



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



الموضوع

دور الأدوات المالية الدولية في جذب العملة الصعبة حالة استشرافية الجزائر

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية واقتصاد دولي

الأستاذ
المشرف:

محمد عدنان بن ضيف <

إعداد
الطالبة:

رحمة برباري <

[/http://www.univ-biskra.dz](http://www.univ-biskra.dz)

الموسم الجامعي: 2016-2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

ملخص:

تسعى الدول إلى تكوين مستوى من العملات الصعبة ولذاك تعمل على جذبها أما بزيادة صارتها أو عن طريق الاستثمارات الأجنبية، ومن بين طرق جذبها للعملة الصعبة طرح أوراق مالية في الأسواق العالمية كاستثمارات أجنبية غير مباشرة ومن بين هذه الأوراق نذكر السندات والأسهم الدولية والصكوك الإسلامية.

يرمي تنسيق الجهود الدولية إلى توحيد المعايير والأسس المنظمة لأسواق رأس المال، ومعالجة التحديات العلمية لإصدار الأدوات المالية الدولية.

وقد حاولنا من خلال هذه الدراسة التوصل إلى أن للأدوات المالية الدور الفعال في جذب

العملة الصعبة وتظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية كنتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية

والعلاقات بين الدول التي يترتب عليها دفع جزء من مستورداتها من السلع ورؤوس الأموال لعملات أخرى غير عملاتها الوطنية.

شكر وعرفان

أشكر المولى عز وجل أولاً الذي أعانني وأمدني بالقوة والعزيمة وأبلغ مرادي في انجاز هذا العمل.

نتقدم بخالص الشكر الى الأستاذ المشرف "بن الضيف محمد عدنان" الذي قبل تأطير مذكرتي، وعلى منحي من وقته وجهده الثمين في سبيل توجيهه فجزاه الله خيراً، فما عملي الا ثمر من فرعه وشعاع من شمس وقطرات من السحاب الذي تتصاعد من بحر علمه الزاخر، أدامك الله فخرا ومسارا لطلبك وأتقدم الى أساتذة العلوم والاقتصادية على المجهودات الجبارة والمعلومات التي اكتسبناها خلال سنوات الدراسة.

ولا أنسى شكري أيضاً لوالديا ولصديقتي التي اعانتي بدعمها وفاء مالكي وأيضاً عزوز خليفتي، وكذلك كل من أعانني لإتمام هذا العمل سوى من قريب أو بعيد ولو بكلمة وأسأل الله أن يجعلني ممن يكثر ذكره فينال ويحفظ أمره.

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم " وقل ربي زدني علما "

حمدا كثيرا وشكرا لخالق ومولاي باسط اليدين بالنعم مالك الملك ذو الجلال والإكرام الذي أمدني بالصبر والعزيمة لإتمام هذا العمل فالعلم والجهل ظلام. أهدي هذا العمل المتواضع لـ:

من قال فيهم عز وجل: "وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياها وبوالدين إحسانا إما يبلغن

عندك الكبر احداها او كلاهما لا تقل لهما أفأ ولا تنهرهما وقل لهما قولا كريما " الاسراء 23.

الى أعز ما أملك في الوجود الى قرّة عيني الى الأرض التي احتضنتني بدفئها، الى الذي رعاني وحرص على طلباتي، الى أي وأبي " الشیخة " و "أحمد" حفظهما الله وأطال الله في عمرهما.

الى كل شجرة العائلة وفروعها إخواني وأخواتي وجذورها أبنائهم (الى أخي العزيز خليفة)

الى احباء قلبي ورفاق دربي وصديقاتياللواتي نقشت أسمائهم في قلبي ونحتت صورهم في ذكرياتي
موراد، وسيلة وعقيلة، سمية سلمان، سمية زبيري، محمد وليد، الهادي، سفيان، نور الهدى، إيمان،
صهيب، كوثر، صفاء، بلال، إسلام، أحلام، خديجة، ولا أنسى حبيبتي هناء قري ورمزي، وفاء،
كمال، إكرام، فاتح، علجية، بثينة، وكل من لم أذكر اسمه الى كل طالب علم، وخاصة الى طلبة
العلوم الاقتصادية تخصص مالي واقتصاد دولي لسنة التخرج 2016-2017، الى أساتذة العلوم
الاقتصادية وخاصة الأستاذ المشرف حفظه الله.

مقدمة

يترتب على العلاقات الاقتصادية الدولية مجموعة من علاقات المديونية والدائنية، يستلزم تسويتها بإجراء مدفوعات دولية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، لهذا تسعى أغلب دول العالم إلى الاحتفاظ بنسبة معينة من العملات الصعبة (الأجنبية) القابلة للتداول، والتي تساعد على الحفاظ على قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأخرى، التي يمكن استثمارها في خزائن الدول الأخرى، فتوفر جو أو مناخ ملائم للاستثمار الأجنبي، كذلك تساعد على تعزيز ثقة الدائنين في الدولة، وكذلك تستخدم في تسوية المدفوعات الدولية، كما تقوم بضمان واردات البلد من السلع من أجل مواجهة تزايد العجز في الميزان التجاري، لذلك فإن اكتساب وحياسة العملة الصعبة يساعد الدول على تجنب السياسات الاقتصادية الغير مرغوب فيها. لهذا فدول العالم تسعى إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية من أجل الاستثمار الذي يساعد على تقوية اقتصاديات الدول.

ومن أجل الحصول على العملة الصعبة فإن الدولة تتبع مجموعة من الطرق لجذب العملة الصعبة، ومن بين هذه الطرق مثلا القيام بتشجيع الصادرات إلى الخارج، أو عن طريق توفير جو يلاءم الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال بعض المميزات كتوفير المواد الأولية المناسبة تخفيض تكاليف النقل، وكذلك تقوم بتقديم بعض التسهيلات، وتحقيق الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة، حيث أن هذه الشروط إذا تم توفيرها في البلد سيؤدي إلى جذب المستثمر الأجنبي، وبالتالي سيكون هناك تدفق لرؤوس الأموال الأجنبية للدولة. كما أسواق الأوراق المالية تكون من بين أهم الجوانب الممتازة التي من خلالها يمكن جذب العملة الصعبة بحيث أن سوق الأوراق المالية المتطور والنشط والذي يتوفر على أدوات استثمارية متنوعة ومختلفة، وتحكمها قوانين واضحة وملائمة تكون مناخ يصلح للاستثمار الأجنبي.

لقد تعددت وسائل جذب العملة الصعبة، فنجد أن من بين البدائل الجيدة التي يمكن استخدامها هي الأدوات المالية الدولية والتي تتكون من الأسهم الدولية، السندات الدولية، وكذلك الصكوك الإسلامية التي ذاع صيتها واستخدامها في الآونة الأخيرة. كون هذه الأدوات تجذب المستثمرين من مختلف دول العالم لان لها مقدرة على توفير كل الاحتياجات المطلوبة.

فتعد الجزائر من بين الدول التي تسعى جاهدة الى تحقيق التنمية وذلك في جميع المجالات من خلال ما تقوم به من إصلاحات. رغم التعامل الشبه منعدم لهذه الأدوات المالية في الجزائر، فهي تسعى دائما إلى لجذب المستثمر الأجنبي المباشر وبالتالي رؤوس الأموال الأجنبية لتقوية اقتصادها وتنشيط سوقها المالي.

إشكالية الدراسة:

تشهد الأدوات المالية الدولية نمو كبير في أغلب التعاملات الاقتصادية فتعتبر الأدوات المالية الدولية من أسهم دولية وسندات دولية وكذلك الصكوك الإسلامية وسيلة جيدة لجذب العملات الصعبة والمدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة من المستثمرين سواء أفرادا كانوا أو منظمات أعمال أو حكومات لتمويل المشاريع. وانطلاقا من هذا يمكننا طرح الإشكالية التالية:

كيف تساهم الأدوات المالية الدولية في جذب العملة الصعبة؟.

وتدرج ضمن هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي:

- 1 ما طبيعة عمليات السوق المالي الدولي؟
- 2 ما هي أهم الأداة المالية الدولية وما دورها الذي تقوم به في السوق المالي الدولي؟
- 3 ما المقصود بالعملة الصعبة وكيف يتم جذبها بواسطة الأدوات المالية؟
- 4 ما المقصود بالسوق المالي الجزائري؟ وما هي أهم الأدوات المالية المتداولة فيه؟

الفرضيات:

- 1 يعتبر السوق المالي الدولي إطار لتحريك الاستثمارات المالية الدولية.
- 2 للعملة الصعبة هي وسيلة تتم التعامل بها في العالم الخارجي وذلك لتسوية العلاقات الدولية والمدفوعات الدولية.
- 3 إن الاحتياط المصرفي الدولي وسيلة للمدفوعات الرسمية، وهي جزء مهم في الاستثمار الدولي.
- 4 يعتمد على الأسهم والسندات الدولية وكذا الصكوك في جذب العملة الصعبة

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة من أهمية المتغيرين:

- 1- الأدوات المالية: يدرس البحث كل من السندات والسهم الدولية والصكوك الإسلامية التي لاقت رواجاً كبيراً في الأسواق المالية العالمية.
- 2- العملة الصعبة: تؤدي العملات الصعبة عند تكوينها عند مستويات كامنة وملائمة دوراً مهماً في تجنب الدول سياسات اقتصادية واجتماعية غير مرغوب فيها كما تضمن لاقتصاداتها الصمود أمام الهزات المالية والاقتصادية.

أهداف الدراسة:

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف وهي:
- 1- التعرف على الأسواق المالية الدولية وأهم مقوماتها ومعايير تقسيمها.
 - 2- التعرف على طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية.
 - 3- التعرف على الأدوات المالية الدولية وإبراز كل من الأنواع والخصائص.
 - 4- التعرف على الدور الكبير الذي تقوم به كل من السندات والأسهم الدولية والصكوك الإسلامية.
 - 5- معرفة كيف تتم إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.
 - 6- التعرف على العملة الصعبة وكيف تعمل الأدوات المالية الدولية.
 - 7- التعرف على واقع العملة الصعبة في الجزائر وكيف تعمل الأدوات المالية في جذبها.

أسباب اختيار الموضوع:

- ✓ الاهتمام الشخصي حول الموضوع ومعرفة المزيد عنه.
- ✓ محاولة تقديم بحث أكاديمي يدخل في مجال التخصص.
- ✓ التعرف على الأدوات المالية الدولية الأكثر تداولاً.
- ✓ التعرف على مختلف كفاءات جذب العملة الصعبة.
- ✓ لا يوجد الكثير من الدراسات التي تناولت موضوع الأدوات المالية الدولية وجذبها للعملة الصعبة.

منهج الدراسة:

المنهج التاريخي: وذلك بتتبع نشأة كل من الأسواق المالية والأدوات المالية والاحتياط المصرفي والسوق المالي الجزائري.

المنهج الوصفي: وذلك من خلال عرض للمفاهيم الأساسية للأسواق والأدوات المالية والاحتياط المصرفي والعملة الصعبة من أنواع وخصائص وأهمية.

المنهج التحليلي: وذلك من خلال تحليل دور كل من السندات والأسهم الدولية في جذب العملة الصعبة وذلك بتحليل معطيات الأدوات المالية والعملة الصعبة.

صعوبات الدراسة:

- ✓ انعدام المراجع الذي تناولت الأدوات المالية وجذب العملة الصعبة.
- ✓ أغلب المراجع في مجال العملة الصعبة باللغة الإنجليزية.

هيكل البحث:

بهدف الالمام الجيد بالموضوع تم تناوله من خلال مقدمة وثلاث فصول إلى الخاتمة وتم

ذلك على النحو التالي:

✓ مقدمة: تم عرض الإطار العام لبحث ثم إشكالية البحث والاسئلة الفرعية وفرضياته والأهمية واهداف الدراسة والمنهج المتبع وصعوبات التي واجهته ف انجاز المذكرة وكل من أسباب اختيار الموضوع والدراسات السابقة.

✓ الفصل الأول: بعنوان الأسواق المالية الدولية والذي يتضمن ثلاث مباحث، المبحث الأول بعنوان ماهية الأسواق المالية ويتضمن ما يلي: نشأة وتعريف الأسواق المالية، وظائف الأسواق المالية، معايير تقسيم الأسواق المالية أما المبحث الثاني تحت عنوان طبيعة عمليات سوق الاوراق المالية الدولية ويتضمن ما يلي الوسطاء المعاملون بالسوق وعمليات سوق الاوراق وآلية التعامل في الاسواق المالية الدولية أما المبحث الثالث تحت عنوان الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية ويتضمن ما يلي السندات الدولية (تعريف السندات، أنواع السندات، خصائص السندات) والأسهم الدولية (تعريف الأسهم، قيم الأسهم، أنواع الأسهم، خصائص الأسهم) الصكوك الإسلامية: (تعريف الصكوك، خصائص الصكوك، اهداف الصكوك، أنواع الصكوك، أهمية الصكوك).

✓ الفصل الثاني: بعنوان العملة الصعبة ويتضمن مبحثين المبحث الأول بعنوان ماهية احتياطات الصرف وتندرج ضمنه مفهوم احتياطات الصرف :تعريف الاحتياطات، صيغها الدولية، خصائص، نموذج مكونات احتياطات الصرف لإدارة احتياطي الصرف.المبحث الثاني بعنوان ماهية العملة الصعبة حيث تضمن مفهوم العملة الصعبة أسس العملة الصعبة و أهمية العملة الصعبة.أما المبحث الثالث جاء بعنوان الأدوات المالية الدولية وجذب العملة الصعبة حيث تم تقديم فيه كيفية جذب العملة الصعبة بالنسبة لكل أداة السندات الدولية والأسهم الدولية والصكوك الإسلامية.

الفصل الثالث: والذي جاء بعنوان الأدوات المالية الدولية و جذب العملة الصعبة حيث تكون من مبحثين الأول جاء بعنوان مدخل للاقتصاد الجزائري حيث عرفنا فيه السوق المالي الجزائري ونشأته وكذلك أنواع وخصائص السوق المالي الجزائري ثم تحدثنا عن واقع العملة الصعبة في الجزائر، أما المبحث الثاني تحت عنوان دور الأدوات المالية الدولية في جذب العملة الصعبة في الجزائر تحدثنا فيع عن تطور الأدوات المالية الدولية في الجزائري ,وعلاقة الأدوات المالية الجزائرية بالعملة الصعبة وفي الأخير قدمنا دراسة استشرافية لتطبيق الأدوات المالية الدولية في الجزائر.

الفصل الأول:

الأسواق المالية الدولية

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية المحرك الأساسي وذلك لنمو الإقتصاد، وذلك أن التطور الإقتصادي هذا يرتبط بشكل أساسي بوجود سوق أوراق مالية متطور إذ كان لهذا التطور الدور الكبير في إقبال الجمهور عليها وإلى زيادة التعامل معها إصدار وتداولاً، وعلى إعتبار أنها المحرك الأساسي للإقتصاد إرتأينا إلى وضع الفصل الأول بعنوان الأسواق المالية ومشتقاتها والذي سنتكلم فيه من خلال وضع أربع مباحث على مايلي:

المبحث الأول: بعنوان: ماهية الأسواق المالية والذي سنتناول فيه على نشأة الأسواق المالية وتعريفها وأهم خصائصها، وكذلك على أهم الوظائف المسندة لهذه الأسواق، وأهم المعايير التقسيم لهذه الأسواق المالية الدولية، أما المبحث الثاني نتناول فيه أهم المشتقات المالية وهي العقود المستقبلية والعقود الإختبارية والعقود المبادلات وأخيراً المبحث الثالث الذي سنتناول فيه طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية وتندرج ضمنه المطالب التالية: أهم الوسطاء المتعاملون بالسوق والمطلب الثاني عمليات سوق الأوراق والمطلب الثالث آلية التعامل في السوق وأهم المراكز المالية الدولية وأهم مؤشراتها.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية.

إن أسواق الأوراق المالية بمثابة سوق مثالي تتحقق فيه المنافسة الحرة وكذلك تحدد فيه الأسعار، ويتم ذلك وفقا لقانون الطلب والعرض، ومن أجل ذلك كانت سوق المالية محل إهتمام الكثير من الدول، وسوق الأوراق المالية مكان معين ونوع خاص من السلع والأوراق المالية تشكل جزء من السوق الموازي للسوق النقدي، وإن إنشاء سوق الأوراق المالية يقتضي توفير مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة.

المطلب الأول: نشأة وتعريف الأسواق المالية.

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية:

إن الأصول التاريخية للأسواق المالية تعود إلى العهود القديمة الرومانية في القرن الخامس قبل الميلاد، ثم مرت بمراحل حتى وجد مركز بيع وشراء الأوراق المالية في القرن التاسع عشر في فرنسا ثم تدرجت هذه الأسواق، واتسع نطاقها حتى أصبحت بالصورة التي هي عليها الآن. وكذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا، إن ما يلاحظ من خلال إستقراءنا لتاريخ نشأة سوق الأوراق المالية، أو ما يعرف ببورصة الأوراق المالية أنها لم تنشأ بهيكلها ونظمها وإدارتها، ولنشوء هذه الأسواق يمكن تقسيمها إلى أربعة مراحل وهي:

1- مرحلة إنشاء بورصات البضائع:

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى إزدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تمويل هذه المدن تمويناً منظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة فاقترضى وجود سوق عالمي للإتجار الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وذلك نشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الإتجار⁽¹⁾.

2- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سمسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وفي إنجلترا نجدهم يتعاملون بسندات الإئتمان سنة 1688م.

(1) شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2001، ص 33.

3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى الأرصفة Bouedienne:

خلال هذه المرحلة يتم التعامل بالأوراق المالية على قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة، ففي لندن بعد أن خرج هؤلاء المتعاملون من البورصة الملكية للبضائع، كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتجهون إلى المقاهي كمقهى جوناتان.

4- مرحلة استغلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها:

كان لهذا التطور نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فنمو الإقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية أدى إلى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وبالتالي ضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها⁽¹⁾.

الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية الدولية:

1: تعريف السوق:

في اللغة العامة يقصد بالسوق ذلك المكان الجغرافي الذي يتم فيه إلتقاء البائعين والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات⁽²⁾، ونجد أن لكل سوق من الأسواق أعراف وتقاليد تنظم العمل فيها، وتتمتع الأسواق التي هي أكثر تطورا وأهمية بأنظمة خاصة بها وبقواعد وآلية عمل معينة تضبط أدائها وتحفظ الحقوق الخاصة والعامة المتعلقة بنشاطها⁽³⁾.

2: تعريف الأسواق المالية:

قبل التطرق إلى تعريف الأسواق المالية نجد أن هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال Marchè Financier et le Marchè des copitaux، حيث نجد أن السوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، تتكون السوق المالية من جانبين هما:

(1) شعبان محمد اسلام البروراري، مرجع سابق، ص 34.

(2) شمعون شمعون، الرياضيات الإقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص 241.

(3) آل سليمان، مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، الرياض، 1426هـ، ص 41.

1:2: تعريف السوق النقدية:

إن الأسواق النقدية هي أسواق مالية تتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل سهلة التحويل إلى سيولة⁽¹⁾، ففي هذه السوق يركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة نقل عن عام، وبذلك يتم عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته وذلك عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل الحصول على عائدها⁽²⁾.
وتتميز هذه الأوراق المالية النقدية بعدة خصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق المالية وهي:⁽³⁾

- 1 تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترة تسديدها ما بين يوم واحد وفي بعض الحالات سنة واحدة وبشكل عام.
- 2 تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقد وهذا ما دفع الناس إلى إطلاق إسم الأسواق النقدية.
- 3 نظرا لتعامل الأسواق النقدية بأدوات قصيرة الأجل وإرتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل تعاني من مخاطر أقل للفشل.

2:2: تعريف سوق رأس المال:

هو ذلك المكان الذي يجتمع فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية والقروض بأنواعها، فهو يعتبر بذلك فضاء يلتقي فيه الأعوان الإقتصاديون ذوي العجز المالي والذي هم في حاجة للأموال، ويتم بذلك التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها⁽⁴⁾.
- يمكن تعريف الأسواق المالية على أنها هي الآلية (الأسلوب والإجراءات) التي يتم بواسطتها بيع وشراء ومبادلة السلع والخدمات أو الأصول المالية (الأسهم والسندات وماشابهما)⁽⁵⁾.

(1) عبد المنعم مبارك، محمود يونس، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 133.

(2) محمد عوض عبد الجواد، استثمارات في البورصة، دار الحامد، ط1، الأردن، 2006، ص ص 69 - 71.

(3) محمد إبراهيم، الأسواق المالية والنقدية، دار الحامد، ط1، الأردن، 2006، ص 20.

(4) F. lerousc, Marchés internationaux des caoitaux, Montréal, 2ème édition, 1995, p : 03.

(5) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007، ص 6.

- وتعرف كذلك الأسواق المالية على أنها: ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأدوات المالية بمشتري تلك الأدوات، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي تحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها⁽¹⁾.

- يعرف "أرشد فؤاد التميمي" الأسواق المالية بأنها: «الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الإدخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات القصيرة أو الطويلة الأجل من خلال تداول للأداة المالية المناسبة، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق»⁽²⁾. من خلال هذه التعاريف نجد أنها تقف على بعض الخصائص ونذكر منها مايلي:

- 1 تتسم الأسواق المالية بتداول الأدوات المالية هذا ما أكسبها أهمية بالغة خاصة من الناحية التمويلية للمشروعات الإنتاجية قيد التأسيس أو القائمة التي تحتاج إلى سيولة كافية المرتبطة بفترات السداد المناسبة.
- 2 تتسم الأسواق المالية بعوائد مرتفعة نسبياً، ولذلك استقطبت على إهتمام المستثمرين بهدف الحصول على فوائد أكبر من خلال فروق الأسعار.
- 3 تتسم بدرجات عالية جداً مقارنة بالأسواق النقدية، وذلك لكون أدوات الإستثمار طويلة الأجل مما يولد مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية⁽³⁾.

المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية:

إن سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة للإقتصادي الوطني وذلك لما لها من أثر في توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل خطط التنمية، ونجد بذلك أن للأسواق المالية تقوم بالعديد من الوظائف الدائمة لأهميتها والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- (1) وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 16.
- (2) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 92.
- (3) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 56.

- 1 - أداة تمويل الإقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الإقتصاديين وذلك من أجل تمويل الإقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الإقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.
- 2 - تضمن الأسواق المالية للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، وتسهل بذلك عملية النمو وتسمح للدولة من أداء سياستها الإقتصادية بقدر كبير من الأداء.
- 3 - تساهم الأسواق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، وبذلك يتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، إذ أن إنخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي⁽¹⁾.
- 4 - تعمل الأسواق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الإقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في تنمية وتطوير هذه المؤسسات الإقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الإقتصادية والإجتماعية، فهي بذلك تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.
- 5 - تمثل السوق المالية سلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الإستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفؤة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية، لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق⁽²⁾.
- 6 - أداة ومؤشر للحالة الإقتصادية حيث تساعد الأوراق المالية في تحديد الإتجاهات الهامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الإقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة⁽³⁾.
- 7 - أداة مساهمة في دعم الإئتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الإئتمان الداخلي، فإذا ما إزدادت مظاهر

(1) A. choinel, et G. Rouyer, les marchés financiers structures et acteurs, Revue bonque, paris, 2ème edition, 1997, p : 35.

(2) بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية تخصص نفود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012 - 2013، ص ص 21 - 22.

(3) رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999، ص 48.

الإئتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

- ويتطلب سوق المال توافر عدد من المقومات الأساسية لكي يصبح سوق فعالاً قادراً على تحقيق تلك الأهداف التي رسمها ومن بين هذه المقومات نذكر مايلي:

- 1 - وجود ذلك الإطار التشريعي والتنظيمي المرن القادر على التطور بإستمرار للتكيف مع المتغيرات والتي يطمأن المستثمرين والمدخرين ويوفر الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين مما يؤدي إلى خلق جو من الثقة في الأسواق.
- 2 - وضوح الخطة الإقتصادية المتبعة في الدولة والتي تحدد لرأس المال الخاص ودوره.
- 3 - إتباع السياسات التي تشجع الإدخار والإستثمار.
- 4 - توفر مشاريع ذات الجدوى الإقتصادية والربحية المجزئة والتي تسمح بإستيعاب رأس المال المعروض.
- 5 - وجود مؤسسات مالية ومصرفية ومن كافة التخصصات مما يشكل بيئة متكاملة من المؤسسات المالية تسمح بتعبئة المدخرات وتولد قروض الإستثمار.
- 6 - توفير شبكة جيدة من المتعاملين والوسطاء في السوق⁽¹⁾.

المطلب الثالث: معايير تقسم الأسواق المالية الدولية:

- إن تقسيم الأسواق المالية الدولية يتم وفق معايير دولية وتنقسم هذه المعايير إلى فرعين الفرع الأول ويتمثل في أهم المراحل التي تمر فيها الأوراق المالية والفرع الثاني أهم معايير التقسيم وهي كالتالي:

الفرع الأول: المراحل التي تمر فيها الأوراق المالية في السوق:

أولاً: سوق الإصدار: يكون من طرف مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية وتسمى هذه المؤسسة ببنك الإستثمار⁽²⁾، ويتم تداول الأوراق المالية في هذا السوق من خلال البنوك الإستثمارية والمصارف

(1) رسمية قرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص 50.

(2) هندي منير إبراهيم، سلسلة الأوراق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين، 1998، ص 8.

التجارية وبيوت السمسة، وتعتبر عملية الإصدار عملية غير دورية، فهي ليست عملية متكررة، فقام المستثمر ببيع ما يملكه من أسهم فإن تتم من قبله مباشرة. أي يصبح البائع الجديد للأسهم هو المستثمر وليس المنشأة المصدرة لتلك الأسهم أول مرة وتتم العملية الجديدة في السوق الثانوية⁽¹⁾.

ثانيا: السوق الثانوي: وهي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة سبق تكوينها أو إصدارها في السوق الأولى، إذ يوفر هذا السوق للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية عنصر السيولة. إذ يستمد السوق الأولية فاعليته وكفائته من السوق الثانوية⁽²⁾.

ثالثا: السوق الثالث: هو قطاع من السوق غير المنظم إذ يتم فيه صفقات بيع وشراء الأوراق المالية خارج السوق المنظمة، ويقوم السوق الغير منظم بتنفيذ العمليات والتفاوض في مقدار العمولة مع العملاء وكذا التعامل مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية في هذا المجال.

رابعا: السوق الرابع: يعتبر قطاع من السوق الغير منظم، إذ لا يحتاج إلى السماسرة والوسطاء لإجراء صفقاتهم التجارية، وإنما تتم الإتصالات مباشرة بين الأطراف من خلال التلفون أو الحاسب الآلي ويسهل ذلك شبكة الإتصالات التنموية المتخصصة لذلك⁽³⁾.

الفرع الثاني: معايير أخرى لتقسيم الأسواق المالية:

هذه المعايير هي عبارة عن شبكة من العلاقات لمتداخلة والمترابطة بحكم العلاقات التبادلية بين الأدوات المالية ومن أهم هذه المعايير نذكر:

أولا: من حيث القوانين التي تخضع لها السوق:

1: السوق المحلية: يقتصر التعامل فيها من قبل المواطنين والمقيمين بهذه الدولة أو المنطقة ويطبق فيها قوانينها الخاصة التي تختلف عن الأسواق المحلية الأخرى.

2: السوق الأجنبية: وهي السوق الملحقه بالسوق المحلية وتطبق عليها تعليمات وقوانين خاصة بالأجانب تختلف عن القوانين المطبقة على المقيمين والمواطنين فيها.

3: السوق الخارجية: تنطبق على أي سوق للتعامل المالي خارج حدود السلطة السياسية للبلد ولا يربطها بالسوق المحلي سوى العملة المستخدمة كوحدة لقياس قيمة الحقوق المالية.

ثانيا: من حيث طبيعة التمويل:

(1) الزبيدي، حمزة محمود، الإستثمار في الأوراق المالية، 2001، ص 114.

(2) هارون محمد صبري، أحكام السوق المالية الأسهم والسندات، 1998، ص 45.

(3) حنفي، عبد الغفار، قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر، 2004، ص 55.

- 1: سوق التمويل المباشر:** تمثل التعامل مع الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المقترضة وتسوقها مباشرة، وينطبق ذلك على الأسواق الأولية ويتم ذلك دون استخدام وسطاء أو خبراء تسويق.
- 2: سوق التمويل غير المباشر:** ينطبق هذا التمويل على الأسواق الثانوية والتي لا يتم فيها بيع أو شراء الأدوات إلا من خلال وسيط⁽¹⁾.
- ثالثاً: من حيث مدة الإستحقاق: بالنسبة لمدة الإستحقاق يمكن تقسم الأسواق إلى أسواق رأسمالية وتتميز بمدة إستحقاق طويلة وأسواق نقدية تتميز بمدة إستحقاق قصيرة لا تزيد عن سنة والمخاطرة فيها أقل⁽²⁾.

(1) العيسى السيد علي، النقود والمصارف والأسواق المالية، 2004، ص 120.

(2) العيسى السيد علي، المرجع السابق، ص 120.

المبحث الثاني: طبيعة عمليات الأسواق المالية.

تلعب سوق الأوراق المالية دور كبير وذلك من خلال تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري بين الأفراد والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية ولتوضيح طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية تقدم أهم الوسطاء والمتعاملون بالسوق وتحديد طبيعة تلك العمليات⁽¹⁾.

المطلب الأول: الوسطاء المتعاملون بالسوق المالي الدولي:

يمكن تصنيف الأطراف المتعاملة في سوق إلى الأوراق المالية إلى صنفين وهما كالتالي:

الصنف الأول: المتعاملون حسب الهدف من التعامل:

يعتبر التعامل الوجه الرئيسي للمتعاملون في بيع وشراء الأوراق المالية في تخطيط عمليات البيع والشراء وتصنف إلى أربع عناصر وهي كالتالي:⁽²⁾

1: المضاربون المحترفون: يهتم المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، إذ

تهدف إلى الإستفادة من فروق الأسعار، وكذلك تقوم بالتنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته إذ يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والإقتصادي ويفسره بذلك العوامل الخارجية المؤثرة على السوق والتعرف على أهم العمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2: المضاربون الهواة: يهدف هؤلاء المضاربون إلى الإستفادة من فروق الأسعار من دون أن

تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية لأسعار الأسهم وبذلك نجدهم يختفون من الأسواق وذلك لتفادي الخسائر.

3: المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا

بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 29.

(2) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع نفسه، ص 32.

الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الإتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

الصف الثاني: المتعاملون إلى عرضين وطالبيين: يقسم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال:

1: الطالبون لرأس المال: يعنون أصحاب الأموال أي المدخرات أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين هما: (1)

الفئة الأولى: تضم أصحاب الإدخار الفردي وهو لجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق وتتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.

الفئة الثانية: تضم البنوك والشركات التأمين وصناديق الإبداع والإدخار وصناديق الإستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية (2).

2: العارضون لرؤوس الأموال: ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف إمتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير مادية... إلخ.

