ومحدد مسبقاً، وهو ما يمثل بذلك صورة من صور " الربا " وهو محرم في الإسلام، وعليه فالاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية يبقى عقبة تمثل تحدياً أما البورصات في الدول الإسلامية، وبالتالي لا بد من تقديم أوراق مالية بديلة تتناسب مع خصائص المجتمعات الإسلامية.

- **العوامل التاريخية:** والتمثلة في الجهل والامية وكل مخلفات الاستعمار الأخرى التي مازال المجتمع الجزائري يعاني منها لحد الآن، كما أن عدم الإقبال على التعامل بقيم البورصة مرده عدم الثقة واهتزازها نتيجة ممارسات بعض الهيئات المالية والفضائح التي خلفها بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري والفضائح المتوالية الأخرى التي يشهدها القطاع المالي بصفة مستمرة.

**د- المعوقات التنظيمية المتعلقة بالبورصة نفسها:**

وتتميز هذه المجموعة من المعوقات فيما يلي:

- **قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي لسوق الأوراق المالية، فهي العامل الأساسي الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة كلما زادت فعاليتها والعكس صحيح. وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو العدد المحدود جداً من المؤسسات المدرجة، ذلك رغم أن هناك عدد معتبر من المؤسسات المؤهلة والقادرة على الاندراج في البورصة من القطاعين العام والخاص.

- **عدم تنوع القيم المتداولة:** يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، حيث أنها تعرض للمستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، مما يفتح لهم المجال الواسع لاختيار منها ما يلائم إمكانياتهم، أهدافهم، وميولاتهم الشخصية، والتنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. وفيما يخص بورصة الجزائر فهي حديثة النشأة ولم تعرف تداول سوى حجم محدود من الأوراق المالية، مما يجعلها تفتقر إلى إمكانيات التنوع، وهذا ما يرفع من حجم المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه السوق ويحد من رغبة المستثمرين في الاستثمار في القيم المنقولة<sup>1</sup>.

- **سير عمل البورصة:** حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم تنظم حصص التفاوض لمرة واحدة في الأسبوع وذلك يوم الاثنين من الساعة 09:30 إلى 10:30 صباحاً، يضاف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم أسبوعاً كاملاً مما يعرقل السير الحسن للتعاملات، فإذا كان أمر المستثمر غير منفذ كلياً وهناك مدة طويلة ليستلم أسهمه أو سنداته فهذا الوقت الطويل سيحبط من رغبته في القيام بأمر بيع

<sup>1</sup> - محفوظ جبار - أداء بورصة الجزائر: الواقع والأفاق - مرجع سبق ذكره ص 23.

أو شراء آخر. كما يلاحظ نقص عدد الوسطاء وخاصة منهم الخواص مما يهز من ثقة المتعاملين في السوق.

- **ضعف الإفصاح والشفافية:** يعاني المستثمرون في العديد من أسواق المال العربية من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق الأمر الذي يمس مصداقية هذه الأسواق، في حين أن المطلعين سواء كانوا أعضاء مجالس إدارة الشركات أو المديرين التنفيذيين يحققون مكاسب كبيرة أو يتجنبون خسائر كبيرة من خلال اطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات. وفي الجزائر، المستثمر عادة ما ينتظر التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة حتى يتحصل على البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة ولا تساعده على اتخاذ القرارات<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الشروط الأساسية لنجاح بورصة الجزائر.

من جملة الإصلاحات التي قامت بها السلطات العمومية للدولة الجزائرية قصد استحداث آليات جديدة لتمويل الاقتصاد، تم إحداث بورصة قيم متداولة من خلال إصدار العديد من النصوص التشريعية والتنظيمية الخاصة بهذه المؤسسة والمحيط الذي تعمل فيه كما أنه بعد تأسيسها الفعلي شرع في أولى عمليات القبول والإدخال بها. بالرغم من ذلك، فإن بورصة الجزائر تتسم في الوقت الراهن بالهشاشة كما أن دورها في التمويل مازال يتصف بالهامشية.

ولعل واقع الحال هذا، يسمح بالقول أن الإرادة السياسية وحدها غير كافية لإنشاء بورصة قيم متداولة فعالة وناجحة تتماشى والمتطلبات الاقتصادية المعاصرة. ومنه فإنه ينبغي توافر مجموعة من الشروط الأساسية لقيام بورصة فعالة تسمح للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من تمويل توسعها وتطورها وكذا تمويل العجز الموازي للدولة وهيئاتها من خلال الأعوان الاقتصادية ذات الفوائد. ويمكن عرض أهم شروط النجاح التي ينبغي توافرها في بورصة الجزائر حتى تتمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها في النقاط التالية:

### - ضرورة تسوية الاقتصاد:

يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم شرط أساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، وذلك من خلال إتباع فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة الاقتصادية وإعطاء دور الريادة للقطاع الخاص في تحقيق عملية التنمية وكذا تشجيعه وذلك بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في ظل المنافسة الحرة على النحو الذي تتمكن معه هذه الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمانا لبقائها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد - مرجع سبق ذكره ص 248.

<sup>2</sup> - محمد براق - بورصة الجزائر - مجلة المدرسة الوطنية للإدارة - العدد 21 الجزائر 2001 - ص 88.

ولأن قياس كفاءة البورصة تقدر بمدى استطاعتها على جلب الادخار وتوجيهه نحو أوجه التوظيفات والاستثمارات المختلفة، فإنه يتعين توفير المناخ الاستثماري المشجع والمطمئن والذي باستطاعته جلب وجذب واستيعاب الأموال المعرضة.

