

فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة بين -الجزائر تونس والمغرب-

أ.حليمي وهيبية/أ.د.بلمقدم مصطفى/أ.بن العاربية
حسين*

كلية العلوم الاقتصادية-جامعة تلمسان/*جامعة أدرار

mbhmhoucine@yahoo.fr

marjociel@yahoo.fr

الملخص:

ما يمكن الخروج به من خلال الدراسة التي تمت هو أنه بالرغم من الأداء الضعيف للأسواق المالية لدول الدراسة على مستوى سوق الإصدار أو السوق الثانوي، إلا أن هناك بوادر قد تساعد تلك الدول على النهوض بأسواقها المالية إلى مستويات تسمح لها بدعم اقتصادياتها الوطنية. فإقبال هذه الدول على عمليات الخصخصة يجعل من الأسواق المالية قناة ضرورية لتحقيق تلك العمليات، كما أن التحرير الاقتصادي والمنافسة الدولية تلزم هذه الدول بتطوير أسواقها مواكبة لتطورات الاقتصاد العالمي. وبما أن دول الدراسة تعاني من ازدياد نشاط اقتصاد الظل نتيجة الضرائب المرتفعة في بعض القطاعات والإجراءات البيروقراطية التي طبعت ولا زالت تميز القطاع المالي فإن ازدهار السوق المالي من شأنه أن يخفف من هذه الظاهرة من خلال استقطاب تلك الفوائض غير المتحركة فيها عن طريق التوظيف في البورصات خاصة إذا قدمت هذه الأخيرة الضمانات لأصحاب رؤوس المال. ويعتبر الجانب الإعلامي حول الأسواق المالية، خاصة في الجزائر، العقبة الرئيسية لتحقيق التطور المنشود من الأسواق المحلية، ويستوجب على سلطات هذه الدول أن تعمل على ترقية هذا الجانب بشكل يجعل من المستثمر الصغير يدرك مدى أهمية الاستثمار المالي وما هي العوائد والمخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات.

مقدمة:

عرفت الأسواق المالية في المغرب العربي العديد من التحولات نهاية القرن العشرين، ميزها سن المشرع للعديد من المراسيم والقوانين بغرض جعل إطار العمل في الأسواق المالية أكثر انفتاحا مواكبة لتحولات أملت ظروف اقتصاد السوق، حيث تعتبر

كل من المغرب وتونس من بين الدول العربية العشر التي وقعت على الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات GATS والتي نصت على تحرير الخدمات المالية التي لا تدخل ضمن وظائف الدولة. ومن بين الجهود الرامية لجعل الأسواق المالية أكثر انفتاحا على رأس المال الأجنبي نجد أن المغرب والجزائر لا تفرضان أي قيود على الاستثمار الأجنبي للاستثمار في الأوراق المالية، في حين تسمح تونس للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة. وعليه سعت هذه الدول إلى اعتماد الأسواق المالية كأداة لتحرير اقتصادياتها ولتخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، إلا أن المشكل المطروح بالنسبة لهذه الدول الثلاث هو كيفية جعل تلك الأسواق ذات فعالية في التوظيف الأمثل للاستثمارات.

I/ التنظيم التشريعي والداخلي لأسواق المال- الجزائر تونس -المغرب-

1.1/ السوق المالي التونسي: تعتبر هذه الأسواق من بين أنشط الأسواق المالية العربية، غير أن هذا النشاط بقي دون تطلعات المستثمرين التونسيين والأجانب، ولتنشيط دور هذه السوق قامت السلطات بإصدار القانون 94-117 والذي أدى إلى تغييرات في تنظيم السوق المالي التونسي فأصبح توزيع المهام والسلطات على ثلاث هيئات هي(1):

- هيئة الأسواق المالية (CMF):
Conseil des Marchés Financiers
وهي هيئة تنظيمية
- بورصة القسيم المنقولة
التونسية (BVMT): La Bourse des
Valeurs Mobilières de Tunis وتتكفل
بتسيير السوق
- الشركة التونسية للمقاصة وودائع القيم
المالية (STICODEVAM) La Société
Tunisienne Interprofessionnelle
pour la Compensation et le Dépôt
de Valeurs Mobilières مكلفة بعملية
المقاصة وتسيير الودائع.

وبحسب هيكل السوق المالي التونسي الجديد، فإن عملية الاستثمار في البورصة تنطلق من تمرير أوامر البورصة عن طريق وسطاءها وتنتهي بتنفيذ المعاملات من تسليم للأوراق المالية وتسديد للقيم، ويضمن مختلف مراحل العملية الاستثمارية بين

مقارنة بمساهمة الدولة والبنوك في تمويل الاقتصاد. وتعزى هذه المحدودية إلى مايلي: سهولة اقتناء القروض البنكية ومساعدات الدولة، التعويضات المعتبرة الناجمة عن الودائع البنكية والتي تتميز بكونها منظمة ومحمية ومعفية من الضرائب، الجباية المرتفعة التي كانت تميز توظيف الأموال في البورصة.

وقد جعلت هذه العناصر من مساهمة رسملة البورصة في الناتج المحلي ضئيلة حيث كان رأسمال البورصة إلى غاية 1986 لا يتجاوز 1٪ من مجموع الناتج الداخلي الإجمالي (5). ولتجاوز الدور الضئيل التي كانت تضطلع به البورصة التونسية تم في إطار التعديل الهيكلي- الذي اهتم بتحديث تمويل الاقتصاد ودعم دور السوق المالي- إصلاح السوق المالي الذي انطلق سنة 1988، بإصدار ترسانة من القوانين كان الغرض منها السماح للسوق المالي بالمساهمة في تمويل الاقتصاد ومست هذه التعديلات الجوانب الآتية (6):

- قانون 88 بتاريخ 18 أوت 1988 المتعلق بقروض السندات التي هدفها انفتاح سوق السندات الذي كان محتكر من طرف المؤسسات المالية.

- قانون 92-88 بتاريخ 2 أوت 1992 المتعلق بتشجيع إنشاء شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المخاطرة.

- قانون 107-92 بتاريخ 16 نوفمبر حول تأسيس منتوجات مالية والذي يسمح بخلق رؤوس أموال مشتركة للتوظيف ومنتوجات مالية مثل الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار.

- ومن أجل بلوغ أعلى المعايير الدولية تم تبني إصلاح أساسي في أواخر سنة 1994 موازاة مع قانون نوفمبر 1994 حول إعادة تنظيم السوق المالي.

- قانون 1998 هذا القانون سمح بوضع السلطة التنظيمية الجديدة: مجلس السوق المالي وكذا البورصة الجديدة والمجتمع المركزي مجلس العلى للسوق المالي قد أسس كهيئة للسلطة إدارية مستقلة مكلفة بحماية ادخار المستثمر في القيم العقارية القابلة للتفاوض في البورصة.

وبحسب القانون التونسي فإن بورصة القيم المنقولة التونسية هي شركة مغفلة برأس مال مملوك بالحصص من وسطاء البورصة، وتتمثل مهامها في تسيير سوق الأوراق المالية، بما تتضمنه من

الهيئات الثلاث نظام إلكتروني متطور. ويخول لوسطاء البورصة، وبشكل حصري، إجراء التداول وتسجيل القيم المنقولة في البورصة لحساب وكلائهم أو لحسابهم الخاص، ويمثل وسطاء البورصة جمعية مكلفة بالدفاع عن مصالحهم هي جمعية وسطاء البورصة (AIB: Association des Intermédiaires en Bourse)، وفيما يلي عرض لمختلف هذه الهيئات.

1. **هيئة الأسواق المالية:** تم إنشاء هيئة الأسواق المالية في تونس بهدف إعادة تنظيم السوق المالي (2). وهي هيئة عامة مستقلة ماليا يقع مقرها في العاصمة التونسية، وتهدف هذه الهيئة إلى حماية المدخرات المستثمرة في القيم المالية، ولتحقيق هذا الغرض فهي تضمن تنظيم الأسواق والسهر على السير الحسن لها للاحتياط من الممارسات التي من شأنها أن تدخل بالبورصة، كما تعمل على مراقبة المعلومات المالية ومعاقبة التقصير والتجاوزات المحتملة.

ويندرج تحت سلطة هيئة الأسواق المالية كل من بورصة القيم المنقولة التونسية، ووسطاء البورصة وشركات الودائع، المقاصة وتسوية الأوراق المالية. وتضمن هيئة الأسواق المالية أيضا الوصاية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) [Organisation de Placement Collectif en Valeurs Mobilières]. وتسير هيئة الأسواق المالية من طرف رئيس وتسعة أعضاء. ولتحقيق مهام هيئة الأسواق المالية فقد خص القانون هذه الهيئة بالسلطات الآتية (3): السلطة على إجراء التسويات في مجالات اختصاصها، رقابة التطبيق الحسن للتسويات والسير المنتظم للأسواق، قبول صناديق التوظيف الجماعي ووسطاء البورصة، التأشير على المعلومات المقدمة من مصدري الأوراق المالية وتقديمها للمستثمرين، تقديم المقترحات للهيئة المختصة حول العقوبات وتمثل المصادر المالية لهيئة الأسواق المالية في الإتاوات والعلاوات المقدمة من المتعاملين في السوق المالية (بورصة القيم المنقولة، شركات الودائع والمقاصة وتسوية الأوراق المالية، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الإصدارات، القبول والعروض العامة).

2. **بورصة تونس للقيم المنقولة:** يعود إنشاؤها إلى سنة 1969، وعلى الرغم من قدم هذه البورصة، نسبيا، مقارنة بالعديد من البورصات الناشئة في العالم إلا أن دورها في تمويل الاقتصاد محدودا

للدولة، الجماعات المحلية وأوراق الدين للهيئات الخاصة.

ب. سوق خارج التسعير Hors cote: يتم تداول قيم الشركات المغفلة التي لا يقبل إدراجها في البورصة الرسمية، والتي تلجأ للاستدعاء العام للدخار لتجميع الأموال خارج السوق الرسمي. وتتميز هذه السوق بقلّة الضمانات مقارنة بالسوق الأولي، ولا يمثل نشاط هذه السوق من الإصدارات سوى 20٪ من مجمل الإصدارات مقارنة بالسوق الرسمي والتي تستحوذ النسبة الباقية 80٪ حسب إحصائيات سنة 2002 (14). وتعمل البورصة التونسية وفق نظام تداول معلوماتي informatisé ويتعلق الأمر بنظام سوبركاك يونيكس SUPERCAC UNIX المأخوذ من بورصة اليورونكست EURONEXT (11). وتعتبر بورصة تونس أول بورصة عربية وناشئة تعتمد على هذه التكنولوجيا.

3. شركة الخبراء المكلفين بالودائع، المقاصة وتسوية الأوراق المالية: يشكل ضمان الودائع من الأوراق المالية وتحقيق المقاصة بين المتعاملين في البورصة أبرز اهتمامات هذه الشركة حيث تتكفل ب(12): تلقي ودائع القيم المنقولة، مسك حسابات المصدرين، وسطاء البورصة وملاك القيم المنقولة، ضمان السير الحسن لعمليات المقاصة وتسوية العمليات وتسجيل المرهونات، الاعتراضات ومختلف الأعباء المرتبطة بالأوراق المالية. ويؤدي الدور الذي تقوم به هذه الهيئة إلى تحقيق الضمانات الضرورية للمستثمرين، كما تحقق التسوية لعمليات التداول بين المتعاملين وإجراء المقاصة بين شركات البورصة.