المطلب الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية الدولية:

تقوم الأسواق المالية بعمليات البيع والشراء وتكون هذه العمليات إم عمليات عاجلة أو

عمليات آجلة وهي:

1: العمليات العاجلة:

يتم من خلالها تنفيذ عقودها وذلك من طرف كل من البائع والمشتري، وبذلك يسلم البائع الأوراق

المالية ويدفع المشتري ثمنها خلال فترة وجيزة جدًا 48 ساعة على الأكثر، ومن خلال هذه

العمليات يجب تبين مايلي:

+ كل أمر نوع الصفقة.

(1) محمود أمين زويل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها في الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 51.

(2) مصطفى رشدي شيحة، إقتصاديات النقود والمصارف، دار المعرفة، مصر، الطبعة السادسة، 1996، ص 551.

+ طباعة الورقة المالية.

+ موضوع الصفقة.

+ الكمية المطلوبة من هذه الأوراق المالية

+ السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره.

في هذه العمليات يوجد شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة،

وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية⁽¹⁾.

ومن الأسباب التي أدت المتعاملون في الأسواق المالية إلى التعامل العاجل نذكر سببين

أساسيين هما:

أ: الإحتفاظ بها: يعني الإستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها وغيرها من الحقوق

المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة⁽²⁾.

ب: المضاربة على إرتفاع أسعارها: وذلك بيعها لدى تحسين أسعارها في السوق مع ملاحظة أن

أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل إرتفاعا من أسعارها في السوق الآجلة.

2: العمليات الآجلة:

يقوم كل البائع والمشتري على تصنيفها في تاريخ معين يجري فيه التسليم ماعدا حالات

التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها، وتجري الصفقة في كل شهر مرة

واحدة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوي الفقات نهائيا بين المتعاملين في

سوق الأوراق المالية بيعا وشراء ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من

تاريخ الصفقة.

- يقوم العمليات الآجلة في السوق على العديد من العمليات التي يقوم عليها التعامل المالي ومن

بين هذه العمليات نذكر مايلي:

1: العمليات البائنة والقطعية أو عمليات بسيطة: يتم تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية،

إذ يلتزم المتعاقدون فيه يدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكنهم الرجوع عن

تنفيذ العملية إلى المتعاملين في العمليات البائنة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية

لاحقة.

(1) شمعون شمعون، البورصة الجزائر، مرجع سابق، ص 51.

(2) مرجع نفسه، ص 52.

2: العمليات الآجلة بشرط التعويض: إذ يقوم فيها كل من البائع والمشتري على تصفيتهما في تاريخ معين على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ اعملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقاً كتعويض، ويتنازل عن تنفيذ الصفقة، وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى:

أ: العمليات الشرطية للمشتري: يكون من خلالها على المشتري أن يختار بين استسلام الصكوك وبين التخلي عن التعويض، وبذلك يكون لبائع ملزماً بالقرار النهائي للمشتري ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعريض ثلاثة عناصر وهي السعر ومقدار التعويض وأجل التصفية.

ب: العمليات الشرطية للبائع: يقوم البائع في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة أو التنازع عن تنفيذها مقابل تعويض متفق عليها سبقاً.

المطلب الثالث: آلية التعامل في الأسواق المالية الدولية:

- يتم التعامل في الأسواق المالية يكون وفق مؤشرات التي يتم من خلالها تحديد التوجهات التي يمارسها كل من المستثمرون والمضاربون والمحللون الماليون في الأسواق وقيل ذكر المؤشرات لابد من تعريف المؤشرات وكيفية استخدام المؤشر.

الفرع الاول: تعريف مؤشرات الأسواق المالية الدولية:

- يعرف المؤشر على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعريف على تحركات السوق سواء للأعلى أو الأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق وإتجاهها⁽¹⁾.

- يلخص المؤشر أداء الأسواق المالي الإجمالي حيث يتكون من الشركات في كل القطاعات المختلفة للإقتصاد فهو بذلك يمثل اسلوب سهل تحويل الأداء الإقتصادي إلى صورة كمية، ويعتبر بذلك المؤشر المالي بارومتر لقياس درجة التطور الإقتصادي بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص⁽²⁾.

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 251.

(2) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 234.

الفرع الثاني: المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية الدولية:

من بين المؤشرات المستخدمة في تحليل لأسواق نذكر مايلي:

أ: مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق:

* الرسملة السوقية إذ تقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

$$\text{الرسملة السوقية} = \frac{\text{قيمة الإجمالي المدرج في السوق}}{\text{الناتج المحلي}}$$

* **عدد الشركات المدرجة:** وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.

ب: السيولة: وتحدد عن طريق:

- نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي.

- الدورات نسبة إجمالي الأسهم المتداولة في رسملة السوق.

ج: تقلبات العوائد: وتقاس بمعامل الإختلاف الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة زمنية معينة أو يقاس باستخدام الإنحراف المعياري.

د: درجة تركيز السوق: وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية⁽¹⁾.

- تختلف مؤشرات الأسواق المالية الدولية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في هذا الإختلاف

إلى إختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في

حساب المؤشر العام من جهة أخرى، وتختلف كذلك المؤشرات تبعاً لساليب بناءها وأهم المؤشرات الدولية الأكثر نشاطاً نجدها في الدولة التالية الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وفرنسا، بريطانيا.

الفرع الثالث: أهمية المؤشرات الدولية:

- يمثل نشاط الشركات المالية الدولية التي تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال الجانب

الأكبر من النشاط الإقتصادي في الدولة، فإن اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن

(1) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون (27)،

المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الإقتصادية العامة للدولة.

- مؤشرات أسعار الأسهم الدور الكبير وذلك في التنبأ للحالة الإقتصادية المستقبلية وبت ذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.

- مؤشرات البورصات تساعد في عملية التقييم الإقتصادي للأصول والثروات القومية على مستوى الإقتصاد الكلي.

- يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أهم المنشآت التي يتم تداولها في اسواق المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم إختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحلة اتي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في الاسواق المالية الدولية.

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، إذ تعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وتعتبر بذلك العمود الفقري لهذا السوق إذ تعد قانوناً تحاملها في أصل رأس ماله (نقدي أو عيني) تجاه جهة الإصدار، ويمكن تقسيم هذه الأدوات إلى أوراق ملكية وأوراق مديونية، وتعني بأدوات الملكية منح جزء من رأس مال الشركة المساهمين مقابل دفع أموال تستخدم في نشاطات الشركة المختلفة إذ يرتبط هذا النوع من الأدوات باصل مادي (سلع، مواد أولية) أو بأصل مالي (أسهم وسندات) أو باصل صوري (مؤشرات البورصة، مؤشرات الأسعار)، هذه الأوراق هي: اسهم أو سندات أو صكوك إذ تعطى لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معاً، بما أنها تضمن حق أصحابها في إسترداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة ولتوضح هذا قسمت المبحث إلى ثلاث مطالب والمطالب إلى فروع تتدرج ضمن السندات الدولية والأسهم الدولية والصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: السندات الدولية:

وتتدرج ضمنها العديد من الفروع وهي:

الفرع الأول: تعريف السندات الدولية:

تعتبر السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، إذ تعتبر أداة تمويل تلجأ إليها تصدره الشركات أو الحكومة لجميع الأموال لتمويل مشاريعهم ويمكن تعريف السند على أنه: «وعد

مكتوب من قبل المقترض اي المصدر بدفع مبلغ معين من المال إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة لمستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ معين»⁽¹⁾.

- عرف السند بأنه: «صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيها قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الميعاد المحدد لإنهاء مدة القرض»⁽²⁾.

- وعرفه بأنه: « تلك الصكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل قرض طويل الأجل يعتمد عن طريق الإكتتاب العام»⁽³⁾.

- وأيضاً يعرف بأنه: «أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض)، فهو عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة تدعى السند»⁽⁴⁾.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، والملاحظ من ذلك أنه عندما يتم شراء سند من طرف المستثمر فإنه قد يوافق بذلك على إقتراض مبلغ معين من المال لأحدى هذه الشركات أو الحكومات ويتم بعد ذلك الموافقة من طرف المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول الموعد، وأهم المعلومات التي تصاحب الإصدار نذكر مايلي:

1 للقيمة الإسمية وهي القيمة التي يتم فيها إصدار السند لأول مرة.

2 معدل الكربون حيث يتحصل المستثمر على كربونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

3 أجل الإستحقاق، وهو تاريخ استحقاق السند أو ذلك التاريخ المنقق عليه.

4 للحقوق المرتبة على الجهة المصدرة⁽⁵⁾.

ومن أهم شروط إصدار سندات القرض نذكر مايلي:

(1) عبد الله بن السعيد بن فهد المرزوقة، مدى تأثير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم، دراسة ميدانية على السوق المالية السعودية، رسالة من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الملك عبد العزيز، بدون سنة، ص 50.

(2) محمد عوض عبد الجواد، الإستثمارات في البورصة، دار الحامد، ط1، الأردن، 2006، ص 366.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، الأسواق المالية، دار النهار، 1996، ص 197.

(4) محمد محمود الداغر: الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2005، ص 197.

(5) سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص 51.

- أن يكون قد دفع رأس مال الشركة بكامله، إذ ليس للشركة أن تستدين أموالاً جديدة وهي لم تستوف من مساهميتها قيمة الأسهم التي تعهدوا بتقديمها.
- ألا يجاوز القرض رأس مال الشركة، ذلك أن رأس مال الشركة يعد الضمان العام للدائنين حملة السندات، ومن ثم فإنه يجب ألا يزيد مقدار الدين على هذا الضمان وإلا تعرض الدائنون ضيلع حقوقهم فيها لو أخفقت الشركة في أعمالها.
- أن تحصل الشركة على موافقة الهيئة العامة للمساهمين بقرار يخضع لمصادقة الوزارة المختصة⁽¹⁾.

- ولصاحب السند، ككل دائن الحق في الحصول على فائدة ثابتة تدفع في مواعيدها، وكذلك استرداد قيمة السند في الأجل المحدد له، ولا يجوز للشركة تقديم ميعاد الوفاء أو تأخيره كما يشترط عند إصدار سندات القرض النص على إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم كي تتخلص الشركة من عبء دفع فوائد القرض أو رد قيمته.

أ: السندات الأوروبية: هي عبارة عن السندات التي يصدرها المقترضون المنتمون إلى دولة معينة خارج حدود دولتهم في سوق رأس المال لدولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للإكتتاب، فمثلاً لو قامت شركات أمريكية ببيع سندات في لندن مقيمة بامارك للماني فإن هذه السندات توصف بالأوروبية.

وعملياً إدارة وتنظيم الإصدار تتم عن طريق بنوك الإستثمار أو التجمعات المصرفية مقابل عمولة، ويتم بعد ذلك تشكيل مجموعات البيع المتكونة من مجموعة البنوك والوسطاء واسعة الإنتشار التي تتولى تسويق الإصدارات بين المستثمرين النهائيين "المؤسسات والأفراد" وتكون عادة الفوائد المستحقة على هاته السندات معفاة من الضرائب.

ب: السندات الأجنبية: وهي عبارة عن سندات دولية يصدرها المقترضين الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في أسواق رأس المال لدولة أخرى، وبعملة نفس الدولة التي طرح السندات فيها، فمثلاً لو باعت شركة صناعة السيارات الألمانية " OPEL " سندات إلى الولايات المتحدة فإن هذه السندات ستقيم بالدولار الأمريكي بوصفها سندات أجنبية، ويتم طرح وبيع هذه السندات بواسطة التجمعات المصرفية. وفي السوق الثانوي تتداول هذه السندات الأجنبية بانتقالها

(1) Valdez Steven, An Iantroduction to Global Eainancial Markets, 2nd ed, Macmillan press, ltd, 2008, p 365- 366.

من مصدريها الأصليين إلى مشترين جدد. وتتميز هذه السنوات بإنخفاض تكاليف عملية الإصدار بالمقارنة بتكاليف إصدار السندات الأوروبية⁽¹⁾.

على الرغم من سيطرة الدولار الأمريكي كعملة إصدار عالمية في سوق السندات الدولية إلا أن بعض العملات الأوروبية والآسيوية بدأ تجلب المصدرين العالميين، إذ إزدادت أهمية المارك الألماني والين الياباني في سوق الإصدارات السندية الدولية. من العملات العربية التي تمتص بعض الإصدارات بها نجد: الدينار الكويتي، الدينار البحريني والريال السعودي. كما تمت إصدارات بعض دول الجنوب مثل دولار هونكونج. هذا بالإضافة إلى العملات الأوروبية المستعملة بدرجة أكبر من العملات العربية.

الفرع الثاني: أنواع السندات الدولية:

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها وأهم أنواع السندات نذكر مايلي:

1: أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين هما:⁽²⁾

1-1: سندات عامة: وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة، وذلك على أنها قروض تمثل الدولة فيها طرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، الشركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص، وهذا بهدف تحقيق مايلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.

- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.

- تنمية العي الإيدخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على المواد المالية اللازمة لتنمية الإقتصاد.

- التحكم في الأزمات الإقتصادية وذلك في فترة التضخم.

1-2: سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على

الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى إنضمام مساهمين جدد.

2: أنواع السندات حسب طريقة السداد: ويمكن تمييز نوعين هما:

(1) بني هاني، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 82.

(2) G. Defosse et p Balley la bourçe des valeurs que sais- je Edition Bouchène Alger, 16ème eotion 19993, p 18.

2-1: سندات تسدد عند تاريخ إستحقاقها : حيث تقوم الجهة المصدق بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الإستحقاق⁽¹⁾.

2-2: سندات تسدد قبل تاريخ إستحقاقها : وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

3: أنواع السندات حسب الحقوق والإمتيازات المقدمة لمالكيها: ونميز مايلي:

3-1: سندات قابلة للتحويل إلى أسهم : تتميز بإمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا وخاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية⁽²⁾.

3-2: سندات ذات علاوة : لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر كامل السند عند ميعاد الإستحقاق، غضافة إلى مبلغ إصدار السند.

4: أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان وهما:

4-1: سندات معدل الثابت : هذا النوع يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب على هذا النوع في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك ذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

4-2: سندات ذات المعدل المتغير : يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

5: أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:

وتنقسم إلى:

5-1: سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها⁽¹⁾.

(1) M Donis, Valeurs mobiliere et portefeuille, Quèbc, SMG, 1993, p 61.

(2) عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، د. س، ص 15.

5-2: **سندات الدخل:** يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة.

الفرع الثالث: خصائص السندات الدولية:

للسندات الدولية عدة خصائص تميزها عن غير من الأدوات وأهمها مايلي:

- 1 تعتبر أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر تحدد فيها العوائد الدورية، وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة، وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية، ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية.
- 2 تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية، وهما أدنى عند بيعها يخضع ويقيم أعلى عن بيعها⁽²⁾.
- 3 يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.
- 4 لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباح أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- 5 تحقيق ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك يخضع فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.
- 6 تواجه السندات مخاطر إنتمائية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية إستدائها من قبل الجهات المصدرة لها عند إنخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
- 7 إن إرتفاع سعر سند ما عند إنخفاض عائدة يكون أكبر من إنخفاض هذا السعر عند إرتفاع العائد المذكور⁽³⁾.

وتعود أهمية السندات الدولية إلى كونها أداة إستثمارية طويلة الأجل لمساهمتها في إعادة توزيع المدخرات المتوافرة عالميا على جميع مختلف المقترضين من كافة أرجاء العالم، ويتعامل

(1) محمد عثمان إسماعيل حميد، اسواق راس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص 139.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، الأسواق المالية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية، دار النهار، 1996، ص 197.

(3) هوشبار معروف كاكامولا، الإستثمار والأوراق المالية، دار اصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 110.

كثير من البنوك في السوق الثانوية لسندات الأورو، إذ تمتاز بأنها توفر عائداً مضموناً وقلّة المخاطر لحامليها، وذات سيولة مرتفعة رغم طول آجال إستحقاقها، إذ أصبحت هذه السوق جزءاً لا يتجزأ من عمليات التمويل الدولي مما ساعد على نشأة سوق رأس المال طويل الأجل. والملاحظ كذلك على أن لحاملي السندات حقوق يتمتعون بها وأهمها:

- الحق في إستيفاء الفوائد على أساس القيمة الإسمية للسندات.
- الحق في إقامة دعوى إفلاس على الشركة في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند.
- الحق في الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: الأسهم الدولية:

وتتدرج ضمنها العديد من الفروع أهمها:

الفرع الأول: تعريف الأسهم الدولية:

- لغة: هو جمع أسهم وهو في اللغة يطلق على معان منها: النصيب وجمعه السهمان بضم السين ويقال سهامه أي قاسمه ومنه شركة المساهمة⁽²⁾.

أما بالنسبة للتعريف الإصطلاحي فالأسهم هي عبارة عن ورقة مالية طويلة الأجل، تمثل جزءاً من رأس المال الذي يقسم إلى عدة أجزاء صغيرة متساوية، كل جزء أو قسم منها يسمى سهماً، وله ثمن معين، ويعتبر العدد الذي يمتلكه الشخص من هذه الأسهم حصته في رأس المال هي قابلة للتداول، ولكل سهم قيم مختلفة، إسمية يصدر بها قيمة سوقية تتحدد في البورصة وفقاً للعرض والطلب وقيمة دفترية تستعمل في حالة تصفية الشركة⁽³⁾.

وللأسهم العديد من التعاريف نذكر مايلي:

تعرف الأسهم على أنها: «عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل

(1) سميرة رجب سعيد، إدارة الإستثمار، دار النهضة العربية، مصرن 1999، ص 244.

(2) محمد فتح الله لنشار، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006، ص 55.

(3) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد، 27 مارس، 2004، ص

السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية»⁽¹⁾.

وايضا يعرف على أنه: «هو حق المساهمة في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري»⁽²⁾.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن السهم هو عبارة عن صكوك متساوية القيمة وذلك سواء كانت نقدية أو عينية، وهو يعني كذلك أنه يمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الإستثمارية.

الفرع الثاني: قيم الأسهم الدولية:

لأسهم العديد من القيم نذكر أهمها:

1: القيم الإسمية للسهم: وهي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوفية، وهي تعتبر بذلك قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس وتكمن وظيفتها الأساسية في تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة⁽³⁾.

2: القيم الدفترية أو القيمة المحاسبية: وتعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية النقدية مطروحا منها قيم الإلتزامات بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ثم تقسم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويكمن إعتقاد الصيغة التالية: ⁽⁴⁾.

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي الأسهم} + \text{مخصصات} + \text{أرباح الغير}}{\text{عدد}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الإحتياطيات} + \text{أرباح الغير}}{\text{عدد}}$$

وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم ويرجع ذلك لعدة أسباب وهي:

1 - تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية.

(1) مصطفى رشدي شريحة وزينب حسن عوض الله، الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، ط1، 1993، ص 169.

(2) شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 28.

(3) محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العيد، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 191.

(4) مرجع سبق ذكره، ص 192.

2 - القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الإستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية⁽¹⁾.

3: القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، ذلك أن هذه الظروف تعكس البيئة الإقتصادية والسياسية والإجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية، وإنعكاس التقلبات الإقتصادية السوقية وإختناقات الإقتصاد المحلي، وقد تبين أن قيمة الورقية للأسهم قد تغيرت من مرة واحدة إلى عشر مرات⁽²⁾. والملاحظ أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة إلتقاء قوى العرض والطلب أي من خلالها يتحقق السعر العادل للسهم.

الفرع الثالث: أنواع الأسهم الدولية:

يمكن ذكر أنواع الأسهم ويتم ذلك حسب التقسيم التالي:

أولاً: تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تتداول به:

وينقسم إلى مايلي:

- 1: الأسهم الإسمية: وهي أسهم تحمل إسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشمل على مايلي: الإسم، اللقب، الوطن وجنسية المساهم ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأسمالها ومركزها بالإضافة إلى بيان المدفوع من قيمة الأسهم.
- 2: أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل إسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من اليد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.
- 3: أسهم لأمر: يشترط أن تدفع كل قيمتها الإسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

ثانياً: تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:

- 1: أسهم عينية: وتمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة كالمساهمة على شكل إستثمار مادي أو مخزونات ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم

(1) رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 19.

(2) هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سبق ذكره، ص 92.

الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون الدولة تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن وتكون سنتين.

2: أسهم نقدية: وهي أسهم تدفع مقابل مساهمات نقدية ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

3: أسهم مختلطة: وهي أسهم تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي نقدًا⁽¹⁾.

ثالثًا: تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسم إلى مايلي:

1: الأسهم العادية: هي أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول تمنح لحاملها للحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمنبثة في شهادة السهم⁽²⁾. وبذلك فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة.

2: الأسهم الممتازة: تعتبر أداة ملكية من الناحية القانونية، إذ أن السهم الممتاز يشبه السند، ولهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية⁽³⁾.

الفرع الرابع: خصائص الأسهم الدولية:

تتميز الأسهم بجملة من الخصائص أهمها:

1: تساوي القيمة الاسمية للأسهم: حيث يتم تقسيم رأس المال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة فلا توجد لبعض الأسهم قيمة إسمية أعلى من قيمة الأسهم الأخرى، وهذه القيمة للأسهم تحدد من طرف القانون في كثير من الدول حيث هنا حد أدنى وأعلى للسهم فهو يقتضي المساواة في الحصول على أرباح الشركة⁽⁴⁾.

2: عدم قابلية السهم للتجزئة: إن الأصل في السهم أن تكون ملكيته لشخص واحد ولكن هذا ليس بشرط، حيث يمكن أن يكون لشخصين، لكن بالنسبة للشركة لا بد من أن يكون الممثل واحد.

(1) سميرة لطرس، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم + دراسة مجموعة من الأسواق رأس المال العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، 2010، ص 30.

(2) مرجع سبق ذكره، ص 34.

(3) عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص 159 - 160.

(4) محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006، ص 55 - 57.

3: قابلية السهم للتداول: يفسر ذلك إمكانية إنتقال ملكية من شخص لآخر بأي سبب من أسباب إنتقال الملكية، لأن هذه الخاصية هي الأكثر قبولاً للفرقة بين شركات الأشخاص والأموال، ذلك أن شركات الأشخاص تقوم في المقام الأول على الإعتبار الشخصي⁽¹⁾.

المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية

تتدرج ضمن هذا المطلب العديد من الفروع التي تتضمن مايلي:

الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية:

أ: في اللغة:

الصكوك جمع صك، وصكه بمعنى ضربه وأصل الكلمة "الصك" هي "جك" أي، "كتاب" وهي تعتبر بذلك كلمة فارسية معربة ومن معاني "الصك" أنها إعتراف بالمال المقبوض أو وثيقة حق في ملك ونحوه⁽²⁾.

- يقول أبو منصور عن الصك أنه الذي يكتب للعهد معرب أصله جك، يجمع صكاكا وصكوكا وكانت الرزاق تسمى صكاكا لأنها كانت تخرج مكتوبة، حيث نجد الأفراد يكتبون للناس بأرزهم وأعطياتهم كتابا⁽³⁾.

ب: في الإصطلاح:

تعرف الصكوك على أنها اوراق مالية تكون إسمية أو لحاملها متساوية القيمة وهي تمثل حقوق ملكية أصول نقدية أو عينية وذلك حسب شروط معينة متفق عليها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها، كما أنها قابلة للتداول ولا تمثل ديناً لحاملها في ذمة مصدرها، ويعتمد إصدارها على عقد من عقود شرعية⁽⁴⁾.

- هو أدوات إقتراض تم تطويرها من قبل المختصين لكي توفر الجانب التمويلي المهم للمؤسسات المالية الإسلامية، وأنها متنوعة وتناسب معظم أوجه النشاط التجاري والإستثماري⁽⁵⁾.

(1) مرجع سبق ذكره، ص 57.

(2) أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر، الجامعة الإسكندرية، 2013، ص 26.

(3) زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية، دار الثقافة، الردين، 2012، ص 67.

(4) عبد العظيم أبو زيد ومعيد الجارحي، الصكوك: قضايا فقهية وإقتصادية، ورقة مقدمة إلى الدورة 19 لمجمع الفقه اعالمي، الشارقة (من 26 إلى 30 - 4 - 2009).

(5) زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية، مرجع سابق، ص 68.

- إذ يعتبر بذلك التصكيك وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، ويتم ذلك بعد تحميل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء إستخدامها فيما اصدرت من أجله. والصكوك تمثل جزء من ملكية أصول محددة وبيعها يمثل جزء من أصول المشروع (1). وتعتبر كذلك أداة إستثمارية إذ تقوم على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط إستثماري معين، بحيث لا يكون لمالكه فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون له نسبة من الربح من هذا المشروع بقر ما يملك من الصكوك، إذ نجد بذلك أن هذه الصكوك الإسلامية كان يسعى المنظمون من ورائها لأن تكون البديل الناجح الذي تقدمه الإستثمارات وفق الأساليب الإسلامية.

الفرع الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية:

للصكوك الإسلامية خصائص تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الدولية، ومن بين هذه الخصائص نذكر مايلي:

- 1 - تمثل الصكوك ملكية لحاملها أو مالكاها حصصاً شائعة في أصول لها، وذلك إذ كانت أعياناً أو منافع أو خدمات أو معاً، إذ لا تمثل دين في ذمة مصدرها لحاملها وهذا ما يميزها على عن غيرها من السندات لتقليدية.
- 2 يعطى الصك الإستثماري الإسلامي لحامله حصة من الربح، تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع وبصورة غير محددة مقدماً وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة (2).
- 3 قابلية بعض الصكوك للتداول من حيث المبدأ ومن بينها، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الإجارة إذ يمكن تداولها في خطة معينة وذلك عندما تمثل سلعة، أما عندما تتحول إلى دين في ذمة الغير فلا يصح تداولها.
- 4 تستثمر الصكوك في مشاريع وأنشطة تتفق مع أحكام الشريعة إذ تخصص حصيلة الإكتتاب في الصكوك الإسلامية للإستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة

(1) سامي يونس، كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية، الأزمة، المخرج، دار الفكر العربي، القاهرة، 2010، ص 141.
(2) نادية أمين محمد علي، صكوك الإستثمار الشرعية خصائص وأنواع، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 ماي 2005، ص 988.

الإسلامية، فإذا كانت هذه الحصيلة تستثمر في أنشطة محرمة كصناعة الخمر مثلاً، فإن هذا الصك لا يعد إسلامياً، إذ لا يجوز غصده وتداوله ولا يحل الربح العائد منه.

5 تصدر الصكوك الإسلامية على أساس عقود شرعية بضوابط تنظم إصدارها حيث أنها تصدر بصيغ التمويل الإسلامية كافة كالمضاربة والإجارة والمزارعة والسلم وغيرها من صيغ التمويل الإسلامية الأخرى⁽¹⁾.

6 تتحمل الصكوك الإسلامية أعباء والتبعات المترتبة على ملكية الأصول المتمثلة في الصك سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو تراجع في قيمة الصك، إذ أن هذه المصاريف تكون على حامل الصك وليس على المستفيد من منفعة الموجودات⁽²⁾.

7 تنتقل ملكية الصكوك الصادرة إسم مالكةا بالقيود في سجل خاص وتنتقل لحاملها بالمناوبة.

8 تتميز بحق حملة الصكوك في الإدارة إذ هناك إختلاف في تلك الصيغة التي تستثمر بها حصيلتها والعقد الشرعي الي يصدر الصك على أساسه والصفة الشرعية لحامل الصك، من حيث كونه بائع أو مشتري أو مؤجر أو مضارب أو شريك أو وكيل استثمار⁽³⁾.

الفرع الثالث: أهداف الصكوك الإسلامية

للصكوك الإسلامية أهداف كثيرة نذكر منها مايلي:

- 1 العمل على زيادة السيولة ويكون ذلك إذ توفرت لمالكي الأصول خاصة التي لا توجد لها سوق نشطة لبيعها أو لأن آجال إستحقاقها طويلة.
- 2 العمل على التقليل من مخاطر الإئتمان ذلك أن المنشأة التي تريد تصكيك بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء لجملة الصكوك، ذلك أن التصكيك يبقى عملية بيع حقيقي للأصول وبذلك تم نقل مخاطر الإئتمان إلى الغير.

(1) القرّة داغي، علي محي الدين، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2002، ص 339.

(2) القرّة داغي، علي محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص 339.

(3) فؤاد محمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ملخص دراسة الدكتوراه مقدم إلى الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1 - 5 جمادى الأولى 1430 الموافق لـ 26 - 30 أبريل 2009، ص 21.

- 3 العمل على الدمج بين أسواق الإئتمان وأسواق رأس المال إذ أن عملية التصكيك تؤدي إلى تنشيط سوق الإئتمان وسوق رأس المال ويتم ذلك من خلال تداول الصكوك التي تصدرها عن الأصول المراد تسيلها في الأسواق المالية.
- 4 إعتبار التصكيك مصدر تمويل من خارج الميزانية، إذ بإمكانه إخفاء رصيد الأصول من الميزانية العمومية، إذ أنه يتم بيع الأصول على الشركة المتخصصة ويحل محلها في الميزانية المنشأة المصدرة ثمنها التي تدفعه إليها الشركة المتخصصة⁽¹⁾.
- 5 تعمل الصكوك الإسلامية على توسيع قاعدة المستثمرين وذلك بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في النشاط لغرض الحصول على أصول جديدة، وتعمل على الموائمة بين آجال الأصول والإلتزامات للحد من المخاطر⁽²⁾.