وهذه الفلسفة لا يمكن العمل بها إلا في إطار اقتصاد السوق الذي يوفر المرونة اللازمة للتعاملات التجارية ويرفع كل العقبات الموضوعية من طرف الاقتصاد المخطط. وقد أثبتت التجربة التاريخية أن البورصات الأكثر فعالية ظهرت وتطورت في أحضان الدول التي تتبنى اقتصاد السوق. كما أنها شملت كافة القطاعات ووضعت لها جميع الآليات والتشريعات لضمان السير الأمثل لها. وتجدر الإشارة إلى أن بورصة كل من الولايات المتحدة وبريطانيا واليابان وألمانيا تعكس صور البورصات الأكثر فعالية في العالم.

وبناء على ما سبق فإن اقتصاد السوق يعتبر شرطا ضروريا لظهور بورصة قيم متداولة في الجزائر. ومن ثم فإن واقعا كالذي تعيشه الجزائر والمتسم بهيمنة قطاع اقتصادي عمومي غير ناجع وغياب محيط عام مشجع ومحفز لإنشاء شركات مساهمة خاصة منتجة للسلع والخدمات على النحو الذي تتحقق معه أسباب الرفاه الاجتماعي والتقدم الاقتصادي تعتبر في العموم مطبات أمام وجود بورصة قيم متداولة تتصف بالفعالية في تمويل نسيج المؤسسات الاقتصادية المحققة للتنمية الشاملة.

### - الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد:

لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، حيث أن رفع مستوى المعيشة للمجتمع يسمح برفع حجم الادخار الخاص وعرض رؤوس الأموال التي تبحث على فرص الاستثمار في البورصة. وبالتالي فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ومنه توجيهه نحو الاستثمار.

غير أنه في الواقع الجزائري نسبة كبيرة من الأسر الجزائرية ما زالت تعيش تحت خط الفقر وهو ما يترك الانطباع على صعوبة العملية للعائلة الجزائرية من إن تساهم في تنشيط بورصة الجزائر من خلال توجيه مدخراتها نحوها.

### - الانفتاح الكبير على الجمهور وتنويع الأدوات المالية:

يمكن ذكر أبرز معايير حسن سير سوق المنافسة التامة كما يلي:

- العرض والطلب الكثيف: وذلك بوجود عدد كبير من البائعين والمشتريين الذين يتفاوضون حول منتج معين موجود بكميات كافية وذلك قصد تحقيق مستوى الأسعار على النحو الطبيعي الذي يخلو من التأثيرات المصطنعة من الاحتكار.
- حرية التعامل والعلانية: بمعنى تمتع السوق بحرية الدخول والخروج منها دون قيود تشريعية أو اقتصادية تهدف للحد من المنافسة. كما أن العلانية ينبغي أن تكون بالإعلام الفوري عن النوع والكم.

• معيار التجانس: بمعنى تماثل السلع المعروضة وأن تكون لها نفس الخصائص. وبإسقاط المعايير السابقة على الأنشطة البورصية، فإنه يمكن القول أن بورصات القيم المتداولة الفعالة تتميز بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفته عارضين أو طالبين للأوراق المالية. كما نلاحظ أن أكبر البورصات العالمية هي مفتوحة على المستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك.

وتجدر الإشارة إلى أن البورصات الأكثر فعالية في العالم تفتقر إلى تجانس الأوراق المالية مجسدة في تعدد المصدرين وكذا تنوع الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات. وعليه فإن بورصة القيم المتداولة هي سوق رؤوس أموال حيث يتم تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس، وهذا العامل يمثل عنصر جذب للادخار ذلك لأن تنوع الأدوات المالية له مزايا عديدة حيث يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم وتوجهاتهم، وهذا التنوع يعطي للبورصة الأهمية والفعالية المطلوبة ويؤدي إلى تقليص كبير لمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية. وبالتالي سيطرة عدد محدود من المتدخلين وعدم تنوع القيم المتداولة لا يؤدي إلى تفعيل هذه السوق. إذ عانت بورصة الجزائر من اختلال واسع بين العرض والطلب على الأدوات المالية المتاحة على قلتها، وكان العرض يزيد على الطلب بسبب قلة التنوع وتدني الوعي الادخاري والاستثماري للمجتمع الجزائري. وعليه يتم رفع الطلب على الأدوات المالية بإجراء حملة توعية وتعريف بأوجه الاستثمار في الأسواق المالية وأهمية ذلك بالنسبة للمستثمر والاقتصاد الوطني ككل.<sup>1</sup>

#### – الكفاءة الإعلامية للبورصة:

تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذا كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعا لهذه الأسعار. وبخصوص نظام المعلومات المتعلقة بسوق البورصة، فإنه من الضروري التذكير على أن البورصة الفعالة تعني بورصة شفافة بشأن المعلومات. وعليه فإن الشفافية في سير المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المقيدة ومصادقية هذه المعلومات تعتبر شرطا لازما لحسن سير بورصة فعالة. ونشاهد حاليا في البلدان المتقدمة تدعيم الكفاءة الإعلامية لأسواقها البورصية وذلك بنشر المعلومات المختلفة في الأوقات المناسبة وتقديمها لكافة المتعاملين من أجل تحقيق المساواة حتى تكون لهم نفس الحظوظ وتكون المنافسة حقيقية وبالتالي تحقق لأسواقها الفعالية وللمدخرين الحماية اللازمة وتشجعهم أكثر من ذي قبل على استثمار أموالهم في المشروعات الهامة للاقتصاد الوطني. ويذكر أن العديد من البورصات في أوروبا تخصص أياما مفتوحة تتيح للجمهور التعرف عليها عن كثب بكل ما يتعلق من أهميتها وكيفية عملها. ويكون القصد من وراء ذلك الإعلام الواسع

<sup>1</sup> - محفوظ جبار - بورصة الجزائر: الواقع والأفاق - مرجع سبق ذكره ص 35.