4. وسطاء البورصة: يكلف القانون وسطاء البورصة، بشكل حصري، بتداول وتسجيل القيم المنقولة في بورصة تونس للقيم المنقولة BVMT. وحسب المرسوم 99-2478 الصادر بتاريخ الأول نوفمبر 1999 والذي يتعلق بتنظيم وسطاء البورصة والذي حدد العمليات المنوطة بوسطاء البورصة كالآتي (13): النصح والمشورة المالية. التسيير الفردي أو الجماعي للقيم المنقولة. توظيف القيم المالية لصالح الجمهور سواء في عمليات الإصدار أو العروض العامة. ضمان الإصدار الجيد للأوراق المالية. وقد تم إنشاء جمعية لوسطاء البورصة تتكفل بالدفاع عن مصالح وسطاء البورصة، وتقديم المقترحات حول سبل تطوير السوق المالي، فضلا عن تسيير صندوق ضمان السوق le Fonds de Garantie de Marché والذي حدده القانون العام

عمليات التداول والتسجيل. وتتكفل بورصة القيم المنقولة ب (7):

- وضع التدابير الخاصة فيما يتعلق بصالة التداول.
 - اختيار أنظمة وطرق التسعير
 - إبداء رأيها حول قبول، إيقاف أو إلغاء القيم والمنتجات المالية من الأسواق المالية.
- وتعتمد بورصة القيم المنقولة في تونس على التسعير الإلكتروني، بحيث يتم الاعتماد على نظام إدارة البورصة SEMS (8) والذي يستخدم تكنولوجيات حديثة ويتم تقسيم الشركات المغفلة في البورصة إلى فئتين، تتمثل الفئة الأولى في شركات تقوم بالاستدعاء العام للدخار ويتعلق الأمر بالبنوك، شركات التأمين، والشركات التي يفوق عدد المساهمين بها 100 مساهم والشركات التي تلجأ إلى عموم المدخرين لرأس مالها، أما الفئة الثانية فهي الشركات التي لا تقوم بالاستدعاء العام للدخار (9). وتلتزم الشركات التي تلجأ إلى الاستدعاء العام للدخار بالتداول في البورصة وتنقسم إلى قسمين: الشركات المقيدة في البورصة أي السوق المنظمة بحيث تستوفي شروط القبول. أما الشركات الباقية فهي الشركات غير المقيدة والتي يتم تداول قيمها خارج التسعير Hors cote. ولكي تدرج قيم الشركات في التداول الرسمي في البورصة يجب أن تستوفي تلك الشركات جملة من الشروط تتعلق أساسا برأس المال، حيث حددت النسبة الأدنى من رأسمال الشركة الواجب طرحه للاكتتاب العام ب 10٪ (10). وتنقسم البورصة إلى سوق أولي وسوق ثانوي بالنسبة لأوراق رأس المال، وسوق السندات بالنسبة لأوراق الدين.

أ. السوق الأولي والسوق الثانوي: تستقطب السوق الأولي أوراق رأس المال الأكثر أهمية للشركات المغفلة التونسية والتي تستوفي شروط استدعاء رأس المال للاكتتاب العام، فضلا عن الأداء الاقتصادي المميز والسيولة والشفافية في المعلومات المصدرة. أما بالنسبة للسوق الثانوي فإن معايير القبول بها أقل تشددا من السوق الأولي خاصة في درجة فتح رأس مال الشركات للاكتتاب العام، وخلال مدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة يجب على هذه الشركات أن تحقق شروط الإدراج في السوق الأولي وإلا تم إلغائها تقييدها من السوق الثانوي وتوجيهها إلى التداول غير الرسمي، وإلى جانب السوق الثانوي التي تهتم بأوراق رأس المال هناك سوق للسندات مفتوحة على أوراق الدين

المالية، وزير العدل، حاكم البنك المركزي (بنك المغرب)، أو ممثليهم، كما يضم المجلس ثلاث شخصيات يعينهم الوزير المكلف بالمالية لكفاءتهم في المجال الاقتصادي والمالي، بعهددة تمتد إلى أربعة سنوات، قابلة للتجديد لعهددة إضافية واحدة. وبإمكان مجلس الإدارة تقرير إنشاء أي لجنة تكلف بجزء من سلطاته أو اختصاصاته بحيث تحدد تركيبتها وطرق عملها (17). وهنا يتضح استيلاء أعوان الحكومة على أنشطة البورصة في الدار البيضاء وهو شبيه بالوضع في الجزائر في هذه النقطة تحديداً.

2. بورصة الدار البيضاء: منذ إنشائها سنة 1929 تحت تسمية ديوان مقاصة القيم المنقولة، شهدت بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء بثلاث إصلاحات. إذ تم في سنة 1948 تحويل ديوان مقاصة القيم المنقولة إلى ديوان تسعير القيم المنقولة، ليتم في سنة 1967 إعطاء هذه الهيئة اسم مؤسسة القيم المنقولة كمؤسسة عامة ذات تنظيم قانوني وتقني (19).

وفي سنة 1993 أنشأت شركة بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء والتي أصبحت تسميتها "بورصة الدار البيضاء" منذ 2000 وهي شركة مغفلة توكل لها مهمة تسيير بورصة القيم المنقولة وفق دفتر أعباء مصادق عليه من الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة مجلس سوق القيم المنقولة، أما إصلاحات سنة 1998 شملت (20):

- تخفيض العمولة التي تدفع للبورصة على بيع وشراء الأسهم منذ مارس 1998 من 0.39% إلى معدل ثابت 0.24%.

- إنشاء نظام تسعيرة إلكتروني وإجراء كل العمليات عن طريقه.

- تعزيز الشفافية والسيولة.

- الخصخصة وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية.

- إنشاء وديع مركزي لتسريع العمليات وتعزيز الأمان في الأسواق.

وتتمثل مهام هذه البورصة فضلا عن تسيير وتطوير البورصة في قبول إدراج القيم المنقولة للتسعير في البورصة أو إلغائها حرصا منها على مصداقية المعاملات التي تنجز بين شركات البورصة وفق قواعد التعامل في هذه العمليات، ويجب على البورصة أن تعلم مجلس القيم المنقولة

للبورصة (المادة 12). ويتشكل هذا الصندوق من وسطاء البورصة، ويهتم بضمان السير الحسن لعمليات التداول في السوق، في حالة القصور في التسديد أو التسليم، وتتشكل مساهمات صندوق ضمان السوق من طرف وسطاء البورصة.

2.I. السوق المالي المغربي: تعتبر من أقدم الأسواق المالية العربية، حيث تم إنشاء بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1929. وكغيرها من الأسواق المالية المغربية شهدت السوق المالية المغربية جملة من الإصلاحات في العقد الأخير من القرن العشرين استهدفت تحديث الهيكل التنظيمي للسوق المالي. وفيما يلي الهيئات التي تنظم وتسير السوق المالي المغربي وفق الإصلاحات الجديدة.

1. مجلس القيم المنقولة Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

مجلس القيم المنقولة (CDVM) هو هيئة عامة ذات شخصية معنوية واستقلالية مالية، وقد تم نصيب هذه الهيئة وفقا للظهير الشريف (14). وقد حدد هذا القانون مهام ووسائل عمل هذه الهيئة في النقاط الآتية (15):

- حماية المدخرات المستثمرة في القيم المنقولة أو أي توظيف يتم عن طريق الاستدعاء العام للادخار
- الحرص على عدم إعلام المستثمرين في القيم المنقولة، وذلك بضمان نشر الأشخاص الطبيعيين لجميع المعلومات القانونية والتنظيمية والمالية عند لجوئهم إلى الاستدعاء العام للادخار، للسماح للمستثمرين باتخاذ القرارات في سوق تتميز بالشفافية.
- ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة بتحقيق الشفافية والأمان للمستثمرين.
- العمل على احترام مختلف التدابير التنظيمية والقانونية للسوق المالي من طرف المتدخلين في السوق.

وتقدم هذه الهيئة رؤيتها حول مشاريع القوانين المتعلقة بسوق القيم المنقولة التي يقترحها الوزير المكلف بالمالية، فتقترح جميع التغييرات حول النصوص التشريعية المتعلقة بسوق القيم المنقولة، وتقوم بإعداد دورات تهدف إلى تحديد قواعد العمل حول نشاط سوق القيم المنقولة (16) ويقوم بتسيير هيئة الأسواق المالية مجلس إدارة يرأسه رئيس الوزراء أو سلطة حكومية مكلفة من طرفه لهذا الغرض. ويضم مجلس الإدارة كل من: وزير

- أوراق الدين وتتضمن السندات العادية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات التي تسدد بالأسهم.

- أوراق الدين المتداولة (TCN) Titres de Créances Négociables وهي أوراق مالية ذات مدة محددة، يتم إصدارها بالتفاوض وتمثل حق دين ذات فوائد.

وعلى العكس من السندات، فإن أوراق الدين المتداولة لا تصدر بالكتل، فهي تسمح للمصدر بتلبية احتياجاته التمويلية بشكل منتظم ومستمر، وتتضمن أوراق الدين المتداولة:

- شهادات الإيداع، وتصدر من طرف البنوك.
- أذونات الشركات للتمويل، وتصدر من شركات التمويل.
- أذونات الخزينة تصدر من شركات الأسهم، المؤسسات العمومية ذات صفة غير مالية والجمعيات.

3. المودع المركزي: المودع المركزي "ماروكليز Maroclear" هو شركة مغلقة، أنشأت في 1 يوليو 1997 وتتمثل مهامه الرئيسية في (25):

- ضمان المحافظة على القيم المنقولة المقبولة في عملياتها، بتسهيل التداول وتبسيط إدارتها.

- إدارة الحسابات الجارية للقيم المنقولة المفتوحة باسم فروعها .

- إجراء جميع التحويلات بين الحسابات الجارية وفق أوامر المنضمين إليها.

- وضع حيز التنفيذ كل الإجراءات بفرض تسهيل ممارسة الحقوق المرتبطة بأوراقهم المالية لأعضائها وتحصيل المنتجات التي يسيرونها.

- ممارسة الرقابة المحاسبية والتدقيق في التوازنات المحاسبية.

- ضمان تقنين القيم المقبولة في عملياتها.

ولتحقيق هذه المهام تم إنشاء مؤسسات إيداع فرعية تتمثل الخدمات التي توفرها في المحافظة وإدارة الأوراق المالية، تسليم الأوراق المالية المبيعة مقابل القيم، وتسوية الأوراق المالية التي تم شراؤها مقابل تسليمها، إلى جانب إجراء العمليات المرتبطة بالأوراق المالية. (26)

كما تضطلع مؤسسة الإيداع بمهمة تجميع الأوامر الواردة للبورصة، وفي هذه الحالة فإن مؤسسة الإيداع تقوم بتحويل الأوامر لشركات البورصة لتنفيذها، إن فتح حساب للأوراق المالية في مؤسسة الإيداع يمثل عقدا بين هذه المؤسسة وزبائنها،

حول التجاوزات التي لاحظتها خلال أداء مهامها. (21)

ويتكون رأس مال الشركة المسيرة للبورصة من مساهمات شركات البورصة المعتمدة، حيث يتم توزيع حصص المساهمين بالتساوي، وفي حالة خروج أحد تلك الشركات توزع حصتها بالتساوي على باقي المساهمين عن طريق شراء حصتها، ويتم شراء أسهم الشركة المسيرة للبورصة بسعر تحدده هيئة القيم المنقولة. وتسير بورصة القيم للدار البيضاء بالأوامر التي ينشطها شركات البورصة بشكل حصري، ويتم تحديد قواعد عمل البورصة بقانون عام معد من الشركة المسيرة للبورصة ومصادق عليه بأمر من الوزير المكلف بالمالية بعد الاطلاع على رأي هيئة أسواق القيم المنقولة وتتضمن بورصة الدار البيضاء سوقين.

أ/ السوق المركزي: يجب أن تمر جميع المعاملات حول الأوراق المالية المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالسوق المركزي، باستثناء تعاملات الكتل التي تتم على أساس التفاوض. ويجرى التعامل بجميع القيم المنقولة بنظام التسعير الإلكتروني انطلاقا من مراكز تجميع جهوية توضع تحت تصرف شركات البورصة. وقد حدد هامش التغير المسموح به سواء تعلق الأمر بالانخفاض أو الارتفاع خلال جلسة تداول واحدة لأسعار جميع القيم المنقولة بنسبة 6% مقارنة بالسعر المرجعي. وتصنف القيم المنقولة حسب سيولتها إلى ثلاث فئات: القيم الأقل سيولة يتم تسعيرها حسب التسعير الثابت، القيم الشديدة السيولة تسعر حسب التسعير المستمر، أما القيم الوسطية فتسعر وفق نظام التسعير الثابت المزدوج. (22)

ب/ سوق الكتل: يسمح هذا السوق بتنفيذ عدد معتبر من الأوامر من حيث الحجم أو الخصائص الإستراتيجية، ويتم التداول عن طريق التفاوض وتحدد البورصة الحجم الأدنى للكتل المقبولة من حيث القيم ومن حيث السيولة، ويرتبط سعر سوق الكتل بسعر السوق المركزي (23) وقد تم إنشاء هذه السوق لتفادي عدم تنفيذ بعض أوامر المستثمرين المؤسساتيين.