الفرع الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية:

للصكوك الإسلامية أنواع كثيرة تختلف وتتنوع باختلاف طبيعة العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه وأهم هذه الصكوك يمكن تصنيفها إلى مايلي:

1: الصكوك القائمة على أساس عقود الشراكة: وتتفرع ضمنها الصكوك التالية:

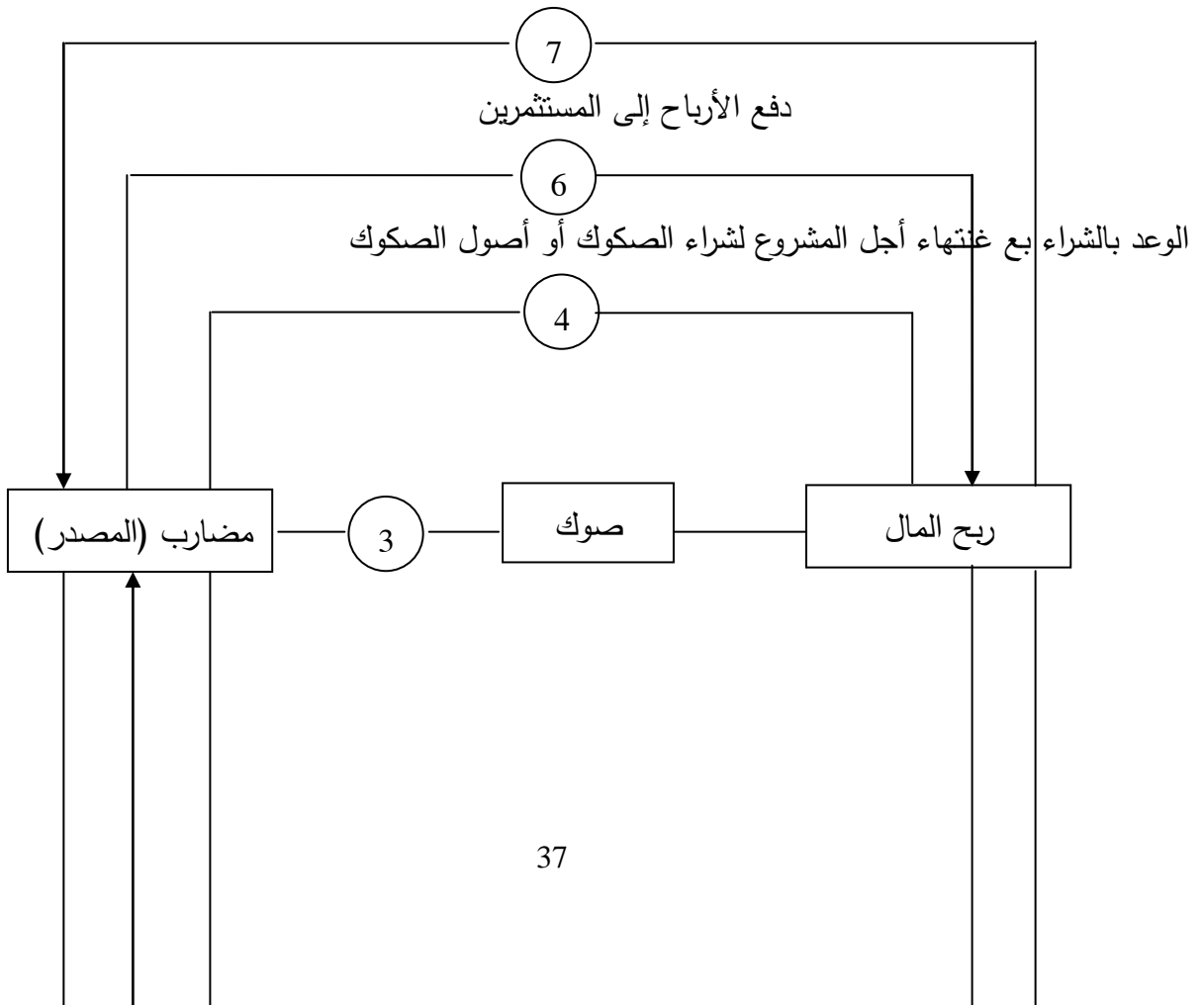
أ: صكوك المقارضة: هي تلك الوثائق الموحدة القيمة المحررة به وذلك على أساس المشاركة في نتائج الرياح الصافية، وهي من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة المؤتمر الرابع في جدة سنة 1407هـ، إذ تم تعريفها على أنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة.

وهي تتيح بذلك لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع وبصورة غير محددة مقدما، وهي أيضا قابلة للتداول إذ تمثل محلا لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مخالف للشرع⁽³⁾

(1) عبد العظيم جلال أبو زيد علي الجارحي، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص 16.

(2) زياد جلال دماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 74.

(3) محمد مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها الشرعية، دار النفائس، الأردن، 2006، ص 90.

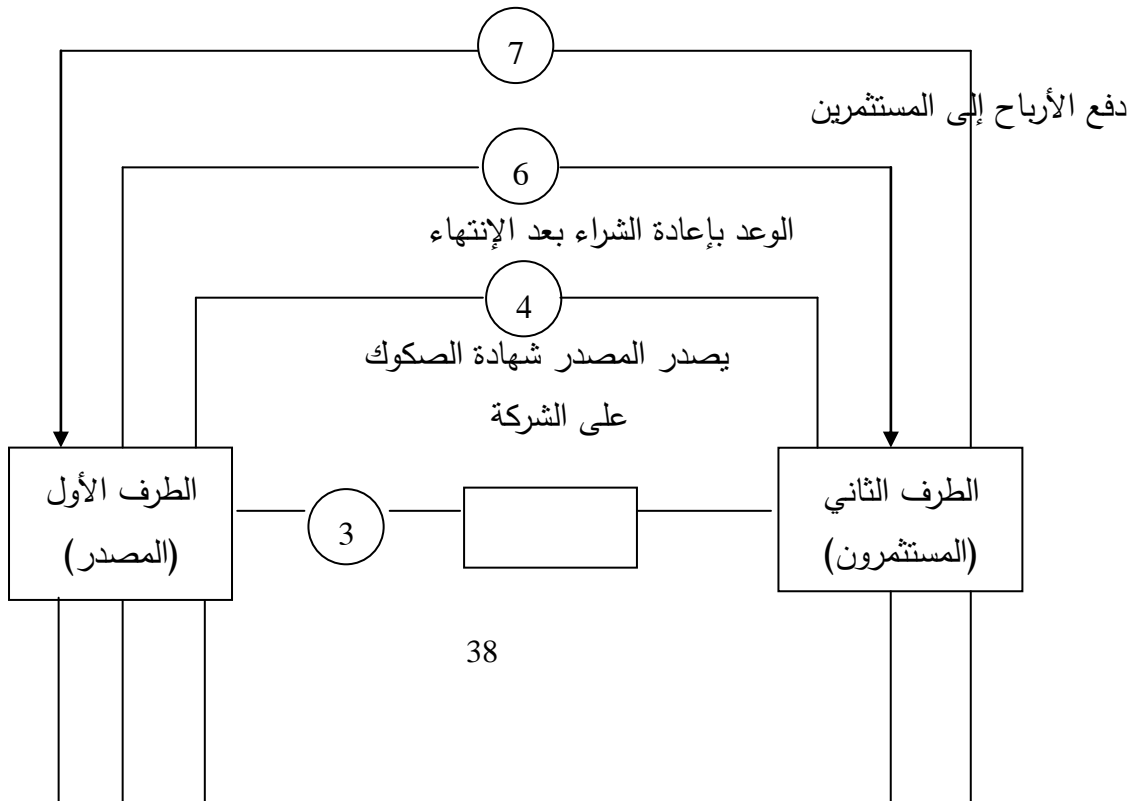


نقل بيع الأصول التي تمثلها الصكوك إلى المستثمرين
مقابل رأس المال المساهم به

الشكل رقم (1): نموذج تنظيم عملية الصكوك المضاربة

المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان 2012، ص 104.

ب: صكوك المشاركة: تعتمد هذه الصكوك على عقد المشاركة الجائز شرعا وهي مشابهة كثير الصكوك المقارضة أو المضاربة، ولكن الإختلاف الأساسي بينهما يتمثل في ان أصحاب هذا النوع لهم الحق في الإدارة مثل الأسهم وتختلف عن الأسهم في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة.



إسهام برأس المال

تدفع حصيلة بيع المشروع الجاهز لحملة الصكوك المشاركة

الشكل رقم (2): نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة

المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012، ص 107.

ج: الصكوك المزارعة: هي الصكوك التي يمثل الصك فيها ملكية مشاعة الأرض زراعية مرتبطة بعقد مزارعة على شركة الإنتاج الزراعي تحدد فيه حقوق والتزامات الطرفين، حيث تقوم هذه الشركة بشراء مجموعة من الأراضي وتتكفل بشراء البذور معها من جهة وتجهيزها بالأدوات من جهة أخرى، ثم تقوم الصكوك المزارعة بطرح قيمة الأرض وتجهيزاتها وتبرم الشركة إتفاقاً مع من يستصلح الأرض، حيث يتم هذا الإتاق في عقد مزارعة تتولى، الشركة هذا الإتفاق.

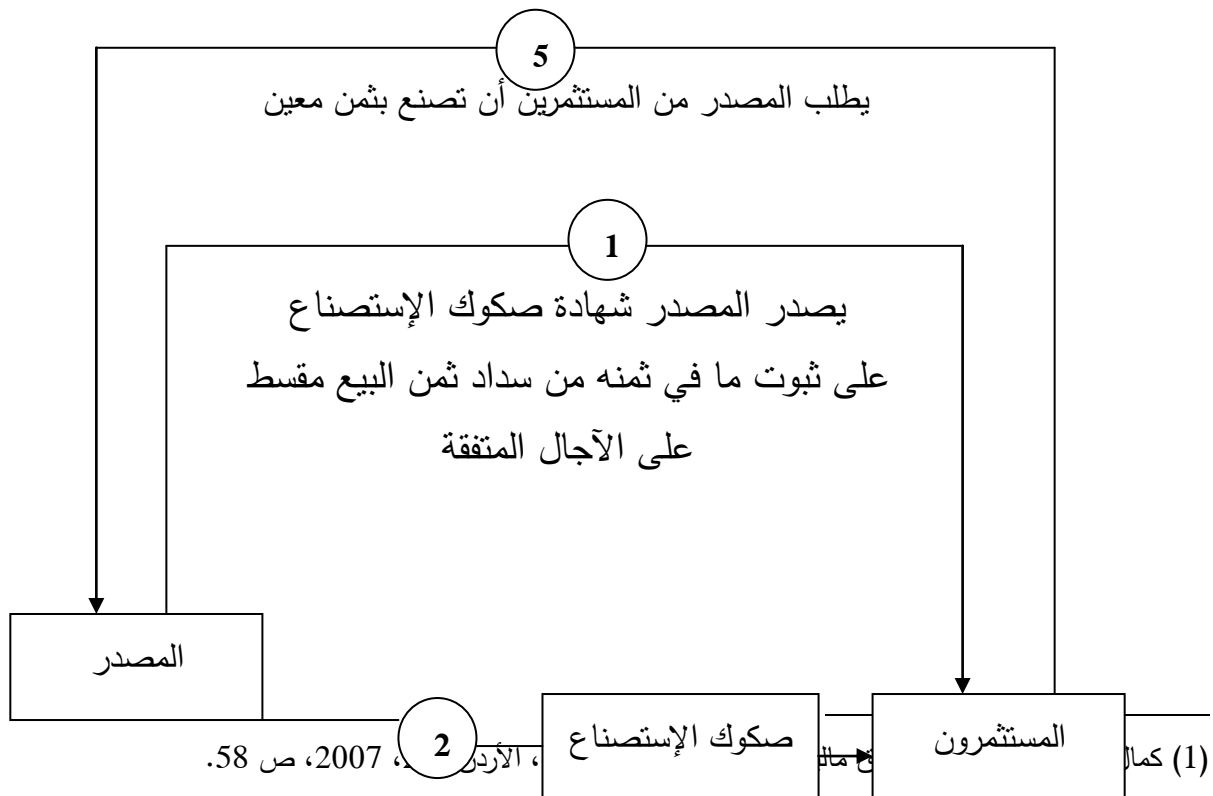
2: الصكوك القائمة على أساس عقود البيع: يكون بين كل من جهة الإصدار وحملة الصكوك وأهم هذه الصكوك نذكر مايلي:

أ: صكوك السلم:

هي صكوك قائمة على عقد سلم وتمثل ملكية جزئية من رأس مال عملية السلم، حيث يكون رأس المال مقسم إلى أجزاء ويعبر عن كل جزء بصكن والسهم هو رأس المال معجل في مقابل

سلعة مؤجلة، وتتم هذه العملية من خلال دفع رأس مال من طرف حملة الصكوك لشراء سلعة وذلك بسعر متفق عليه⁽¹⁾.

ب: صكوك الإستصناع: هي صكوك منبثقة عن عملية قائمة على قيد الإستصناع حيث تمثل ملكية فرعية أو كلية لرأس مال عملية الإستصناع ويكون بذلك رأس المال مقسم إلى أجزاء وكل جزء يعبر عنه بصك⁽²⁾.



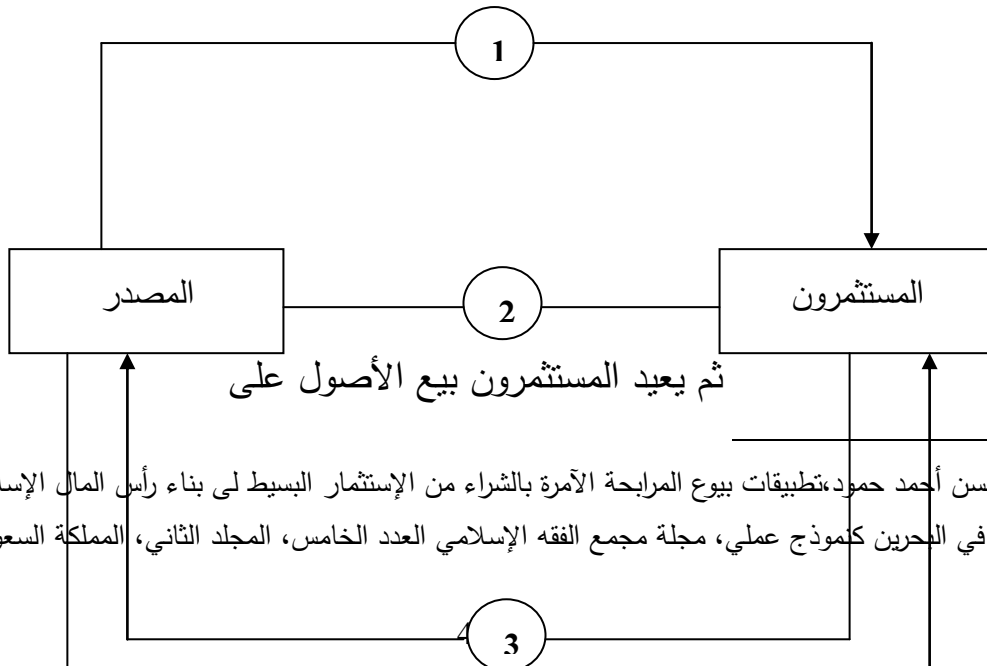
يطلب المستثمرون من المقاول أن يقوم بإنشاء المشروع حسب المواصفات وحسب مبلغ شراء المتصنع

تدفع حصة بيع المشروع الجاهز لحملة الصكوك المشاركة (المستثمرون)

الشكل (3): نموذج تنظيم عملية صكوك الإستصناع

المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012، ص 115.

ج: صكوك المرابحة: تعتبر هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال السلعة المباعة بالمرابحة ويقسم إلى أجزاء متساوية كل جزء يمثل حصة معبرا عنها بصك، وتعتبر كذلك صكوك متساوية القيمة منبثقة عن عملية قائمة على عقد المرابحة⁽¹⁾.



(1) سامي حسن أحمد حمود، تطبيقات بيوع المرابحة الأمرة بالشراء من الإستثمار البسيط لى بناء رأس المال الإسلامي مع إختيار تجربة البركة في البحرين كنموذج عملي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي العدد الخامس، المجلد الثاني، المملكة السعودية، 1988، ص 754.

المصدر بثمن يتفقان عليه

الشكل رقم (4): نموذج تنظيم عملية صكوك المرابحة

المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012، ص 117.

الفرع الخامس: أهمية الصكوك الإسلامية:

للصكوك الإسلامية أهمية كبيرة في الأسواق المالية الدولية تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الدولية وهي كالتالي:

- 1 - يؤدي إلى منح التحويل والتسهيلات تم تحريفها وإستبعادها من ميزانياتها اعمومية خلال فترة قصيرة وبالتالي فإنه يغنيها عن تكوين مخصصات لديون المشكوك في تحصيلها.
- 2 يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية.
- 3 تمنح الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة ببقية الإستثمارات المالية الأخرى وهي الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة ولها تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها⁽¹⁾.
- 4 تعمل الصكوك الإسلامية على مسايرة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلا من إنتقاله للاستهلاك هذه الخدمات في الخارج وتأثير ذلك على ميزات العمليات الرأسمالية.

(1) الفرة داعي وعلي محي الدين بحوث في فقه البنوك الإسلامية، دراسة فقهية وإقتصادية، مرجع سابق، ص 184.

5 ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالإقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.

يقوم بوضع أسس البنية التحتية لجعل الإقتصاد مركزا ماليا مرموقا وبأدوات أكثر جاذبية⁽¹⁾.

خلاصة

(1) عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة 2010، ص 13.

الفصل الثاني:

العملة الصعبة

المبحث الأول: ماهية إحتياطات الصرف

تعتبر الإحتياطات الدولية وسيلة المدفوعات الرسمية، وقد كانت سابقا فقط من الذهب وأحيانا الفضة، إذ نجد أن الدول تسعى.

المطلب الأول: مفهوم إحتياطات الصرف:

الفرع الأول: تعريف إحتياطات الصرف:

تشمل إحتياطات الصرف في المعنى الدقيق تلك الودائع والسندات بالعملة الأجنبية فقط، ومع ذلك يمكن أن تعرف بمايلي:

تعرف على أنها: «أصول إحتياط في ميزان المدفوعات وتقع ضمن الحساب المالي،

وبالتالي فإنها عادة ما تكون جزءا مهما من وضع الإستثمار الدولي للدولة.»

وأیضا: «هي تلك الأصول التي ترغب الحكومات في الإحتفاظ بها، لأن حكومات الدول الأخرى تقبلها في تسوية الديون والمعاملات الولية، وإعتقادا على قابلية هذه الأصول للقبول في المعاملات الدولية فإن الحكومات الدول المختلفة تسعى دائما إلى تكوين هذه الأصول والإحتفاظ بها وذلك لإستخدامها كإحتياطات وطنية في الفترات التي يحدث فيها عجز طارئ أو مؤقت في موازين مدفوعاتها»⁽¹⁾.

وتعتبر كذلك مجموعة وسائل الدفع الدولية المسيرة والموجودة لدى البنك المركزي لحساب الأمة بهدف تمويل التبادلات الخارجية والدولية، حيث تنشأ هذه الإحتياطات الدولية نتيجة تشكل الرصيد الحاصل من خلال المبادلات مع العالم الخارجي، فيما يخص السلع والخدمات وأيضا رصيد رؤوس الأموال من وإلى الخارج⁽²⁾.

وتعتبر كذلك تلك الأموال الخارجية المتاحة للسلطات النقدية في أي وقت والخاضعة

لسيطرتها لأغراض التمويل المباشر لاختلالات المدفوعات أو لضبط حجمها بصورة مباشرة عن طريق التدخل في سوق الصرف للتأثير على سعر الصرف العملة أو لأغراض أخرى ولكل هذه الأغراض مجتمعة⁽³⁾.

(1) عبد الرحمن يسري أحمدن الإقتصاد الدولي، دار الجامعات المصرية، دس، ص ص 73 - 78.

(2) بلقيوس عبد القادر، إحتياطات الصرف الأجنبي وتمويل التنمية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة مستغانم، 2007 - 2008، ص 18.

(3) Balance of payments manual, international monetary fund, Washington, USA march, 2008, p 150.

يرى بعض الإقتصاديين أن الإحتياطات الدولية هي عبارة عن تشكيلة من الأصول الأجنبية السائلة التي يتم إستخدامها في تسوية المدفوعات الدولية⁽¹⁾.
 إذن فالإحتياطات الدولية هي مجموعة من الأصول الخارجية السائلة، وهي خاضعة لسيطرة لسلطة النقدية وتستعمل في تمويل ميزان المدفوعات ومعالجة إختلالاته وهذا الجدول يوضح إحتياطات الصرف لبعض الدول لسنة 2007:⁽²⁾

جدول رقم 01: احتياطات الصرف لبعض الدول لسنة 2007

الدول	إحتياطي الصرف الأجنبي
ليبيا	79
السعودية	276
الصين	1559

الفرع الثاني: صيغ الإحتياطات الدولية:

وأهميتها للإحتياطات الدولية صيغ مختلفة نذكر أهمها:

- أ: إجمالي الإحتياطات الدولية الإسمية: يعبر عن ما تملكه الدول من إحتياطات دولية رسمية.
 ب: الإحتياطات الدولية الصافية: يعبر صافي الإحتياطات الدولية الرسمية عن إجمالي هذه الإحتياطات مطروحا منه الإلتزامات الأجنبية القصيرة الأجل، وهذا المؤشر مهم في المقاربات الدولية، فإذا كانت دولة تملك مخزون معتبر من الإحتياطات الدولية لكن مخزون المديونية كبير فيكون هذا المؤشر مضلل خاصة في المقارنة بين الدول، فكثير من الدول ممثلة في بنوكها المركزية وتقوم بعرض هذا المؤشر كدليل قوي على السيولة الدولية لهذا البلد تحت مسمى صافي الإحتياطات الدولية.

(1) محمد بن علي العقلة، محددات الإحتياطات الدولية في الدول العربية، مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد 3، جويلية 1998، ص 169.

(2) عبد القادر بوكريدي، إثر مستوى إحتياطات الصرف على الإقتصاد الكلي مذكرة مجستير، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009، ص 9.

ج: إجمالي الإحتياطات الدولية الحقيقية: تعرف على أنها الإحتياطات الدولية الإسمية بالدولار الأمريكي المكمشة بمؤشر أسعار الإستهلاك في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تقوم بإزالة التشوّهات السريعة عن طريق المكش عن مؤشر الإحتياطات الدولية الإسمية والذي يعبر عن القدرة الشرائية الدولية لهذا المخزون، وتقوم البنوك المركزية بنشر هذا المؤشر دوريا تحت المسمى الإحتياطات الدولية الحقيقية.

د: الإحتياطات الدولية الصافية الحقيقية: يعتبر أهم مؤشر يتعلق بما تملكه السلطات النقدية فعلا من نقد أجنبي، والذي يعبر فعلا عن ملاءتها، حيث تقوم بإزالة التغيرات السعرية عن مؤشر الإحتياطات الدولية الصافية.

4- أهمية إحتياطات الصرف:

لإحتياطا الصرف الدولي أهمية بالغة إذ تكمن فيمايلي:

- يسمح الإحتياطي الأجنبي الرسمي للمصرف المركزي للدولة بشراء العملة المحلية، وهذا العمل يكمن في تحقيق الإستقرار في سعر العملة المحلية، وتعمل أحيانا البنوك المركزية في كل أنحاء العالم في بيع وشراء الإحتياطي الأجنبي في محاولة منها التحكم في أسعار الصرف.
- تغطية الإصدار النقد في العمليا التي ترمز إلى الحفاظ على إستقرار سعر الصرف أو دعم الدين العام المستحق لصالح الدولة الدائنة.
- إن الكمية الكبيرة لإحتياطات الصرف تعتبر ضمانا جيدا لإصدار النقود على المستوى الداخلي⁽¹⁾.
- السحب من إحتياطات الصرف يساعد على مواجهة عجز ميزان المدفوعات، وكذلك تجنب السياسات الإقتصادية غير المرغوبة إجتماعيا.

(1) أحلام لشلح، أثر تغير عملة إحتياطات الصرف على حركة رؤوس الأموال، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر، تخصص مالية وإقتصاد دولي كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2003، ص 9.

الفرع الثالث: خصائص الإحتياطات الدولية:

للإحتياطات الدولية مجموعة من الخصائص:

- أن تكون الإحتياطات الدولية خاضعة لسيطرة اسلطة النقدية فهي بذلك تلك الإحتياطات من النقد الأجنبي الموجودة تحت تصرف السلطة النقدية، ورقابتها افعالة إذ تعرف السلطة النقدية على انها تضم البنك المركزي ووحدات مؤسسة⁽¹⁾.
- الإحتياطات الدولية لبلد ما تعني تلك الإحتياطات الموجودة تحت تصرف الدولة أي السلطات الندية والتي يمكنها أن تلجأ عليها بسرعة لمواجهة العجز الطارئ بميزان المدفوعات.
- إن عناصر الإحتياطات التي يجب أن تؤخذ في الإعتبار تلك العناصر التي تتسم بأنها رسمية أي في دائرة سلطة الدولة، وهكذا تستبعد من نطاق الإحتياطات الدولية للإقتصاد الوطني ما في حوزة الأفراد من ذهب و عملات أجنبية.
- إن الإحتياطات السائلة تشمل كافة الأصول التي تتمتع بالقبول العام في الوفاء بالإلتزامات، وتتميز بإمكانية سرعة اللجوء إليها أو سرعة تحويلها إلى نفوذ بأقل قدر من الخسارة هذا فيما يخص مفهوم السيولة للأصول.
- لضمان توفير الإحتياطات تعطى الأولوية القصوى في العادة إلى السيولة وهي القدرة على تحويل أصول إحتياطية أجنبية على نقد أجنبي بسرعة، رغم ذلك ينطوي على تكلفة تتضمن عادة قبول أدوات إستثمارية ذات عائد أقل.

الفرع الرابع: نموذج الإحتياطات الدولية:

تعتمد المصاريف المركزية على معايير صندوق النقد الدولي وذلك لنشر البيانات المرتبطة بالإحتياطات الصرف الأجنبي إذ تسمح بإتاحة بيانات حديثة شاملة، ويكون هذا المعيار على أساس شهري في غضون أسبوع واحد من نهاية الشهر المرجعي، إذ تعتبر بيانات الأصول الإحتياطية الرسمية واحد من العناصر الرئيسية للنموذج بيانات الإحتياطات الدولية بالعملات الأجنبية.

(1) بوبكرديد عبد القادر، أثر مستوى إحتياطات الصرف على الإقتصاد الكلي - حالة الجزائر - مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة بسكرة، 2008 - 2009، ص 4 - 6.

إن من بين المفاهيم المتداخلة لنموذج بيانات الإحتياطيات الصرفي السيولة بالعملات الأجنبية والإحتياط في إطار واحد، وتعتبر السيولة هي المواد من النقد الأجنبي التي تمتلكها السلطات النقدية والحكومية المركزية لتلبية الزيادة المفاجئة في الطلب على النقد الأجنبي وصافي المسحوبات المحددة سلفاً أو المحتملة على الموارد بالعملات الأجنبية نتيجة الطلب على الصرف الأجنبي على المدى القصير والأنشطة خارج الميزانية للسلطات ومن بين خصائص هذا النموذج الذي يعمل على تسيير عمليات التقدير بشأن ما إذا كان للبلد إحتياطيات صرف أجنبية كافية ونذكر أهمها مايلي:

1: المؤسسات: يغطي هذا النموذج جميع الكيانات المسؤولة عن الإستجابة لأزمات العملة وتشمل البنوك المركزية التي تحوز أو تدير إحتياطيات الصرف الأجنبي والحكومة المركزية⁽¹⁾.

2: الأنشطة المالية: من أجل تحليل السيولة يتم إدراج فقط الأدوات بالعملة الأجنبية سواء أصلاً أو إلتماً.

3: معاملات المشتقات المالية: يغطي النموذج مختلف الأنشطة المالية المشتقة ويركز على المشتقات المالية التي يتم تسويقها بالعملات الأجنبية.

4: مبادئ التقييم: يستند تقييم موارد الصرف الأجنبي في النموذج على أسعار السوق أما المسحوبات من موارد النقد الأجنبي فيتم تقييمها بالأسعار الإسمية الفعلية.

5: الأفق الزمني: يرتكز النموذج على السيولة ويغطي المدى القصير ويتم إدراج المدد القصير حتى شهر واحد وأكثر من شهر واحد وأكثر من ثلاثة شهور حتى سنة واحدة، لكي يتم تقييم وضع السيولة لدى البلد خلال السنة الواحدة.

المطلب الثاني: مكونات إحتياطيات الصرف:

يتكون إحتياط الصرف الأجنبي من عناصر عدة وأهمها نذكر مايلي:

أولاً: الذهب النقدي: للذهب النقي تعاريف عدة نذكر أهمها:

1: تعريف الذهب النقدي: "الذهب النقدي هو أصل حقيقي يمثل قدرة شرائية معترف بها من طرف جميع إقتصاديات مهما اختلفت أنماط تنظيمها والتشريعات المعمول بها، ويقوم حائز هذا الذهب يتنازل عنه لصالح البنك المركزي فيصبح ملك له أو أصلاً من أصوله ويعطي مقابل ذلك

(1) IMF, International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for Data template, 2011, p 4.

نقود قانونية إلى هذه الجهة فنقول حينئذ إن البنك المركزي قام بتنفيذ الأصل أي مقابل الحصول عليه نقودا قانونية⁽¹⁾.

ويعتبر الذهب أكثر العناصر ثبات في السيول الدولية وذلك للدور الذي لعبه وكذلك لإمكانية إقتراضه أو حتى رهنه وهناك صعوبة في قياسه نظرا للتبادلات في أسعاره في الأسواق العالمية⁽²⁾.

يقوم مجلس الذهب لعالمي كل سنة بنشر تقرير حول إحتياطي الذهب النقدي الرسمية حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية صاحبة أكبر إحتياطي من الذهب والجدول التالي يوضح مقدار إحتياطات الذهب النقدي لمجموعة من الدول: ⁽³⁾.

الدول والهيئات الدولية	وم أ	ألمانيا	الصندوق النقد الدولي	اليابان	الصين	روسيا
إحتياط الذهب النقدي 2005	8.133.5	3.427.8	3.217.3	765.2	600.0	386.6
إحتياط الذهب النقدي 2007	8.133.5	3.417.4	3.217.3	765.2	600.0	438.2

المصدر: مجلس الذهب العالمي، إحصائيات الذهب النقدي، لندن، 2008، ص 03.

2: خصائص الذهب النقدي:

- 1 لقد ظهرت هذه القاعدة كإنعكاس لفكرة الحرية الإقتصادية ومن ثم كان من حق أي شخص أن يحول ما في حوزته من نقود إلى أوزان نسبية من الذهب، بمعنى أنه كان له حرية الإختيار لتحويل النقود إلى ذهب والذهب إلى نقود بدون أي قيد⁽⁴⁾.
- 2 قابلية التداول وقابلية نقل الملكية وقابلية التسويق وقابلية التحويل.

(1) لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003، ص 40.

(2) يوسف أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، ط2، الدار الجامعية، الإسكندرية، د. س، ص 189.

(3) بوبكرديد عبد القادر، أثر مستوى إحتياطات الصرف، مرجع سابق، ص 17.

(4) أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسين، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورون مؤسسات شباب الجامعة، 2002،

- 3 يمكن الدولة من الحفاظ لى إستقرار المستوى العام للأسعار، ومنع حدوث التضخم والحفاظ على القوة الشرائية للعملة.
- 4 يحقق نوع من الإستقرار على مستوى التجارة الدولية نتيجة أسعار الصرف الثابتة بين جميع العملات إذ لا يمكن لأي دولة التلاعب بسعر صرف عملتها لتحقيق مزايا تجارية على حساب الدول الأخرى.
- 5 تتاد في ظل هذه القاعدة مبدأ حرية إستيراد وتصدير الذهب بين الدول بدون قيد أو شرط، فإذا كان النظام يعتمد على المسكوكات فإن الشخص الذي يرغب في تصدير كمية من الذهب يستطيع أن يحصل عليها من التداول، أما إذا كان النظام يعتمد على السبائك فإن هذا الشخص سوف يلجأ إلى البنك المركزي للحصول عليها بالسعر القانوني⁽¹⁾.
- 6 للعلاقة القانونية التي ربط بين الوحدة النقدية وبين معدن الذهب الصافي.
- 7 حرية الأفراد في صهر المسكوكات الذهبية التي كانت تمثل أساسا وحدة النقد المتداولة مع إحتفاظ الدولة بحق إصدار كميات من الأوراق النقدية.

3: أهمية الذهب النقدي:

- يعد التنوع أمر مهم بالنسبة لمحفظه الأصول المالية الأجنبية المملوكة للسلطات النقدية، ومن الواضح أن سعر الذهب يمكن أن يتقلب وكذلك بالنسبة للعملات الأجنبية كل من أسعار الصرف وأسعار الفائدة المكونة للاحتياطيات.
- للذهب النقدي قوة شرائية حقيقية في المدى الطويل على عكس العملات التي تفقد قيمتها على المدى البعيد، وبذلك نجد أن الذهب لا يتأثر بالتشوهات السعرية.
- إن تكلفة الفرصة البديلة لإحتياطي الذهب تعتبر علاوة تأمين وتدفعه السلطات النقدية وذلك لتوفير الحماية ضد إحتتمالات التعرض إلى صدمات لها أضرار شديدة على الإقتصاد الوطني⁽²⁾.
- إن إقراض الذهب أو الحصول على قروض بضمان الذهب يمكن هذا المتاجرة به لتوليد الأرباح.