للجمهور ونشر الثقافة البورصية في الأوساط الشعبية على النحو الذي يحقق جلب وجذب أكبر حجم ممكن من المدخرات وتوجيهه نحو الميادين المختلفة للاستثمارات المنتجة وكذا تغطية العجز الموازي للدولة.

**- توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة:**

إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، ذلك لأن مردودية أو ربحية المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لاجتذاب الادخار نحو البورصة.

ومن هنا فإن وجود هيئات تمويلية متخصصة في جمع الادخار العام وإنشاء المشاريع الاستثمارية وكذا ربط العلاقة بين المدخرين والمستثمرين على النحو الذي يحقق التوازن بينهم يعتبر ضرورة ملحة لحسن توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة. وحتى يتحقق هذا الشرط، فإن البورصة ينبغي أن تتصف بالمرونة اللازمة على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظفة والمستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى ترغب في توسيع نشاطاتها أو تلك التي هي في طور التأسيس. وهكذا تكون البورصة أداة تهدف إلى تنمية المدخرات وتحفيزها حتى يتم توظيفها واستثمارها من أجل تحقيق أهداف التنمية.

**- حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية:**

إن الحصول على عوائد مقبولة لقاء توظيف واستثمار الأموال في البورصة يعد شرطاً أساسياً لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد ممكن من المدخرين. ويرجع هذا إلى جملة من العوامل<sup>1</sup>:

- وجود شركات مساهمة ناجحة: إن زيادة عدد شركات المساهمة وانتشارها على مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي وقدرتها الكبيرة على التكيف مع المستجدات واحتلالها لحصة من السوق المحلية والدولية، كل ذلك يعطي انطباعاً حسناً على مقدرة مثل هذه المؤسسات على استمرارية تواجدها وإمكانية توسعها، وتحقيق أرباح وفيرة ومنه توزيعات مرتفعة لحاملي أسهمها، وبالتالي زيادة ثقة المدخرين لاستثمار أموالهم في مثل هذه المؤسسات.
- رفع معدلات الفائدة: إن السندات المطروحة للاكتتاب العام لا تجد الإقبال المطلوب إلا إذا كانت معدلاً للفائدة المطبقة توفر عائداً مرضياً يضمن للمستثمر فوائد إيجابية مقارنة بمعدل التضخم.

<sup>1</sup> - محمد براق - مرجع سبق ذكره ص 97.

- التخفيض من الأعباء الضريبية: ذلك لأنه كلما انخفضت هذه الأعباء من الضرائب والرسوم المفروضة على المدخرات المستثمرة وكذا عوائدها كلما أدى ذلك إلى زيادة جذب المدخرات وحفزها، ويترتب على ذلك نمو بورصة القيم. ونشير هنا إلى أن عددا من الدول تقوم بإعفاء المدخرات الموظفة والمستثمرة عن طريق البورصة من كل الأعباء الضريبية وهو الأمر الذي يحفز كثيرا على تدفق المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.
  - الحد من معدلات التضخم: إن السياسة النقدية المتبعة من طرف الدولة والرامية إلى تحقيق الاستقرار النقدي وذلك من خلال الحد من ارتفاع معدلات التضخم تعتبر من الأدوات المحفزة لجذب رؤوس الأموال من المحليين والأجانب.
  - استقرار العملة: يعتبر استقرار العملة محددا للمدخر الأجنبي حيث يسمح له بتأمين تحويل صافي أرباحه السنوية إلى بلده الأصلي، كما أنه عند انتهاء المشروع أو انسحابه منه لا يفقد رأس ماله إذا قام بتحويله إلى موطنه الأصلي كذلك.
- وفي هذا المقام، دلت التجارب على أن البورصات الفعالة على المستوى العالمي هي تلك التي تستقطب شركات المساهمة الناجحة وهي تلك البورصات التي تنتمي إلى دول تعتمد على سياسة نقدية صارمة بخصوص التحكم في معدلات التضخم، إتباع منهج تحفيزي يتعلق بمعدلات الفائدة وكذا سياسة ضريبية تتميز بتحفيز المدخرين والمستثمرين على حد سواء.
- ولعل من بين أبرز التحفظات التي يمكن ذكرها بخصوص بورصة الجزائر، هل أن شركات المساهمة المسجلة في قيد بورصة الجزائر هي فقط أنجح المؤسسات في الوطن؟ هل بإمكان بورصة الجزائر أن تستقطب المزيد من المؤسسات الاقتصادية الناجحة بغض النظر عن جنسيتها وحجمها؟ وما مدى قدرة السلطة العمومية الجزائرية في الالتزام بتطبيق سياسة نقدية صارمة بشأن معدلات التضخم والفائدة على نحو يحفز جميع الأعوان الاقتصادية؟ وهل هناك سياسة ضريبية تحفز على دوام المدخرين والمستثمرين على حد سواء؟.

#### - وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين:

يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال الفائضة لدى المدخرين وحسن توجيهها. كما أن وجود هذا الاستقرار يسمح بتطوير البورصات وترقيتها حيث أن ابتعاد الدولة عن ظاهرة الحروب الأهلية أو الحروب مع البلدان المجاورة وكذا التدخل الأجنبي، كل ذلك يساهم في استتباب الأمن الاجتماعي وانتشار السلام. ومن ثم فإن أصحاب الفوائض يطمنون على مصير رؤوس أموالهم الموظفة والمستثمرة ذلك لأن الدول في حالة استقرارها السياسي تكون أكثر وفاء بالتزاماتها.

وإذا كان هذا العامل مهما جدا بالنسبة للمدخر المقيم، فإنه يكون بالغ الأهمية بالنسبة لأصحاب الفوائض المالية الأجانب حيث أنهم يحجمون عن توظيف أموالهم واستثمارها في بلد غير مستقر سياسيا وغير آمن.