ج/ الأوراق المالية المتداولة: يمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في بورصة الدار البيضاء إلى ثلاث فئات (24):

- أوراق رأس المال والتي تتضمن الأسهم العادية، الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار.

154 مؤسسة في نهاية 2001 تقوم حاليا بإدارة أصول صافية بقيمة 43.5 مليار درهم. (28)

3.I/ السوق المالي الجزائري: في إطار السعي لتطبيق الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر تم توسيع السوق المالي الجزائري من خلال إنشاء بورصة للقيم المنقولة، فتم سن مجموعة من القوانين تهدف إلى تسهيل إجراءات التعامل في السوق المالي بما يسمح بتحقيق استقطاب رؤوس الأموال الفائضة لدى بعض الأعوان الاقتصاديين واستخدامها من طرف أصحاب العجز في رؤوس الأموال. كما كان للتوجه المفروض على الجزائر بخصوصية المؤسسات العمومية الأثر البارز لخلق السوق المالي حيث يفترض أن تسمح هذه الأسواق بتقييم الشركات المراد خصصتها بشكل مقارب للواقع ووفق قوانين العرض والطلب.

وقد قام المشرع بتحديد هيكل السوق المالي الجزائري من خلال وضع القوانين المنشئة للهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي، مع تحديد الأدوات المالية المسموح بتداولها في السوق وفق الشروط والمعايير المتفق عليها.

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: أنشأ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ ب 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، لجنة تنظيم ومراقبة العمليات في البورصة (COSOB) (29) والتي تعتبر بمثابة أعلى سلطة في تنظيم سوق القيم المنقولة الجزائرية، وقد تم تنصيب هذه الهيئة في شهر فبراير 1996، وتتمتع هذه اللجنة باستقلالية إدارية ومالية، وتتمثل مهامها في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة عبر حماية المستثمرين في القيم المنقولة والعمل على السير الحسن للتعاملات، وتحقيق الشفافية في السوق. وتتشكل هذه الهيئة من رئيس يتم تعيينه لمدة نيابية تدوم أربعة سنوات، وستة أعضاء غير دائمين بنفس المدة. ويتكون أعضاء هذه اللجنة حسب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 من (30)

- قاض يعين من طرف وزير العدل

- عضو مقترح من طرف محافظ بنك الجزائر.

- أسناذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- عضو يتم اختياره من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.

ويحدد هذا العقد الحقوق والواجبات للطرفين ويحدد كذلك طرق إعلام الزبائن حول العمليات المنجزة لحسابهم وشروط التسعير، ويمكن للمؤسسات المصرفية وشركات البورصة أن تتصرف كمؤسسات إيداع للأوراق المالية والسيولة النقدية لزبائنها، وبالتالي هي تلعب دور الوساطة والحفاظ على الأوراق المالية والسيولة النقدية.

4. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: تهتم هذه الهيئة بتجميع مدخرات الأعوان الاقتصاديين بإصدار الأسهم ويتم تكوين حافظة بالقيم المنقولة من تجميع تلك المدخرات، وتقوم هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المغربية التي أسست سنة 1995 بتوجيه المدخرات لتمويل المؤسسات، مساهمة بذلك في تنمية الاقتصاد. ولهذه الهيئات شكلين قانونيين: شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير وصناديق التوظيف المشتركة. فالمستثمرين في أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير هم مساهمون، أما المستثمرون في صناديق التوظيف الجماعي فيتم تحديدهم باسم حامل الحصص، فالأولى هي شركة مغلقة أما الثانية فليس لها أي شخصية معنوية ويضمن تسييرها مؤسسة تسيير صناديق التوظيف المشتركة التي تعمل باسم حاملها. وتمثل مهنة الوساطة في البورصة جمعية مهنيي شركات البورصة والتي تهدف إلى تنظيم هذه المهنة (27). وتتمثل مهامها في مراقبة أعضائها للقوانين والتدابير المتخذة لنشاطهم، والوساطة بين أعضائها والسلطات العامة أو الهيئات الوطنية والأجنبية، إلى جانب المساهمة في التحكم بين أعضائها وحماية المهنة، الترقية التقنية للبورصة، إدخال التكنولوجيات الجديدة وتكوين العاملين في البورصة. ما يمكن استخلاصه من دراسة الهيكل التنظيمي للسوق المالي المغربي هو التغيرات التي ميزته خلال العقد الأخير من القرن العشرين، حيث تم استحداث هيئة لإيداع الأوراق المالية تعرف بالمودع المركزي مهامه حفظ القيم المنقولة الخاضعة لنظام التسجيل في الحساب وتسهيل تداول هذه القيم لفائدة المؤسسات المنخرطة في هذا النظام. وبغية التطابق مع المعايير الدولية انتقلت البورصة في سنة 1998 إلى نظام التسعير الإلكتروني، كما تم تقليص مدة إتمام التعاملات من 5 إلى 3 أيام، وإحداث مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي ساهمت بشكل واسع في تعبئة الادخار خاصة لدى الأسر، وتوجيهه نحو البورصة، فقد انتقل عدد هذه المؤسسات من 5 سنة 1995 إلى

التوظيف بالنسبة للوسطاء في البحث عن مكنتين في الأوراق المالية لصالح مصدري تلك الأوراق عن طريق الاستدعاء العام للدخار. ويمكن لوسطاء عمليات البورصة أن يكونوا شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين، فبالنسبة للشركات ذات الأسهم يشترط أن يكون رأس مالها مليون دينار على الأقل، وأن يكون لها موقع محدد في الجزائر لضمان مصالح الزبائن فضلا عن مساهمتها في رأس مال الشركة المسيرة لبورصة القيم(34). أما الأشخاص الطبيعيون فيشترط أن لا يقل سنهم عن 25 سنة من تاريخ تقديم الطلب، مع وجوب التمتع بالحقوق المدنية والذموية والنزاهة بغرض حماية المدخرين، إلى جانب المستوى العلمي بأن يكون الوسيط متحصلا على شهادة التعليم العالي(35). ولتكتمل شروط وسطاء عمليات البورصة من الأشخاص الطبيعيين يتم إجراء تكوين لهم في مجال التجارة والتسيير في القيم المنقولة.

وما يمكن ملاحظته هنا هو ضآلة المبلغ الذي اشترطه القانون مما يعني عدم جدية المشرع الجزائري في إنشاء بورصة قادرة على أداء الدور المنوط بها في تحريك رأس المال وفق ما تتطلبه القطاعات الاقتصادية. ويعمل في بورصة القيم المنقولة الجزائرية الوسطاء الآتي ذكرهم(36):

- الراشد المالي للوساطة في البورصة، وتتشكل من بنك الجزائر الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، صندوق التعاون الريفي.
- الشركة المالية للنصح والتوظيف (SOFICOP)، وتتكون من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.
- شركة توظيف القيم المالية (SPDM B/C) وتضم بنك الفلاحة والتنمية الريفية وشركة التأمين وإعادة التأمين.
- الشركة المالية العامة (SOGEFI)، وتتكون من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
- البنك المتحد للسمرة (UB Broker age)، وهي فرع للبنك المتحد Union Bank.

ويستحوذ الراشد المالي على أكبر حصة من عمليات الوساطة في البورصة ويعزي ذلك لحجم البنوك الممثلة له وما تمنحه من ثقة للمتعاملين

- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين. وتمتد عهدة رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى أربع سنوات عن طريق مرسوم تشريعي يتم اتخاذه من مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية، بينما يتم تعيين الأعضاء حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي بموجب قرار من وزير المالية. وللجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطات تنظيمية وإلزامية، فهي تنظم سوق القيم المنقولة بوضع التدابير المتعلقة ب(31):

- قبول وسطاء عمليات البورصة.
- إلزام الشركات بالإعلام عند إصدار القيم المنقولة عن طريق الاستدعاء العام للدخار.
- وضع شروط قبول وتداول القيم المنقولة في البورصة.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.
- تنظيم عروض بيع أو شراء القيم المنقولة.

وبعد إطلاع وزير المالية على هذه التدابير يتم إقرار القواعد التنظيمية للهيئة على أن يتم نشرها في الجريدة الرسمية، وبالتمعن في هيكل هذه اللجنة يتبين أن لوزير المالية نفوذا واسعا على هذه الهيئة في الوقت الذي لا يشكل دور الفاعلين في السوق المالي سوى دورا ثانوي(32)، وهذا يعكس هيمنة الدولة من خلال موظفيها على أنشطة البورصة مما يشكل عائقا أمام تطورها.

2- وسطاء عمليات البورصة: حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 القانون الأساسي لوسطاء عمليات البورصة حيث تسند لهم، وبشكل حصري، تداول القيم المنقولة في البورصة. ويمثل وسطاء عمليات البورصة شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وحتى يتم اعتماد الوسطاء يجب أن تتوفر فيهم الشروط الآتية(33):

- الحد الأدنى من رأس المال المقرر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- توفرهم على التنظيم والوسائل الفنية الملائمة لنشاطهم.

● تمتع العاملين في شركات الوساطة في عمليات البورصة بالكفاءة الضرورية. وفي وسع وسطاء عمليات البورصة ممارسة نشاط تسيير الحافظة وتوظيف الأموال، ويتمثل نشاط

والشراء في جلسات التسعير. والنظام المعمول به في تسعير الأوامر هو التسعير الثابت، بحيث يتم اعتماد السعر الذي يحقق أكبر قدر من التعاملات. وتتمثل الأوراق المالية المسموح إصدارها من طرف شركات الأسهم في عشرة أنواع هي (41): الأسهم العادية، السندات العادية، أسهم ذات أولوية في التوزيعات مع حق التصويت، أسهم ذات أولوية في التوزيعات دون حق التصويت، شهادات الاستثمار مع حق التصويت - شهادات الاستثمار دون حق التصويت، سندات المشاركة، سندات ذات قسيمة اكتتاب في الأسهم، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، سندات قابلة للاستبدال بالأسهم. وعلى الرغم من الخيارات العديدة المتاحة قانونيا للشركات في المنتجات المالية المسموح بإصدارها وتداولها في البورصة الجزائرية، إلا أن واقع البورصة يبرز الاعتماد الكبير على السندات والأسهم العادية بشكل رئيسي، وقد يعود ذلك إلى الصعوبات التقنية التي قد تعترض إصدار الأوراق المالية الأخرى بالنسبة لسوق مالي حديثة في هذا المجال، وإلى الضمانات التي تقدمها السندات كأداة استثمارية تجنب المستثمرين المخاطر الملازمة للأوراق المالية بصفة عامة.

4- المؤتمر المركزي على الأوراق المالية: تم إنشاء هذه الهيئة سنة 2003 لمسك حسابات مصدري الأوراق المالية سواء تعلق الأمر بالدولة أو الجماعات المحلية، أو الشركات العمومية، أو شركات الأسهم (42). وتتمثل مهام المؤتمر المركزي على السندات في حفظ القيم المنقولة وفتح حسابات لمصدري تلك الأوراق. كما تتم متابعة حركة الأوراق المالية بين حسابات المصدريين، ويتكون رأس مال المؤتمر المركزي على السندات والبالغ 65 مليون دينار من مساهمات خمس مؤسسات مالية هي البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، وثلاث مؤسسات تمثل الشركات التي تم إدراج أسهمها في البورصة: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة الرياض سطيف، بالإضافة إلى الخزينة العمومية وبنك الجزائر. ما يمكن استخلاصه من الهيكل التشريعي والمؤسسي للسوق المالي الجزائري هو مدى هيمنة الدولة على تسيير وتنظيم لجنة تنظيم عمليات البورصة وعلى شركة تسيير البورصة وعلى نشاط السمسرة في البورصة، وهو ما يحد من طموح

بالأوراق المالية، بينما لم تتجاوز حصة البنك المتحد للسمسرة 1% بسبب حداثة عهد فروع هذا البنك الخاص بالسوق الجزائرية مما خلق ترددا لدى المستثمرين (37). ويبقى الإشارة إلى أن حجم نشاط هؤلاء الوسطاء يبقى دون المستوى المرجو لمحدودية التنوع في الأدوات الاستثمارية ممثلة في الأوراق المالية المتداولة، وركود البورصة الجزائرية منذ نشأتها.

3- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: أسس المرسوم التشريعي رقم 93-10 شركة تسيير بورصة القيم، وهي عبارة عن شركة أسهم منشأة بين وسطاء عمليات البورصة. وقد كلفت هذه الشركة بضمان نشر المعلومات التي تخص القيم المنقولة المدرجة في البورصة، وتعرف بورصة القيم المنقولة على أنها الإطار القانوني لتسوية التعاملات في القيم المنقولة المصدرة من قبل الدولة، الأشخاص الطبيعيين أو شركات الأسهم. وتعتبر البورصة في الجزائر سوقا مركزية منظمة يتم فيها تداول القيم المدرجة في تسعيرة البورصة (38).

وتعمل شركة تسيير البورصة تحت سلطة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث تقوم شركة تسيير البورصة بتحديد طرق التعامل على أن يتم التصديق عليها من طرف اللجنة. وحددت المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 مهام شركة تسيير بورصة القيم في وضع التنظيم العام وتوفير الآليات الضرورية للبورصة للسماح لها بإنجاز مهامها على أحسن وجه، فضلا عن التدابير العامة لقبول إدراج الشركات في بورصة القيم. وتلتزم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر المعلومات يوميا من خلال النشرة الرسمية للتسعير لضمان وصول قراراتها إلى جميع الجمهور. ويمنح المشرع لشركة تسيير بورصة القيم الحق في إيقاف تسعير الأوراق المالية إذا دعت الضرورة إلى ذلك، ويبرر هذا الحق في إيقاف التسعير لشركة تسيير البورصة بقربها من السوق مقارنة بلجنة مراقبة وتنظيم البورصة (39). ويسمح القانون للوزير المكلف بالمالية بتعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة بعد استشارة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (40) وتعتبر بورصة الجزائر سوقا فوريا حيث يتم التسليم والتسديد بمجرد إتمام التعاملات، وتعتمد بورصة الجزائر في نشاطها على أوامر السوق، أي أن سعر التداول يتحدد وفق أوامر البيع

II/ واقع الأسواق الأولية والبورصات في الجزائر، المغرب وتونس: تتباين الأوضاع الاقتصادية والمالية للجزائر والمغرب وتونس. ففي الجزائر تعتبر الوضعية الاقتصادية والمالية هيئة لارتباطها بتطور أسعار البترول، سواء على الصعيد الاقتصادي (96% من إجمالي الصادرات) أو على الصعيد الجبائي (تمثل الجباية البترولية ما يقارب 60% من إيرادات الدولة وثالث الناتج المحلي الخم حسب إحصائيات سنة 2002) (43). ويرتبط اقتصاد المغرب بشكل وثيق بالتطورات المناخية، حيث يمثل القطاع الفلاحي 70% من الناتج المحلي الخام. أما في تونس فيعتبر الوضعية الاقتصادية أكثر استقرارا لارتباط اقتصادها بقطاعات متنوعة. وللوقوف على تأثير الأسواق المالية في اقتصاديات هذه الدول سيتم من خلال هذا المبحث عرض نشاط الأسواق الأولية والثانوية بحيث يصبح بالإمكان تحديد درجة كفاءة الأسواق المالية.

II.1/ دراسة الأسواق المالية: على الرغم من الجهود المبذولة من قبل دول المغرب العربي في تنشيط أسواقها المالية فإن مساهمتها في تمويل الاستثمارات تبقى محدودة للغاية مقارنة بالأوضاع في الأسواق المتقدمة أو الأسواق الناشئة الأخرى، ويتجلى ذلك في سوق الإصدار التي لم ترق إلى تطلعات السلطات والمستثمرين على حد سواء.

1/ مساهمة الأسواق الأولية في تمويل الاستثمارات: إن تحديد درجة كفاءة الأسواق المالية يرتبط بمدى قدرة الأسواق الأولية على استيعاب المدخرات وتوجيهها للاستثمارات المنتجة، وتؤثر الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية على نمو الاستثمارات بشكل مباشر (44). ويسمح تتبع نشاط السوق الأولي في بلدان الدراسة بتحديد الدور الذي تلعبه تلك الأسواق في نمو الاستثمارات. تشهد سوق الإصدار التونسية تطورا ملحوظا خاصة سوق السندات، غير أن هذا التطور يبقى متواضعا حتى يتسنى للسوق الأولي لعب دور مهم في تمويل الاستثمار. والمتتبع لمساهمة السوق الأولي التونسي بقسميها الأسهم والسندات في تمويل الاستثمارات يلاحظ أنها ارتفعت منذ سنة 1997 وقد كان لإصدارات السندات الدور البارز في هذا الارتفاع كما يوضحه الجدول -01-، فقد بلغت المساهمة الإجمالية لإصدارات السوق الأولية في تمويل الاستثمار 10% سنة 2001 لتحقق بذلك أعلى مستوى لها خلال المخطط التاسع التونسي (45).

المستثمرين الخواص في مجال القيم المنقولة. كما أن الأوراق المتداولة في بورصة القيم المنقولة منذ بداية التعامل بها لم يتجاوز الثلاثة أوراق وسند واحد لشركة سوناطراك، بالرغم من أن القانون أتاح التعامل بأكثر من ذلك، كما أن مهمة الإعلام التي يفترض أن تقوم بها كل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير البورصة تبقى محدودة للغاية. فعلى سبيل المثال فإن لجنة تنظيم ومراقبة البورصة لها موقع على شبكة الأنترنت، لكن المعلومات المتوفرة حول هذه اللجنة، والسوق المالية بصفة عامة، لا تتعدى الجانب القانوني والتنظيمي لهذه الهيئة، في حين تزخر باقي مواقع لجان وهيئات مراقبة البورصات في العالم بمختلف المعلومات حول أسواقها المالية فضلا عن التقارير السنوية التي تقوم بإصدارها. كما أن بورصة الجزائر تفتقر إلى موقع على شبكة الأنترنت بعدما توقف موقعها السابق عن النشاط، وحتى عندما كان هذا الموقع نشطا طغى الجانب الإشهاري على الجانب على نشاط البورصة والمعلومات المتعلقة بها. وكخلاصة لدراسة التنظيم القانوني والمؤسسي للأسواق المالية في المغرب، الجزائر وتونس، هو اشتراك هذه الأسواق من حيث القوانين المنظمة والمسيرة لها، حيث أولت هذه الدول أهمية لتحديث النظام المالي منذ التسعينات من القرن العشرين. وقد كان للهيئات المنشئة لتنظيم وتسيير الأسواق المالية صلاحيات واسعة في سوق القيم خاصة في المغرب وتونس، ويبقى القصور في المجال التشريعي بالنسبة للبورصة الجزائرية هو غياب دور الخواص في عمليات البورصة المختلفة. وتم في إطار تطوير أنظمة التداول استخدام التسعير الإلكتروني بغية زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء، فضلا عن توفير شفافية أكبر للمتعاملين في السوق. كما تم في إطار السعي إلى تخفيض تكلفة الاستثمار وتطوير عمليات التسوية والمقاصة إنشاء مراكز إيداع مركزية تعمل على حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية بما يدعم استقطاب المستثمرين من خلال الضمانات التي تقدمها هذه الهيئات، ويبقى أن الدور الإعلامي الواجب على تلك الأسواق القيام به اتجاه المدخرين لم يرق إلى المستوى المقبول، وقد ساهم في ذلك غياب ثقافة الادخار لدى الفرد المغربي بصورة عامة والفرد الجزائري بصفة خاصة، وهو ما يفسر الأداء المتواضع للأسواق المالية في هذه الدول مثلما سيوضحه العنصر الموالي.

الجدول 1 مساهمة السوق المالي التونسي في تمويل الاستثمار الخاص (الوحدة، مليون دينار تونسي)

2001	2000	1999	1998	1997	
113	33	74	39	101	الزيادة الفعلية (النقدية) لرأس المال
297	154	146	144	60	إصدار السندات Emprunts Obligatoires
410	187	220	183	161	مجموع المساهمة
4174	3693	3170	2973	2656	إجمالي تكوين، رأس المال الثابت الخاص
%10	%5	%7	%6	%6	المساهمة/ إجمالي تكوين رأس المال الخاص

المصدر: هيئة السوق المالية التونسية، التقرير السنوي 2001، ص 27 الموقع على شبكة الأنترنت:

http://www.cmf.org.tn/rap01CMF_arab.pdf

ونظرا للإقبال الكبير على سندات سونطراك تم رفع قيمة الإصدارات من السندات إلى 8 مليار دج في مرحلة ثانية مع نفس شروط الإصدار السابقة الذكر. (50) وبتفصيل طبيعة الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية لتونس والمغرب، نجد توجه المصدرين نحو إصدار السندات في السوقين، حيث أن توزيع هذه الإصدارات في تونس بين أوراق رأس المال وأوراق الدين (السندات) سيطرت عليه السندات خلال السنوات الأخيرة بعد فتح المجال من طرف السلطات التونسية أمام الشركات لإصدار أوراق السندات بعدما كانت تلك الإصدارات حكرا على الحكومة قبل التسعينات، وهو ما يتجلى في النسبة المحققة سنة 2001 حيث بلغت 66% بقيمة 297 مليون دينار، مقابل 155 مليون دينار تونسي لأوراق رأس المال موزعة بين إصدارات نقدية (113 مليون دينار) وتوزيع أسهم مجانية (42 مليون دينار) وبنسبة إجمالية 34% كما يوضحه الجدول-03. ولا يختلف الأمر بالنسبة للسوق الأولي المغربي، حيث يهيمن إصدار السندات على إصدار أوراق رأس المال، فقد تضاعف إصدار السندات بنسبة 114% بين

أما بالنسبة لسوق الإصدار المغربي، فقد تميز بعزوف الشركات عن التوجه إلى تمويل استثماراتها عن طريق السوق المالي مفضلة استخدام القروض البنكية، حيث أن مجموع الاستدعاء العام للادخار لم يتجاوز 6.5% سنة 2001 من إجمالي تكوين رأس المال الثابت مثلما يوضحه الجدول-02. وإذا تمت مقارنته بمجموع القروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي فلم يتجاوز نسبة 3% (46) الجدول-02:- مساهمة السوق المالي المغربي في تمويل الاستثمارات.

2001	2000	
669	2146	الزيادة في رأس المال
5212	3339	إصدار السندات Emprunts Obligatoires
5881	5484	مجموع المساهمة
91263	84982	إجمالي تكوين رأس المال الثابت
6.44%	6.45%	المساهمة/إجمالي تكوين رأس المال الثابت

Source : CDvn, Rapport Annuel 2001, p24

websit : <http://www.cdvn.gov.na>

وبالرغم من مساهمة القطاع الخاص الجزائري التي تمثل 30% في الاقتصاد (47)، فإن هذه المساهمة لم تكن كافية للحلول محل الدولة في عملية تراكم رأس المال الضروري لدعم التنمية عن طريق الاستثمارات. ولم يتعد نشاط السوق الأولي في الجزائر سنتي 1999 و2000 من خلال إدراج قيم أربع شركات حققت الشروط التي وضعت للقبول في البورصة، حيث أدرجت في المرحلة الأولى لنشاط السوق المالي الجزائري سنة 1999 قيم شركات الرياض، صيدال وسونطراك لتنظم إليها في سنة 2000 قيم فندق الأوراسي. حيث تم طرح 20% من رأس مال مجمع صيدال للاكتتاب العام أواخر سنة 1999 ومثلت تلك النسبة مليوني سهم عادي بسعر 850 دج للسهم الواحد (48)، كما تم طرح 1.2 مليون سهم عادي من أسهم الرياض 1999 بسعر 450 دج للسهم الواحد (49). أما بالنسبة لأسهم الأوراسي فلم يتم إدراجها إلا مع بداية 2000. في حين كانت السندات المصدرة لشركة سونطراك بقيمة 5 مليار دج في مرحلة أولى بمعدلات فائدة 13% على امتداد ستة (06) سنوات،