(1) حيدر هاشم، أزمة الدولار، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، ط1، 1971، ص 28.

(2) حيدر هاشم، أزمة الدولار، مرجع سابق، ص 30.

- إن إمتلاك الحكومات للذهب يعطي الثقة للأفراد إذ تكون الأوراق النقدية غير معرضة للتضخم كما أن ولحالات التصنيف الائتماني تعطي أهمية للدول التي تملك الذهب في إحتياجاتها وهو مؤشر الثقة الائتمانية للبلد⁽¹⁾.

ثانيا: حقوق السحب الخاصة:

1: تعريف حقوق السحب الخاصة:

لقد ولد وإهتمام المجتمع الدولي والمؤسسات النقدية العالمية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي لسنوات عديدة إلى ولادة حقوق لسحب الخاصة والتي تعرف على أنها عبارة عن نقد إحتياطي دولي يستخدم كوسيلة جديدة لدعم أصول السيولة لدولية التقليدية كالذهب والدولار وإحتياجات العملة الأجنبية القابلة للتداول⁽²⁾.

وتعرف أيضا على أنها: «أداة تستعمل على أنها أداة تكميلية للإحتياجات الدولية وهي مجرد أداة حسابية دفترية ستعملها صندوق النقد الدولي وبعض المؤسسات الدولية ضمن أدوات السيولة الأخرى وبالتالي ليس لها وجود حقيقي وملموس»⁽³⁾.

وتعرف كذلك على أنها قيود دفترية يجريها الصندوق النقدي الدولي لإستخدامها في تسوية المدفوعات الدولية وتستمد هذه لحقوق القانونية بمجرد إلتزام الأعضاء على مستوى الصندوق بأن يقبلها في أي وقت ومن أي دولة في حدود قيمة إجمالية محددة⁽⁴⁾.

وعندما تم إنشاء DTS وحدة ثم تقويمها بـ 0.888 غ من الذهب وهو ما يعادل القيمة الإسمية للدولار قبل تخفيضه عام 1971م، وبعد إعلان تخفيض الدولار وإلغاء قابلية التحويل إلى الذهب أصبحت DTS تساوي 1.2663 دولار أمريكي، وفي نهاية 1980م قيمت وحدة حقوق السحب الخاصة على أسعار الصرف في السوق لسلة من عملات الدول الأعضاء 16 التي تأتي في ظل الدول المصدر للسلع والخدمات.

2: خصائص حقوق السحب الخاصة:

(1) يوسف أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، مرجع سابق، ص 190.

(2) مدني بن شهرة، سياسات الإصلاح الإقتصادي الجزائري والمؤسسات المالية الدولية، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر، 2008، ص 61.

(3) مازن عبد السلام أدهم، العلاقات الإقتصادية والنظم النقدية الدولية، الدار الأكاديمية، طرابلس، 2007، ص 147.

(4) مجدي محمد شهاب، أسس العلاقات الإقتصادية لدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، د. س، ص 183.

لحقوق السحب الخاصة العديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من مكونات إحتياطي الصرف وأهمها مايلي:

- 1 حقوق السحب الخاصة تستخدم للحصول على العملات القابلة للتحويل، ولا يمكن إستخدامها للحصول على الذهب.
- 2 تم تحديد قيمة وحدة السحب الخاصة بوزن معين من الذهب (888.671 غرام) بحيث تكون متساوية لقيمة الدولار الأمريكي مرتين في عامي 1971 و 1973، وسبب إلغاء إرتباط الدولار بالذهب، حيث تم إستخدام سنة 1974 سلة العملات لتحديد قيمة وحدة السحب الخاصة بالنسبة للدولار في الأسواق المالية العالمية يوميا⁽¹⁾.
- 3 التخصيص الجديد لحقوق السحب الخاصة يعد إذن جوهريا، حيث يزيد عن أكثر من خمسة أضعاف التخصيصات التي تمت مسبقا من قبل الصندوق.
- 4 يتم التعامل في وحدات السحب الخاصة من خلال إدارة وحدات حقوق السحب الخاصة في صندوق النقد الدولي⁽²⁾.
- 5 إن أساس تخصيص حقوق السحب الخاصة هو حصة الدولة في رأس مال الصندوق، ولذلك فإن حصة الدولة في رأس مال الصندوق تعد مهمة جداً لأنها تحدد القوة التصويتية للدولة في قرارات الصندوق.
- 6 لا يجوز لأي عضو أن يمنح مساعدات خارجية للغير بإستخدام حقوق السحب الخاصة أو أن يستعملها في ضمان قرض معين ولكن هذا الشرط تجاوزه الأيام أيضا.

المطلب الثالث: إدارة إحتياطي الصرف

الفرع الأول: تعريف إدارة إحتياطي الصرف

هي إدارة إحتياطات الصرف عملية تكفل غتاحة قدر كاف من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للقطاع العام للسلطات المختصة بصفة دائمة، كما تكفل سيطرة السلطات عليها لتحقيق طائفة محددة من أهداف الدولة.

وتعتبر كذلك تلك العملية التي تدار بها أصول القطاع العام على نحو يكفل إتاحة الأموال لإستخدام في أي وقت، وإدارة المخاطرة بحكمة، وتوليد عائد معقول على الأرصدة المستثمرة.

(1) هيثم صاحب عجام، علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، طرابلس، 2002، ص 238.

(2) مرجع سابق، ص 239.

وبذلك نجد إدارة إحتياطي الصرف تعمل على تحقيق الأهداف التالية:

- 1 للسيطرة على مخاطر السيولة والإئتمان بأسلوب حكيم.
- 2 كفاية إحتياطي النقد الأجنبي لتلبية طائفة محددة من الأهداف القومية.
- 3 تشمل الإحتياطات الأصول الأجنبية الرسمية لدى القطاع العام التي تكون متاحة للسلطات دائمة وخاضعة لسيطرتها.
- 4 توافق إستراتيجية إدارة الإحتياطات مع بيئة السياسات المميزة لكل بلد أو إتحاد لاسيما ترتيبات النقد والصرف⁽¹⁾.

الفرع الثاني: أهمية إدارة إحتياطي الصرف:

تكمن أهمية إدارة إحتياطي الصرف الأجنبي فيمايلي:

- 1 تزيد القدرة الكلية للبلد أو المنطقة على تحمل الصدمات، فالسياسات الملائمة في مجال إدارة الحوافظ المتعلقة بمجموعة عملات الحافظة وإختيار أدوات الإستثمار والمدة المقبولة لحافظة الإحتياطات.
- 2 تن الهمة للممارسات السلمية تكون في التجارب التي ادى فيها ضعف ممارسات إدارة الإحتياطات أو اقترانها بالمخاطر إلى تقييد قدرة السلطات المختصة على الإستجابة بصورة فعالة للأزمات المالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة حدة هذه الأزمات.
- 3 تستطيع الممارسات والسياسات السلمية لإدارة الإحتياطات أن تدعم الإدارة السلمية للأقتصاد الكلي، ولكنها ليس بديلا لها، وعلاوة على ذلك فإن عدم سلامة السياسات الإقتصادية يمكن أن تعرض مقدرة السلطات على إدارة الإحتياطات لمخاطر بالغة⁽²⁾.

الفرع الثالث: المبادئ التوجيهية لأدارة إحتياطات الصرف:

لكل دولة سياسات خاصة في إدارة إحتياطاتها حيث تعتبر هذه المبادئ توجيهية وليست إلزامية نذكر منها مايلي:

(1) بوكريدي عبد القادر، مرجع سابق، ص 185.

(2) أحمد الطيب محمدي، إدارة إحتياطات الصرف في الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإجتماعية والإنسانية، جامعة حسية بن بوعلي، الشلف، 2008، ص 81.

- 1 إجراء تحاليل لمزايا وتكاليف حيازة الإحتياطات وبالشكل الذي يسهل عمليات إعداد الإستراتيجيات البديلة والخاصة بإدارة الإحتياطات.
- 2 يجب أن تكون إستراتيجيات إدارة الإحتياطي موافقة مع بيئة السياسات المميزة لكل بلد أو إتحاد، فإدارة الإحتياطات في الدول لنامية تختلف عن إدارتها في الدول المتقدمة.
- 3 توزيع وتحديد مسؤوليات كل طرف في إدارة الإحتياطات ربما في ذلك الترتيبات التنظيمية بين الحكومة والهيئة المختصة بإدارة الإحتياطات وغيرها من الهيئات، حتى تكون من الأهداف العامة لإدارة واضحة المعالم⁽¹⁾.

المبحث الثاني: ماهية العملة الصعبة:

يعتبر سوق العملة الصعبة أكبر سوق في العالم إذ يقدر حجم عملياته اليومي بحوالي 1200 مليار ومعظم هذه العمليات تتم بالعملات التالية: الدولار، اليورو، الاسترليني، الفرنك السويسري، الين الياباني، ونجد أن حجم هذا السوق كان ضئيلاً جداً بعد الحرب العالمية الثانية، وكانت أسعار العملات مقابل بعضها ثابتة لذلك لم تكف المؤسسات المالية والبنوك تشعر بأية مخاطر.

المطلب الأول: مفهوم العملة الصعبة:

الفرع الأول: تعريف العملة الصعبة:

للعملة الصعبة العديد من التعاريف ومن بينها نذكر:

«هي العملة التي لا تفرض دولتها قيوداً على مدفوعاتها الخارجية أو على موجودات الدول الأخرى من عملتها أي أن لهذه العملة الحرية بالدخول والخروج إلى الدولة والدول الأخرى دون أية قيود أو دون أخذ الموافقة من السلطات النقدية بإخراج العملة».

وتعد وسيلة يتم التعامل بها في العالم الخارجي لتسوية العلاقات الدولية والمدفوعات الدولية إذ تحضى بالقيمة العام وتتمتع بحرية الدخول والخروج.

(1) أحمد الطيب محمدي، مرجع سابق، ص 81.

وتعرف أيضا على أنها عملات وطنية قابلة للتحويل وشائعة الاستخدام في تسوية المدفوعات الدولية وتقبل الدول على الاحتفاظ بها كأداة للتسوية على المستوى العالمي⁽¹⁾.

ويعود تاريخ أسواق العملات إلى ذلك الإجماع الذي تم بين الحلفاء في شهر جويلية 1944 وذلك للنظر في المسائل المالية التي سوف تسود بعد الحرب العالمية الثانية، وبالرغم من وجود ممثلين لأربعة وأربعون دولة فغن المفاوضين الرئيسيين كانوا هم ممثلي أمريكا وأنجلترا وقد نتج عن هذا الاجتماع مايلي:

- 1 إعتبار الدولار والأسترليني معملات إحتياطية لدى الدول الأعضاء.
- 2 إنشاء FMI ليقدم القروض إلى أعضاء الصندوق ضمن شروط محددة أهمها الإلتزام من قبل الأعضاء ببند هذه الإتفاقية بحيث يدفع الأعضاء الإشتراك في الصندوق بالعملة المحلية.
- 3 على كل عضو تحديد سعر العملة لبلده نسبة ثانية من الدولار على أن لا تتذبذب بنسبة تزيد عن 1% وتثبت سعر الذهب عن 35 دولار أو نصه.
- 4 على جميع الدول الأعضاء العمل على الإحتفاظ بمخزون جيد من الدولار وذلك لغرض السيطرة على الأسعار المثبتة.

وتتعدد العوامل التي تؤثر على طلب العملة الصعبة ومن بينها نذكر مايلي:

- 1 التميزان التجاري للحساب بالعملة الأجنبية وبذلك تؤدي التجارة للسلع والخدمات إلى زيادة على العملات التي يتم السداد بها.
- 2 معدل التضخم إذ يؤدي إلى جعل عملة البلاد أقل جذبا للعملاء نظرا لخسارة قيمتها الأصلية نتيجة للتضخم.
- 3 إرتفاع معدلات الفائدة يعد أمر حتمي على المدى البعيد من أجل الحفاظ على قيمة العملة لأكثر عرضة للمخاطرة.
- 4 المنظم الإقتصادية ودورها في جذب أكبر عدد من المستثمرين فضلا عن زيادة الطلب على العملة⁽²⁾.

الفرع الثاني: أنواع العملات الصعبة:

(1) بوكريدي عبد القادر، اثر احتياطات الصرف على الإقتصاد الكلي، مرجع سابق، ص 22.

(2) بوكريدي عبد القادر، مرجع سابق، ص 25.

تعددت العملات الصعبة ومن بينها نذكر مايلي

أولاً: الدولار الأمريكي:

الدولار الأمريكي هو قديم قدم الولايات المتحدة الأمريكية، إذ يعد العملة الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية وتساوي مئة سنة ويعتبر كذلك العملة المحورية وعملة الإحتياط الدولية وهو العملة الأساسية التي تقبل في التسويات الدولية مما أتاح له المزيد من السيطرة على النظام النقدي الدولي ويتم ذلك من خلال التأثير على المؤسسات النقدية العالمية ودرجة السيولة الدولية. هناك العديد من الدراسات التي تطرقت إلى أصل رمز الدولار الأكثر شيوعاً على نطاق واسع وفق لمكتب النقش والطباعة في الولايات المتحدة ذلك أن الرمز تطور نتيجة لتطور الحروف الميكسيكية أو الإسبانية والتي هي \$PS وهي تقصير لكلمة Peso. ونجد أن الدولار الأمريكي إكتسب صفته الدولية بشكل رسمي في ضوء هيمنة أمريكا على إتفاقية ومقرارات برينتن وودز عام 1944 التي أوجدت النظام النقدي الدولي والمؤسسة المالية الدولية بعد الحرب العالمية الثانية وقد تحققت صفة العملة القيادية في الدولار بإعتماده عملة أكبر إقتصاد في العالم من جهة وأن أمريكا قد سمحت للدول العضاء بتثبيت بما يعادلها من الدولار الأمريكي والإحتفاظ بأرصدة الدولار في إحتياطات إلى جانب الذهب وذلك لغرض التدخل في أسعار الصرف⁽¹⁾.

في عام 1864 فوضت المصار القومية الأمريكية لإصدار النقد إلا أن نطاق التعامل به لم يكن واسعاً حتى عام 1935، بسبب إنخفاض قيمته ومن ثم بدأت الخزانة الأمريكية في إصدار العملة الرئيسية، بينما تولت المصاريف الإحتياطية الفيدرالية في 12 ولاية إصدار العملة الإحتياطية بفئات مختلفة على جانب العملة التي كانت تصدرها. أهم الأنواع المتداولة من العملة الورقية الأمريكية نذكر أولها العملة الإحتياطية الفيدرالية وتمثل 99% من مجموع العملات المتداولة وتتميز العملة الخاصة بهذا النوع بوجود خاتمين بوجه الورقة المالية لكل فئة أحدهما بالجهة اليمنى ويعرف بخاتم الخزانة وهو أخضر اللون، والختم الآخر يقع على يسار ميدالية المنتصف ويمثل مصدر الإصدار وهو اللون الأسود عادة، النوع الثاني من العملة الأمريكية تصدرها الخزانة وقد الحاجة إليه ويتميز بوجود خاتم الخزانة فقط على

(1) عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي (مدخل حديث)، دار صفاء للنشر، عمان، 2012، ص 301.

يمين صورة ميدالية المنتف ويطبع بمداد أحمر اللون، أما النوع الثالث فتصدره الخزنة ويتميز خاتم الخزنة باللون الأزرق، وقد أوقفت الولايات المتحدة الأمريكية إصداره⁽¹⁾.

ثانيا: اليورو:

تعود فكرة إنشاء وحدة نقدية أوروبية إلى سنوات الخمسينيات من القرن العشرين ونظرا لوجود نظام بروننت وودز ولم تتحسن الدول الأوروبية إلى إقامة نظام خاصة بها وذلك نظرا لأسبقية الملفات الاقتصادية الخاصة بإنشاء سوق أوروبية موحدة على القضايا النقدية إلا أنه ومع إنهيار نظا بريتن وودز وإشتداد الإختلالات النقدية الدولية سارعت الدول الأوروبية إلى تجسيد مشروع لوحدة بدءا بإقامة نظام نقدي أوروبي إلى إنشاء عملة أوروبية موحدة.

لقد كان الهدف الرئيسي لليورو هو تحقيق الوحدة النقدية بين الدول الأوروبية التي تعتبر بدورها أهم حلقات الوحدة الاقتصادية الأوروبية المستهدفة، وذلك لأن وجود عملة موحدة سيؤكد هذه الوحدة الاقتصادية، وتهدف دول الإتحاد الأوروبي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف من بينها ذكر مايلي:

- 1 خلق سوق مالي أوروبي يقوم على أسس اقتصادية موحدة.
- 2 إيجاد دور فعال للعملة الأوروبية على المستوى الدولي.
- 3 إتباع سياسة نقدية موحدة في الإتحاد الأوروبي بالتوازي مع السياسة التجارية والسياسات الزراعية المشتركة في دول الإتحاد.
- 4 تلاقى سلبيات ومخاطر تقلبات أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء بالإتحاد.
- 5 خلق مزيد من الشفافية في الأسعار والتكالي وزيادة المنافسة، ورفع معدلات النمو الاقتصادي في الدول الأعضاء⁽²⁾.

ثالثا: الجنيه الإسترليني:

لقد احتل الجنيه الإسترليني حتى الحرب العالمية الأولى مكانة الصدارة في تسوية المدفوعات الدولية، وما كان على الدول إلا أن تحصل على الذهب أو على الجنيه الإسترليني لتسديد إلتزاماتها الدولية، تلك الظاهرة تحققت بفضل تدفقات الإستثمارات في إنجلترا، وتدفق الواردات إليها

(1) أحمد حشيش، أساسيات الإقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 121.

(2) رمزي زكي، افحتياطات الدولية والأزمات الاقتصادية في الدول النامية ودار الكتب، مصر، 1994، ص 47.

مما تسبب لانجلترا من ظروف داخلية وتصور إقتصادي صناعي هائل وثقة عالمية مما مكن إنجلترا من السيطرة على نظام التمويل والإئتمان الدولي⁽¹⁾.

- وقد نشرت مكتبة مجلس العموم في 2006 وثيقة واشتملت على مؤشر الأسعار بالجنيه لكل سنة ما بين 1750 و 2005 حيث نصت على أن هناك سنة جديرة الإهتمام من حيث تقلبات في مستويات الأسعار قبل 1914 إلا أنه لم تكن هناك زيادة ثابتة طويلة الأجل في الأسعار المرتبطة بالفترة حتى 1945، ويمكن القول أنه منذ 1945 فإن الأسعار إرتفعت في كل عام بحيث أن الزيادة الإجمالية أكثر من 27 مرة⁽²⁾.

وهذا الجدول يوضح القوة الشرائية لواحد جنيه بريطاني:

جدول رقم 02: القوة الشرائية لواحد جنيه بريطاني

السنة	القوة الشرائية المعادلة	السنة	القوة الشرائية المعادلة	السنة	القوة الشرائية المعادلة	السنة	القوة الشرائية المعادلة
1971	1.00	1981	0.271	1991	0.152	2001	0.117
1972	0.935	1982	0.250	1992	0.146	2002	0.115
1973	0.855	1983	0.239	1993	0.144	2003	0.112
1974	0.735	1984	0.227	1994	0.141	2004	0.109
1975	0.592	1985	0.214	1995	0.136	2005	0.106
1976	0.510	1986	0.207	1996	0.133	2006	0.102
1977	0.439	1987	0.199	1997	0.123	2007	0.0980
1978	0.407	1988	0.190	1998	0.125	2008	0.943
1979	0.358	1989	0.176	1999	0.123	2009	0.0952
1980	0.303	1990	0.161	2000	0.119	2010	

(1) أحمد حشيش، أساسيات الإقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 210.

(2) المرجع نفسه، ص 212.

الفرع الثالث: الأسواق الرئيسية للعملات الأجنبية:

نذكر مايلي:

هناك تقارب ملحوظ بين جميع الأسواق الوطنية الرئيسية الكبرى في العالم حيث أصبحت بمجملها تشكل سوقا دوليا واحداً، ويعد سوق اليورو دولار هو السوق الذي يبدأ في النمو والتطور منذ عام 1957 بسبب الشروع في الإحتفاظ بودائع بالدولار الأمريكي لدى البنوك الأوروبية ومن ثم توسع ليشمل أية دولارات مودعة لدى البنوك العاملة خارج الولايات المتحدة.

ويتميز سوق العملات الأجنبية عن غيره من الأسواق المالية بشكل خاص والأسواق التجارية بشكل عام بعدم وجو مكان محدد لإتصال البائعين والمشتريين، ففي سوق الأسهم يتصل المشترون والبائعون مع بعضهم البعض في مكان يعرف ببورصة الأسهم والسندات، وعند التعامل بالسلع المختلفة فهناك في بعض المدن الكبرى أسواق خاصة بكل سلعة رئيسية مثل السكر والقهوة والقطن، يجتمع ابائع والمشتري والوسطاء لشراء وبيع السلع.

والملاحظ أن عملية الإتصال بين المتعاملين في أسواق العملات الأجنبية تتم عن طريق الهاتف والفاكس، حيث يكون في كل بنك غرفة أو أكثر مخصصة للتعامل بالعملات الأجنبية، حيث يجلس عدد من المتعاملين حول مكتب واحد أو أكثر حسب حجم ونشاط البنك في سوق العملات الأجنبية ويكون هذا المتب مزود بعدد كبير من أجهزة التلفون، الفاكس، التلكس، أجهزة المعلومات ويوفر في هذا الغرفة عادة أجهزة تلفون وأجهزة تلكس تربط البنك مع الوسطاء مباشرة حتى تسها مهمة المتعاملين⁽¹⁾.

ويتعامل في سوق العملات الصعبة العديد من العملات ونذكر من بينهم مايلي:

1: البنوك والمؤسسات المالية خارج السوق: إذ تتعامل هذه المؤسسات مع سوق العملات الصعبة كوسيط لعملائها الراغبين في التعامل مع سوق العملات الصعبة، إذ تقوم بالنيابة عنهم بشراء وبيع تلك العملات اللازمة لعمليات تحويل مستورداتهم وصادراتهم والتعامل بأدوات السوق المختلفة بأسهم أو بالنيابة عنهم⁽²⁾.

(1) عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي (مدخل حديث)، مرجع سابق، ص 229.

(2) المرجع نفسه، ص 122.

2: الأفراد: إذ التطور الذي وصل إليه الحاسوب والإتصالات الإلكترونية ظهر عدد كبير من الشركات المتخصصة في التعامل بالعملات الصعبة حصران وترخص هذه الشركات رسمياً للعمل في التعامل بالعملات الصعبة من خلال بنك معتمد يودع المتعاملون أموالهم فيه بشكل منفصل عن أموال الشركة المذكورة.

3: البنوك والمؤسسات داخل السوق: تتعامل هذه البنوك مع سوق العملات الصعبة لحسابها الخاص أو النيابة عن عملائها داخل السوق، ويتم ذلك من خلال السوطاء حيث يتصل البنك مع الوسيط إما عارضاً بيع العملة أو طالباً شرائها بسعر معين، وبذلك يتصل هذا الوسيط مع البنوك الأخرى مقدم بذلك العرض لها.

المطلب الثاني: أسس العملة الصعبة:

الفرع الأول: الأسس التي تقوم عليها العملة

يتم التعامل في أسواق العملات الأجنبية عادة بتسمية طرفي السعر، أي إعطاء سعر الشراء والبيع للعملة وقبل تسمية الأسعار في السوق، يقوم المتعاملون في صباح كل يوم عمل بدراسة كافة المواضيع والتقارير المرتبطة بالعملات الأجنبية، وأسواقها وتطورات أسعارها والعوامل المؤثرة فيها بالإضافة إلى الإطلاع على أسعار الإغلاق في الأسواق الأخرى لتحديد سعر الإفتتاح في أسواقهم.

وبذلك نجد أن المتعاملون يفضلون عدم البدء بإعطاء أسعار إفتتاح بل الإنتظار حتى يبدأ غيرهم بذلك لكي لا يكونوا متأكدين في إتجاه أسعار السوق وتغلق معظم الأسواق⁽¹⁾.
- تقوم بالتحويل النقدي والمالي للعملات في حساباتها المالية وعملياتها النقدية إلى الشركة الأم والمركز الرئيسي للشركة، ويتم تسجيل مقدار البالغ المحولة مع أسعار صرف هذه العملات بما يقابلها من أسعار صرف العملات الخارجية والأجنبية والتاريخ الذي تم فيه تحويل الأموال.

الفرع الثاني: أساليب ضبط العملة الصعبة:

هناك العديد من الأساليب المختلفة التي تضبط عملية العملة الصعبة وأهمها نذكر مايلي:

1: التقويم الحر: ببساطة تترك الحكومات السوق أن تقرر قيمة العملة فلا تتفق أية موارد لدعم قيمتها ومنعها من التراجع، ويقصد بذلك السماح للعملة الصعبة بإمتصاص الصدمات الإقتصادية،

(1) أحمد حشيش، أساسيات الإقتصاد الدولي، مرجع سابق، ص 250.

وفي حين أن هذا يحول دون وقوع إنهيارات مفاجئة بمعنى الخروج عن نطاق تقلب أسعار العملات.

2: التقويم الموجه: التدخل الحكومي يجري تقريره على أساس كل حالة بمفردها كوسيلة لتسهيل الخطوات التي تكون مستحقة بدون هذا التدخل في العملات، وبينما تدعي عدة بلدان مقدمة أنها ذات أسواق حرة، فإنها تتدخل أحيانا لتغيير أسعار الصرف.

3: مجلس العملة: يعتبر ذلك الإطار القانوني ذلك أن العملة المحلية مسنودة دائما بالإحتياطي من الدولار أو أية عملة قوية أخرى، ما يجعل في الواقع كل العملتين بديلتين لبعضهما البعض، وهذا ما يمنع الحكومة من طبع المال لتمويل العمليات الحكومية.

4: أسعار الصرف المتحركة ونطاق تقلب أسعار صرف العملات: إن تقلب الأسعار صرف العملات يتم ببطء وفقا للتضخم وهذا يمكن أن يجري بشكل طبيعي إذا كان التضخم معتدلا وكان سعر الصرف ثابتا نسبيا⁽¹⁾.

المطلب الثالث: أهمية العملة الصعبة:

تعرف العملات الأجنبية المتوفرة لدولة ما بأنها موجودات هذه الدولة من عملات الدول الأخرى، والتي تشمل أوراق النقد الأجنبي والودائع تحت الطلب ولأجل بعملات هذه الدول بالإضافة إلى السندات الحكومية والذهب وكذلك حقوق السحب الخاصة. وتشمل كذلك أية التزامات مالية على الدول والهيئات الدولية والإقليمية يمكن تحويلها إلى نقود جاهزة.

وتظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية كنتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية والعلاقات بين الدول التي يترتب عليها دفع جزء من مستورداتها من السلع ورؤوس الأموال لعملات أخرى غير عملاتها الوطنية.

ويعتبر الدولار الأمريكي العملة الرئيسية الأولى في العالم، لأنه يعد أكثر العملات إستعمالا في تمويل التجارة والمدفوعات الخارجية كما أنه عملة الدفع في تجارة النفط الدولية، وبالإضافة إلى أنه عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى، لذلك أصبحت معظم الدول تحتفظ بالدولار كعملة إحتياط رئيسية ضمن موجوداتها من العملات المختلفة⁽²⁾.

(1) عبد الكريم جابر العيساوي، مرجع سابق، ص 256.

(2) عبد الكريم جابر العيساوي، نفس المرجع، ص 260.

المبحث الثالث: الأدوات المالية وجذب العملة الصعبة

المطلب الأول: الأسهم الدولية والسندات الدولية وجذب العملة الصعبة

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية وجذب العملة الصعبة:

احتلت الصكوك الإسلامية مكانة مهمة عالمياً، واتسعت بصورة كبيرة خلال السنوات الأخيرة، وذلك للقبول الذي حظيت به من طرف المتعاملين في السوق المالية.

الجدول رقم 03: حجم إصدارات الصكوك وعددها في العالم خلال 2005-2012

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010
قيمة الإصدار	11.20	26.14	44.76	16.23	31.92	47.78
عدد الصكوك	78	208	198	199	758	73

المصدر: (العمش، 2012، ص 128)

في ظل الثلاث السنوات الأولى فقط حجم الصكوك الإسلامية من 11 مليار دولار سنة 2005 إلى 44 مليار دولار سنة 2007، أي أن الإصدار تضاعف بمقدار 4 مرات.

وخلال 2008 نلاحظ أن هناك انخفاضا حاد في حجم الصكوك الإسلامية رغم أن عددها بقي ثابتا تقريبا عند حدود 198 صكا، ويمكن إرجاع أسباب إلى الأزمة التي ألمت بالنظام المالي العالمي في هذه السنة والتي أثرت سلبا على ثقة المستثمرين، ثم تعود إلى الارتفاع لتبلغ 47 مليار دولار خلال 201.

الجدول رقم 04: القيمة الإجمالية لصكوك الإسلامية عالمياً خلال 2005-2012

السنوات	قيمة الإصدارات (بالمليون دولار أمريكي)
2005	13150.97
2006	24816.71
2007	41350.41
2008	24546.66
2009	37632.68
2010	57821.95

91357.48	2011
111849.26	2012

المصدر (ناصر، 2013، ص 55)

إن القيمة الإجمالية (400 مليار دولار أمريكي) توزعت على السنوات 2005-2012 بوتيرة وأحجام إصدارات مختلفة ومتفاوتة نظرا لما تميزت به هذه الفترة من أحداث بداية بما شهدته الفترة ما بين 2005-2007 من طفرة في زيادة قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية، نظرا لتزامنها مع الارتفاع في الأسعار النفط والنمو الاقتصادي السريع للدول العربية النفطية بشكل عام، إذ نسجل عام 2007 الرقم القياسي في حجم إصدارات الصكوك سنويا في تاريخ صناعة الصكوك الإسلامية آنذاك حيث وصل الحجم السوقي للصكوك المصدرة في تلك السنة إلى ما يزيد عن 41 مليار دولار وقد شهدت صناعة الصكوك الإسلامية في السنوات التي سبقت 2008 نموا مظهرها، حيث وصل معدل زيادة قيمة الإصدارات إلى حوالي 89% في عام 2006 مقارنة مع عام 2005، وإلى نسبة نمو وصلت حوالي 67% عام 2007.