أما بخصوص استقرار القوانين ووجود جهاز تشريعي مرن، فإن استقرار القوانين يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفعالية في ترقية ونمو البورصة. في حين عدم استقرار القوانين وتغيرها الدائم والمستمر قد يؤثر سلبا على حرية تداول القيم المنقولة وتقييدها. وبالتالي فإن البلدان المتقدمة تحرص على توفير عامل استقرار القوانين على النحو الذي يساعد على سهولة تدفق رؤوس الأموال دون حواجز أو مخاوف.

وينبغي في نفس الوقت، توفير جهاز تشريعي يمكنه أن يساير الحياة الاقتصادية في تطورها وباستطاعته التكيف والانسجام مع المتغيرات الحاصلة على الحركة الاقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناء على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات بهدف السوق.

### - وجود جهاز مصرفي متكامل:

يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات، وذلك لان مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تضطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة من ذلك مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع. والجهاز المصرفي بينوكه التقليدية وبنوكه المتخصصة في الاستثمار والأعمال والبنك المركزي الذي يسيطر النظام المصرفي بصفة عامة، ينبغي عليه أن يتصف بمرونة عالية وقدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات النقدية وكذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات والعمليات التي تتم عن طريق الوساطة المالية<sup>1</sup>. وبموجب ذلك يمكن توفير المناخ الاستثماري المحفز والذي باستطاعته أن يستوعب كل الأموال المعروضة من خلال هذه المؤسسات المالية. وعليه فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيطا ماليا يعمل على تعبئة الادخار وترقيته وحسن توجيهه.

وبتحقق جملة الشروط أعلاه، يمكن عندها أن تكون بورصة الجزائر أداة تمويلية فعالة يمكن استعمالها لترشيد الاستثمار والتي تعمل على تحديد المشاريع الاستثمارية المنتجة للسلع والخدمات التي يحتاجها الجزائري حقيقة. بمعنى أن بورصة الجزائر يمكنها أن تكونا مكانا ماليا يعكس إلى حد بعيد فعالية التسيير المالي والإداري لمختلف المشروعات تحقيقا لإستراتيجية التنمية وغاياتها.

<sup>1</sup> - صالح فلاح - مرجع سبق ذكره ص 9.

خلاصة الفصل الثالث:

قامت الجزائر بفتح مجالاتها وأجوائها الاقتصادية واسعة من أجل ترقية القطاع الخاص المحلي والأجنبي وإشراكه في إحداث التغيير المنشود وتحقيق النمو المرتقب. لكن ورغم سياسات الانفتاح وجهود التحفيز وإجراءات تهيئة بيئة الاستثمار، لا يزال حجم القطاع الخاص في الجزائر ضعيفا ومحدودا مقارنة بحجمه في بعض الدول العربية المجاورة مثل تونس والمغرب، كما لا يزال حجم هذه الاستثمارات محدودا بالنظر إلى حجم الاستثمارات العمومية. وهذا ما يؤكد وجود عوامل حالت دون توسع القطاع الخاص، كالمحيط الاقتصادي الذي لم يهيا بالطريقة الكافية، وبعض القوانين التي لازالت تضع قيودا أمام المستثمرين الخواص، علاوة على المناخ غير الاقتصادي الذي ساهم بشكل واضح وكبير في عرقلة مشروع الخصخصة وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

وفي ظل محيط يتميز بضعف القطاع الخاص لا يمكن أن تنتشط البورصة فيه، والتي من المفروض أن تقوم بالأساس عليه باعتبارها سمة من سمات النظام الرأسمالي القائم على الملكية الخاصة. ولذلك أضحى لزاما على الجزائر توفير بيئة استثمارية أكثر تهيئة وإصلاحا من حيث تكييف الإجراءات وتطبيق القوانين وتحسين سلوك المتعاملين، وذلك من أجل الارتقاء بالقطاع الخاص إلى نفس المستوى الذي هي عليه دول الجوار، والتي لا تتفوق عن الجزائر من حيث مزايا الموقع إلا في الجانب الإجرائي أو التشريعي، من تنظيم ووضوح واستقرار وسلوك محفز وجذاب من قبل مختلف الأطراف المعنية ببيئة الاستثمار. وبالتالي إذا لعب القطاع الخاص دوره في الاقتصاد الوطني كما ينبغي فسوف تظهر حاجته إلى البورصة كمصدر تمويلي، وبالتالي تصبح مطلب اقتصادي واجب التنفيذ يترتب عليه نشاطها وتطورها وبلوغ أهدافها.

خاتمة

## خاتمة:

تعتبر بورصة الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة .

إذ يتم في هذا السوق تداول العديد من الأدوات المالية، كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية، ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، وعليه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالكفاءة.

وقيام البورصة يرتبط بواقع اقتصاد الدولة التي تقوم فيها، والمتمثل أساساً في القطاع الخاص الذي يمثل العمود الفقري لاقتصاد أي دولة. فحتى تكون للدولة بورصة فعالة ونشطة لا بد أن يكون لها قطاع خاص قوي يمتاز بالحيوية ويلعب دوره الأساسي في تنمية الدولة التي ينتمي إليها، فالبورصة نابعة من سمات النظام الرأسمالي الذي يعطي وزن كبير للقطاع الخاص. وفي ظل الدول التي كانت تتمتع بهيمنة القطاع العام فيها ظهرت اتجاهات دولية نحو عمليات الخصخصة التي كانت تهدف إلى إزالة الملكية العامة وتحويلها إلى القطاع الخاص، ومن الأساليب التي تعتمد عليها هذه السياسة عمليات الخصخصة عن طريق البورصة، والتي ساهمت في كثير من التجارب في تسريع وتيرة هذه السياسة أي بنقل الملكية إلى الخواص هذا من جهة، ومن جهة أخرى ساهمت في تنشيط بورصة البلدان التي اعتمدت هذه السياسات، وأدت إلى زيادة رسميتها وأهميتها، وكذا زيادة ثقة المؤسسات وجمهور المستثمرين فيها.