عملية البيع في السوق المالي التونسي عن طريق الطرح العام للبيع في البورصة أو عن طريق التسجيل في السوق الموازية. وبتتبع توزيع إصدارات الأسهم في السوق المالي المغربي، يلاحظ كذلك هيمنة القطاع المالي على إصدارات أوراق رأس المال منذ 1999 بسبب عملية إعادة هيكلية البنوك المغربية، غير أن هذه الهيمنة تتجه إلى الزوال، فقد كانت تمثل 82% سنة 1999، لتتراجع إلى 70% سنة 2000 ثم إلى 32% سنة 2001. وقد كانت عمليات الاستدعاء العم للاذخار لزيادة رأس المال سنة 2001 تتم إما عن طريق الإدراج الجديد في البورصة وبالتالي استفادة مصدري الأسهم من تخفيض بنسبة 50% من الضرائب على أرباح الشركات خلال ثلاث سنوات من تاريخ الإدراج حسب قانون المالية لسنة 2001 لتشجيع الإدراج في البورصة عن طريق زيادة رأس المال، أو عن طريق تخصيص عمليات للأجراء أو المساهمين في إطار عمليات التقرب من المساهمين. (55)

ب. التوزيع القطاعي لإصدار السندات: سمحت التسهيلات القانونية التي منحت للشركات الحق في إصدار السندات بتطور هذه الإصدارات، ففي تونس حقق إصدار السندات من قبل الشركات المساهمة أعلى مستوى له خلال سنة 2001 بقيمة 297 مليون دينار تونسي، استأثر القطاع المالي بالقيمة الأبرز منها بتحقيقه 139 مليون دينار، وتشكل شركات الاستثمار ومؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية أهم المكتتبين في السندات الخاصة مقارنة بقطاع التأمين وصناديق التقاعد والأشخاص المعنويين والطبيعيين. ولا يختلف الأمر كثيرا في السوق الأولي المغربي، حيث يسيطر القطاع المالي بدوره على إصدارات السندات مما يجعل من نشاط سوق السندات المغربي محدود لغياب المؤسسات المالية مثلما يوضح الجدول 4 الذي يقدم تطور إصدارات السندات خلال الفترة 1997-2001.

وما يمكن استخلاصه من دراسة الأسواق الأولية في الجزائر، المغرب وتونس هو الدور المحدود لهذه الأسواق في تمويل الاقتصاد، فحتى وإن كانت معدلات الإصدارات الجديدة إلى الناتج المحلي الخام سجلت ارتفاعات في السنوات الأخيرة في تونس والمغرب إلا أنها تميزت بالبطء الشديد. والسبب يعود إلى اعتماد اقتصاديات تلك الدول على النظام المصرفي رغم ما تحمله ويتحمله من أعباء

سنتين 2000 و 2001، فيما انتقلت الزيادة النقدية لرأس المال من مبلغ إجمالي 2149 مليار درهم إلى 669 مليار درهم. (51)

ب. التونسي (الوحدة مليون دينار تونسي)

1999	2000	2001
107	113	155
42%	42%	34%
74	33	113
33	80	42
146	154	297
58%	58%	66%
253	267	452

ب. التوزيع القطاعي للإصدارات: يختلف إسهام القطاعات المختلفة للاقتصاد في إصدارات الأوراق

المالية من سنة إلى أخرى، وإذا كان الركود يميز السوق المالي الجزائري فإن كل من السوق الأولي التونسي والمغربي يتميزان بالنشاط على الرغم من الدور المحدود للسوقين في تمويل الاقتصاد، وفيما يلي تفصيل التوزيع القطاعي لإصدارات أوراق رأس المال وأوراق الدين في السوقين التونسي والمغربي.

أ. التوزيع القطاعي لأوراق رأس المال: تتوزع إصدارات أوراق رأس المال في السوق الأولي التونسي بنسب متقاربة حسب بيانات سنة 2001 بين قطاعات البنوك، الخدمات والقطاع الصناعي بنسب 32%، 29% و 25% على التوالي، فيما توزعت الحصة الباقية على قطاعي الإيجار المالي والقطاع السياحي بنسب 8% و 6% على التوالي (52). وتتبع السلطات التونسية سياسة تعتمد على إعطاء علاوة إصدار معتبرة، حيث تقدم فرق كبير بين سعر السهم الاسمي وسعر الإصدار الذي يقارب السعر السوقي، وهي سياسة تهدف إلى تشجيع إقبال المستثمرين على الإصدارات الجديدة من الأسهم. وتشكل الشركات المدرجة في البورصة أبرز مصدري الأسهم بنسبة 80%، في الوقت الذي كان نصيب السوق الموازية من الإصدارات الجديدة من الأسهم 20%. (53) وتسجل عمليات الخصخصة عن طريق بيع الأسهم في السوق الأولي التونسي تطورا ملحوظا فقد بلغ حجم عمليات الخصخصة 105.34 مليون دينار، وتمت

المؤسسات العمومية خاصة في الجزائر. وظهر اتجاه جديد في الأسواق الأولية للمغرب وتونس تمثل في فتح المجال أمام الشركات الخاصة لإصدار السندات بعدما كانت حكرا على الحكومات، وساهم

في هذا الخصوص 4: التمويل القطني لإصدار السندات في المغرب

المحفزة	1997	1998	1999	2000	2001
المحفزة المحفزة	500	500	—	295.11	—
الدول في السوق	—	200	—	—	—
كريديتور	—	30	—	—	—
تسليف	200	400	—	—	600
البنك الوطني للتنمية الاقتصادية BNDE	350	—	—	—	—
الصندوق المشترك للتجهيز FEC	—	—	—	400	—
البنك المغربي للتجارة والصناعة BMCI	—	—	—	—	1000
ONA	—	—	—	—	—

Source : CDVVM, Rapport Annuel 2001, p25.

1. مؤشر حجم السوق: إن اتساع حجم السوق المالي يعد مؤشرا على نمو الاستثمارات في الأسواق المالية، ويتم دراسة حجم السوق بمتبع معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام، وعدد الشركات المدرجة في البورصة.

أ- معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام: شهد مؤشر رسملة البورصة في دول الدراسة تراجعا محسوسا منذ سنة 2000 ويفسر انخفاض هذا المؤشر بتراجع معدلات النمو الاقتصادي مقابل ارتفاع سعر الدولار الأمريكي. ويعكس الجدول 7 تطور رسملة البورصة في المغرب، تونس والجزائر بين سنتي 1999-2002.

ويعتبر التراجع المسجل في القيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء نتيجة تصحيح الأسعار الذي لجأت إليه السلطات في هذا البلد نتيجة الارتفاع الكبير المسجل في مؤشرات السوق سنتي

التونسي، بينما لازالت هذه العملية تخضع للعديد من المعوقات في سوق الإصدار الجزائري مما يتطلب من مسيري هذه السوق إعطاء الضمانات والتدابير الضرورية لإنعاش السوق الأولي الجزائري.

2/ دراسة الأسواق الثانوية: إن تحديد مدى تطور البورصات لا يعتمد على دراسة مؤشر واحد وإنما على تشكيلة متكاملة من المؤشرات بحيث تؤثر على درجة تطور الأسواق المالية وكفاءتها. ونظرا لغياب البيانات حول جميع مؤشرات كفاءة البورصة بالنسبة لدول الدراسة، وبالأخص فيما يتعلق ببورصة الجزائر، فسيعتمد الباحث على البيانات المتوفرة فقط.

فضلا عن قلة القيم المدرجة في بورصة الجزائر منذ افتتاحها. وعلى صعيد توزيع حصص الرسملة بين القطاعات في بورصتي تونس والدار البيضاء، فالسمة المشتركة بينهما هو هيمنة القطاع البنكي، حيث تمثل هذه الحصة 31% في المغرب (59)، أما في بورصة الجزائر فإن معدل رسملة البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام يكاد يكون مهملا، حيث لم تتجاوز هذه النسبة حدود الواحد في المئة منذ بدء التداول سنة 1999 مثلما يوضحه الجدول.

1997 و1998 (56). وعلى الرغم من انجاز زيادات في رأس المال لأربع شركات بمبلغ إجمالي قدره 571 مليون درهم، وعملياتين للإدراج في البورصة بما مجموعه 124 مليون درهم سنة 2002 إلا أن الاتجاه العام لرسملة البورصة استمر في الانخفاض (57). أما عن أسباب تراجع رسملة البورصة التونسية، فيعود بدوره إلى تصحيح

الجدول 5: رسملة البورصة في المغرب، تونس والجزائر 1999-2002 (الوحدة مليون دولار)

	2002	2001	2000	1999	
المغرب	8564.24	9030.80	10857.84	13701.68	
تونس	2125.68	2229.57	2809.12	2638.43	
الجزائر*	145.97	195.52	285.51	287.74	

*تم حساب القيمة على أساس سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الجزائري لمتوسط الفترة حسب بيانات صندوق النقد العربي. المصدر: صندوق النقد العربي لبيانات المغرب وتونس؛ وبورصة الجزائر لبيانات الجزائر.

الجدول 6: رسملة البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام في بورصة الجزائر 1999-2003 (الوحدة مليار دينار جزائري)

السنوات	رسملة البورصة	الناتج المحلي الخام	رسملة البورصة / الناتج المحلي الخام
1999	19.18	3,238.20	0.59%
2000	21.50	4,098.80	0.52%
2001	14.72	4,241.80	0.35%
2002	10.99	4,455.40	0.25%
2003	11.10	5,124.00	0.22%

Source : United Nations Economic Commission For Africa, "Présentation de la Bourse d'Alger", in African Capital Markets Development Programme, p13. Web Site : www.UNICA.org/ECA_Ressources_Magor_ECa_websites/CMD/workshop/northafrican/presentation/Bourcealgies20Pres.ppt

الأسعار نحو الانخفاض للأوراق المالية ذات الوزن الهام في البورصة. ويعكس انخفاض مؤشر رسملة البورصة في الجزائر ركود البورصة الجزائرية، فباستثناء الارتفاع المسجل سنة 2000 نتيجة إدراج قيم الأوراسي سجلت باقي السنوات انخفاضات متتالية، فبعدما بلغت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر 21.5 مليار دينار سنة 2000 تراجعت سنة 2003 مسجلة 11.1 مليار دينار (58). وقد أسهم ضعف التداول في تسجيل هذه القيم المخيبة

عمليات البورصة ملفات 8 مؤسسات عمومية لإنعاش البورصة، ويتعلق الأمر بمؤسسة ميناء الجزائر EPAL، المؤسسة الوطنية للنقل البحري للمسافرين ENTMV، الخطوط الجوية الجزائرية Air Algérie ومؤسسة ميناء أرزيو EPARzew في قطاع النقل، ويمثل قطاع التأمين الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، والشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT، بالإضافة إلى فندق الجزائر والشركة الوطنية للتبغ والكبريت SNTA (61). وبالنسبة لبورصة الدار البيضاء فإن عدد الشركات تميز بالاستقرار حيث بلغ 55 شركة سنة 2002 الجدول 9، وبالرغم من أن عدد الشركات انخفض عما كان عليه سنة 1994 حيث كان العدد 61 شركة (62)، إلا أن وزن تلك الشركة في البورصة من حيث الرساميل كان أقل مما هو عليه في سنة 2002. أما في بورصة تونس فقد كان عدد الشركات في ارتفاع مستمر فبعدما كان العدد 21 شركة سنة 1994 أصبح عددها 46 سنة 2002 (63). ومع أن عمليات الاندماج بين بعض الشركات المدرجة في البورصة إلا أن عددها استمر في الارتفاع نتيجة قبول شركات أخرى جديدة.

الجدول 7: عدد الشركات المدرجة في بورصات الجزائر، تونس والدار البيضاء 1999-2002

2002	2001	2000	1999	
03	03	03	02	الجزائر
55	55	54	54	المغرب
46	45	44	44	تونس

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 32، 2002.