أما عام 2008 فيعتبر محطة أخرى وانحرف في مسيرة صناعة الصكوك عما كانت عليه من قبل، وهم العام الذي شهد تفجر الأزمة المالية العالمية 2008، وانتقال تبعات أزمة الضائقة الائتمانية من المنتجات التقليدية إلى الصكوك وكذا مشكلة قضايا الخلافات الشرعية والتوافق مع الشريعة الإسلامية لهيكله بعض إصدارات الصكوك الإسلامية، حيث كانت لهذه الأحداث تأثيرات واضحة أدت إلى بطء واضح في سوق الصكوك الإسلامية، ويعبر أول تراجع في مسيرة صناعة الصكوك الإسلامية فمن نمو كبير عام 2007م إلى نسبة تراجع وصلت إلى ما يزيد عن 40% في عام 2008، تمثل فيها قيمته 24.5 مليار دولار أمريكي، لكن سرعان ما تعافت إصدارات الصكوك الإسلامية إلى حد ما في عام 2009، ليلعب الحجم السوقي لقيمة إصداراتها إلى حوالي 38 مليار دولار أمريكي بنسبة نمو فاقت 53% عن عام 2008 وواصل هذا النمو زخمه ليسجل عام 2010 انطلاقة غير مسبوقه في سوق إصدارات الصكوك الإسلامية بنسبة نمو بلغت حوالي 54% والتي عكست ما قيمته 57.8 مليار دولار، ويرجع المراقبون انتعاش هذا السوق إلى التعافي الاقتصادي الذي شهدته أغلبية الدول الإسلامية، فضلا عن التعافي النسبي للأسواق العالمية، ويضاف إلى هذا الارتفاع الذي شهدته أسعار النفط وبهذا سجل عام 2010 رقما قياسيا جديدا في صناعة الصكوك الإسلامية متفوقا بذلك عن عام 2007، وقد استمر هذا النمو والانتعاش لسوق الإصدارات في 2011 و2012 حيث بلغت نسبة نمو عام 2011 حوالي 58% تعكس ما قيمته 91.3 مليار دولار، وبهذا حققت صناعة الصكوك الإسلامية نسبة نمو وصلت إلى حوالي 264% خلال 2010-2001م.

* دور الصكوك في توفير العملة الصعبة:

يمكن لصكوك الإسلامية أن توفر العملة الصعبة، وذلك لاستقطابها لعدد كبير من المستثمرين من مختلف دول العالم وليس العالم الإسلامي فحسب، إذ أصبحت الصكوك موازية للسندات في الاستثمار المتاح لجميع الأفراد وحكومات في دول أوروبا وأمريكا.

ومع استمرار الداء المميز للصكوك وما يكتنف الاستثمارات الغربية من مخاطر ومن أبرزها الأزمة المالية العالمية 2008، ستلعب في جذب المستثمرين وبالتالي توفير العملة الصعبة للدول المصدر لها.

توفر الصكوك الإسلامية العملة الصعبة من خلال المشاريع المصدرة من أجلها، خصوصا إذا كانت الدول المضيفة تسمح للمساهمين الأجانب الاكتتاب في هذه الصكوك.

وهناك عدة مشاريع طرحت في كثير من البلدان بالعملة الصعبة يمكن ايجازها فيما يلي⁽¹⁾:

1. تمويل مؤسسة المواني والجمارك والمنطقة الحرة دبي بمبلغ تجاوز 2.8 مليار دولار وذلك عبر الصكوك الإسلامية مصدرة بواسطة بنك دبي الإسلامي.
2. صكوك الاستثمار الصادرة عن البنك الإسلامي للتنمية -جدة- بقيمة 400 مليون دولار.
3. أصدرت مؤسسة نقد البحرين حتى نهاية عام 2007 صكوكا قيمتها 1.3 مليار دولار في تسعة إصدارات منذ 2001 تم إدراج جزء منها تبلغ قيمته 780 مليون دولار في سوق البحرين للأوراق المالية، كما تصدر أيضا صكوك السلم وهي صكوك شهرية بقيمة 25 مليون دولار.
4. صكوك الإجازة الدولية لحكومة قطر بقيمة 700 مليون دولار.
5. ولاية ساكسوني أنهالت الألمانية أول ملتزم سيادي يصدر صكوكا إسلامية في بلد غير مسلم بحجم 100 مليون يورو.
6. صكوك إجازة شركة تبريد الإماراتية بحجم 100 مليون دولار عام 2002 وكذلك 250 مليون دولار في العام 2006.
7. صكوك الانتفاع لمنشآت البحرين بحجم 340 مليون دولار.
8. صكوك إجازة (درة البحرين) بمبلغ 152.5 مليون دولار.
9. صكوك إجازة حكومة باكستان بحجم 600 مليون دولار.
10. صكوك المشاركة دبي بحجم 200 مليون دولار.
11. صكوك الإجازة طيران امارات بحجم 100 مليون دولار.
12. صكوك المشاركة دار الاستثمار البحرين بحجم 100 مليون دولار.

(1) براضية حكيم، التصكيك ودوره في إدارة السيولة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص: محاسبة ومالية قسم علوم التسيير، جامعة حسبة بن بوعلي، الشلف، 2011، ص33.

صكوك الاستثمار أملاك الامارتية بحجم 250 مليون دولار.⁽¹⁾

خلاصة

(1) الجويرية أسامة عبد الحليم، صكوك الاستثمار ودورها التتموي في الاقتصاد، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم الدراسات العليا، معهد الدعوة لدراسات الإسلامية 2009، ص20.

الفصل الثالث:

الأدوات المالية الدولية وجذب

العملة الصعبة

تمهيد:

ان تحقيق النمو الاقتصادي، وضمان استمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيها منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي أو من خلال اللجوء الى الجهاز المصرفي وهذا ما يعرف بالتمويل الغير المباشر، على عكس بالتمويل غير المباشر يعتبر التمويل المباشر تلك الآلية التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الجمهور سواء كانوا أفراد أو مؤسسات أخرى مباشرة ودون وساطة المؤسسات المالية، وذلك خلال آلية السوق المالي.

ومن هذا المنطلق نحاول من خلال هذه الورقة ابراز دور السوق المالي في الاقتصاديات الوطنية

والآليات التي تمكن من تفعيله بما يسمح من تنوع مصادر التمويل أمام الأعوان الاقتصاديين.

والجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية " البورصة " ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها الجنينية، فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتطرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية.

المبحث الأول: مدخل للإقتصاد الجزائري

إن تحقيق النمو الإقتصادي، وضمان إستمرارية يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الإقتصادية في كل الدول، إذ يرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الإقتصادية التي تعتبر نواة للإقتصاد الوطني الجزائري وقد باشرت الجزائر بإصلاحات إقتصادية بغية التحول من نظام الإقتصاد الموجه نحو تبني كليات إقتصاد السوق، وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية، ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها التحسينية فنجدها قد واجهت مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة.

المطلب الأول: نشأة وتعريف السوق المالي الجزائري:**الفرع الأول: نشأة السوق المالي الجزائري:**

تم الإعلان عن إنشاء السوق المالي الجزائري ضمن برنامج الإصلاح الإقتصادي عام 1987م ودخل حيز التطبيق عام 1988م، أما التحضير الفعلي فكان إبتداء من سنة 1990 وأهم المراحل التي مر بها التطور نذكر مايلي:

1: المرحلة التقريرية (1990 - 1992):

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وبهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط. وأوضح بذلك هذا المرسوم كل أنواع الأسهم التي بإمكانها القيام بإصدارها الشركات العمومية الإقتصادية وكذلك شروط مفاوضتها⁽¹⁾. في أكتوبر 1990 إتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة" والملاحظ كذلك أن صناديق لمساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء وكل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

2: المرحلة الإبتدائية (1993 - 1996):

تم في هذه المحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88 - 04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير لمؤسسات العمومية لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة ف فيما يخص

(1) صلاح الدين السيسي، "دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا إقتصادي معاصرة"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2003، ص 90.

الشركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للإدخار سواء عند تأسيس شركة أو عند تقرير رفع رأسمالها⁽¹⁾.

والملاحظ أن الشركة أصبحت تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الإدخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة إذ تتمثل فيمايلي: أسهم التمتع، شهادات الإستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السنوات القابلة للتحويل إلى أسهم وسندات المرفقة بأذونات الإكتتاب.

وبذلك تعد القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول إذ تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوق مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة⁽²⁾.

3: مرحلة الإنطلاق الفعلية: من 1996 إلى وقتنا الحالي:

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة.

- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.

- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في فيفري 1996.

مع بداية عام 1997 تم إختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية

(البنوك وشركات تأمين) حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق

الإستعانة بلخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا، بهدف

الإستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي⁽³⁾.

وبذلك عملت لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 على تهيئة الجو الملائم

وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وأهم ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي

الأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الإجتماعي مروراً بالبورصة وهي:

1 شركة الرياض سطيف: فتح رأسمالها الإجتماعي بنسبة 20%

(1) المرسوم التشريعي رقم 93- 08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، المعدل والمتمم لأمر رقم 75- 59 المؤرخ في 26 سبتمبر

1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27 الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.

(2) قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية فرع نقود

ومالية، جامعة البليدة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2005/2004، ص 160.

(3) COSOB, Guide de la bourse et des operation boursiers, la Bourse d'alger, collection guides plus, 96, p 06.

2 مجمع صيدال: رفع رأسمالها الإجمالي بنسبة 20%

3 فندق الأوراسي: رفع رأسماله الإجمالي بنسبة 20%

الفرع الثاني: تعريف السوق المالي الجزائري:

تعددت الأسواق وتشعبت حتى يكاد الباحث يضيع في طياتها نظرا لتداخلها ودقة الفصل بينها، لذا وكخطوة أولى يجب البحث عن تعريف مناسب للسوق المالية محل الدراسة، وعرض أهم خصائصها وأقسامها. تعرف على أنها مكان إنقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) وتساعد على تحويل جزء من مدخرات المجتمع إلى إستثمارات مفيدة لإتمام عمليات التمويل الراسمالي. وتعرف أنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين⁽¹⁾.

تعتبر السوق المالية أحد أهم هذه الأسواق، وأهم نتائج النظام الإقتصادي الليبرالي الذي يعتمد على حرية المبادرة ومبدأ المنافسة الحرة، أين تبحث كل مؤسسة عن رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، سواء كان تمويلا داخليا ذاتيا أو تمويلا خارجيا يعتمد على الإستدانة من السوق النقدية أو يعتمد على الإستثمار في السوق المالية⁽²⁾.

ومن خلال التعاريف نستنتج أن السوق المالي الجزائري أنها مفهوم إقتصادي بحث، إذ حظيت بتنظيم قانوني محكم صاحبها على مر العصور والأزمات.

المطلب الثاني: تطوير السوق المالي الجزائري:

الفرع الأول: إجراءات تطوير لسوق المالي:

لتحقيق التطور لسوق المالي الجزائري يجب توفر مجموعة من العناصر تتمثل فيمايلي:

1: إرساء ثقافة بورصية: إن أغلبية المواطنين الجزائريين يجهلون لمعنى البورصة ولأهميتها ولمهامها إذ نجد أن السبب الرئيسي يتمثل في كون السلطات الجزائرية لم تفكر في إدراج مفاهيم السوق المالي في المنظومة التربوية أو حتى التطرق إليها من خلال وسائل الإعلام المختلفة كأى منتج جديد.

(1) صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل

درجة دكتوراه في علوم التسيير، فرع مالية المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص 5.

(2) جمعون نوال، دور التمويل المصرفي في التنمية الإقتصادية- حالة الجزائر - مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علم

التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2005، ص 12.

2: الجانب المالي ويتمثل في تحديد رسم التوظيف في القيم المنقولة وذلك بغرض جلب المستثمرين وليس المضاربين نحو السوق المالي لابد في بداية الأمر إخضاع القيم المنقولة إلى عوائد متغيرة وعوائد ثابتة، وكذلك لابد من إخضاع اليم المضافة الناتجة عن التنازل عن القيم لمعدل ضريبة مرتفع نوعا ما، وكذلك لابد من تقليص معدلات الضرائب على العوائد الناتجة عن نشاط OPCVN وهذا من أجل تشجيعهم وبذلك تشجيع المستثمرين على الإدخار في البورصة بوضع هؤلاء حافظتهم تحت تصرف هذا النوع من الشركات. ويتمثل كذلك في التعديل المالي للمؤسسات الجزائرية إذ يتطلب السوق المالي أن تكون المؤسسات التي تطمح الدخول إلى البورصة ناجعة ذات مردودية، لكن أغلبية الشركات الجزائرية في الوقت الراهن ماليا وتنظيما وتسييرا هشة، أنهت البعض منها برنامجها التطهيري بينما لم ينتهي البعض الآخر بعد، وعليه يعد ضروريا إعادة النظر في نتائج عملية التطهير المالية للمؤسسات الجزائرية والإسراع فيها⁽¹⁾.

3: جلب المستثمر: تتحقق ثقة المستثمر في القيم المنقولة بتوفير الإستقرار السياسي إذ يبحث المتثمر في الأوراق المالية دوما عن الأمن والإستقرار قبل توظيف أمواله ويتأكد من أن سياسة البلد مستقرة وغير قابلة للتغيير ولتحقيق ذلك وجلب المستثمر وكسب ثقته لابد من إستنباط لأمن والسلم وبهذا نصل إلى سوق مالي ناجح، وكذلك العمل على حماية المدخر وهذا الشيء الذي يساهم في ترقية وتطوير سوق القيم المنقولة، وأيضا العمل على وضع سياسة الخصخصة حيز التطبيق إذ تسهل الخصخصة على المدخرون شراء قيم جديدة.

- إن هذا التطور الجاد والفعال للسوق المالي يستلزم وضع جملة من الشروط وأهمها مايلي:

1: شروط تتعلق بطبيعة السوق: وتتضمن العناصر التالية:

- مبدأ تعايش قسمين من السوق المالية، أي سوق الإصدار وسوق التعاملات.
- مبدأ تعدد المتدخلين في السوق المالية بصفتهم عارضين وطلبين للموارد المالية على المدى الطويل، وعليه ينبغي تعميم مبدأ المساواة وفتح هذه الأسواق لجميع الأعوان الاقتصاديين: الخزينة العمومية، البنوك، المؤسسات.
- مبدأ إصدار القيم المنقولة، بتنوع القيم المنقولة الصادرة والتي يتم التفاوض على أساسها في السوق المالية.

(1) صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار، مرجع سابق، ص 20.

إن المجالات الكبرى التي يجب تطويرها لتوسيع السوق تتمثل في:⁽¹⁾

- مجال السوق الأولية : تسمح هذه المهمة للإدخار السائل من التوجه مباشرة للمؤسسات، وتسمح بتحويل أموال الإدخار إلى سندات ملكية أو ديون، وبالتالي تضمن تمويل الاقتصاد بواسطة مدخرين ذوي أسهم أو دائنين يمكن اللجوء إليه بمقتضى الإجراءات القانونية الخاصة بإعلان العمومي للإدخار.
- مجال السوق الثانوية : إن هذه المهمة في السوق المالية ضرورية لضمان السير الحسن للمهمة الأولية، حيث تمكن المستثمر الأولي على المدى الطويل من التنازل أو تغيير هيكله حافظته في أي وقت، وتضمن سيولة وحركية الأموال الموظفة (البيع والشراء في أي وقت).
- كما أن عملية تطوير حجم السوق تتطلب تحفيز جانب الطلب على الأوراق المالية من جهة وتنشيط جانب العرض من جهة أخرى⁽²⁾.

1: جانب الطلب:

يتأثر الطلب في سوق الأوراق المالية سواءً كان محلياً أو أجنبياً بمجموعة من العناصر تعد بمثابة محددات رئيسية لهذا الطلب، منها الاستقرار الاقتصادي وتوافر بنية أساسية قوية لسوق المال من حيث إجراءات وقواعد ونظم التعامل في الأوراق المالية، إضافة إلى توافر مجموعة من الأدوات الاستثمارية المتنوعة التي تمكن المستثمر من تنويع محفظة الأوراق المالية.

ويتمثل الطلب على الأوراق المالية في طلب محلي يأتي من داخل الاقتصاد الوطني، وطلب أجنبي في صورة تدفقات مالية، سواء كان وراء هذه التدفقات أفراد أم مؤسسات، وتتطلب عملية تحفيز الطلب على الأوراق المالية، وتطويره العمل على:

أ: **تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين:** يمكن أن تتم عملية تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين من خلال:

- إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة، سواء كانت مغلقة ذات رأس مال ثابت، أو مفتوحة ذات رأس مال متغير، حيث يعرض هذا النوع من الاستثمارات الأكثر استقراراً، والتي تعود بالنفع على كل من المستثمر الأجنبي والسوق المحلي للبلد، فنتيح للمستثمرين فرصة التنويع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، إضافة إلى أن هذه الصناديق يمكن أن تؤدي إلى رفع كفاءة السوق المحلي، نظراً لما تتطلبه من مستوى مرتفع من الرقابة ونظم المعلومات وتقارير أداء الشركات وفقاً للنظم العالمية، ومن أهم هذه الصناديق

(1) المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، إشكالية إصلاح المنظومة المصرفية - عناصر من أجل فتح نقاش اجتماعي -، الدورة 16، نوفمبر 2000، مرجع سابق، ص ص 106 - 107.

(2) شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، عمان، 2002، ص ص 141 - 152.

التي تعمل في الساحة الوطنية: الصندوق للتوفير والاحتياط CNEP الذي تتمثل مهمته في جمع الادخارات الصغيرة للعائلات والأفراد وتمويل العمليات ذات المنفعة الوطنية (البناء)، وبنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR الذي يقوم بجمع الودائع لتكوين رأس مال ثابت ومنح قرض لتمويل القطاع الفلاحي وترقية النشاطات الفلاحية.

تفعيل الدور الذي يمكن أن تلعبه صناديق المعاشات في تطوير سوق رأس المال وبما توفره من سيولة مستمرة في السوق، يؤدي تخفيض حجم التقلبات في الأسعار.

خلق كيانات جديدة مثل صناديق التأمين، والمعاشات الخاصة، وزيادة النسبة المستثمرة من قبلها في الأوراق المالية، والسماح بطرح نظم بديلة اختيارية للمتعاملين، والاستفادة من أموال صناديق توفير البريد.

ب- زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية: ويمكن ذلك من تخفيض سعر الفائدة في إطار السياسة النقدية وأدواتها وإعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين، مثل: إعفاء جزء من الدخل من الضريبة على أن يستثمر في أوراق مالية.

ج- تعميق الوعي الاستثماري: ويتم هذا من خلال حملات التوعية والإعلام لجذب صغار المدخرين أو من خلال إعداد برامج متخصصة في الثقافة الاقتصادية، تبث في الإذاعة التلفزيون وعلى مواقع الشبكة العنكبوتية.

ح- تحفيز الطلب الأجنبي والمحافظة على استقرار السوق: حيث أثبتت دراسات تحليلية حديثة التأثير الإيجابي لمحافظة العملة المحلية على مركزها أمام العملات الأجنبية، على أداء السوق نتيجة تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الأجنبي.

كما أنه من الأهمية بالسماح له بالاستثمار في الأوراق الأكثر استقراراً والأقل خطورة، إلى أن تصل السوق إلى درجة الكفاءة المطلوبة لاستقبال رؤوس الأموال الأجنبية، التي قد ينجم عنها تقلبات في حركية السوق.

2: جانب العرض:

يهدف المستثمر في الأوراق المالية دائماً على تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة، وتنقسم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية على نوعين هما:

- **المخاطر المنتظمة:** وتتمثل في المخاطر التي لا يمكن للمستثمر تجنبها وتعود إلى أسباب خاصة بالسوق، ويمكن الحد منها من خلال تحقيق الاستقرار في الأداء الاقتصادي.
- **المخاطر غير المنتظمة:** وهي تلك المخاطر التي يستطيع المستثمر منها، حيث أنها ترتبط بالشركات المصدرة لتلك الأوراق، ويمكن للمستثمر أن يتجنبها عن طريق تكوين محفظة متنوعة تنوعاً جيداً.

ولكي يتحقق هدف التنويع بالنسبة للمستثمر بما يخفض من درجة المخاطرة لابد أن يتم تنشيط جانب العرض في سوق الأوراق المالية، ويمكن أن يتم ذلك من خلال مايلي:

أ- **تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم:** تعد الأسهم المصدر الأساسي الذاتي للتمويل طويل الأجل سواء كانت أسهمها عادية أم ممتازة، ويستلزم تنشيط سوق الأسهم مجموعة من الإجراءات من ضمنها:

- تشجيع تنفيذ برامج الخصخصة أو استكمال ما بدأ منها لما لها من دور فاعل في طرح المزيد من الأدوات وتنشيط السوق، حيث تسهم برامج الخصخصة في توسيع قاعدة الملكية، وفي خفض درجة التركيز القطاعي لسوق الأوراق المالية.

- تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر، لما لها من دور في تأهيل المزيد من الشركات للطرح العام.

- قصر الحوافز الضريبية وتخفيض رسوم القيد لشركات الطرح العام فقط.

- تشجيع الشركات على طرح أسهم ممتازة، والعمل على نشر الوعي بالسبة لخصائصها الاستثمارية.

ب- **تنمية سوق الأدوات ذات الدخل الثابت:** كثيرة هي المزايا التي تعود على الاقتصاد القومي من تنشيط سوق السندات المحلية، ويمكن أن تضم عملية تنمية هذا السوق من خلال:

- تحويل الدين قصير الأجل إلى سندات خزائنة ذات آجال استحقاق متنوعة، مما يساعد راسمي السياسة النقدية في التحكم في المعروض النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة.

- عدم تدخل البنك المركزي في تحديد أعار فائدة السندات الحكومية المصدرة والالتزام بقوى السوق.

- تقسيم الإصدار الواحد إلى إصدارات متعددة بأحجام صغيرة ولآجال استحقاق متنوعة وبصفة مستمرة.

- قيام الحكومة بإصدار سندات دولية لتخفيض الطلب الداخلي على الصرف الأجنبي.

ج- **تنمية الأدوات والآليات المستحدثة:** ومن تلك الأدوات التي يمكن استحداثها:

- أنواع جديدة من السندات: من أهمها وأكثرها شيوعا السندات التي تتمتع ببعض حقوق الملكية، منها:

• السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

• السندات القابلة للبيع.

• السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم.

- **المشتقات:** تعرف المشتقات بأنها أدوات استثمارية متنوعة، وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية مثل: الأسهم والسندات، وتشمل المشتقات، المستقبليات، وعقود الاختيار، والعقود الآجلة، والمبادلات والمقايضة، ودخول هذه المشتقات على سوق رأس المال يتطلب توافر ثلاثة أمور أساسية:⁽¹⁾
- الاستعانة بخبراء ممارسين لهذا العمل في الأسواق الخارجية، لنقل تلك الخبرة للأسواق المحلية.
 - وضع معايير وقواعد قانونية منظمين وطرحها للمناقشة مع خبراء سوق النقد والمال لتقليل المخاطر.
 - خلق وزيادة الوعي لدى المستثمرين بماهية المشتقات، ونوعياتها، وأسباب وأساليب استخدامها وكذلك درجة مخاطرها والقواعد المنظمة لها ليتم تقادي حدوث مشاكل أثناء التطبيق.
- **إدراج الأوراق المالية الإسلامية:** إن إدراج هذا النوع من الأوراق المالية سوف يسهم في تنشيط البورصة ويدخل نوعية جديدة من المتعاملين، إذ ما توفرت لها الوسائل الفنية والأطر القانونية والنظامية لإدراجها، من منظور المعاملات الإسلامية التي تستلزم الشروط التالية:
- أن تمثل الورقة حصة شائعة من موجودات المؤسسة، أو المشروع، أو الصندوق، بعبارة أخرى ألا تمثل الورقة ديناً على الجهة المصدرة.
 - أن يكون عائد الورقة المالية نسبة متفق عليها من الربح الذي سوف يتحقق فعلاً، دون تحديد مسبق للعائد أو نسبته من القيمة الاسمية للورقة المالية.
 - أن يكون نشاط الجهة المصدرة مشروعاً من منظور فقه المعاملات، إذ لا يصح أن يتم إصدار أو تداول أسهم المشروعات التي تدير أنشطة محرمة⁽²⁾.

الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالي الجزائري:

ولما يتميز به كل من الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية من خصوصيات استثمارية، سوف نعالج الأدوات التالية:⁽³⁾

- أولاً: أدونات الخزينة.
- ثانياً: قبولات مصرفية.
- ثالثاً: شهادات الإيداع القابلة للتداول.
- رابعاً: أوراق تجارية.

(1) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 6.

(2) أحمد محي الدين، الأدوات الاستثمارية الإسلامية في تنشيط التداول بالبورصات العربية - إستراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها-، بيروت، 1995، ص ص 125-128.

(3) محمد عوض عبد الجواد، استثمارات في البورصة، دار الحامد، ط1 الأردن، 2006، ص 81.

- خامسا: يورو دولار.

- سادسا: اتفاقيات إعادة الشراء.

أولا: أدونات الخزينة:

تصدر من طرف الخزينة المركزية وذلك للتداول في الأسواق المالية من أجل مدة تتراوح ما بين 3 أشهر إلى 12 شهرا على أساس الخصم مقابل عدم دفع فوائد على هذه الادونات، فيكون العائد التعويضي (عن الفوائد) عبارة عن الفرق بين سعر الشراء الادونات وسعرها الاسمي، وهكذا فإن الفائدة المدفوعة على الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع- إن أسلوب الخصم يعد تحفيزا على الادخار، حيث يمكن لهم الاستفادة من بعض الفوائد المالية المتاحة وعدم تعطلها، إضافة إلى أنه هناك مزايا أخرى أذكر منها:⁽¹⁾

1 - وجود إعفاءات من ضرائب الدخل، وهنا كلما كانت هذه الضرائب مرتفعة ازداد توجه المستثمرين نحو الضرائب.

2 - تتسم ادونات الخزينة بفتراتها القصيرة وضمانها الرسمي من قبل جهة حكومة مركزية وبالتالي تكون هذه الأداة من الأكثر أدوات الأسواق النقدية أمانا.

3 - زيادة المنافس السوقي الذي يضمن السعر العادل لكافة الأطراف وذلك لكثرة عدد المشترين والبائعين.

4 - تتميز ادونات الخزينة في الأسواق المالية بسرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول وهذا ما يحقق سيولة عالية نسبيا.

5 - إن إصدار الادونات الخزينة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي.

ثانيا: قبولات مصرفية:

تعتبر من أقدم الأدوات المعتمدة لتسهيل التبادل التجاري والذي بدأ استخدامه في أوروبا منذ القرن الثاني عشر، ولكنها لم تدخل أسواق الولايات المتحدة الأمريكية حتى عام 1913، ولم تصبح من الأدوات الرئيسية في الأسواق النقدية إلا في ستينات القرن الماضي، وذلك بعد التوسع الكبير الذي شاهده التجارة الدولية، ودخول البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى كأهم الأطراف الاستثمارية المهمة بأسواق القبولات المصرفية. فبفضل هذه الأطراف لم تعد القبولات المعنية أدوات مالية فقط قصيرة الأجل، بل صارت كذلك موارد مالية للبنوك الكبيرة التي تمويل التبادلات القصيرة الأجل، والمحفز الأكبر هو الإعفاء من الضرائب.

(1) محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص 79.

تصدر القبولات المصرفية عن البنوك التجارية عادة مقابل الخصم المعين، وذلك كواثق دفع أجله عند محاولة التجار في بلد ما إستيراد سلعة ما من بلد آخر، فتكون هذه القبولات ضمانا على قيمة هذه السلع التي تسلم من طرف الأجانب على المستوردين، وأن ذلك وفقا للشروط المتفق عليها.

- إن القبولات المصرفية أداة نقدية قصيرة الأجل فإن فترة تسديدها تحددت غالبا ما بين 30 يوم و 270 يوم، ويمكن للمصدرين الأجانب الإحتفاظ بالوثائق الضمان المصرفي حتى يحين موعد استحقاقها ليتسلموا قيمها كاملة وذلك بشكل خاص للبنوك التجارية، البنوك المذكورة تحمل مسؤولية نهائية لتسليم المدفوعات المطلوبة. وهنا نميز نوعين من الدفع:⁽¹⁾

1 - دفع البنك للمبلغ المتفق عليه تماما.

2 - دفع البنك المشترك في وقت لاحق على التجهيز، فينتظر المصدر حتى يتم التصدير وتدفع الرسوم والضرائب، إن المهم في هذه الحالة هو دفع المستوردين المبلغ المستحق مسبقا، وفي حالة عدم الدفع لابد للبنك الملتزم إن يدفع مكانه المبلغ المستحق.

ثالثا: شهادات الإيداع القابلة للتداول:

وهي وثائق تصدرها المصارف التجارية تعطى بموجبها الحق في التبادل، وذلك في فترة تتراوح ما بين شهر واحد و 4 أشهر، وأحيانا أقل من 12 شهر.

وتؤكد هذه الوثائق إيداع مبلغ نقدي معين، وفيما يخص معدل العوائد فإن شهادات الإيداع تحمل سعرا للفائدة يمكن أن يكون محددًا أو ثابتًا.

وتصدر الشهادات لمعينة لصالح حاملها أو بإسم المشتري الأول علما بأن المعدل المدفوع قابل للمساومة بين المصدر والمشتري وذلك حسب ظروف السوق النقدية ويكمن الاختلاف بين هذه الأداة وغيرها هو أنها تحمل فائدة على المبالغ الأصلية، حيث تقابل هذه الوثائق أموال مودعة لدى المصارف وتكون قابلة للتداول لفترة زمنية معينة.

ويمكن تميز نوعين من شهادات الإيداع:

أ: نوع عام:

يجرى بموجبه طرح وثائق على الجمهور الاكتتاب العام، فيتم تسجيل هذه الوثائق بأسماء مكنتبيها، ولكن عند التداول تقوم الجهات المصرفية المصدرة بتظهيرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها وتوثق كافة التغيرات اللاحقة لإكتساب في سجلات الجهات المعينة علما بأن شهادات الإيداع هذه تباع بادنى قيمة.

(1) محمد عوض عبد الجواد، استثمارات في البورصة، مرجع سابق، ص 84.

ب- نوع خاص:

بموجبه يجرى التعاقد مع مستثمرين محددین بالذات ويمكن لشهادات الإيداع المعتمدة وفق هذا النوع تداولها في الأسواق المالية المحلية، غير أن من الضروري أن يسترد المشتري الذي صدرت بإسمه هذه الشهادات قيمتها في نهاية فترة التسديد من البنك الذي قام بإصداره لأول مرة.

رابعاً: الأوراق التجارية:

تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل وتتراوح مدتها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر وهي غير مضمونة، وتصدر بقيم كبيرة تبلغ مئة ألف مليون دولار وبالتالي تقوم المؤسسات المعروفة بتصفياتها الإئتمانية العالية (من بين البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد... إلخ) بإصدارها، ومع ذلك بدأت من خلال السنوات الأخيرة شركات تتسم بمراتب إئتمانية أدنى بإصدار الأوراق المذكورة.

خامساً: يورو دولار:

هذا مصطلح للدلالة المصرفية على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي والتي يتم إيداعها في بنوك غير أمريكية أو في فروع لبنوك أمريكية تقع خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ولك بدلا من الاحتفاظ بالعملات المحلية حسب مواقع هذه البنوك أو الفروع.

ساهمت عدة عوامل في تعاظم دور الودائع بد الحرب العالمية الثانية أذكر منها مايلي:⁽¹⁾

- 1 - اعتماد الدولار حتى عام 1971 كعملة رئيسية لتحديد أسعار صرف العملات بالدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي حيث كانت هذه ترتبط في تثبيتها بقابلية تحويل العملة الأمريكية إلى ذهب.
- 2 - اعتبار الدولار عملة أساسية لحساب كثير من العملات الدولية، وخاصة لتحديد بعض المواد (السلع) الأكثر أهمية في الإقتصاد العالمي مثل البترول الخام.
- 3 - دور المساعدات الأمريكية، وخلال مشروع "مارشال" في إعادة إعمار الدول الأوروبية المتضررة من الحرب العالمية الثانية وقد قدمت غالبية هذه المساعدات بالدولار الأمريكي.
- 4 - إدخال بنك - إنجلترا - عام 1957 رقابة شديدة على استخدام غير المقيمين - للجنه الإسترليني - وهذا ما أدى بنوك الملكية المتحدة إلى البحث عن عملة أخرى دولية من أجل تمويل التجارة الدولية.