هذا من ناحية تحويل ملكية المؤسسات القائمة إلى الخواص، ومن ناحية أخرى لا بد أن يرافق عملية التحويل هذه عمليات أكثر أهمية وهي خلق مؤسسات جديدة تنتمي إلى الخواص، ويتجلى ذلك حديثاً في الاهتمام بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي أصبحت تمثل جانباً مهماً من اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية منها على حد سواء. وقد اقترن الحديث عن المنشآت الصغيرة والمتوسطة بالحديث عن موارد التمويل المتاحة لها والمشاكل التي تواجهها في هذا

الإطار. مما أدى بمعدي السياسات الاقتصادية في الدول في البحث في سبيل حل مشاكل تمويل هذه المؤسسات، وقد خلصت العديد من الدول إلى إنشاء بورصات بمعايير تتناسب وطبيعة هذه المؤسسات وذلك فيما يعرف بالأسواق البديلة أو سوق الاستثمارات البديلة، ساهمت في حل مشاكل تمويل هذه المؤسسات من جهة، ومن جهة أخرى أتاح إدراج هذه المنشآت فيها بتتشييط وتطوير بورصات الدول التي اعتمدها، مما أدى بالمزيد من الدول إلى إتباع نفس الأساليب لترقية وتطوير بورصاتها على غرار ما قامت به تونس من إنشائها للسوق البديلة والتي أدرجت بها مؤسسات تنتمي إلى فئة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ووضعت لها عدة حوافز من بينها تتويجها بالإدراج في البورصات الرئيسية وهو ما ساهم في تطور البورصة التونسية واحتلالها المراتب الأولى عربيا.

هذا من جانب القطاع الخاص المحلي، ومن جانب القطاع الخاص الأجنبي الممثل في الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر أو الاستثمار الأجنبي في البورصة، أصبح يلقي اهتمام أكثر وخاصة مع توجه الدول سواء المتقدمة منها أو النامية نحو تحسين مناخ الاستثمار وجعله جذابا للرؤوس الأموال الأجنبية، لما يحققه من نتائج للدول المضيفة ويساهم في نمو ناتجها المحلي. وكذا مناصب الشغل التي يتيحها لهذه البلدان المضيفة. وبالنسبة للاستثمار الأجنبي في البورصة فقد ساهم هو الآخر في تنمية وتطوير أسواق المال الناشئة التي كانت محل استضافة له، فمثلا في بورصة تونس قد بلغت نسبة الاستثمار الأجنبي فيها أكثر من 26%، وهذا ما ساهم أكثر في تقدم هذه السوق.

وفيما يخص الواقع الجزائري، نجد أن سياسة الخوصصة كانت محدودة في الجزائر، وخاصة منها ما تم عن طريق البورصة، عكس ما كان ينتظر من هذا الأسلوب الذي يوفر شفافية أكبر للعملية، وهذا نظرا لحدثة البورصة في الجزائر وتميزها بالضعف ما شكل عائقا أمام سياسة الخوصصة عن طريقها.

هذا وقد أثبتت الإحصائيات التي تناولت القطاع الخاص في الجزائر أهميته في الاقتصاد الوطني من ناحية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك في نسبة ما تحققه من قيمة مضافة في الاقتصاد الوطني وكذا نسبة اليد العاملة التي تشغلها، هذا وفي إطار التمويل تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر هي الأخرى على غرار الدول النامية من محدودية موارد التمويل المخصصة لهذه المؤسسات، كما أن الطبيعة القانونية لهذه المؤسسات لا تسمح لها بالإدراج في البورصة من أجل التمويل المباشر. وبالتالي من الضروري البحث عن حل لهذه المشاكل على

غرار ما قامت به معظم الدول في هذا المجال مثل القيام بإنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما فيما يخص القطاع الخاص الأجنبي، فحسب النتائج المحدودة المحققة في الجزائر فإن بيئة الاستثمار في الجزائر لا تعتبر جاذبة لمثل هذا النوع من الاستثمارات إلا فيما يخص قطاع المحروقات وذلك رغم الجهود التي بذلتها الجزائر في هذا المجال. كما أن واقع بورصة الجزائر من محدودية الشركات المدرجة فيها وطبيعة ملكيتها التابعة للقطاع العام لم يسمح بإستقطاب الاستثمار الأجنبي إليها.

### النتائج العامة:

وعن الدور الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص في تفعيل البورصة فقد تم من خلال هذه الدراسة التوصل إلى النتائج التالية:

- من أجل إدراج المؤسسات في البورصة وتداول أوراقها، يجب عليها الالتزام بالشروط التي تضعها هيئة السوق مثل ضرورة استنفاة شروط الحدود الدنيا لرأس المال المعروض للاكتتاب، وضرورة نشر البيانات والمعلومات المتعلقة بالوضعية المالية لها.

- الدور المهم الذي تلعبه سياسة الخصوصية من خلال أساليبها المختلفة في إعطاء القطاع الخاص دور أساسي ضمن الاقتصاد الوطني، وخاصة منها التي تتم عن طريق البورصة التي تساهم في تنشيط وتفعيل البورصة التي تتم من خلالها، كما تساهم في رصد إيداعات صغار المستثمرين وتمكينهم من المشاركة في المشاريع الاستثمارية.

- أهمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كجزء من الاقتصاد الوطني، وضرورة البحث عن حل مشاكل التمويل التي يواجهها، بإمكانية إتاحة البورصة كبديل جديد له للتمويل مما يساهم في حل مشاكله من جهة، ومن جهة أخرى يؤدي إلى تنوع البدائل الاستثمارية المتاحة في هذه البورصة وبالتالي زيادة إقبال المستثمرين عليها والرفع من درجة الثقة فيها. ويمكن هذا في إطار إنشاء بورصة أو سوق بديلة تعتبر كخطوة للمؤسسات الصغيرة للإدراج بالسوق الرئيسية.

- يلعب الاستثمار الأجنبي دور مهم في تفعيل البورصة في إطار الاستثمار الأجنبي في البورصة في شكل الاستثمار المحفظي. مما يزيد من ثقة المستثمرين المحليين فيها، وكذا إمكانية طلب المزيد من الشركات المحلية للإدراج في البورصة نظرا لزيادة الإقبال على الاستثمار في الأدوات التي تطرحها البورصة.

- ضعف بورصة الجزائر بسبب حداتها وبسبب المعوقات التي تعاني منها، وكذا محدودية عمليات الخصوصية التي تمت عن طريقها. بالإضافة إلى عدم إمكانية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الإدراج في بورصة الجزائر بسبب طبيعتها القانونية، وبسبب التزامات الإفصاح ونشر القوائم المالية. وكذا الشروط المتعلقة بالحدود الدنيا لرأس المال الذي يجب الاكتتاب فيه، وكذا ضرورة تحقيق نتائج ايجابية خلال السنوات السابقة لطلب الإدراج. وكذلك الحجم المحدود للشركات المدرجة في بورصة الجزائر وطبيعة ملكيتها التابعة للقطاع العام والتي لم تسمح بجذب الاستثمار الأجنبي إليها.

### التوصيات:

- ومن خلال النتائج التي تم التوصل إليها يمكن تقديم جملة من التوصيات على النحو التالي:
- العمل على نشر الثقافة البورصية بين جمهور المستثمرين، وتوفير عنصر الثقة والشفافية في عمليات الاستثمار والادخار في البورصة.
  - ضمان التزام الشركات المدرجة بمتطلبات الإفصاح المالي ونشر القوائم المحاسبية من أجل تحقيق الكفاءة للبورصة.
  - تشجيع شركات القطاع الخاص على الإدراج وتسهيل إجراءات طرح أسهمها للاكتتاب العام عن طريق البورصة. وكذا العمل على انجاز عمليات خوصصة شركات القطاع العام من خلال البورصة وبالتالي إتاحة بدائل استثمارية جديدة للمستثمرين، مما يشجع على زيادة الإقبال على منتجات البورصة.
  - البحث في إمكانية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة وفق صيغ بديلة على غرار ما قامت به العديد من الدول في هذا المجال.
  - تحسين بيئة أداء الأعمال في القطر لاستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر أو الاستثمار الأجنبي في البورصة، وذلك من خلال تحسين البيئة التشريعية وتقديم المزايا والإعفاءات الضريبية والجمركية وكذا تحسين الإجراءات الإدارية والقضائية لبدء المشاريع وتصفياتها.

### أفاق البحث:

- لقد ركزت هذه الدراسة على موضوع القطاع الخاص ودوره في تفعيل البورصة بشكل عام، وبيّنت مدى حاجة القطاع الخاص المحلي والأجنبي للتمويل عن طريق البورصة وبالتالي المنفعة المتبادلة بين القطاع الخاص والبورصة في حاجة الأول إلى التمويل عن طريقها والثانية في دوره في تنشيطها وتفعيلها. ومن شأن هذه الدراسة أن تفتح المجال أمام الباحثين المهتمين بالبورصة لدراسة مجموعة من المجالات المتعلقة بها والتي نذكر منها:
- السوق البديلة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
  - الاستثمار الأجنبي في البورصة.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب:

1. أحمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
2. أحمد صقر، التحول إلى القطاع الخاص: تجارب عربية في خصخصة المشروعات العامة، المنظمة العربية للعلوم الإدارية، القاهرة 1996.
3. جيلالي عجة، قانون المؤسسات العمومية الاقتصادية: من اشتراكية التسيير إلى الخصخصة، دار الخلدونية، الجزائر، 2006.
4. زيد منير عبوي، الخصخصة في الإدارة العامة: بين النظرية والتطبيق، المعتز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.
5. زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003.
6. حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر 2003.
7. حسين مبروك، المدونة الجزائرية للبورصة، دار هومة، الطبعة الأولى، 2006.
8. حسين مبروك، المدونة النقدية والمالية الجزائرية، دار هومة، الطبعة الأولى، 2004.
9. حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
10. ماهر حسن المحروق - إيهاب مقابلة، المشروعات الصغيرة والمتوسطة: أهميتها ومعوقاتهما، مركز المنشآت الصغيرة والمتوسطة، الأردن، 2006.
11. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، الطبعة الأولى، 2007.
12. محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، الطبعة الأولى، 2004.
13. محمد محمود الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الأردن.
14. محمد مطر، إدارة المشروعات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية 1999.
15. محفوظ لعشب، القانون الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1997.

16. محمد عوض عبد الجواد- علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، دار الحامد، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
17. محمد فتحي صقر، المشروعات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
18. محمد هيكل، مهارات إدارة المشروعات الصغيرة، مجموعة النيل العربية، القاهرة الطبعة الأولى 2003.
19. مصطفى أبو ناعم، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة الطبعة الأولى 2002.
20. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1999.
21. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.
22. سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، الطبعة الأولى 2005.
23. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة 2006.
24. عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، دار الجامعة الجديدة، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2001.
25. عبد السلام أبو قحف، مقدمة في الأعمال، الدار الجامعي، مصر 2004.
26. عبد السلام أبو قحف، نظريات التمويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1991.
27. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
28. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003.
29. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2005.
30. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
31. ضياء مجيد الموسوي، الخصخصة والتصحيحات الهيكلية: آراء واتجاهات، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005.