وعلى مستوى درجة التركيز أي الشركات التي تستحوذ على أكبر حصة من البورصة من حيث حركة وقيمة التداول، تتركز في بورصة الدار البيضاء بين 10 شركات بنسبة 65.64% سنة 2001 من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في البورصة المغربية، في حين بلغت قيمة التداول للشركات العشر الأكثر نشاطا نسبة 72.81% (64)، مما يؤثر على درجة التركيز العالي في بورصة الدار البيضاء. وكانت هذه النسب في بورصة تونس لأنشط خمس شركات 25% و34% من ناحية حركة التداول ومن ناحية المساهمة في إجمالي رسملة البورصة على التوالي لسنة 2001 (65). ومن

ويعود تدهور هذا المؤشر في دول الدراسة إلى عدم التوافق بين معدلات النمو التي تسجل معدلات مستقرة، فيما تستمر رسملة البورصة في الانخفاض. وبما أن مؤشر معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام يعكس مدى قدرة السوق المالي على تعبئة رؤوس الاموال الضرورية للاستثمار وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها للشركات المقيدة في البورصة، فإن نتائج هذا المؤشر في تونس والمغرب توضحه ابتعادها عن المعدلات العالمية حيث يفوق هذا المعدل 100% في العديد من الأسواق الناشئة مثل هونج كونج وسنغافورة. ويعكس انخفاض هذا المؤشر في دول الدراسة مدى اعتمادها على التمويل عن طريق القروض مقارنة بالتمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية. وبما أن الدراسات التطبيقية التي تم التطرق إليها في الفصل الأول من المذكرة قد أكدت الترابط الإيجابي بين تطور مؤشر رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام ومعدلات النمو الاقتصادي، فمن الضروري على القائمين على الأسواق المالية في المغرب، تونس والجزائر السعي إلى زيادة رسملة البورصة من خلال تسهيلات عمليات الإدراج للشركات المستوفية للشروط مع منح امتيازات للشركات التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها.

ب- عدد الشركات المدرجة. يؤثر عدد الشركات المدرجة في البورصة على حجم السوق فارتفاع هذا المؤشر يعكس ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد، غير أن عدد الشركات يجب أن يرتبط بحجم رأس مالها حتى يتسنى لها التأثير الإيجابي على اقتصاد كل بلد. ويتتبع هذا المؤشر في بلدان الدراسة، فإن عدد الشركات يبقى ضعيفا مقارنة بباقي الأسواق الناشئة، ففي الجزائر وعلى الرغم من اقتراح 30 مؤسسة عمومية عند انطلاقة البورصة تم انتقاؤها من المجمعات العمومية Public Holding خلال سنة 1999 لفتح رأس مالها للقطاع الخاص، غير أنه من بين هذه المؤسسات حظيت شركتي صيدال والرياض سطيف فقط بالموافقة على إدراج أسهمها في البورصة (60). فيما لم يتم قبول إدراج أسهم الأوراسي إلا مع بداية سنة 200. ويعزى هذا العدد المحدود من الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلى التأخر المسجل في تجسيد عمليات الخصخصة التي من شأنها أن تضاعف من عدد الأوراق المدرجة في البورصة. وتدرس لجنة إدارة ومراقبة

توظيف أموالهم، فإن انخفاض تلك التوظيفات انعكس على إجمالي قيمة التداول في السوق الثانوي. كما أن انعدام العمليات ذات الطابع الإستراتيجي وتقلص العمليات المرتبطة بالأسهم من 90% سنة 2000 إلى 70% سنة 2001 ساهم بدوره في انخفاض مؤشر قيمة التداول في البورصة المغربية. وعلى العكس قيمة التداول، فإن عدد الأسهم المتداولة في بورصة الدار البيضاء يشهد ارتفاعا مستمرا فبعدما كان عدد الأسهم المتداولة لا يمثل سوى 3.48 مليون سهم سنة 1995 تضاعف هذا العدد ليبلغ 22.44 مليون سهم سنة 2002. وساهم ارتفاع عدد الشركات المدرجة في تلك الفترة في ارتفاع حجم التداول.

ب-التداول في بورصة تونس شهدت السوق الثانوي التونسي دورها انخفاضا في قيمة التداول، ويفسر هذا الانخفاض بالتدخل المحدود للمستثمرين المؤسسيين في تنشيط السوق، ويعزى هذا التقصير لغياب ثقافة الاستثمار في البورصة، فعلى سبيل المثال، انخفض إجمالي الأسهم المملوكة من طرف شركات الاستثمار ذات رؤوس الأموال المتغيرة من 83 مليار دينار تونسي سنة 2000 إلى 53 مليار دينار تونسي سنة 2001 (68). كما أن زيادة رؤوس الأموال من خلال إدماج الاحتياطات لا تخضع في غالبية الحالات إلى معايير عقلانية مما أسهم في إحجام المستثمرين عن تداول أسهم بعض الشركات وبالتالي انعكس هذا السلوك على قيمة التداول في بورصة تونس.

خلال نسب التركيز، تعتبر بورصة تونس أكثر كفاءة من بورصة الدار البيضاء، حيث أن انخفاض هذه النسب، أي توزيع نشاط البورصة على أكبر عدد من الشركات المدرجة مؤشر على كفاءة السوق نتيجة التنوع المتاح في الاستثمار وبالتالي التقليل من درجة المخاطرة.

2. مؤشر سيولة السوق. تمثل السيولة في البورصة سهولة بيع أو شراء الأوراق المالية، ويتم حساب هذا المؤشر عن طريق قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام، وقيمة التداول إلى رأس المال السوقي أو ما يعرف بمعدل الدوران. وقبل التعمق في المؤشر الأول بالنسبة للأسواق الثلاثة، والمؤشر الثاني بالنسبة لبورصة الدار البيضاء وتونس من الضروري تتبع حركة التداول في البورصات الثلاثة بشكل منفرد لارتباطه بالمؤشرين السابقين. إن استمرارية السوق الأولي لن تتحقق إلا إذا كانت السوق الثانوي تتميز بالنشاط. وكغيرها من البورصات العالمية، شهدت قيمة التداول في بورصات الدار البيضاء، الجزائر وتونس انخفاضات متتالية مع نهاية القرن العشرين وبداية القرن الحالي متأثرة بالظروف الاقتصادية العالمية. وبإجراء مقارنة بين البورصات الثلاثة، نجد أن بورصة الدار البيضاء تعتبر الأكثر نشاطا حيث سجلت قيمة التداول بها 2.3 مليون دولار سنة 2001، وهي قيمة تشكل ثمان أضعاف قيمة التداول في البورصة التونسية (66). غير أن المتتبع لتطور هذا المؤشر في الدار البيضاء للفترة الممتدة بين سنتي 1999 و2001 يلاحظ اتجاهه إلى الانخفاض بحوالي أربع مرات. أما بالنسبة لبورصة تونس والجزائر، فتتميز قيمة التداول في الأولى بالاستقرار النسبي، فيما قيمة هذا المؤشر في الجزائر تكاد تكون مهملة خلال نفس الفترة مثلما يوضحه الجدول 10. وفيما يلي متابعة لأسباب تطور مؤشر قيمة التداول بهذا الشكل في البورصات الثلاث.

أ-التداول في بورصة الدار البيضاء سجل مؤشر قيمة التداول في بورصة الدار البيضاء انخفاضا بشكل لافت خلال السنوات الأخيرة، ويعزى هذا الانخفاض إلى تقلص المبادلات في سوق الكتل، بحيث انخفضت حصة هذه السوق من إجمالي المعاملات من 55% سنة 2000 إلى 35% سنة 2001 (67). وبما أن سوق الكتل في المغرب تشكل الملاذ الرئيسي للمستثمرين المؤسسيين في

سبتمبر حيث تم تسجيل 16 جلسة من جلسات التسعير على أوراق الشركات المدرجة. وكانت الحافطة المالية للمستثمرين تتشكل من أسهم مجمع صايدال والرياض سطيف بنسبتي 70٪ و 28٪ على التوالي، فيما كانت النسبة المتبقية (2٪) من نصيب سندات سونطراك، غير أن قيمة التداول مثلت 60٪ منها لسندات سونطراك، أما أسهم الرياض وصايدال فكان نصيبهما من التداول 21٪ و 19٪ على التوالي. (69) ويعود هذا الفرق في التداول بين الفئتين من الأوراق للضمانات المقدمة من السندات مقارنة بالأسهم، خاصة أن البورصة كانت في بدايتها الأولى. وأدى إدراج أسهم الأوراسي سنة 2000 إلى انتعاش قيمة التداول خلال تلك السنة لتسجل 720 مليون دينار جزائري بعدما سجلت تلك القيمة 108 مليون دينار في الربع الأخير من سنة

ج- التداول في بورصة الجزائر انطلق التداول في بورصة الجزائر نهاية سنة 1999 وتحديدا في

تداول في بورصات الجزائر، المغرب وتونس

	2001	2002	2003	2004
العملة المحلية بالملايين بملايين الدولارات	342.05	509.00	686.78	909.00
	6.90	533.00	9.56	720.00

المصدر: صندوق النقد العربي، و United Nations
Economic Commission For Africa

ب. مؤشر معدل الدوران يعكس مؤشر الدوران درجة نشاط البورصة، حيث يربط بين قيمة التداول من الأسهم ورسملة البورصة، ويعني بلوغ هذا المعدل قيمة الواحد هو أن متوسط التداول للسهم في السنة هو مرة واحدة. ويتتبع هذا المؤشر في بورصتي تونس والدار البيضاء يلاحظ تذبذب هذا المعدل في البورصتين بين 9.31 كأدنى نسبة مسجلة في المغرب سنة 2001 و 24.45 مسجلة في بورصة تونس سنة 2000، مثلما يوضحه الجدول 12.

الجدول 10: معدل الدوران في بورصتي تونس والدار البيضاء

	2002	2001	2000	1999
المغرب	16.82	9.31	11.13	18.43
تونس	11.60	15.34	24.45	17.33

المصدر: صندوق النقد العربي

ويعتبر هذا المؤشر بعيدا عن متوسط معدل الدوران في الإتحاد الدولي لبورصات القيم الذي سجل 153٪ سنة 2001 (71). غير أن سيولة بورصتي المغرب وتونس تعتبر متوسطة من خلال هذا المؤشر حيث أنها تفوق العديد من البورصات العالمية.

4/ مستويات تقييم الشركات. يبقى تطور السوق أقل حساسية اتجاه التطورات الحاصلة للمؤسسات في المغرب، الجزائر وتونس. وتفترض الأدبيات الاقتصادية أن يعكس أداء البورصة وتطور أسعار الأسهم بها التغيرات على مستوى الاقتصاد الحقيقي، غير أن السوق لم تتفاعل بشكل كبير مع نشر الشركات المدرجة في البورصة لنتائجها على الرغم من أن أغلبية تلك الشركات حققت نتائج إيجابية. ويمكن تتبع تأثير التطورات الحقيقية للمؤسسات على أسعارها في البورصة من خلال معدلات الربحية PER، وعلى الرغم من أن هذه المعدلات هي ذات مستويات جذابة إلا أن نفور المستثمرين من البورصات يستدعي مراجعة الأسباب. يقدم تحليل النتائج السنوية لسنة 2000 في بورصة الدار البيضاء أن أغلبية الشركات المدرجة في البورصة حققت نتائج إيجابية باستثناء ستة شركات تكبدت خسائر صافية، بينما من بين 54 شركة مدرجة في

1999. كما أدى إدراج أسهم الأوراسي إلى انخفاض حصة صيدال من حيث حجم التداول الإجمالي. أما في سنة 2001 سجلت قيمة التداول انخفاضا لتسجل 501 مليون دينار، وما ميز بورصة الجزائر منذ انطلاقتها هو ارتفاع حجم أوامر البيع مقارنة بأوامر الشراء فيما يتعلق بأوراق رأس المال، حيث شهد الفجوة بين أوامر البيع وأوامر الشراء على أسهم صايدال 894416 مما أدى إلى انخفاض قيمة سهم صايدال في البورصة سنة 2001 (70). وبالموازاة مع ذلك فإن سندات سونطراك تستقطب المستثمرين حيث يفوق الطلب على هذا السند العرض عليه بـ 2768 أمر، وتعتبر قلة الشركات المدرجة في البورصة السبب الرئيسي لانخفاض التداول.

3/ مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام ومعدل الدوران. أثرت قيمة التداول المتدنية في بورصات الدار البيضاء، الجزائر وتونس على تطور مؤشري قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام ومعدل الدوران، مما انعكس سلبا على درجة السيولة في البورصات الثلاث، وفيما يلي متابعة للمؤشرين في بورصات دول الدراسة.