(1) محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، ط1، الأردن، 2005، ص 90.

- 5 - اشتداد الأزمات الإقتصادية بين كل من بريطانيا وفرنسا والتي أدت إلى هبوط قيمة الجنيه الإسترليني في عام (1969 بـ 6.14%) وإلى هبوط الفرنك الفرنسي عام (1969 بـ 15%).
- 6 - فرض الحكومة الأمريكية عام 1963 ضريبة تعادل الفائدة على المقيمين الأمريكية الذين يشترون أدوات أجنبية وذلك بغرض تقليل التدفقات الخارجية لرأس المال.
- 7 - اتجاه البنوك الأمريكية إلى سوق اليورو و الدولار.
- 8 - البحث عن المقترضين الأوروبيين عن سوق دولية لإصدار سنداتهم للمستثمرين، وقد بادرت بذلك سلطة الطرق الرئيسية للحكومة الإيطالية عام 1963.
- 9 - فرض الحكومة الأمريكية في عام 1965 ما عرف بقيود الإستثمار الأجنبي الطوعية وذلك لمتابعة الشركات الأمريكية العاملة في الإستثمارات الخارجية، ودفعها الإهتمام بتحسين حالة الميزان المدفوعات الأمريكي.
- 10 - حساسية ودائع اليورو ودولار الشديدة لتقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف، يمكن أن تسبب دقات كبيرة لهذه الودائع.

سادسا: إتفاقيات إعادة الشراء:

وهي إتفاقيات بعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد أو أسبوعين وتستخدم هذه الإتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، وذلك عن طريق شراء هذه الاذونات في وقت سدادها وذلك بمبلغ أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشتريه لها.

المطلب الثالث: خصائص السوق المالي الجزائري:

الفرع الأول: مكونات سوق المالية الجزائرية:

يتكون هيكل بورصة الجزائر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، والمؤتمن المركزي على السندات.

أولا: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB*:

* COSOB, La commission d'organisation et surveillance des opération.

تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 93-10 سنة 1993 وتتمتع هذه اللجنة بالاستقلالية الإدارية والمالية⁽¹⁾، تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء، وتوضع اللجنة تحت وصاية وزارة المالية وهي تهتم

بتنظيم ومراقبة أوراق القيم المتداولة بغية:⁽²⁾

- حماية المستثمرين في القيم المتداولة.

- ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها.

وتعتبر سلطة التنظيم من أبرز مهامها، حيث تقوم هذه اللجنة بالتشريع وتنظيم سوق القيم المنقولة من خلال:

- قبول النشاطات التي يقوم بها وسطاء عمليات البورصة.

- نشر المعلومات عن إصدار القيم المنقولة عن طريق النداء العام للاذخار.

- شروط القبول والتفاوض على القيم المنقولة في البورصة.

- تسيير حافظة القيم المنقولة. العروض العامة للبيع.

أما الأنظمة الصادرة عن COSOB، فيتم المصادقة عليها من طرف الوزير المكلف بالمالية،

وتنشر في الجريدة الرسمية، وتحقق هذه اللجنة في مدى إحترام الوسطاء والشركات للقوانين والقواعد وخاصة

نشر المعلومات عن واقع المؤسسة. وف حالة مخالفة القوانين والتشريعات، فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات

البورصة من صلاحياتها معاقبة المخالفين لما لها من سلطة تأديبية وتحكيمية.

ثانياً: شركة إدارة بورصة القيم المتداولة SGBV* :

تأسست شركة إدارة بورصة القيم المتداولة سنة 1993، وهي مسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية والتقنية

الضرورية للمبادلات على القيم، وتعرف بأنها "شركة إدارة بورصة القيم" وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء

الماليين.

حدد مهام هذه الشركة المرسوم التشريعي 93-10 الصادر سنة 1993 والمتمثلة في:⁽³⁾

- التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة.

- تسهيل المبادلات بين الوسطاء وتسجيل عمليات التفاوض.

- تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة.

- وضع نشرة رسمية للتسعيرة وتشمل معلومات عن السوق.

(1) COSOB, guide de la bourse, édition MTP, Alger, p 06.

(2) محمد براق، واقع التنمية وبورصات القيم المتداولة في العالم- مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر،

1999، ص 377.

* SGBV : La société de gestion de la bourse des valeurs.

(3) Guide de fonctionnement de la bourse, édition MLP , Alger 2004, p 04.

وتمارس شركة إدارة بورصة القيم المتداولة نشاطها تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة.

ثالثا: المؤتمر المركزي على السندات:

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون (05 بنوك) والثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأس مال الشركة محددة بمليون دينار جزائري⁽¹⁾، وتتمثل وظائفه في:

- فتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات.

الفرع الثاني: أنواع أسواق رأس المال الجزائري:

سوق رأس المال:

تمثل سوق الأوراق المالية إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية لعرض ولطلب الأوراق المالية، وهي سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها عملية التداول بيعا وشراء، بعد أن تم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولى.

1: السوق الأولى:

يختص هذا السوق في التعامل مع الإصدار الجديد من الأوراق المالية لتمويل مشروعات جديدة، إذن النشأة التي هي بحاجة إلى أموال يمكنها إصدار أوراق مالية (أسهم وسندات)، ثم طرحها للاكتتاب العام أو الخاص وهذا يعطي فرصة للمنشأة المختلفة والأفراد لاستثمار مدخراتهم، والسوق الأولى أيضا وسيلة لتجميع هذه المدخرات وتقديمها للمؤسسات، نتيجة لذلك نشأت العلاقة بين المدخرين (المكتنين أو المساهمين وبين تلك المنشآت)⁽²⁾.

يتم إصدار الأسهم والسندات بطريقتين:

الأولى: هي قيام الشركات المصدرة للأسهم والسندات بالإتصال بعدد من المؤسسات المالية المتخصصة لكي تتفق معها على تصريف أو شراء الأوراق المصدرة وفي هذه الحالة يقع على هذه الأخية مسؤولية تسويق هذه الأوراق.

(1) لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الاستعلام عن المؤتمر المركزي على السندات، تقرير 2004، الجزائر، 2004، ص 03.

(2) محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، ط1، الأردن، 2005، ص ص 239 - 240.

الثانية: فهي قيام بنك الاستثمار بإصدار الأوراق الملكية نيابة عن المنشأة أي يقوم بتمويل شراء الإصدار مقدماً ثم يعيد بيعه في السوق الأولى.

ويدعى كذلك بسوق الإصدار، حيث يقوم بدوره من خلال:

أ: قيام مؤسسة مالية متخصصة بإصدار لحساب منشأة الأعمال أو جهة عامة، وتدعى هذه المؤسسة المنشأة للسوق الأولية بنكير الاستثمار أو المتعهد وهي مؤسسات مالية كبيرة تقدم المشورة للمنشآت، فضلا عن المشاركة في الإصدار، محققة بذلك نمط التمويل الحديث غير المباشر، ولا بد من الإشارة إلى أن المتعهدين قد يمارسون الوساطة في الأوراق المالية كونه مصرفا يعبر عن التوجيهات المعاصرة نحو المؤسسة المالية الوسيطة الشمولية.

وعليه فإن بنكير الاستثمار (المتعهد) وسيط بين جهة الإصدار (خاصة أو عامة)، (طبيعية أو معنوية) ووحدات الاستثمار المحتملة.

ب: الأسلوب المباشر: حيث تقوم جهة الإصدار بالإتصال بالمستثمرين المحتملين لأوراقها لتسويق إصدارها، وقد يأخذ الشكل المباشر طريقة المزايمة خاصة بالنسبة للأوراق المالية الحكومية.

يتضح بأن السوق الأولى (الإصدار) و السوق الذي تنشأ المؤسسات المالية المتعمدة (بنكير الاستثمار) علما أن تسويق الإصدار يجري في إطار قواعد قانونية تعلن عنها الجهات المسؤولة عن الجانب المالي في الإقتصاد، مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) في الولايات المتحدة الأمريكية، للتأكد من صحة البيانات وطبيعة الإصدار وهدفه وتسعيه⁽¹⁾.

إن الأسواق الأولية غير معروفة جيدا لدى الجمهور لأن بيع هذه الأوراق يتم خلف أبواب مغلقة عكس السوق الثانوي (البورصات).

2: السوق الثانوي:

وهو الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى وتعمل فيه المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول هذه الأوراق، وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وشركات إدارة محافظة الأوراق المالية.

ويمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق المالي، ويعد السوق الرئيسي للأوراق المالية المرجح لنمط النشاط الاقتصادي والمالي في الاقتصاديات المعاصرة. يقسم سوق التداول إلى:⁽²⁾

(1) عبد النافع الزراري، عازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشرن الأردن، 2001، ص 62.

(2) محمد عوض عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص 242.

أ: أسواق الأوراق المالية المنظمة:

وتدعى ببورصة الأوراق المالية المختلفة بيعا وشراء، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون محاط بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل متميز وتحتضن معظم دول العالم سوقا للأوراق المالية المنظمة أو أكثر، مثل سوق نيويورك للأوراق المالية والسوق الأمريكية لتداول الأسهم وبورصة طوكيو وبورصة لندن وكذلك سوق عمان للأوراق الماليو وسوق القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية وغيرها.

أ/1 التسجيل: وتعد قواعد التسجيل وإجراءاتها في السوق المنظمة أساسية لقبول الورقة المالية وكنموذج لقواعد التسجيل في NYSE فإن الشروط العامة هي:⁽¹⁾

- 1 مكانة مناسبة لنشأة الورقة المالية على مستوى الإقتصاد.
- 2 سجل أداء مستمر في الصناعة التي تنتمي إليها.
- 3 إلتئائها إلى قطاع أو صناعة تتميز بالنمو.

والشروط الخاصة هي:

- 1 تحقيق صافي ربح (قبل الضريبة) للمنشأة صاحبة الورقة لا يقل عن (2.5) إثنين ونصف مليون دولار للعام السابق للتسجيل ولا يقل عن (2) إثنين مليون دولار للعامين السابقين، أو أن لا يقل الربح في السنوات الثلاث الأخيرة عن (6.5) مليون دولار ويحد أدنى (4.5) مليون دولار في السنة الأخيرة.
- 2 قيمة رأس المال للأصول الملموسة (18) مليون دولار أو أكثر.
- 3 أن لا يقل عدد الأسهم المتداولة عن (1.1) مليون سهم ويحد أدنى (18) مليون دولار.
- 4 وجود (1200) مساهم على الأقل يمتلك كل منهم (100) سهم.
- 5 وجود (2200) مساهم على الأقل بمتوسط حجم تداول شهري 100000 سهم على مدى الستة أشهر الأخيرة.

أ/2 عضوية السوق:

يمكن التعامل مع سوق الأوراق المالية المنظمة كونها منشأة أعمال تعمل وسيطا ماليا وتتكون هذه المنشأة من مجموعة شركات سمسة، يجعلها تمتلك مقعدا أو أكثر في السوق كما في (NYSE) ويجعلها قادرة على المتاجرة في الأوراق المالية.

(1) محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص 241.

ب: أسواق الأوراق المالية غير المنظمة:

وهي أسواق للأوراق المالية لا تحوز على موقع جغرافي محدد، فضلا عن تعاملاتها بالأوراق المالية غير المسجلة.

كما أن العملات لا تتفق وفق نسب محددة بل هي عملات ناجمة عن فرق أسعار البيع والشراء ولا يوجد نظام محدد يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة بل يترك للتفاوض.

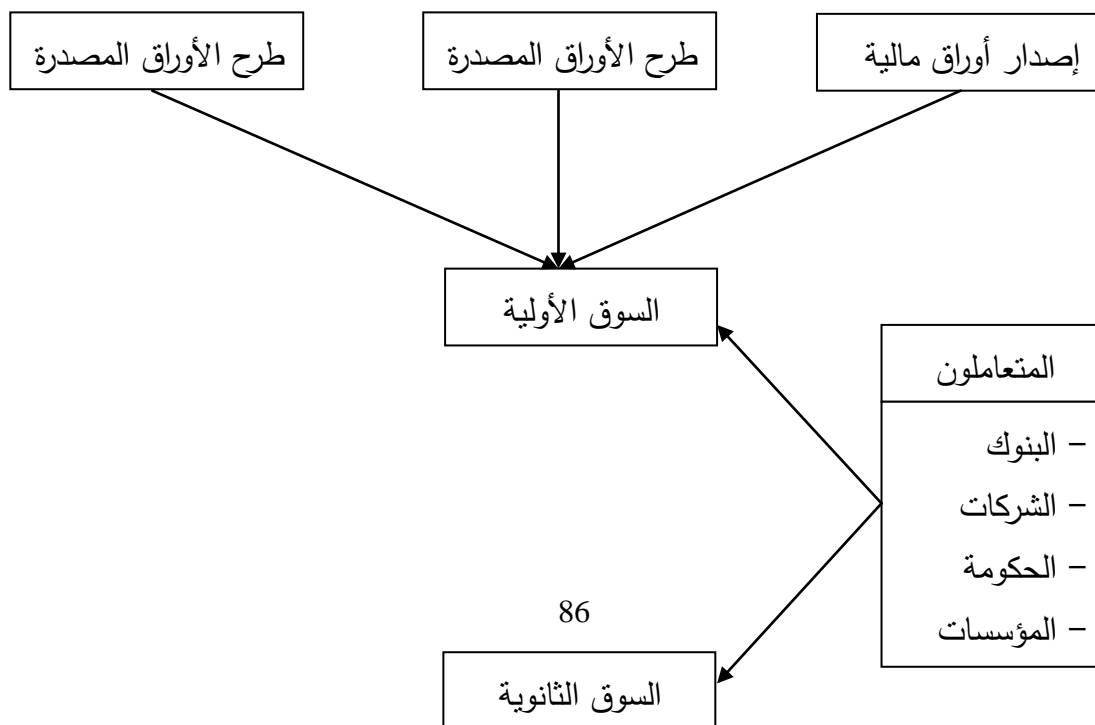
وتدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة (OTC) لتمييزها عن المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، وتكاد تكون هذه السوق منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانية الإتصال وعرض وتسجيل وخزن كبيرة لهذه السوق.

ومن أبرز هذه الأسواق المالية غير المنظمة سوق ناسداك (NASDAQ) الإتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية لبيع وشراء الإلكتروني، وتتعامل NASDAQ بأسهم ما يقارب (5400) شركة ذات التقنية العالية وتمثل سوق تجار، حيث يوجد أكثر من (500) تاجر يعدون صناعات السوق يبيعون ويشتررون لحسابهم الخاص ولغيرهم وهم لا يتقاضون هوامش بل يحققون فروقات، ويتعاملون إلكترونيا وبذلك فهم يحققون أرباحا جراء فرق البيع والشراء وكذلك يحققون عائدا آخر نتيجة لتغيرات الأسعار للأوراق المالية التي لديهم.

ويجري نشر المعلومات والأسعار بنظام عالي، وفي إطار أسواق الأوراق المالية غير المنظمة التي تتعامل فوق الطاولة و التي يتكون من منشآت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة وهي سوق لا تتحدد بالتعاملات في أوقات عمل السوق المنظمة بل تستمر لما بعد ذلك.

والشكل الموالي يبين العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولى والسوق الثانوي.

الشكل رقم 05: العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولى والسوق الثانوي.



المصدر: شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق، دار الفكر، 2001، ص 69.

3: السوق الثالث:

يمثل جزء من السوق الغير منظمة حيث يتكون من السماسرة الغير أعضاء في البورصة الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية وصناديق الاستثمار للمعاشات والأموال التي تديرها لبنوك نيابة عن عملائها، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات وسرعة تنفيذها. ومؤسسات السمسرة في السوق الثالثة هي مؤسسات كبيرة مستعدة للبيع والشراء للأوراق المالية بكميات مبالغ فيها وكميات كبيرة وبذلك فهي تنافس المتخصصين في السوق المنظمة، وتستعين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبعض المصارف بهذه المؤسسات في السوق الثالثة ولو عندنا للهدف وراء خلق هذه السوق فهو الرغبة من قبل السماسرة الكبار في تخفيض التكاليف والقيود التي تفرضها السوق المنظمة.

4: السوق الرابع:

هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة والمصدرة للأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسرة وتجار الأوراق المالية ويتم بالإضافة إلى:

أسواق العقود المستقبلية:⁽¹⁾

هي أسواق تتعامل أيضا بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود وإتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

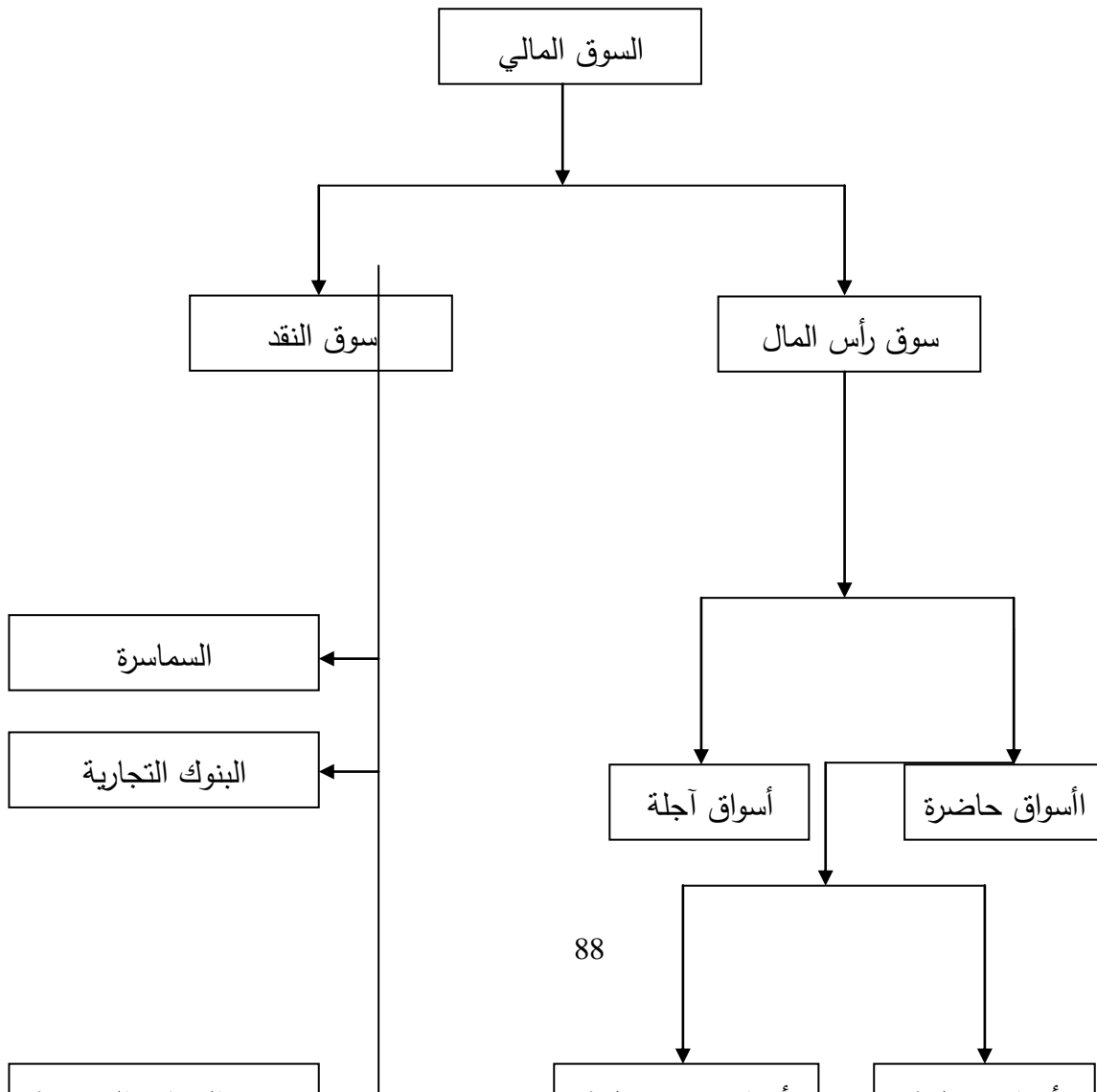
(1) عبد النافع الزراري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 65.

وكذلك برزت السوق الرابعة كونها سوق أوراق مالية غير منظمة إلا أنها ما يميزها هو تجاوز الوساطة لشركات السمسرة باتجاه التعامل المباشر ما بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأثرياء والتعاملات الضخمة وبذلك فهي إستراتيجية لتخفيض إضافي في تكاليف وعمولات التعامل بالأوراق المالية.

وعلى الرغم من تعدد الأسواق وتنوع عملياتها وطبيعة التنظيم إلا أنها جميعا تخضع لقواعد تتراوح ما بين تشريعات ولوائح ملزمة وما بين أخلاقيات وأعراف المهنة، لذلك يلاحظ أن الحكومات وصناعة الأوراق المالية يهتمان بالإشراف والمتابعة للأسواق المالية ونشر المعلومات والشفافية وتهيئة البنية التحتية (خصائص وسائل نشر المعلومات لتسهيل عملية أطراف السوق).

والشكل الموالي يوضح أنواع أسواق رأس المال.

الشكل رقم (6): أنواع الأسواق المالية.



تتداول فيها الأوراق المالية الطويلة
تتداول فيها الأوراق المالية القصيرة الأجل
التي تصدرها المنشآت
المصدر: عبد النافع الزراري، د غازي فرح، الأسواق العلمية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.

الفرع الثالث: خصائص السوق المالي الجزائري:

تتسم هذه الأوراق بخصائص عديدة، تميزها عن غيرها من الأسواق المالية والتي يمكن أن نذكر منها مايلي:⁽¹⁾

- 1 تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترة تسديدها ما بين يوم واحد وفي بعض الحالات سنة واحدة وذلك بشكل عام.
- 2 تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود وهذا ما دفع الناس إلى إطلاق اسم الأسواق النقدية.
- 3 نظرا لتعامل الأسواق النقدية بأدوات قيرة الأجل وإرتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل تعاني من مخاطر أقل للفشل.
- 4 إن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة وبالتالي فإنها في الواقع غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة، تتجاوز في الولاية المتحدة الأمريكية فمثلا مليون دولار وهذا ما يجعل الاستثمار مركزا على المؤسسات الكبيرة بدلا من الأشخاص الطبيعيين أو يجرى التبادل من خلال توسط سماسرة

(1) محمد إبراهيم الشديفات، الأسواق المالية والنقدية، دار الحامد، ط1، الأردن، 2006، ص 80.

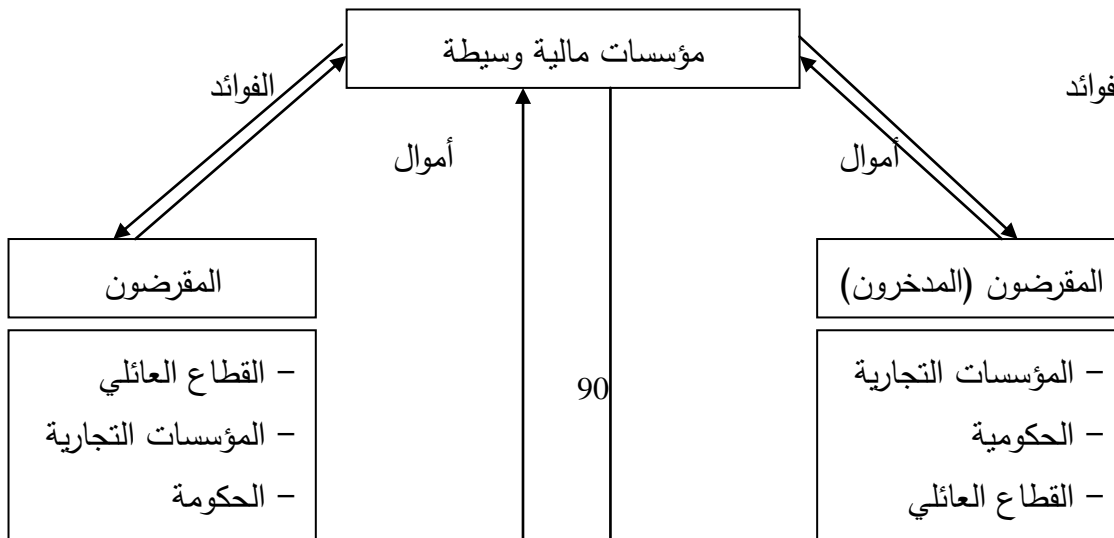
أو متاجر ينتركز دورهم في جمع الزبائن في حالات خاصة بالتبادل في البنوك الكبيرة وذلك لأن من الصعب على الصغار المستثمرين تملك هذه الأدوات مباشرة، وهذا بلا شك يقلل من درجة المخاطرة.

المطلب الرابع: وظائف السوق المالي الجزائري:

الفرع الأول: وظائف السوق المالي: لسوق المالي الجزائري وظائف عديدة تكمن فيما يلي:

- 1 يهدف إلى تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار: إن السوق المالي عبارة عن سوق يتم التداول فيه صكوك شركات أنشطة مختلفة وتتسم هذه السوق بالمرونة إذ ينقل المستثمر أمواله من مشروعات قائمة ليشتري أسهم وسندات في مؤسسات أخرى ومن ثم فإن هذه السوق تسعى لتنمية الإدخار وتشجيع توظيفه من أجل السمعة.
- 2 تمكين المستثمر من الحول على عائد معقول من إستثمارته المالية.
- 3 الإهتمام بوسائل الإعلام.
- 4 إستقرار وحدة النقد ولاشك أن إستقرار العملة في دولة ما ومحاولة السيطرة على التضخم يعتبر من أدوات جذب رؤوس الأموال.
- 5 تساعد في تنمية وتطوير أساليب التمويل المختلفة (طويلة، متوسطة، قصيرة الأجل) للمشروعات عن طريق تحريك الأموال.
- 6 توفير أو زيادة كمية المصادر المالية المتاحة حيث تتيح فرص عديدة لكل من الدائنين والمدنيين من خلال توفير قنوات إستثمارية متعددة.
- 7 تقديم المعلومات المالية إلى الأفراد والمشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي.
- 8 تساعد في العملية التنموية وتكون في نفس الوقت مؤشرا للأحوال الإقتصادية ومرآة عاكسة لما يحدث في الإقتصاد.

الشكل رقم (7): وظائف السوق المالي.



أوراق مالية

أموال

أوراق مالية

أموال

أموال

أوراق مالية

المصدر: أحمد القهمي الإمام، الأوراق المالية في البلاد العربية، إتحاد المصارف العربية، لبنان.

الفرع الثاني: دور السوق المالي الجزائري:

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة وهذا ما يعود بالإيجاب على الإقتصاد الكلي ليووجه نحو الإنعاش والتسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي إهتماما أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، وفي هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الإقتصادية.

1: دور سوق الأوراق المالية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية:

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الإستثمارات الأجنبية وهذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة ومغرية وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن إنضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات ويدل على أوضاعها الإقتصادية الجيدة ومركزها المالي المقبول. ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها⁽¹⁾، وخير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الإنتعاش الإقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

2: دورها في زيادة الإدخار:

(1) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 16.

إذ توفر سوق الأوراق المالية على الميل للإدخار، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض؛ كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجيع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الإستهلاكي لصالح الإدخار.

3: دورها في علاج المديونية:

فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للإستثمار في الأسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تقادي المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين. كما تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية. وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول⁽¹⁾.

4: دورها في عملية الخصخصة:

عمدت الكثير من الول إلى إنتهاج سياسة الإصلاح الإقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد، ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية، في إطار ما يعرف بالخصخصة. ولكن هذه الأخيرة يعترها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الإستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.

وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال نظمة وكبيرة مما يسمح بإستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم إستيعابها. ومن هنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، حيث أن العلاقة بينهما هي علاقة وطيدة. فسوق الأوراق المالية تزدهر وتتوسع وتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل عمليات التخصيص.

ومن أبرز مزايا الجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة مايلي:⁽²⁾

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين.

(1) عمر صقر، العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 125.

(2) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004، ص 08.

- إبعاد الشبهة في عملية وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.

- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة.

5: دورها تمويل خطط التنمية:

وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة إزدياد إلتجاء الحكومات إلى الإقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية وذلك عن طريق إصدار لسندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

6: دورها في تقييم الشركات والمشروعات:

إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فإنخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو سياستها أملا في تحسين مركزها.

7: دورها في تجنب الآثار التضخمية:

إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الإئتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج⁽¹⁾.

الفرع الثالث: معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر:

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسسية وهذا في حد ذاته خطة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الإستثمارية. إلا أنه ومن خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع إقتصادي، وإجتماعي وثقافي وتنظيمي...إلخ. وعليه فإنه لا بد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

1: المعوقات الإقتصادية:

(1) صلاح الدين السيسي، دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا إقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2003، ص 90.

- 1-1: التضخم:** وذلك من خلال تأثيره على الإدخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الإدخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل لثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لإقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الإستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات إستهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الإستهلاك التي إعتادوا عليها.
- وإذا إستمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الإدخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها. وقد شوهد في بداية التسعينات إرتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بإرتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية.
- كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الإستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الإسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الإنخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الإستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة.
- إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الإقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الإقتصاد فإنه يشجع على إنتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالإستقرار⁽¹⁾ وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.
- 1-2: السوق الموازية:** إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا على توجيه إدخاراتها نحو الإستثمار في الأوراق المالية.
- 1-3: ضعف الحوافز الجبائية:** ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الإقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الإدخاري والإستثماري.

(1) السيد محمد أحمد جاهين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1978/1981، دار النهضة العربية، 2001، القاهرة، ص 363

1-4 ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الإقتصادية قرابة 80% من مجموع

الإستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع:

- إرتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة.

- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.

- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى إعتبرات غير إقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولي محدود أو شركة ضامن ليس لدى ملاكها إستعداد لفتح رأس مالها للغير.

2: المعوقات السياسية والتشريعية:

1-2: المعوقات السياسية: من المعروف أن بورصة الجزائر أنها إفتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا

ما أسهم في مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية. بحكم أن المشتثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالإستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب، الإنقلابات السياسية، والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها.

2-2: المعوقات التشريعية: طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار

الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم⁽¹⁾، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم إنعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها⁽²⁾، نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق

(1) المادة 30 من نظام لجنة تنظيم ورقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 29-12-1997.

(2) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية تخص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 182.

للسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم⁽¹⁾، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

3: المعوقات الإجتماعية والثقافية والدينية:

3-1: العائق الإجتماعي والثقافي: إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه إدارها أساسا نحو البنوك العمومية بإعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل إستثمار أموالهم في القيم المتداولة.

3-2: العامل الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترتها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات بإعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 9-4-1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أنشطتها الأساسية مشروعة⁽²⁾، كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الإستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

4: المعوقات التنظيمية:

4-1: قلة المؤسسات المدرجة: تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح. وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة

4-2: عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لإختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، وأهدافهم وميولاتهم الشخصية، والتنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما

(1) نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط إعتداد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.