## ب- المطبوعات والمجلات والدوريات:

1. إبراهيم أبو بكر المدني، الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، مجلة دولية محكمة، جامعة الجزائر، العدد 17 المجلد 1، 2008.
2. أحمد بوراس، أسواق رأس المال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2003/2002.
3. جميلة الجوزي، الاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، مجلة دولية محكمة، جامعة الجزائر - العدد 17 المجلد 1 - الجزائر 2008 .
4. زرقين عبود، تعزيز دور الصناعات الصغيرة والمتوسطة في السياسة الصناعية الجزائرية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، مجلة دولية محكمة، جامعة الجزائر، العدد 17 المجلد 1: 2008.
5. حسان خضر، الاستثمار الأجنبي المباشر: تعاريف وقضايا، سلسلة جسر التنمية، العدد 32، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2004.
6. حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 27، الكويت، 2004.
7. حسان خضر، تنمية المشاريع الصغيرة، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 9، الكويت، 2002.
8. حسان خضر، خصخصة البنية التحتية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 18، الكويت 2003.
9. حسين عبد المطلب الأسرج، المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودورها التنموي في مصر، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، الكويت، 2006.
10. حسين عبد المطلب الأسرج، سياسات تنمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، الكويت 2005.
11. هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، عدد 58 الكويت 1999.
12. كمال بن موسى، الأسواق المالية، مطبوعات جامعة الجزائر، 2009/2008.
13. محمد براق، بورصة الجزائر، مجلة المدرسة الوطنية للإدارة، العدد 21 الجزائر 2001.
14. محمد معن ديوب، المتطلبات الأساسية لنجاح برنامج الخصخصة، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، مجلة علمية محكمة، المجلد 28 العدد 2، سوريا، 2006.
15. محمد صقر - سمير شرف - رولا غازي إسماعيل، الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في تنمية الاقتصاديات النامية، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، مجلة علمية محكمة، المجلد 28 العدد 3، سوريا، 2006.

16. محفوظ جبار، أداء بورصة الجزائر: الواقع والأفاق، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، مجلة دولية محكمة، جامعة الجزائر، العدد 17 المجلد 1، 2008.
17. محفوظ جبار، فرص الاستثمار في سوق رأس المال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2001.
18. ناصر المهدي، الإصلاحات المالية في الجزائر، مجلة آفاق، جامعة سعد دحلب البليدة، العدد 4، 2005.
19. ناجي بن حسين، تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 24، العراق، 2005.
20. علي عبد القادر علي، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 31، الكويت، 2004.
21. صائب حسن مهدي، الاستثمار الأجنبي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 11 العدد 3، العراق، 2009.
22. رياض دهال- حسن الحاج، حول طرق الخصخصة، ورقة عمل مقدمة للمعهد العربي للتخطيط، الكويت، 1998.
23. سعيد بريش، رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث العدد 05 جامعة ورقلة 2007.
24. صحيفة الوسط الالكترونية، العدد 2439: 11 ماي 2009، البحرين.

#### ج- الرسائل والمذكرات العلمية:

1. أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، أطروحة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2005/2004.
2. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
3. جيلالي عجة، المظاهر القانونية للإصلاحات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر، 2005/2004.
4. جمال الدين بوبكر، تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير علوم اقتصادية، جامعة الشلف 2008/2007.
5. جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008/2007.

6. كريمة فريجي، أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة مقارنة بين تونس والجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003/2002.
7. موسى سعداوي، دور الخصخصة في التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط اقتصادي، جامعة الجزائر، 2007/2006.
8. منصور الزين، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
9. فيصل حبيب حافظ، دور الاستثمار المباشر في تنمية اقتصاد المملكة السعودية، مذكرة ماجستير إدارة أعمال، جامعة الجزائر، 2005/2004.
10. خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة ماجستير علوم تسيير، جامعة الجزائر، 2007/2006.

#### د- الملتقيات والمؤتمرات والندوات:

1. أحمد الكواز، بيئة القطاع الخاص: النظرية والواقع، المؤتمر الدولي " القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف" ، المعهد العربي للتخطيط، لبنان، 2009.
2. برهان الدجاني، دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية، الندوة الفكرية حول "القطاع العام والقطاع الخاص في الدول العربية" لبنان 1990.
3. جلال محمد العبد الله، معوقات الاستثمار الأجنبي في الدول النامية، ندوة استثمار رأس المال الوطني والأجنبي في المملكة العربية السعودية، معهد الإدارة العامة، السعودية، 2009.
4. كمال مرداودي، الاستثمار الأجنبي المباشر وواقع سياسات تهيئة بيئة الاستثمار في الجزائر، الملتقى الدولي حول السياسات الاقتصادية بالجزائر، جامعة تلمسان، 2004، الجزائر.
5. محمد العليج، حصيلة وأفاق عملية الخصخصة في المغرب، ندوة الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية"، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت 1999.
6. محمد سلطان أبو علي، النمو غير المنتظم: اختبار إسهام القطاع الخاص في نمو الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة 1960-2000، المؤتمر الدولي " القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف"، المعهد العربي للتخطيط، لبنان، 2009.
7. مصطفى محمد العبد الله، التصححات الهيكلية والتحول إلى اقتصاد السوق في الدول العربية الندوة الفكرية حول "الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية"، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت 1999.
8. نواف الرومي، ما هو الأفضل في سياسات الخصخصة، الندوة الفكرية حول "الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية"، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت 1999.