أ. مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام إن قيمة المهمة تقريبا لهذا المؤشر في بورصة الجزائر تعني أن وزن البورصة في الاقتصاد الوطني ليس له تمثيل، وقد تجد البورصة الجزائرية ما يبرر هذه النسبة الضئيلة في حداتها في النظام المالي الجزائري. أما في البورصة المغربية فينتذب هذا المؤشر وكانت أعلى نسبة محققة في سنة 1999 بمعدل 7.21٪ مثلما يوضحه الجدول 11. وهو ما ينطبق على بورصة تونس مع نسبة أقل حيث تراوحت بين 3.52٪ كأعلى نسبة و 1.15٪ بين سنتي 2000 و 2002 على التوالي. وساهم ارتفاع الناتج المحلي الخام لهذه الدول مع انخفاض مقابل له في القيمة السوقية لأسهم في تسجيل هذه النسب. وبمقارنة هذا المؤشر لبورصتي المغرب وتونس مع الأسواق المالية فإن هذه النسبة تبقى بعيدة عما حققته الأسواق الناشئة.

الجدول 9: قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام.

	2002	2001	2000	1999
الجزائر	-	0.012	0.017	0.003
المغرب	3.70	2.51	3.68	7.21
تونس	1.15	1.7	3.52	2.19

هذان المؤشران عبارة عن مؤشرات للربحية بما أنهما يأخذان بعين الاعتبار التغيرات في الأسعار وتعديلهما وفق التوزيعات عن كل سم خلال السنة. وقد انطلق استخدام مؤشر BVMT في 30 سبتمبر 1990 ويتم حسابه على أساس المتوسط الحسابي لأسعار. وقد تم تعديل أساس هذا المؤشر في أبريل 1998 ليصبح أساس حساب هذا المؤشر في 31 مارس 1998 وهو مؤشر مفتوح على جميع القيم المدرجة باستثناء أسهم شركات الاستثمار. أما المؤشر الثاني TUNINDEX فتم استخدامه لأول مرة في الفاتح أبريل 1998 بأساس 1000 نقطة، وهو مؤشر يعتمد على المتوسط المرجح للأسعار برسملة مناسبة لكل قيمة مدرجة في المؤشر (76). وبالإضافة إلى المؤشرات السابقة في بورصتي تونس والدار البيضاء، تملك البورصتين نصيب من المؤشر العام لصندوق النقد العربي من خلال إدراج قيم 34 شركة تونسية تمثل 87.75% من إجمالي القيمة السوقية في بورصة تونس، و32 شركة مغربية تمثل 89.98% من إجمالي القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء حسب بيانات سنة 2002 (77). وغني عن البيان سبب عدم وجود مؤشر لبورصة الجزائر، حيث يفترض أن يعكس المؤشر أداء البورصة ونظرا لتمييز أداء البورصة الجزائرية بالركود فمن الصعب بناء هذا المؤشر. وعلى الرغم من ذلك تقوم مؤسسة ليكيد أفريكا Liquid Africa بنشر مؤشرات أداء البورصات الإفريقية بما في ذلك بورصة الجزائر حيث يتم الاعتماد على المؤشر المركب (78).

II/ اقتراحات لتطوير الأسواق المالية في الجزائر
المغرب وتونس: إن التوجه الذي اتبعه دول الدراسة، من خلال الاعتماد على اقتصاد السوق، يجعل من الأسواق المالية آلية ضرورية لتحقيق هذا التغيير، ويتطلب حشد المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمارات المختلفة توفير الظروف الملائمة لتحقيق هذه الغاية. وإذا كانت بوادر التغيير قد وجدت في المغرب وتونس الأرضية المناسبة بالرغم من البطء الذي يميزها، فإن الجزائر لازالت أمامها العديد من المعوقات أولها تجاوز عقبة نشر ثقافة البورصة في الفرد الجزائري. من هذا المنطلق سيتم من خلال هذا المبحث تقديم المقترحات لتطوير الأسواق المالية بالتركيز على الجزائر.

1. توفير المعلومات: يكتسي توفير المعلومات في السوق المالي أهمية قصوى في تحديد مسار تدفق رؤوس الأموال بين المصدرين والمستثمرين

البورصة، سجلت 25 شركة انخفاضا في أرباحها الصافية. أما باقي الشركات (28) فقد حققت أرباحا أو أن نتائجها كانت في وضع قار (72). وتتعارض نتائج الشركات مع تطور أسعار أسهمها في البورصة حيث انخفضت أسعار 75% من القيم المدرجة في البورصة، مما يوضح عدم التطابق بين سلوك بورصة القيم وتطور القطاع الحقيقي. وبالمقابل تحقق أغلب الشركات التونسية نتائج مالية جيدة غير أن ذلك لم ينعكس بدوره على سوق البورصة. حيث كان أداء 70% من الشركات المدرجة، والتي تشكل رسمتها في البورصة 80% من الرسملة الإجمالية، إيجابيا على مستوى أرقام أعمالها ونتائجها لسنة 2001 غير أن انعكاسها على الأسعار في البورصة كان ضئيلا (73). وتساهم هذه الوضعية في نفور المدخرين الصغار بسبب عدم تطابق واقع المؤسسات ونتائجها في البورصة. ولا يختلف الأمر بالنسبة للبورصة الجزائرية، فعلى الرغم من أن الشركات حققت نتائج إيجابية، باستثناء الرياض سطيف حيث كانت النتيجة الصافية لسنة 2002 بالسالب، إلا أن انعكاس هذا الأداء الجيد لم يكن متطابقا مع أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة والذي كانت في انهياراتها متتالية منذ افتتاح بورصة الجزائر. فعلى سبيل المثال، كانت تسعيرة أسهم صايدال مع انطلاق التداول في بورصة 825 د.ج، لينخفض سعرها إلى 490 د.ج سنة 2002 (74).

5/ مؤشرات البورصة. تم في إطار وضع أدوات لتحديد أداء البورصة المغربية تطوير تشكيلة متجانسة من مؤشرات الرسملة تتمثل في المؤشر الإجمالي للأسهم المغربية MASI، ومؤشر الأسهم الأكثر تداولاً في المغرب MADEX الذي انطلق العمل به سنة 2002 (75). وقبل وضع هذين المؤشرين كان يتم الاعتماد على المؤشر العام للبورصة IGB. ويشمل مؤشر MASI على جميع الأسهم المدرجة في بورصة الدار البيضاء مما يسمح بتتبع تطور جميع القيم المدرجة، أما طريقة حسابه فتعتمد على ترجيح الرساميل. أما مؤشر LADEX فيتشكل من القيم الأكثر نشاطاً من حيث سيولة التداول في السداسي الذي يسبق اعتماد هذا المؤشر، ويحسب بدوره وفق ترجيح الرساميل، ويشكل هذا المؤشر أساس تسيير الحافظة في السوق المالي المغربي. أما بورصة تونس فتعتمد على مؤشرين BVMT ومؤشر TUNINDEX ويعتبر

والتعامل بالأسهم الممتازة لتحقيق ضمانات أكبر للمستثمرين.

- الاستمرار في ترقية الإصدارات الخاصة من أوراق الدين في بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس، وتوفير هذه الفرصة للشركات الخاصة الجزائرية.
- توسيع إدراج الشركات عبر تسهيل معايير القبول في السوق الأولي من خلال القضاء على الإجراءات البيروقراطية وتوسيع نطاق الإدراج في البورصة للشركات الخاصة المؤهلة لهذه العملية. ووضع قوائم للشركات القابلة للخصخصة مع تقييم مطابق إلى أقصى درجة للواقع.
- تحقيق الاندماج بين الشركات التي تنتمي إلى نفس القطاع، مع فتح رأس مال بعض الشركات أمام الشركات الأجنبية التي تمتلك خبرات واسعة في القطاعات التي تنتمي إليها.

- إنشاء أسواق ثانوية تسمح بإدراج القيم غير المقبولة للإدراج في السوق الأولي، فحتى إن كانت تونس سباقة في هذا الميدان، إلا أن ركود بورصة الجزائر يتطلب فتح هذا النوع من الأسواق بحيث تكون معايير قبول الشركات بها أقل تشددا خاصة فيما يتعلق بالشركات الخاصة.

3. تطوير الشركات العاملة في البورصة: تعتبر

شركات السمسرة وصناديق الاستثمار الركييزة الأساسية في تطوير جانب الطلب في السوق المالية، فهي تساهم في تحقيق التوازن في السوق، إلى جانب تحقيق ترقية السيولة في البورصة. غير أن واقع بورصات في المغرب، الجزائر وتونس يعكس الدور المحدود لهذه الهيئات مما يستدعي إتباع الإجراءات لتجاوز هذا القصور:

ـ فتح المجال لخصخصة البورصة من خلال إعطاء شركات السمسرة دورا بارزا في البورصة. كما يستوجب تخفيض تكاليف الوساطة مما يجعل عمليات البورصة أكثر كفاءة لما يتيح هذا التخفيض من تحقيق السيولة.

ـ قيام شركات السمسرة بفتح فروع لها في المناطق المختلفة لبلدانها لتسهيل عملية انتقال الأوامر من المستثمرين، واستغلال قربها من المستثمرين المحتملين لنشر الوعي الادخاري وثقافة البورصة.

ـ تطوير الشركات الاستثمارية من خلال زيادة عروضها للمدخرين الصغار للتوظيف الجماعي،

وبالتالي التأثير على نمو الاستثمارات الحقيقية من جهة، وتطور الأسعار في البورصة من جهة أخرى، ولتحقيق الشفافية المطلوبة بين المتعاملين في السوق المالي يجب الاهتمام بالنقاط الآتية:

- إنشاء هيئات متخصصة في نشر المعلومات حول الشركات المتداولة في البورصة، بحيث تقوم هذه الأخيرة بشكل دوري (يوميًا، شهريًا، سنويًا)، على أن يتم تغريم أو إيقاف الشركات التي ترفض توفير المعلومات أو تقديمها بشكل مضلل. بالمقابل، تستفيد تلك الشركات من امتيازات ضريبية نتيجة شفافتها المحتملة.

- التزام الجهات الحكومية التي ترتبط بالسوق المالي من وزارات وبنوك مركزية بنشر جميع المعلومات حول مؤشرات الاقتصاد العالمي والمحلي، وتشجيع البحوث والدراسات التي تهدف إلى توقع الأداء الاقتصادي المستقبلي دوليًا ومحليًا.

- قيام الهيئات المنظمة والمسيرة للأسواق المالية بنشر مختلف تطورات السوق بشكل يومي، وتقديم التحليلات المختلفة لأداء السوق، بالإضافة إلى توفير تقارير سنوية وإتاحتها لطالبيها عبر مواقع هذه الهيئات على الأنترنت.

- نشر جميع المعلومات المتعلقة بأداء البورصة وتوقعاتها وتحليل القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المدرجة في صحف متخصصة، وأهم تلك المعلومات في الصحف اليومية، فضلا عن تخصيص حيز من برامج التلفزيون للأسواق المالية يقوم بتنشيطها رجال اقتصاد متخصصون، فمن غير المعقول مثلا أن تلفزيون بحجم التلفزة الجزائرية تقتقر إلى نشرة اقتصادية.

- إنشاء مراكز تكوين متخصصة في مجال البورصة تهتم بتعليم الطلبة طرق التحليل الأساسي والفني وكل ما يتعلق بالبورصة.

2. ترقية عرض الأدوات المالية: على الرغم من

الجهود المبذولة من طرف الأسواق المالية المغاربية لترقية العرض من الأوراق المالية من خلال التنوع المتاح عبر التشريعات إلا أنها لم ترق إلى المستوى المأمول. ولترقية هذا الجانب يقترح:

- تنويع أدوات الاستثمار خاصة فيما يتعلق بأوراق الملكية من خلال تشجيع الإصدار

* على مستوى الأسواق الثانوية، تميز البلدان الثلاثة بصغر حجمها، تدني رسملة البورصات وحركة تداول الأوراق المالية في ظل غياب الأدوات المالية المستحدثة.

* انخفاض الطلب في بورصات دول الدراسة لقلة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.

* بالرغم من المراسيم التشريعية والتنظيمية التي قامت بها دول الدراسة إلى حد الآن، إلا أنه لم يتم التفكير في القيام بتكامل بين البورصات الثلاثة، أو على الأقل بين بورصتي الدار البيضاء وتونس بسبب حداثة بورصة الجزائر وبؤس أدائها.

* عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار.