9. عارف دابلية، تجربة سوريا مع القطاعين العام والخاص ومستقبل التجربة، الندوة الفكرية "القطاع العام و القطاع الخاص في الوطن العربي" لبنان 1990.
10. عبد الحميد زعباط، تحسين مناخ الاستثمار الخاص في الجزائر، الملتقى الوطني حول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، المركز الجامعي بشار، الجزائر، 2004.
11. عبد الرحيم شيببي، معدل الاستثمار الخاص بالجزائر، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف، لبنان 2009.
12. علي الحوات، مشروعات الشباب الصغرى والاندماج في سوق العمل، ندوة "المشروعات الصغيرة كخيار للحد من البطالة"، منظمة العمل العربية، الجامعة العربية، القاهرة، 2007.
13. رندة بدير، دور المرأة في نمو القطاع الاقتصادي، المؤتمر الدولي حول "القطاع الخاص والتنمية: تقييم واستشراف"، المعهد العربي للتخطيط، لبنان، 2009.
14. شعيب بنونة - سحنون سمير، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها في الجزائر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، جامعة الشلف 2006.
15. صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، الملتقى الدولي حول "الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي"، جامعة الجزائر 2003.

#### ه- التقارير الرسمية والنشرات:

1. تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 2004.
2. تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 2005.
3. تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 2006.
4. تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 2007.
5. تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 2008.
6. نشریات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية رقم 10، الجزائر، 2004.
7. نشریات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية رقم 11، الجزائر، 2005.
8. نشریات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية رقم 12، الجزائر، 2006.
9. نشریات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية رقم 13، الجزائر، 2007.

10. نشریات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية رقم 14، الجزائر، 2008.
11. نشریات المعلومات الإحصائية لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، الجزائر، 2009.
12. الأوامر للبورصة، مطبوعات COSOB، 2004.
13. المؤتمر المركز على السندات، مطبوعات COSOB، 2004.
14. القيم المنقولة، مطبوعات COSOB، 2004.
15. دليل القيم المنقولة، مطبوعات COSOB، 2004.
16. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2008.
17. سير البورصة، مطبوعات COSOB، 2004.
18. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مطبوعات COSOB، 2004.
19. تنظيم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومهامها وصلاحياتها، مطبوعات COSOB، 2004.

#### و- القوانين والتنظيمات:

1. الأمر 03-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 المتعلق بترقية وتطوير الاستثمار.
2. الأمر 04-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصصتها.
3. الأمر 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
4. الأمر 03-04 المؤرخ في 17 فبروري 2003 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

#### ز- مواقع الانترنت:

1. غرفة تجارة وصناعة أبو ظبي [www.aboudabichamber.ae](http://www.aboudabichamber.ae)
2. المعهد العربي للتخطيط [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)
3. صحيفة الوسط الالكترونية [www.el-wasat.com](http://www.el-wasat.com)
4. بورصة الجزائر [www.sgbv.com](http://www.sgbv.com)
5. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة [www.cosob.com.dz](http://www.cosob.com.dz)
6. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار [www.dhaman.org](http://www.dhaman.org)
7. وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة [www.pmeart-dz.org](http://www.pmeart-dz.org)
8. وزارة المالية والخصصة المغربية [www.finances.gov.ma](http://www.finances.gov.ma)
9. الوكالة الوطنية لترقية وتطوير الاستثمار [www.andi.dz](http://www.andi.dz)

### 1- les ouvrages :

- 1- David Begg et autres, **Macroéconomie**, édition Dunod, deuxième édition, 2002.
- 2- Frederic Mishkin, **Monnaie, Banque et Marchés financiers**, édition Nouveaux Horizons, huitième édition, 2007.
- 3- Gaston Défosse, **la bourse des valeurs et les opérations de bourse**, presses universitaires de France, neuvième édition, 1975.
- 4- Leila Abdeladim, **les privatisations d'entreprises publiques dans les pays Maghreb**, les éditions Internationales, Alger, 1998.
- 5- Paul monnier, **les marchés boursiers**, verreuil, paris, 3ème édition, 1997.
- 6- Rabah Bettahar, la privatisation, Alger, 1993.

### 2- Revue :

- Djamel Sahnoun, **Le Marché Alternatif et son rôle dans le développement des PME : le cas de la Tunisie**, Un article qui sera publié au Revue Journal des économies d'Afrique du Nord , université de chlef, 2010.

### 3- sites Internet :

- Alternext , **Mode d'emploi**: [www.journaldunet.com](http://www.journaldunet.com) consulter le 12/01/2010.
- **Cadre legal du Marché Alternatif Tunisien** : conseil de marché financier tunisien, [www.cmf.org](http://www.cmf.org) consulter le,12/01/2010.
- Günter Verheugen, **la nouvelle définition des PME** : Guide de l'utilisation et modèle de déclaration, Commission Européenne, Office des publications, 2006. [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu) consulter le, 21/12/2009.

- **Le Marché Alternatif** : conseil de marché financier tunisien [www.cmf.org](http://www.cmf.org). consulter le 12/01/2010.
- **les petites et moyennes entreprises au sens de l'union européenne**, direction de la CCI , Lyon , Juillet 2008. [www.lyon.cci.fr](http://www.lyon.cci.fr) consulter le, 21/12/2009.
- Mohamed Agrebi, **le Financement des PME en Tunisie**, Ministère de l'industrie, de l'énergie et des PME en Tunisie. [www.oecd.org](http://www.oecd.org) consulter le, 12/01/2010.
- Zouari Maher, **Mécanismes de financement de l'entreprise en Tunisie**, atelier sur la stratégie de compétitivité et du développement du secteur privé, Ministère des finance tunisien . [www.oecd.org](http://www.oecd.org) consulter le, 12/01/2010.