* النقص الكبير الذي تعاني منه بورصات دول الدراسة في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.

وبالرغم من النتائج المخيبة التي تم التوصل إليها، إلا أن بوادر الأمل بدأت تلوح لتنشيط الأسواق المالية وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى استثمارات منتجة، فالدول الثلاثة تسجل زيادات متتالية في معدلات مساهمة القطاع الخاص في اقتصادياتها، كما أن العوامل السياسية، حتى إن تفاوتت بين هذه الدول، تتجه إلى تشجيع هذا القطاع. وحتى يتحول هذا الأمل إلى حقيقة يجب أن تتوفر الشروط التالية:

* خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات.

* تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية.

* دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي.

* ترقية الإفصاح والشفافية بتطوير المعايير المحاسبية ومعاينة الشركات عن تقصيرها في هذا الجانب.

* توسيع استخدام شبكة الأنترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق، عبر نشر تقارير دورية

مع التزامها بنشر المعلومات وإصدار التقارير الدورية حول السوق.

_إنشاء شركات متخصصة في عمليات تقييم الاستثمار المالي، بحيث تقوم بتحليل الأوراق المالية، ومساعدة البنوك التجارية في مرحلة أولى في تسويق الإصدارات الجديدة قبل التخصص الكلي في هذا المجال بأن تصبح بنوك استثمارية.

4. ترقية التعاون الإقليمي والدولي: إن التكامل بين

الأسواق أصبحت ضرورة حتمية لجميع الدول، وبالرغم من ضرورة إنجاز التكامل المغربي في أسواق السلع والعملية قبل البدء في تحقيق التكامل في أسواق المال وتوحيد البورصات، وعلى الرغم من ضعف العلاقات الاقتصادية البينية بين الدول الثلاثة، إلا أن البورصة العربية الموحدة والتي تشكل بورصتي الدار البيضاء وتونس أحد أقطابها تعتبر تجربة مفيدة للبلدين. حيث تمت الاستفادة من خبرات صندوق النقد العربي من خلال التقنيات المرتبطة بطرق التداول والتسوية، وعلى الجزائر أن تسعى إلى الاندماج في هذه السوق بتهيئة الظروف المناسبة لتنشيط البورصة. كما يجب الاستفادة من خبرات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار من خلال إتباع خطوات هذه الهيئة لترقية الاستثمار الحقيقي والمالي على حد سواء. وعلى المستوى الدولي، فالمطلوب من دول الدراسة الاحتكاك بالاتحاد الدولي لبورصات القيم المنقولة للاستفادة من طرق استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وترقية الاستثمار المحلي من خلال إتباع التدابير الضرورية لتنشيط سيولة السوق. ومن الجانب التنظيمي، على دول الدراسة اعتماد معايير الهيئة الدولية لأسواق رأس المال التي من شأنها أن تساهم في التكامل بين البورصات العالمية. وفي هذا الإطار بإمكان بورصة الجزائر الاستفادة من البورصات المتقدمة كأن يتم وضع مؤشر لأداء البورصة يتم بناءه بما يتلاءم مع وضع السوق الحالي، وتعتبر تجربة بورصة القارة والإسكندرية في هذا المجال مثال يمكن أن يقتدى به.

الخاتمة العامة : يمكن إبراز النتائج التي تم

التوصل إليها من خلال هذه الدراسة حول الأسواق المالية في الجزائر، وتونس على النحو الآتي:

* على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدودا بسبب هيمنة القطاع المصرفي والدعم الحكومي للشركات العمومية خاصة في الجزائر، على التمويل في هذه البلدان.

(14)Ibid

(15)الظهير الشريف في المملكة المغربية هو بمثابة المراسيم التشريعية في الدول ذات الأنظمة الجمهورية أنظر القانون رقم 1-93-212 بتاريخ 21 سبتمبر 1993.

(16)CDVM : Conseil des Valeurs Mobilière

http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/a_miss/mission.htm

(17)http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/b_act/Reglem.htm

(18)http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/c_orga/admin.htm

(19) يصل عدد الشركات المسجلة فيها حوالي 69 شركة ويبلغ إجمالي قيمة رؤوس أموالها حوالي 105 مليون درهم

(20)Hebalah El Serafie, Shahira F. Abdel Shahid, "Word Stock Exchanges are intergrating/consolidating : merging : What could be done by Arab Exchanges ?, Cairo §Alexandria Stock Exchanges, Published Working Paper Series N° 2 ? October 2002.

website :

http://www.egypte.com/download/Research_papers/world20Stock exchanges.pdf

(22)Hebalah El Serafie ; op.cit.

(23)بورصة الدار البيضاء "انجازات 2002"- ص 12

http://www.Casablanca.bourse.com/sum2002_arabe/pdf

(24)نفس المرجع السابق.

(25)بورصة الدار البيضاء "دليل الاستثمار في البورصة"، ص 5

http://www.Casablanca.bourse.com/guide_arabe/pdf

(26) أنظر الظهير رقم 1-96-246 للتاسع من يناير 1997 المتمم للقانون رقم 35-96 المتعلق بإنشاء مودع مركزي ووضع نظام عام لتسجيل بعض القيم.

(27)CDVM,op.cit.http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_acte_march/c_etabli/etabli.htm

(28)Ibid :http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_acte_march/e_socdrs/F_apsb/a_psb.htm

(29)بنك المغرب: مداخلة للسيد حاكم بنك المغرب أمام النادي الدبلوماسي المغربي- ص 25

www.bank-of-maghreb.com.ma

(30)COSOB : La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

(31) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، 19 فبراير 2003

(32)<http://www.cosob.com.dz/htm>

تخص نشاط السوق، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محليا ودوليا في المجال الاقتصادي والمالي.

*توسيع التعاون بين بورصات المغرب العربي فيما بينها، والعمل على الاستفادة من الهيئات الإقليمية فيما يتعلق بالدعم الفني والمادي.

*فتح البورصات المغربية للتوظيفات البيئية، من خلال تسهيل تداول القيم بين الدول الثلاثة، ولم لا إنشاء بورصة موحدة متضمنة لأهم شركات اقتصادياتها وموزعة على قطاعات متنوعة.

*الانفتاح المرحلي والمدروس على رؤوس الأموال الأجنبية لتفادي الأموال الساخنة أو المضاربة البحتة، ولتفادي تسرب رؤوس الأموال المحلية.

*التعجيل بعمليات خصخصة المؤسسات العمومية التي تشكل عبئا ثقيلًا على حكومات الدول المغربية، وخاصة الجزائر، وجعل الفرد المغربي مساهما فعالا في الاقتصاد.

*إن وجود بورصات في هذه الدول تكون على قدر عال من الكفاءة من شأنه أن يساهم في امتصاص الأموال المتداولة خارج الإطار الرسمي أو ما يعرف باقتصاد الظل.

الهوامش

(1) Conseil des Marchés Financières CMF, web site :<http://www.cmf.org.tn>

(2) Voir loi N° 94-117 du 14 Novembre 1994, portant sur la réorganisation du Marché Financière . web site : <http://www.cmf.org.tn>

(3) C.M.F op.cit.

(4) مجلس السوق المالي التونسي- التقرير السنوي 2002- ص 47.

(5) www.BUMT.COM.TN

(6) مجلس السوق المالي التونسي- مرجع سابق- ص 47.

(7) La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis BVMT, web site : <http://www.bvmt>

(8) Stock Exchange Management System

(9)

<http://www.bvmt.com.tn/presentation/cotation/htm>

(10)

http://www.bvmt.com.tn/presentation/hors_cotation/htm

(11) مجلس السوق المالي التونسي- مرجع سابق- ص 50.

(12) تضم اليورونكست بورصات أمستردام AEX، بروكسل BXS، وباريس Paris Bourse.

(13)BVMT.op.cit :<http://www.bvmt.com.tn/sticodeva/htm>.

- (54) CDVM, op.cit p27
(55)Ibid
(56)بنك المغرب- مرجع سابق - ص126
(57) نفس المرجع
- (58)United Nations Economique Commission For Africa, "Présentation de la Bourse d'Alger", in African Capital Markets Development Programme, p13
- (59)Bourse de Casablanca, Rapport d'activité 2002
- (60) Kada Ihssane : "la Bourse d'Alger", Algeria Interface, sited d'information Mars 2002
- (61)Falila Gbadamass, "Sursis pour la bourse d'Alger ? Huit entreprises publiques bientôt côtées", All Africa Global Media. 9/07/2003
- (62)صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية"، الربع الرابع، العدد 32 لسنة 2002، ص60.
- (63)نفس المرجع- ص 24-
- (64) بورصة الدار البيضاء: "إنجازات 2002"- مرجع سابق الذكر- ص26.
- (65) مجلس الأسواق المالية- مرجع سابق الذكر- ص47
- (66)صندوق النقد العربي: "التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001"- ص17
- (67)CDVM,Op.cit,p13
- (68)مجلس الأسواق المالية- مرجع سابق الذكر- ص36
- (69)CNES, "Rapport sur la Conjoncture du Second Semestre 1999" website : <http://www.cnes.dz/cnesdoc/conjoncture/sem299.htm>
- (70)Ministre de Finance, "Situation Economique et Financier de l'Algérie en 2002" website <http://www.membres.lycos.fr/mfdgpe/fic/a197.htm>
- (71)World Federation of Stock Exchanges, op.cit,p82
- (72)CDVM,op.cit,p14
- (73)مجلس الأسواق المالية- مرجع سابق الذكر- ص59
- (74)COSOB,op.cit
- (75)بورصة الدار البيضاء: "إنجازات 2002" مرجع سابق الذكر- ص21
- (76)مجلس الأسواق المالية- مرجع سابق الذكر- ص60
- (77)صندوق النقد العربي- النشرة الفصلية- مرجع سابق الذكر- ص37
- (78)تتمثل مهمة Liquidafrika في تسهيل تحقيق فرص استثمارية في إفريقيا عبر استخدام الأنترنت حيث تقوم بنشر جميع المعلومات حول البلدان المعنية عبر موقعها على الأنترنت.
- (33) أحمد بوراس: "أسواق رؤوس الأموال"- قسنطينة مطبوعات جامعة منتوري 2003/2002 ص 139
- (34) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، 1993 موقع:
- <http://www.joradp.org/apo593.pdf>
- (35)COSOB :
- <http://www.cosob.com.dz/iod.gtm>
- (36)Ibid
- (37)Price water house coopers, "Inrestir en Algerie" Paris 2002, p59
- (38) حسان خبابية: "بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية- جامعة باتنة- جوان 2003- ص83.
- (39)COSOB :op.cit :www.cosob.com.dz/SGB V.HTM#present
- (40)COSOB : op.cit :www.cosob.org
- (41)أنظر القانون رقم 04-03 المؤرخ في 7 فبراير 2003 المعدل والمتمم للقانون رقم 93-10، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 11
- (42)حسان خبابية، مرجع سابق، ص 80.
- (43)القانون 04-03، مرجع سابق.
- (44) MINEFI6DREE/Trésor, "Mission Economique, Situation économique et financière de l'Algérie", website :<http://www.dree.org/algerie/documents.asp?Rub=1&F=PDF&Num=55024>
- (45)Ali A.Bolbol, Mohammed M.Omran, "Arab Stock Markets and Capital Investment", amf ? Economic Papers, Number 8, AbuDhabi, February 2004, p 4
- (46) Conseil du Marché Financière, Rapport Annuel 2001, p 27 (Tunisie)
- (47) CDVM, Rapport Annuel 2001, p 24
- (48)International Crisis Group ICG, "L'économie Algérienne : le cercle vicieux du pétrole et de la violence", Rapport Afrique N° 36 ? Bruxelles : 26 Octobre 2001, p 9.
- (49)Bourse d'Alger, Bulletin Officiel de la Cote Avis N° 01/1999
- (50)Bourse d'Alger, Bulletin Officiel de la Cote Avis N° 03/1999
- (51)Ministre de Finance, "Situation Economique et Financière de l'Algérie en 1997" website : <http://www.lycos.fr/mfdgpe/fic/a197.htm>
- (50)بناء المغرب "التقرير السنوي 2002" ص124، مرجع سابق.
- (52)Banque de Tunisie, Rapport Annuel 2002, p232. www.banque-of-tunis.com.tn
- (53)Conseil du Marché Financier op.cit, p30