(2) جاسم علي الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجمع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 743.

البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا تتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما وسبق الإشارة إليه، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، ويحد من رغبة المستثمرين على الإستثمار في الأوراق المالية.

4-3: غياب الشفافية: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع إقتصادي مالي، محاسبي... إلخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعامين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

4-4: سير عمل البورصة: حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل إثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا. ضف غلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت الطويل سيط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر. كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.

المطلب الخامس: التجربة الجزائرية في مجال الصرف.

الدينار الجزائري في ظل مجال الصرف:

الفرع الأول: تطور أنظمة تسعير الدينار الجزائري والصرف: هناك أربعة مراحل:

1-1: المرحلة الأولى (1964 - 1973):

في هذه الفترة كل بلد عضو في صندوق النقد الدولي ملزما بالتصريح عن تكافؤ عملته بالنسبة إلى وزن محدد من الذهب الصافي أو بالنسبة للدولار، حيث حددت الجزائر سعر صرف الدينار بما يعادل 0.18 غراما من الذهب، وخلال ترة ضعف فرنك الفرنسي شرعت الجزائر تطبيق مخططات تنموية وهذه الخطوة أدت إلى عدم إنخفاض الدينار الجزائري مع إنخفاض الفرنك الفرنسي رغم علاقته لثابتة مع افرنك الفرنسي: $1 \text{ ج} = 1.25 \text{ فرنك أي ف ف} = 0.888 \text{ ج بين أوت } 1969 \text{ وديسمبر } 1973 \text{ ومع إستمرار إنخفاض الدينار بإنخفاض الفرنك وأمام هذه الوضعية ظهر نظام جديد لتسعير إلى تحقيق هدف مزدوج:$

- توفير دعم مقنع للمؤسسات الجزائرية بواسطة قيمة دج تفوق قيمته الحقيقية، وهذا لتخفيف تكلفة التجهيزات والمواد الأولية ومختلف المدخلات المستوردة.
- السماح للمؤسسات الوطنية بالقيام بتتواتها على المدى الطويل دون أن تتعرض لتغيرات عنيفة (تتازلية) لسعر الصرف، وهذا عن طريق غستقرار القيمة الخارجية للدينار الجزائري⁽¹⁾.

1-2: المرحلة الثانية (1974 - 1986):

تم تحديد قيمة دج على أساس سلة مكونة من 14 عملة من ضمنها الدولار الأمريكي، ويتم حساب سعر صرف الدينار الجزائري بالنسبة إلى العملات المسعرة من قبل البنك المركزي ج حسب الطرق التالية:

* حساب عملة بالنسبة للدولار الأمريكي $\frac{(\$ / jio) - (\$ / jin)}{(\$ / jin)}$ أو $\frac{(\$ / jio) - (\$ / jin)}{(\$ / jio)}$ على أن تؤخذ لقيمة الأكبر من بين المتغيرين $\$ / jio$ أو $\$ / jin$ كمقام لحساب التغير النسبي ونرمز هنا:

$\$$: دولا أمريكي.

Ji: كل عملة من العملات الصعبة 13 التي تكون في سلة دج.

Jio/\$: سعر \$ بالنسبة لكل عملة من العملات الصعبة الأخرى المكون للسلة سنة 1974.

jin/\$: سعر \$ بالنسبة لكل عملة من العملات الأخرى المكونة للسلة اليوم.

* حساب المتوسط المرجح بالتغيرات النسبية للعملات التي تتكون منها سلة دج بالنسبة لـ \$ أي مجموع التغيرات $\$ / Ji$ مرجحة بالعمل ai حيث يمثل هذا المعامل وزن كل عملة في السلة.

* حساب سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة لـ دج، يتم هذا وفق الطريقة التالية:

$$n- (\$ / DA) = (1 + \text{مجموع التغيرات النسبية } \$ / Ji \text{ مرجحة بالعامل } ai).$$

$$n- (\$ / DA) = \text{سعر الصرف اليومي للـ } \$ \text{ دج.}$$

$$o- (\$ / DA) = \text{سعر صرف } \$ \text{ بالنسبة لـ دج في 1974 (سنة الأساس).}$$

1-3: المرحلة الثالثة (سبتمبر 1986 - مارس 1987):

أدخل خلال هذه المرحلة تعديل طفيف على حساب معدل صرف دج مقارنة بالطرق السابقة، فأصبح بذلك التغير النسبي لكل عملة، تدخل في سلة دج، يحسب على أساس مخرج يساوي معدل الصرف السائد في سنة الأساس 74 ويعتبر هذا التعديل تمهيدا لسياسة التسيير الحركي لمعدل صرف الدينار التي شرع في العمل بها إنطلاقا من مارس 87⁽²⁾.

(1) محمود حمياتن مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1966، ص ص 155 - 156.

(2) محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1966، ص ص 157 - 158.

1-4: المرحلة الرابعة (مارس 1987 - منتصف 1992):

أدى التدهور المفاجئ سعر البترول سنة 86 إلى دخول الإقتصاد الجزائري في أزمة حادة تميزت بعجز نتج عنه تباطؤ خطير في النشاط الإقتصادي إثر تدني الواردات لمختلف المدخلات التي يحتاجها الجهاز الإنتاجي الذي ظل تابعا في هذا المجال للسوق العالمية، وقد أدى هذا الوضع إلى محاولة إدخال إصلاحات جذرية في مختلف المجالات أي التوجه إلى إقتصاد توجهه آليات السوق الحرة وبعد ذلك أصبح الدينار الجزائري قابلا للتحويل في المعاملات الجارية مع الخارج⁽¹⁾.

ضف إلى هذه المرحلة تطور سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.

جدول رقم 05: تطور سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
21.836	23.345	35.059	47.66	54.749	57.70	58.739	66.574	75.6
0	0	0	3	0	7	0	0	6

صندوق النقد العربي - التقرير الإقتصادي العربي الموجه سبتمبر 2001، ص 363.

الفرع الثاني: نظام تحديد قيمة الدينار الجزائري:

منذ جانفي 74 أصبح يتمتع بشيء من الحرية في تحديد قيمته أمام العديد من العملات وهذا بفضل تقييم يومي لقوته الشرائية يحدد عن طريق علاقة ثابتة بين الدينار وسلة من العملات، وتحدد هذه القيمة بواسطة أهمية المبادلات من السلع والخدمات وكذلك حركات رؤوس الأموال من تلك العملة مقارنة بالعملات الأخرى. ومنذ 89 قررت الحومة تخفيض الدينار بشكل إداري إلى غاية أن يصبح للدينار قيمة خارجية حقيقية، أي الوصول إلى تحويل تام. وهناك عدة أسباب لخلق النظام الجديد:

- نظام مقيد ومراقب بالنسبة لإمكانيات الحياة على العملة الصعبة وتحقيق المبادلات لخارجية.
- الدينار الجزائري ليس له قابلية التحويل إلى العملات الصعبة الأخرى في الأسواق العالمية.
- عدم وجود سوق داخلي لمبادلة العملات يحدد بصفة تلقائية قيمة دج (حسب قوة الطلب والعرض).
- إن وجود الخصائص السابقة يدل على أن السلطات الجزائرية إتبعته منذ الإستقلال طريقة تسمى طريقة سلة العملات وهي طريقة إحصائية تأخذ بعين الإعتبار كل العملات الأجنبية التي تتعامل بها الدولة حسب أهمية كل عملة وحسب التبادل التجاري مع تلك الدول التي تملك تلك العملة، تحتوي سلة العملات 14 عملة (\$، الين الياباني، الفرنك الفرنسي، المارك الألماني...)، أين يلعب \$ دور العملة الوسيطة وتحدد القيمة

(1) محمود حميدات، المرجع السابق، ص 195 - 160.

الخارجية للدينار حسب القيمة الخارجية لـ \$ في سوق باريس للعملة، تحسب معاملات الترويج المستعملة على أساس هيكل جانب النفقات من ميزان العملات الجارية⁽¹⁾.

قصيرة دون أن تجر ورائها إنعكاسات إقتصادية غير سليمة، كهروب العملة الصعبة، وإنهيار النظم الضريبية وتوسع وإزدهار السوق الموازية، وهكذا وجدت الجزائر نفسها حبيسة حلقة مفرغة للإختلالات الإقتصاد الكلي، مما أدى بالحكومة الجزائرية إلى تخفيض العملة الوطنية بنسبة 45% وتوالت هذه التخفيضات بشرائح متعاقبة خلال الفترة 1994/1990.

1- أسباب تخفيض سعر العملة:

إن هذا التخفيض المتتابع الذي إتخذته الجزائر لعدة أسباب منها:⁽²⁾

- 1 - مواجهة أسعار الصرف المغالي فيها، والتي نتجت عن التدهور في معدلات التبادل التجاري الدولي، ومواجهة المشاكل المتعلقة بميزان المدفوعات.
 - 2 - الحيلولة دون إرتفاع سعر الصرف الحقيقي (السوق الموازية)، وبهذا تحقق تصحيح المستوى الشامل للأسعار، ومن شأن الزيادة في مستوى الأسعار أن تخفيض فعلا من القيمة الحقيقية للثروات التي تدور خارج القطاع البنكي.
 - 3 - المساعدة على المحافظة على القدرة التنافسية لمنتجي السلع الوطنية، وتوسيع أسواق الصادرات، وبالتالي إمكانية الزيادة في النمو الإقتصادي الوطني.
 - 4 - هو رد فعل للإختلالات الأساسية المرتبطة بتمديد عدد كبير من الأهداف لإدارة سعر الصرف، حيث إعتبرت الجزائر هذا الإجراء عنصرا أساسيا لتحسين فعالية نظام الصرف الأجنبي، يتماشى مع جهود الدولة والأداء الإقتصادي والمالي، وهذا في وقت تعاني فيه الدولة من ضغوط في المدفوعات الخارجية الجادة، والتي إنعكست في شكل إنخفاض في إحتياطات النقد الأجنبي وإنخفاض إمكانية الإستيراد.
- إن تخفيض العملة لا بد أن يكون مرفوق بسياسات وإجراءات إقتصادية متكاملة وشاملة قصد التخفيف من تكاليف هذه السياسة، وعلى رأسها عملية الفوارق الإجتماعية، بإعتبارها سياسة مشابهة نوعا ما إلى سياسة

(1) محمود حميدات، المرجع السابق، ص 161 - 162.

(2) مبارك بوعشة، السياسة النقدية وآثار تخفيض العملة الوطنية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، العدد 12 - 1999، ص 83 - 84.

تخفيض الأسعار الداخلية ولهذا على حسب هذه السياسة تشترط أن تكون الأسعار والأجور تتمتع بالمرونة على حسب الوضعية الإقتصادية⁽¹⁾.

إن هذه التخفيضات التي إعتمدت عليها السلطة النقدية كان من ورائها أسباب داخلية وخارجية، متصلة ومرتبطة فيما بينها كحلقة مفرغة.

2- الأسباب الداخلية لإختلال الدينار الجزائري:

يمكن حصر أهمها فيما يلي:

- سوء التسيير في السياسات الإقتصادية المتبعة منذ السبعينات، والمجسدة أساسا في شكل شعارات للتنمية والتصنيع والتخطيط والمنطوية على قدر كبير من الإنفاق الإستثماري بتدخل أجهزة الدولة وتغليب الأولوية الإجتماعية.
- إستفحال ظاهرة السوق الموازية أو السوق السوداء وتهريب رؤوس الأموال والمضاربة حول العملات الأجنبية مما ساعد على تدهور العملة المحلية.
- عرفت الموازنة العمومية الجزائرية عجزا *، وعدة تقلبات ساعدت في تعميق إختلالات الاقتصاد الجزائري.
- إتباع الدولة لدعم الأسعار وإنشاء صندوق لدعم الفئات الاجتماعية سنة 1993 والذي كلفها في سنة واحدة حوالي 2456 مليار دينار وإنشاء صندوق ضمان الإنتاج.
- زيادة الإنفاق العسكري خاصة منذ سنة 1992، إذ إستلزمت الأوضاع السائدة في الجزائر الإعلان عن حالة طوارئ سنة 1991 ببناء مؤسسات عسكرية ضخمة مما أثر على إستمرار تزايد أعباء الدفاع الوطني.
- الكوارث التي عرفتها الجزائر خلال فترة الثمانينات أهمها الزلازل، إنهيار المباني، الجفاف، كل هذا إستدعى تخصيص مبالغ مالية ضخمة خاصة بها.

3- الأسباب الخارجية لإختلال الدينار الجزائري:

ومن الأسباب الخارجية لإختلال الدينار، نذكر منها مايلي:

(1) Jean- louis besson et Yann échirard, « optimalité et soutenabilité de unin monétaire européenne », collage « union dans un monde en mutation », du 16 au 27 août 2004, université jean moulin Lon 3, p 359.

* العجز الموازي: هو عدم قدرة الإيرادات العامة على تغطية النفقات العامة وهو الوضع الذي عانت منه الموازنة العمومية.

- الإعتماد الكبير على صادرات البترول، وواردات من السلع الأساسية خاصة الغذائية منها، أحدث عجز في ميزان الدفعات كحصيلة لتقلبات أسعار البترول وتقلبات أسعار صرف الدينار الجزائري المرتبطة بتدهور الدولار الأمريكي.
- تطور اليون الخارجية الجزائرية بمختلف العملات في ظل تعاظم فكرة التحرير الاقتصادي والتنمية، فبعدما كانت حد ظرفيا في الستينات لتصبح أزمة حقيقية بسبب سوء التسيير المنتهج الذي ساعد على تقادم حجم الديونية خاصة مع تزايد مستوى خدمة لدين من جهة وتزايد الإنفاق بشكل سريع جدا من جهة أخرى ما بل تراجع في العملات الصعبة.
- إن إنعدام الرقابة الصارمة على أسعار الصرف ورؤوس الأموال أدى بهروب الأموال إلى الخارج مع تدهور الاستقرار السياسي والاقتصادي وفقدان الثقة في العملة المحلية وفي الجهاز المصرفي.
- آثار إعتماد برنامج مكافحة ندرة السلع (إستهداف مواد البناء قطع الغيار، وأغذية الأنعام، وبيع الإستهلاك الغذائية والصناعية)، الذي تم إقراره من قبل الحكومة الجزائرية في أكتوبر 1979 وكان حجمه المالي 1.25 مليار دولار إلى أن وصل في نهاية الثمانينات إلى 03 مليار دولار سنويا، مما أدى بتآكل الاحتياطات من العملة الصعبة.

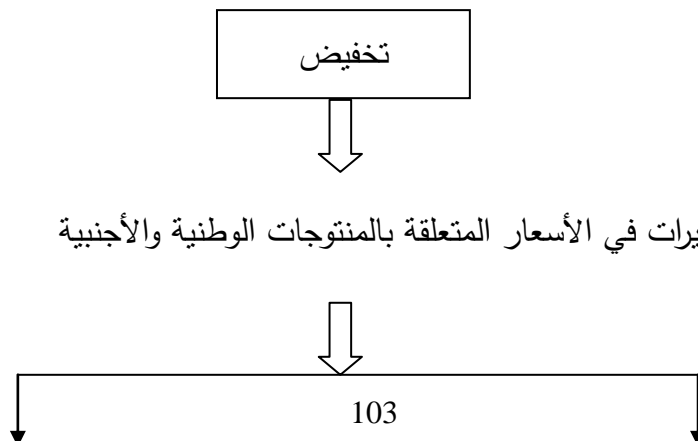
4- آثار تخفيض سعر العملة الوطنية:

- إن تخفيض قيمة العملة الوطنية يؤثر على أسعار المنتجات الأجنبية بإحدى الطريقتين:⁽¹⁾
- 1 تخفيض أسعار السلع والخدمات الوطنية مقابل العملات الوطنية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب الخارجي على المنتجات الوطنية وبالتالي زيادة الصادرات الوطنية.

(1) ب- برنبيه وإ. سيمون، أصول الاقتصاد الكلي، ترجمة. د/ عبد الله وإبراهيم شمس الدين، الكتاب للنشر والتوزيع، 1989، بيروت، ص 425.

2 ارتفاع أسعار السلع والخدمات الأجنبية المستوردة، مما يؤدي إلى نقص الطلب الوطني على هذه السلع والخدمات، وبالتالي تقليص الواردات وتحسن في الميزان التجاري والشكل المالي يوضح السياسة المنطقية المتتالية لإنخفاض سعر العملة الوطنية.

الشكل رقم (8): السلسلة المنطقية لتخفيض سعر العملة.



إرتفاع أسعار الواردات المعبر عنها بالنقود الوطنية	إنخفاض في أسعار المنتجات الوطنية المعبر عنها بالنقود الأجنبية
تقليص في الواردات	إرتفاع الطلب الأجنبي
إحلال المنتجات الوطنية للواردات	زيادة في الصادرات الوطنية

إرتفاع في الإنتاج والدخول

زيادة العملة زيادة في الأرباح والطاقة التراكمية

المصدر: مبارك بوعشة، السياسة النقدية وآثار تخفيض العملة الوطنية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، العدد 12-1999، ص 86.

أ: آثار تخفيض العملة الوطنية على مستوى الصادرات:

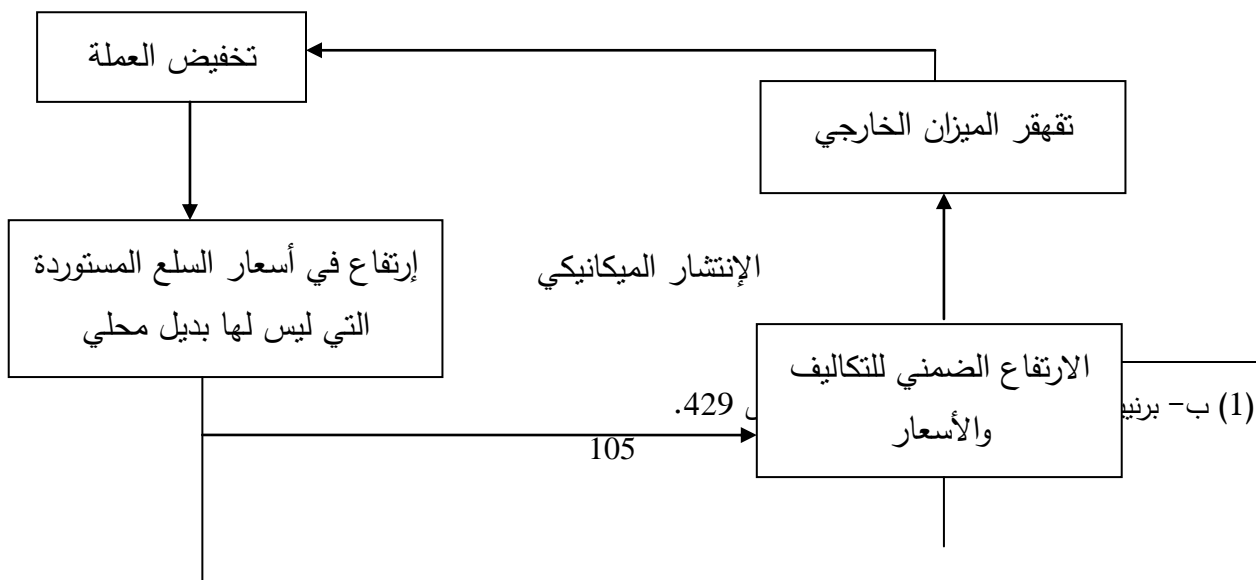
مبدئياً فإن تخفيض سعر العملة الوطنية يؤدي إلى زيادة الصادرات من السلع الوطنية، مما يخلق زيادة في نمو الطلب الخارجي عليها، وبالتالي زيادة في حجم وقيمة الصادرات الوطنية (كما يبينه الشكل (6-1))، وإنخفاض في واردات الدولة من السلع والخدمات، مما يؤدي إلى تخفيض في العجز في الميزان التجاري، حيث سجل الميزان التجاري الجزائري لسنة 1995م عجزا بقيمة 521 مليون دولار مقابل 864 مليون دولار سنة 1994. كما أن الصادرات الجزائرية عرفت سنة 1995 ارتفاعا بنسبة 21% مقارنة بـ 1994 ويعود هذا الإرتفاع إلى:

1- التحسن الذي عرفته أسواق تصدير النفط.

2- القيمة المرتفعة للصادرات خارج قطاع المحروقات، حيث قدرت بـ 510 مليون دولار خلال سنة 1995، و 276 مليون دولار سنة 1994، حيث تشكل هذه الصادرات من مواد نصف مصنعة ومواد غذائية وتجهيزات صناعية.

ومهما كان التحسن في الصادرات من السلع الوطنية، فإنه يستوجب على المؤسسات الوطنية أن تزيد مبيعاتها للخارج، حيث تتمكن من تغطية الخسارة في إيرادات العملة الأجنبية المنجزة عن انخفاض قيمة العملة الوطنية، خلق دفع قوي للأنشطة الاقتصادية مع المحافظة على مرونة الطلب الخارجي بالنسبة للسعر إضافة إلى الخصائص الأخرى للسلع النوعية، خدمات ما بعد البيع،... إلخ). ويشير بعض الاقتصاديين⁽¹⁾، بأن تخفيض العملة الوطنية نظريا يؤدي إلى إعادة التوازن الخارجي للبلد، فقبل السبعينات ظهرت هذه الآثار مواتية تقريبا بسرعة، لكن من الملاحظ اليوم بأن الآثار السلبية تقوى، حيث أنه قبل أن تعوض الآثار الإيجابية لتخفيض العملة الآثار السلبية وتعيد التوازن التجاري، يمكن أن يسرع التضخم ويزيل الآثار الأولى الإيجابية لهذا التخفيض مما يؤدي إلى حلقة مفرغة حقيقية، كما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (9): الحلقة المفرغة لتخفيض العملة.



تغيرات سيكولوجية قواعد مؤسساتية

الآثار المتتالية

لعب التوقعات المسبقة للتضخم

لعب القياس

المصدر: مبارك بوعشة، صدر سبق ذكره، ص 88.

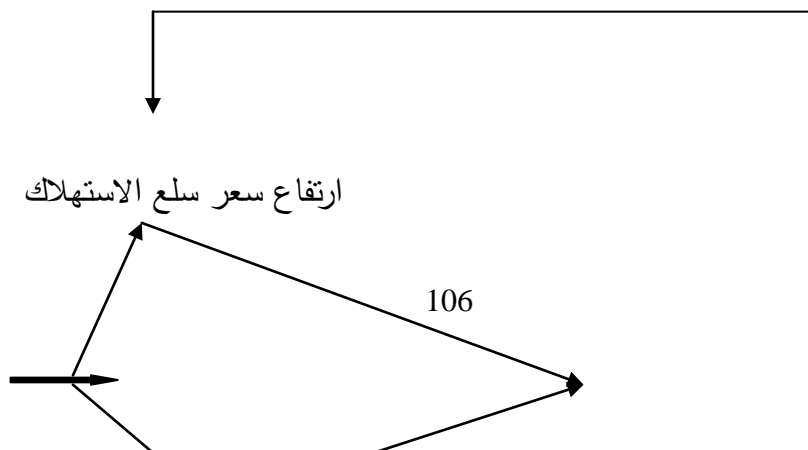
ب: آثار تخفيض العملة الوطنية على مستوى الواردات:

نظريا ومن إحدى نتائج تخفيض العملة الوطنية، الإرتفاع في الأسعار المستوردة، والآثار المباشرة له المنعكسة على السلع الإستهلاكية، والوسيط، وفي حالة مصاحبة هذا الإرتفاع في الأسعار بتصحيحات في الدخل. سيؤدي ذلك إلى آثار أخرى للتضخم بالنسبة للأجور، حيث أن تخفيض العملة له أثر تضخمي واضح ويولد:

1 لولب أسعار - أجور (كما يوضحه الشكل رقم (6-3)).

2 حلقة مفرغة لتخفيض العملة الوطنية.

الشكل رقم (10): لولب الأسعار والأجور:



ارتفاع الأجر ارتفاع سعر الواردات تخفيض العملة

ارتفاع سعر سلع الاستهلاك

المصدر: برنييه وإسيمون، ص 425.

إن هذا الأثر واضح في الاقتصاد الجزائري، حيث أنه بعد التخفيض في العملة الوطنية وإلغاء القيود على الأسعار، إنطلقت الضغوط المكبوتة للسيولة المفرطة، مما أسهم في زيادة متوسط المعدل السنوي للتضخم⁽¹⁾، من حوالي 10% بين 84-88 إلى حوالي 25% في 90-91 و 30% سنة 1995، إلا أن الإنخفاض في الواردات لسنة 1996 يرجع حسب المسؤولين إلى عدم قدرة المؤسسات الوطنية على الاستيراد لتحقيق برنامجها، وذلك نظرا للعجز المقدر بـ 122 مليار دينار، الذي تواجه خزينتها، وبالتالي امتناع البنوك عن تزويدها بالقروض اللازمة لذلك، بالرغم من أن الحكومة خصصت 148 مليار دينار سنة 1995 لتطهير المؤسسات العمومية.

كل هذه القيود أملت على المؤسسات الوطنية سياسة إحلال السلع الوطنية التي أصبت أسعارها نسبيا منخفضة، محل سلع مستوردة أصبحت أسعارها نسبيا عالية. ولعل هذا ما يفسر الاتفاقات المبرمة أخيرا بين المؤسسات الوطنية هذا السلوك الإقتصادي سيؤدي إلى تشجيع الصادرات وتخفيض الواردات، لكن هذه العملية تحتاج إلى وقت زمني لنجاحها.

كما أن التخفيض في العملة الوطنية أدى إلى ارتفاع في أسعار السلع الأساسية ما بين 25-100%⁽²⁾.

وفي حالة عدم تمكن الدولة الحد من هذا الارتفاع، فإنه قد يلغي المنافع والفوائد الناجمة عن إجراءات

تخفيض العملة الوطنية، إلا أن الأسباب المؤدية إلى ارتفاع الأسعار الوطنية يمكن تلخيصها في مايلي:⁽³⁾.

1- أثر الانتشار الميكانيكي (أنظر الشكل رقم (6-2) لأسعار السلع المستوردة وبعض أسعار السلع المصدرة بالعملة الوطنية على أسعار السلع الوطنية التي تحل محلها، وأسعار السلع الوطنية المندمجة فيها، حيث يمتد

(1) صالح نولي وبيتر كورنيليوس وأندريا جورجيو، جهد جاد في شمال إفريقيا لجعل العملات قابلة للتحويل، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 1992، ص 45.

(2) تقرير مناخ الاستثمار في الجمهورية الجزائرية، لسنة 1994 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار الكويت، ص 104.

(3) د. عبد الفتاح غريال وآخرون، السياسات التصحيحية في الاقتصاد التونسي، السياسات التصحيحية والتنمية في الوطن العربي، بحوث ومناقشات ندوة عقدت بالكويت في الفترة 20-22 فيفري 1988 المعهد العربي للتخطيط، دار الرازي للطباعة والنشر والوزيع، ط1، لبنان، 1989، ص 117-135.

هذا الانتشار إلى أسعار منتجات مختلف قطاعات الإنتاج الوطنية، بمعدلات تتناسب مع طبيعة التشابك الصناعي القائم في الإقتصاد ومع درجة الإعتماد على مستزمات وعوامل الإنتاج الأولية المستوردة والداخلية في العمليات الإنتاجية المحلية.

2- الأثر الميكانيكي على الأسعار نتيجة لانخفاض قيمة الدعم الحكومي للأفراد والمؤسسات ولزيادة الضرائب. - ومهما كانت الأسباب فإن تخفيض العملة الوطنية يؤدي إلى تقييد الطلب النهائي، وارتفاع الأسعار المحلية للسلع المستوردة، بنسبة التخفيض في سعر الصرف مقابل العملة التي يتم بها الإستيراد، هذا الارتفاع في الأسعار ينجر عنه أثار هامة في مستويات الدخل والثروات، هي نتائج هامة إقتصادية وسياسيا وإجتماعيا. ج: أثار تخفيض العملة الوطنية على الأجور والقدرة الشرائية:

بالنسبة للمؤسسات الوطنية في المرحلة الأولى، يكون لتخفيض العملة الوطنية أثر سلبي، حيث يؤدي إلى تخفيض القدرة الشرائية للمؤسسات الوطنية، نتيجة ارتفاع سعر المواد الوسيطة المستوردة، لكن في مرحلة لاحقة سترتفع القدرة الشرائية للمؤسسات الوطنية عن طريق الفعالية الاقتصادية، في زيادة الإنتاج وبالتالي الزيادة في التصدير. أما بالنسبة للأفراد فإن الأثار تكون سلبية، وتؤدي إلى إنخفاض القدرة الشرائية للأسر، وبالتالي النقص في الطلب الفعال، وتحمل الفئات الإجتماعية ضعيفة الدخل عبأين:

1 زيادة أسعار السلع المستوردة من الخارج.

المبحث الثاني: الأدوات المالية الدولية وجذب العملة الصعبة في الجزائر.

المطلب الأول: تطوير الأدوات المالية في الجزائر:

الأسواق المكونة في الجزائر: تظم سوق المال الجزائري للقيم المنقولة مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين المحليين الموزعين على سوقي الأسهم والسندات، أما أهم المؤسسات التي أدرجت أوراقها المالية في البورصة خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى يومنا هذا مصنفة حسب طبيعة السوق:

الفرع الأول: السوق الرئيسية:

الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حاليا أربع (04) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال SAIDAL: الناشط في القطاع الصيدلاني.
 - مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي EL AURASSI: الناشطة في قطاع السياحة.
 - أليانس للتأمينات ALLIANCE: الناشطة في قطاع التأمينات.
 - أن سي أ- رويبة NCA: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، وحتى منتصف سنة 2014 لم تدرج أي مؤسسة في إطار هذا السوق. أما فيما يتعلق بحجم إصدارات الشركات الأربعة في السوق الرئيسية يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم 06: إصدارات شركات السوق الرئيسي في بورصة الجزائر حتى نهاية سنة 2013.

القطاع/ الفئة	اسم الشركة	الرمز في البورصة	عدد الأسهم المتداولة	القيمة الإسمية دج	رمز ISIN
التأمينات	أليانس للتأمينات	ALL	1.804.511	380	DZ0000010037
الصناعة الغذائية	أن سي أ رويبة	ROUI	2.122.988	100	DZ0000010045

DZ0000010029	250	1.200.000	AUR	الأوراسي	الفندقة
Dz0000010003	250	2.000.000	SAI	صيда	الصيدلة

المصدر: Rapprt COSOB 2013, p : 75

1. سوق سندات الدين: أما بالنسبة لسوق سندات الاستحقاق نجد كل من: شركة سونلغاز SONELGA، الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات Spa DAHLI، شرك النقل الجوي الجزائرية AIR ALG، والجزائرية للاتالات، وشركة سونطراك SONATRACH، فندق الرياض سطيف ERIAD، المؤسسة المالية الائتمان الإيجاري المغاربي بالجزائر MLA، وبطبيعة الحال جل هذه المؤسسات المصدرة في هذا السوق حلت تواريخ إستحقاق سنداتها، الأمر الذي إستوجب خروجها من البورصة، حيث يوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذه السوق، وهو خاص بشركة الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات Spa DAHLI، التي من المقرر أن يحل تاريخ إستحقاق سنداها في سنة 2016.

- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حاليا 27 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 320 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عامًا، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

2. نشاط الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وحجم تداولاتها:

2.1: بالنسبة للمتعاملين في السوق الرئيسية: في هذا العنصر من البحث نعمل على تحليل حجم وقيمة المعاملات التي تمت في هذه السوق، سواء على مستوى السوق الأولي والذي يمثل سوق الإصدار، ثم على مستوى السوق الثانوي أين يتم تداول الأوراق المالية فيه.

1.1.2 السوق الأولي (سوق الإصدار): شهدت السوق الأولية خلال عام 2013، شكل جديد من الأسهم المدرجة والمتعلقة بشركة NCA روبية لعاملة في مجال الصناعة الغذائية، التي حازت على تأشيرة الدخول من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 06 فيفري 2013، من خلال إصدار 25% من إجمالي

رأسمالها للاكتتاب والتداول والبالغ 2.122.988 سهم، وبهذا يصبح عدد المتعاملين في السوق الرئيسي -سوق رأس المال- لبورصة الجزائر هو أربعة متعاملين.

2.1.2 السوق الثانوي (سوق التداول): خلال السنة المالية 2013 بلغ حجم التداول الإجمالي 120.681 سهم محققا بذلك زيادة صافية قدرها 143.94% مقارنة مع السنة المالية 2012، والجدول التالي يبين تفاصيل حجم تداول كل متعامل خلال سنة 2013.

جدول رقم 07: تفاصيل حجم تداول كل متعامل خلال سنة 2013

اسم الشركة	الرمز في البورصة	حجم التداول (سهم)
أليانس للتأمينات	ALL	40
أن سي أ رويبة	ROUI	102.238
الأوراسي	AUR	11.702
صيда	SAI	6.701
الحجم الإجمالي		120.681

المصدر: التقرير السنوي COSOB لسنة 2013.

أما القيمة المتداول لعام 2013 الإجمالية فقد بلغت نحو 49.116.990 دينار مسجلة بذلك إرتفاعا نسبته حوالي 36.29% مقارنة بالعام السابق، موزعة على الشركات المدرجة على النحو التالي:

جدول رقم 08: الشركات المدرجة في البورصات وقيمة تداولها

اسم الشركة	الرمز في البورصة	قيمة التداول (دج)
أليانس للتأمينات	ALL	27.400
أن سي أ رويبة	ROUI	40.943.600
الأوراسي	AUR	4.246.440
صيда	SAI	3.899.550
القيمة الإجمالية		49.116.990

المصدر: التقرير السنوي COSOB لسنة 2013.

الشكل رقم (12): تطور قيمة التداول اجمالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 حتى سنة 2013 (دج).

المصدر: التقرير السنوي COSOB لسنة 2013.

ومن خلال الشكل يتضح أن قيمة الأسهم المتداولة تتطور بشكل عشوائي منذ عام 2010، والملاحظ أن سنة 2011 سجلت أكبر قيمة تداول خلال الفترة، نتيجة دخول متعامل ثالث جديد والمتمثل في شركة التأمين أليانس محققة بذلك قيمة تداول بلغة 161.414.250 دج خلال السنة والتي تمثل نسبة 87.19% من إجمالي القيمة المتداولة لنفس السنة. أما تفصيل تداولات أسهم الشركات الأربعة كما يلي:

1.2.1.2: أسهم الأوراسي AUR: يعتبر فندق الأوراسي أول متعامل أدرجت أسهمه بالسوق الرئيسي لبورصة الجزائر وكان ذلك في منتصف سنة 1999، من خلال طرح 1.200.000 سهم للاكتتاب العام من أصل 6.000.000 سهم مكون لرأس مال النقد، وكان سعر العرض للسهم الواحد 400 دج، حيث سجلت أسهم فندق الأوراسي خلال سنة 2013 أوامر إجمالية عددها 315 أمر حجمها بلغ 260.814 سهم، منها 241.381 سهم تتعلق بأوامر شراء و 19.433 سهم حجم أوامر البيع، محققا بذلك قيمة تداول إجمالية خلال السنة 4.246.440 دج، بتداول 11.702 سهم محققة زيادة 1.136.185 دج مقارنة بسنة 2012، أما الأسعار السوقية لأسهم الأوراسي خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 حتى نهاية سنة 2013 نوضحها من خلال البيان التالي:

الشكل رقم (11): تطور السعر السوقي لسهم الأوراسي خلال الفترة 2013/2010.

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz

يتضح من البيان أن الحد الأدنى لأسعار السوق التي حققتها أسهم الفندق خلال الفترة هي 340 دج للسهم وكان ذلك خلال نهاية سنة 2012 وإستمر ذلك حتى منتصف سنة 2013 ليبدأ في التحسن ليحقق بنهاية سنة 2013 قيمة 390 دج للسهم، في حين كان أقصى سعر حققه السهم خلال الفترة هو 500 دج منتصف سنة 2011 وإستمر حتى بداية سنة 2012.

2.2.1.2 أسهم شركة التأمين أليانس ALL: ميز بورصة الجزائر سنة 2011 بدخول متعامل جديد والمتمثل في شركة التأمين أليانس التي طرحت حصة حجمها 1.804.511 سهم للجمهور وهي تعادل ما نسبته 31% من إجمالي أسهم رأسمال الشركة التي تحمل قيمة اسمية 380 دج للسهم الواحد، حيث تحصلت هذه الشركة على تأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB بتاريخ 2010/08/08، أما الطرح الفعلي للأسهم في السوق كان يوم 2011/03/07 والوسيط المتعامل في البورصة الذي إختارته الشركة IOB هو القرض الشعبي الجزائري CPA.

بلغ عدد الأوامر التي سجلتها الشركة خلال أول سنة تداول لها 668 أمر متضمنة حجم إجمالي بـ: 765.637 سهم نها 226.310 سهم كان موضوعها أوامر بيع، في حين الباقي 539.327 سهم كحجم أوامر شراء، أما عدد الأسهم التي تداولت في البورصة خلال هذه السنة بلغ عددها 194.475 سهم ما يعادل قيمة سوقية إجمالية 161.414.250 دج، بينما وخلال سنتي 2012 و 2013 تراجع حجم تداول أسهم الشركة بصورة كبيرة، كما يوضحه البيانين التاليين:

الشكل رقم 12: حجم وقيمة تداول أسهم شركة التأمين أليانس خلال الفترة 2013/2011:

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية COSOB للسنوات 2011، 2012، 2013.

يتضح من الجدول أعلاه أن أحجام وقيم تداول أسهم شركة التأمين أليانس قد تراجعت وبشكل كبير منذ بداية تداولها لأول مرة سنة 2011، حيث نلاحظ أنه بسنة 2012 كان مستوى التراجع تقريبا 860% مقارنة بسنة 2011، ويقابله كذلك نفس التراجع في حجم تداول السنتين، لتسجيل سنة 2013 أدنى مستوى تداول لأسهم الشركة حيث لم يتجاوز حجم تداولها 40 سهم مقابل قيمة 27.400 دج مسجلة بذلك مستوى تداول شبه معدوم مقارنة بحجم الأوامر المسجلة في البورصة المتعلقة بأسهم الشركة وبالبالغة 2.845 أمر بحجم 1.569.696 سهم منها 70 سهم حجم أوامر الشراء و 1.569.625 سهم حجم أوامر البيع.

أما السعر السوقي لسهم شركة التأمين أليانس خلال نهاية سنة 2013 بلغت 610 دج للسهم مسجلة بذلك إنخفاض كبير يقدر بنحو 220 دج للسهم مقارنة بأول قيمة له عند سنة الإصدار.

3.2.1.2 أسهم مجمع صيدال SAI: قام مجمع صيدال بتخصيص حصة نسبتها 20% من رأس ماله الإجتماعي والتي تعادل 500 مليون دج ليتم طرحها في بورصة الجزائر للاكتتاب، وقد وزعت على 2.000.000 سهم، بقيمة إسمية بلغت 250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي فيبقى ملكاً للدولة. وتم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة اكتتاب إبتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999.

أما فيما يتعلق الأوامر التي سجلها المجمع خلال سنة 2013 فقد بلغت 692 أمر مقارنة بـ: 1.196 أمر سنة 2012 و 476 أمر سنة 2011، في حين بلغ حجم أوامر سنة 2013 قرابة 254.162 سهم منها 124.114 سهم تخص أوامر شراء و 130.048 سهم حجم أوامر البيع، أما حجم التداول الإجمالي تركّز على 6.701 سهم سنة 2013 بإنخفاض نسبته 55.4% مقارنة بالسنة السابقة.

وبنفس السنة 2013 بلغت قيمة التداول الإجمالي لأسهم المجمع 3.899.550 دج عن طريق تنفيذ 48 صفقة، ما يعادل 8% من إجمالي قيمة التداول المحققة خلال هذه السنة في البورصة، أما فيما يتعلق بتطور قيمة التداول أسهم المجمع خلال الفترة 2013/2010 يعكسها البيان التالي:

الشكل 13: تطور قيمة التداول أسهم مجمع صيدال خلال الفترة 2013/2010.

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz

يتضح جليا من البيان أن أعلى قيمة تداول سجلتها أسهم المجمع كانت بسنة 2011 بتنفيذ 476 أمر من خلال 155 صفقة ليتراجع هذا المستوى إلى النصف تقريبا سنة 2012 نتيجة تراجع عدد الأوامر المنفذة وحجمها.

أما بخصوص تطور القيمة السوقية لأسهم المجمع خلال الفترة 2010 إلى غاية نهاية سنة 2013، لم تسجل أي إستقرار مطول مقارنة بأسهم الشركتين السابقتين، فقد بلغت أقصى قيمة لها بداية منتصف سنة 2011 بتسجيلها لقيمة 720 دج للسهم الواحد، لتتراجع أسعار أسهم المجمع بعد ذلك إلى مستوى 450 دج للسهم نهاية سنة 2013.

4.2.1.2 أسهم أن سي أ رويبة ROUI: كما سبق ذكره تحصلت شركة أن سي أ رويبة على تأشيرة الدخول إلى بورصة الجزائر خلال سنة 2013 وهي أول سنة تداول لأسهم الشركة، حيث إستطاعت هذه الشركة خلال سنة 2013 أن تتحصل على نسبة 83.35% من قيمة التداول الإجمالية لبورصة الجزائر بداية من تاريخ 2013/06/3، من خلال تنفيذ 43 صفقة بحجم تبادل 102.238 سهم، أما السعر السوي لأسهم الشركة سجل إستقرار تقريبا تام خلال السنة بقيمة 400 دج للسهم، أما التذبذب المسجل في الأسعار لم يتجاوز 5 دج خلال السنة.

3.1.2 سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تعتبر شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما، عادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القدرة الكافية لتحقيق هذه الشروط، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها، ومع ذلك لم يسجل هذا السوق أي إدراج حتى منتصف سنة 2014.

2.2 بالنسبة للمتعاملين في سوق سندات الدين: خلال سنة 2013، لم تمنح لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أي تأشيرة تتعلق بالسندات، بإستثناء الديناميكية التي شهدتها البورصة في منح التأشيرات من قبل اللجنة خلال الفترة 2004-2008، هذه الديناميكية لم تتم ملاحظتها خلال الأربع سنوات الأخيرة، الأمر الذي يقلل من حجم السندات المتداولة في السوق.

وخلال سنة 2010 لوحظ حلول تواريخ إستحقاق أربعة قروض سندية، وصل مجموع مبلغها 27.26 مليار دج في مقابل 14.11 مليار دج خلال سنة 2009، ويتعلق الأمر بسندات المؤسسات التالية: الشركة الوطنية لأشغال الآبار إستحققت سندات بتاريخ 2010/07/20، ثم شركة الخطوط الجوية الجزائرية بتاريخ 2010/12/01، وبعدها بعشرة أيام إستحقاق سندات المؤسسة الوطنية لأشغال الحفر، لتغلق السنة بحلول

إستحقاق ثاني قرض سندي لمجموعة سونلغاز من أصل 11 قرض سندي في رصيد الشركة بتاريخ 2010/12/27.

وبداية من سنة 2011 أصبح عدد المؤسسات المسعرة لسنداتهما في البورصة أربعة هي: إتصالات الجزائر المستحق سنداتهما خلال هذه السنة، وسندي مؤسسة سونلغاز إحداهما يستحق هذه السنة والثاني سنة 2014، بالإضافة إلى القرض السندي لشركة داخلي للفندقة. وهذا يصبح عدد المؤسسات المسعرة لسنداتهما في البورصة بعد نهاية 2011 مؤسستين هما: سندي شركة سونلغاز المستقفة سنة 2014 وشركة داخلي المستقفة سنة 2016.

أما فيما يتعلق بمؤشرات سوق سندات الدين، بلغت قيمة إجمالي السندات المتداولة للمتعاملين سونلغاز وشركة ذات الأسهم داخلي للفندقة في بورصة الجزائر نهاية سنة 2013 مبلغ 51.911 مليون دج من خلال تداول 6.908 سند لإجمالي المؤسستين، والبيان أسفله يبرز تطور قيمة وحجم التداول سوق سندات الدين خلال الفترة 2010 - 2013.

الشكل رقم 14: تطور قيمة وحجم التداول سوق سندات الدين خلال الفترة 2010-2013 (مليون دج):

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية COSOB للسنوات 2011، 2012، 2013، 2010. يتضح من البيان أن قيمة التداول بلغت ذروتها خلال سنة 2012 نتيجة حجم التداول الكبير الذي حققته سندات شركة سونلغاز والتي بلغت لوحدها قمة 548.68 مليون دج ما نسبته 86.11% من قيمة التداول الإجمالية، أم سنة 2013 إنخفضت قيمة التداول إلى أدنى مستوى لها خلال الفترة ككل مسجلة بذلك تراجع نسبته 918% مقارنة بسنة 2012 بالنسبة لسند سونلغاز المستحق سنة 2014 سجل خلال العشر جلسات بالبورصة تسعة مرات سعر تداول نسبته 100% وجلسة واحدة بنسبة 101% في حين سند شركة داخلي للفندقة خلال إحدى عشر جلسة لم تتجاوز سعر تداول النسبة 95%.

3.2 السوق الثانوي لسندات الخزينة العمومية OTA: حتى نهاية سنة 2013 بلغ عدد خطوط سندات الخزينة العمومية المسجلة ببورصة الجزائر 26 خط، بزيادة خط واحد مقارنة بسنة 2012، أما لقيمة اجمالية

لسندات هذه الخطوط سنة 2013 كانت 303.759 مليار دج، مقابل 297.204 مليار دج سنة 2012 و 273.354 مليار دج سنة 2011.

الفرع الثالث: تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2013:

من خلال العرض السابق الذي أبرنا من خلاله تفصيل تداولات الشركات المسجلة في بورصة الجزائر في كل من سوقي الأسهم والسندات، سنحاول الآن استخدام مؤشر إجمالي لتقييم أداء بورصة الجزائر وهو مؤشر قيمة التداول الإجمالية للأوراق المالية المقيدة في البورصة خلال الفترة 2010-2013، من خلال البيان التالي: المصدر: إعداد الباحث معتمدا على: التقارير التي تصدرها بورصة الجزائر والمنشورة على موقعها الإلكتروني. يتضح من البيان وخلال الفترة المعنية أن أداء بورصة الجزائر تزايد وبشكل كبير بداية من سنة 2011 بدخول شركة التأمين أليانس وإصدارها أزيد من 1.8 مليون سهم خلال السنة وتحقيق البورصة لقيمة سوقية إجمالية بلغت 14.96 مليار دج، ليتراجع هذا المستوى خلال السنة الموالية 2012 إلى مبلغ 13.02 مليار دج بإنخفاض نسبته 129.5%، ليرتفع هذا المستوى خلال سنة 2013 بدخول متعامل رابع للبورصة هو شركة أي سي أروبية بتداول أزيد من 2.1 مليون سهم الأمر الذي ساهم في زيادة القيمة اسوقية لبورصة الجزائر بنسبة 6.07%، لتستقر القيمة السوقية للبورصة عند مستوى 13.81 مليار دج.

المطلب الثاني: علاقة الأدوات المالية بالعملة الصعبة:

تعتبر المؤسسة المصرفية الخلية الأساسية لتمويل الاقتصاد، وتكمن أهميتها في تنمية ثروات البلاد وجلب العملة الصعبة. إلا أن المصرف يحتاج إلى وسائل تمكنها من البقاء والاستمرار في تحقيق نشاطها أو تطويره أو تغييره مثلها مثل جسم الإنسان الذي يحتاج إلى هواء وماء ومواد تمكنه من العيش وتجديد طاقاته. كانت الأزمة الاقتصادية الكبرى لسنة 1929 سببا لأزمة اقتصادية طويلة شاركت فيه المصارف بمشاركة في المضاربة خلال العشرينات، وهو ما أدى إلى إفلاس آلاف المؤسسات. وبدأت المصارف تفلس تباعا، فأكثر من 10000 إفلاس مصرفي في أقل من 10 سنوات في الولايات المتحدة الأمريكية. من أجل الحد هذا الإنهيار المصرفي، تدخلت الدول عن طريق إصدار جملة من القوانين المصرفية في الثلاثينات لتنظيم المهنة، وهي التي أعطت للمصارف شكلها الحالي في ظل رقابة الدولة. فإضطرت الحكومات إلى إصدار القوانين اللازمة وضع الشروط لمزاولة أعمال المصارف لحمايتها من خطر إفلاس يسبب ما قد يصيبهم من الخسائر أو غير ذلك.

انتشر المصرف الشامل بشكل واسع في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال شركات قابضة يكون صيارفة شاملة تعد من الاهتمامات الكبيرة للمصارف على المستوى عالمي ضمن المعطيات الجديدة للعولمة الاقتصادية خاصة مع نهاية التسعينات من القرن العشرين. في أغلب دول العلم لإعادة هيكلة عمل وإعادة هيكلة عملياتها قصد التأقلم مع الواقع والوضع الاقتصادي المالي العالمي، وبقي النقاش قائم حول فعالية المصارف التقليدية من خلال علاقاتهم بالمستثمرين.

الفرع الأول: الإصلاحات المصرفية في الجزائر:

هناك ضرورة لإصلاح الجهاز المصرفي الجزائري: داخليا بسبب فشل سياسة التطهير المالي الجذري من أجل القضاء على الحلقة المفرغة للمديونية لمفرطة للمؤسسات العمومية، فقد تحملت الخزينة العمومية العبء الكبير. وخارجيا نتيجة لجملة من الظروف الاقتصادية العلمية المتميزة بها يعرف بالعولمة إنهيار أسعار المحروقات، تسيير المديونية الخارجية حسب معدلات الفوائد وأجال لا تطاق وعمليات إعادة النظر على عمل لجهاز المصرفي في خطط التعديل الهيكلي يتطلب إعادة النظر على عمل الجهاز المصرفي. تعرف الجزائر هذه السنوات الأخيرة تغييرات جذرية في جميع مؤسساتها، سواء التي تتعلق بالدولة أو تلك التي تمس بالقطاع الاقتصادي والمالي. وهذا بسبب تغيير ظاهرها الاقتصادي من نظام مخطط إلى نظام تسوده المنافسة أو مايسمى بإقتصاد السوق.

أ: الإصلاحات المصرفية لسنة 1986:

جاءت إصلاحات 1986 كرد مباشر لإنخفاض أسعار البترول ونقص المداخل الذي أدى إلى ضعف في مراحل التمويل بالإضافة إلى وجود صعوبات في التعامل بين الجهاز المصرفي والمؤسسات المومية ترجع لوجود توطين إجباري لدى مصرف واحد عند التمويل وغياب سياسة تأطير القروض وعدم وجود سوق نقدية وسوق مالية.

وفقا لقانون 86-12 المؤرخ بتاريخ 19/08/1986 بالنسبة لقانون البنوك والقرض، فإن الدولة أرادت إعطاء دورا أكثر أهمية للبنوك الثانوية، وهذا بالقيام ببعض التغييرات على مستوى الهياكل الاستشارية والمتمثلة في إنشاء مجلس وطني للقرض ولجنة لمراقبة عمليات البنوك بدلا من مجلس القرض واللجنة التقنية للمؤسسات المصرفية المنشئة سنة 1971. فقد ألزمت المارف بمتابعة استخدام القروض التي تمنحها ومتابعة الوضعية

المالية للمؤسسات الاقتصادية العمومية، وبالتالي اتخاذ كل التدابير الضرورية لتقليل من مخاطر عدم رد القرض المصرفية⁽¹⁾.

جاء المخطط الوطني للقرض في القانون 86-12 المؤرخ في 19 سبتمبر 1986م المتعلق بنظام البنوك والقرض. ليشكل النظام المصرفي داخل هذا القانون، أداة تطبيق السياسة التي تقرها الحكومة في مجال جمع الموارد وترقية الادخار وتمويل الاقتصاد.

يعتبر المخطط الوطني لقرض عبارة عن ترجمة عليا للوسائل والأهداف التنموية التي سطرته الحكومة في المجال المالي ليحدد، في إطار المخطط الوطني للتنمية، الأهداف المطلوب تحقيقها في مجال جمع الموارد والعملية.

.....مراحل أساسية:

1 جمع المعلومات من المؤسسات الاقتصادية بتقدير من قبل المؤسسات القرض لكي تقدم للبنك المركزي الذي يدرسها ويقدمها للوزارة المعنية.

2 تحديد التوازنات الكلية، بناء على ما سبق، يعد المجلس الوطني للقرض رفقة الحكومة مخطط للقرض الوطني بالتوافق مع أهداف التنمية الاقتصادية السنوية.

3 وأخيرا تنفيذ المخطط الوطني للقرض من قبل البنك المركزي الجزائري.

ب: الإصلاحات المصرفية لسنة 1988:

أدت الإصلاحات الاقتصادية إلى إحداث تغييرات عميقة على النظام المصرفي منذ 1986 بإصدار قانون البنوك والقروض لبعث الجهاز المصرفي من خلال تجديد صلاحياته، ثم تدعيمه بقانون آخر لاستقلالية المؤسسة العمومية رقم 88-06 الصادر في بداية سنة 1988، هذا الإجراء كحد لهيمنة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ومحاولة إعطاء ديناميكية جديدة لآليات التمويل وإعطاء استقلالية مالية وفي التسيير⁽²⁾. تدعمت هذه الإرادة بقوانين استقلالية المؤسسات سنة 1988 التي تضمنت نصوصها المعتمدة في هذا الإطار إشارات الانتقال من نظام التسيير المركزي للاقتصاد إلى النظام اللامركزي في التسيير. فصدر قانون استقلالية المؤسسات العمومية والتي أصبحت البنوك بموجبه مؤسسات اقتصادية مستقلة.

الجزائر كغيرها من الدول النفطية، فقد شرعت الجزائر منذ سنة 1988 في تطبيق برنامج إصلاح واسع شمل مختلف القطاعات الاقتصادية. تطبيق مبادئ هذه الإصلاحات استلزم هندسة جديدة للجهاز المصرفي

(1) جمال جويدان الجمل، تشريعات مالية مصرفية، ط، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2002.

(2) زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، ط، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 2000.

والمالي وفرض آليات تمويل مغايرة لتلك التي اتبعت من قبل. وعليه، فقد مست الإجراءات المتخذة في هذا الإطار القطاع المصرفي والمالي، ووضع القانون 88-06 المؤرخ في 12 جانفي 1988 الذي نص على استقلالية المؤسسات المصرفية والمالية، فأصبحت مؤسسات القرض عبارة عن مؤسسات عمومية تعمل بقواعد المتاجرة والمردودية.

في إطار استقلالية المؤسسات، تغير تعامل المصرف مع المؤسسات الاقتصادية العمومية، فأصبحت تراعي في تعاملها عاملي المردودية والمخاطرة. وأصبحت المصارف متسلحة بعدة صلاحيات منها معالجة ملفات الطالبين للاستثمارات كذا التفاوض بين المصرف والمتعاملين الاقتصاديين.

فقد جاء في المادة 08 ن القانون 88-01 المؤرخ في 12/01/1988 المحدد لاستقلالية المصارف العمومية: أن الدولة ليست مسؤولة عن (...). الاقتصادية ولا يمكن أن تدخل في التطهير إلا في قانون المالية. لكن يلاحظ تراجع تطبيق الاستقلالية المصارف العمومية وإن كانت أولى المؤسسات التي تطبق القواعد التجارية، فهي مازالت تخضع لوصاية وزارة المالية.

ج: الإصلاحات المصرفية منذ سنة 1990:

منذ بداية التسعينات من القرن الماضي، كان إصلاح المؤسسات المصرفية في صلب الإصلاحات الاقتصادية التي أطلقت عليها "استقلالية المؤسسات العمومية" ترتب عليها حتما انعكاسات على المؤسسات العمومية فرضتها الظروف الاقتصادية التي مرت بها البلاد ففي ظل تطور مفاهيم الاقتصاد الحر، تلعب المصارف دورا لا يمكن تخيله حيث وضعت أصابعها ضاغطة على مفاتيح التقدم في كل قطاعات المجتمع: تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة والضخمة، تمويل الوراق المالية، ضاربة عرض الحائط بالتخصص في مجالات معينة، والخروج عن الواقع الزمان للعمل المصرفي، فأصبحت بعض المصارف تعمل 7 أيام في الأسبوع و24 ساعة على 24 ساعة.

ابتداء من أكتوبر 1994، أصبح سعر الصرف مرنا من خلال عقد جلسات يومية لتحديد السعر تحت إدارة بنك الجزائر، فقد كان يتم تحديد سعر الصرف لجميع المعاملات يوميا بناء على عروض مقدمة من البنوك التجارية في بداية كل جلسة وأيضا في ضوء توفر العملة الأجنبية، وكان من الخطوات المهمة التي اتخذت في جانفي 1996 إستحداث سوق النقد الأجنبي فيما بين البنوك، والذي سمح فيه للبنوك التجارية والمؤسسات المالية بأن تحفظ بمراكز لعملات أجنبية، ويمكن إعادة توظيف مصيلة الصادرات مباشرة من خلال سوق النقد الأجنبي بين البنوك، وقد مثلت هذه في المرحلة الأولى مجمل الموارد المتاحة للبنوك والمؤسسات المالية.

مع انتقال محصلات الصادرات النفطية من سونطراك إلى بنك الجزائر، أصبح البنك أكبر مورد للنقد الأجنبي ومن ثم فإنه يقوم بدور رئيسي في السوق المصرفية، ومع ذلك فقد تكيفت البنوك التجارية بشكل طيب مع النظام الجديد، وقد احتفظت السلطات بنظام الحسابات بالعملة الأجنبية في هذه المرحلة للإحتفاظ بثقة حائزي النقد الأجنبي وخصوصا القطاع الخاص، وقد اتخذت في ديسمبر 1996 لنقد الأجنبي لإصلاح نظام الصرف بعد إنشاء مكاتب الصرافة لتعميق السوق وتسهيل وصول الجمهور إلى النقد الأجنبي.

وفي أبريل 1994 تم حل اللجنة الخاصة وألغيت القاعدة التي تقضي بتمويل بعض الواردات من موارد المستورد الخاصة، كما ألغيت شروط الحدود الدنيا على آجال السداد بالنسبة لتسهيلات تمويل الواردات باستثناء واردات السلع الرأسمالية، ولو أن هذه الشروط ألغيت تدريجيا في 1995، وبحال منتصف 1995، أزيلت كل الضوابط على أسعار الصرف في تجارة السلع، وكان من المقرر إلغاء القيود على مدفوعات السلع غير المنظورة على مراحل: أولا بالنسبة للصحة والتعليم وبعد ذلك لجميع الخدمات الأخرى غير منظورة، وبالإضافة إلى ذلك، أصبحت المصارف تملك حرية تقديم النقد الأجنبي للمستوردين بناء على طلباتهم، بينما أنهى بنك الجزائر توفير الغطاء الأجل على النقد الأجنبي والذي كان يمنح للمؤسسات، وبنهاية 1996 أصبح في الإمكان صرف المدفوعات الخاصة بنفقات الصحة والتعليم وغير ذلك من النفقات في الخارج، وقد ألغيت القيود النهائية على المدفوعات بالنسبة للمعاملات الجارية المتبقية بما في ذلك السفر لأغراض السياحة في 1997، وقبلت الجزائر الالتزامات التي تنص عليها المادة الثامنة من اتفاقية صندوق النقد الدولي في سبتمبر 1997⁽¹⁾.

ابتداء من 1994 كانت الجهود موجهة إلى امتثال البنوك التجارية لمعايير محسنة تشمل العمل المصرفي والمحاسبة المصرفية وشرعت البنوك في تنفيذ برنامج لإعادة الهيكلة الداخلية والمالية، وقد طلب من جميع البنوك القائمة أن تتقدم من جديد للحول على ترخيص بمزاولة العمل المصرفي من بنك الجزائر، وبعد ذلك أجرت السلطات عمليات التدقيق بالتعاون مع البنك لدولي لتحديد احتياجات إعادة الرسملة في البنوك من أجل الوفاء بنسبة الحد الأدنى لرأس المال إلى الأصول المرجحة بمخاطر، وفي نهاية 1994، إنتهت عمليات التدقيق (.....) هو البنك الوحيد الجزائري هو البنك الوحيد من بين البنوك الخمسة المملوكة للدولة الذي لم يحتاج إلى رأس مال إضافي، وعلى أساس عمليات التدقيق لعام 1995 وبيانات الرقابة المصرفية التي جمعها بنك الجزائر مؤخرا، فقد وجدت هناك حاجة إلى إعادة رسملة إضافية لثلاثة بنوك عامة في 1998. كانت إعادة رسملة كل بنك مصحوبة بتوقيع عقود أداء بين الحكومة ومديري البنوك، وبمقتضى هذه العقود يتحمل مديرو البنك بشكل مباشر المسؤولية الخالصة عن احترام نسب كفاية رأس المال المحددة من قبل

(1) طلعت أسعد عبد الحميد، الإدارة الفعالة لخدمات البنوك الشاملة، ط، المتحدة للإعلان (الطبعة العاشرة)، القاهرة، 1998.

الجزائر، أما البنوك بدورها فقد منحت استقلالية متزايدة في اتخاذ القرارات التشغيلية بشأن توزيع الائتمان، وعلى الأخص رفض تقديم أي قروض للمشاريع ذات المخاطر العالية. وفي هذا السياق بدأت البنوك التجارية في 1996 في إعادة جدولة بعض ديون المؤسسات العامة بتحويل المسحوبات على المكشوف القصير الأجل إلى قروض متوسطة الأجل.

إن مشكلات النظام المصرفي التي بدأت في منتصف لسبعينيات من القرن العشرين في بعض البلدان الآسيوية (إندونيسيا وتايلندا وكوريا الجنوبية) أظهرت إمكانيات حدوث إقليمية مثل ما حدث في القارة الأمريكية من أزمات مصرفية خلال الثمانينات وبداية التسعينيات (في الشيلي وكولومبيا والمكسيك وفنزويلا والولايات المتحدة الأمريكية) ولا سيما في الوقت الراهن للعولمة المالية.

الفرع الثاني: إصلاح الجهاز المصرفي في ظل العولمة:

بالرجوع للواقع المصرفي الجزائري، هناك عدة مبررات تلح بشدة على ضرورة إصلاح الجهاز المصرفي الجزائري ليتأقلم مع العولمة، نذكر منها:

- الانفتاح المصرفي الدولي نحو العالمية واحترام المنافسة المصرفية.
- الارتفاع المستمر لمعدلات الفوائد الدولية والتذبذب المستمرة في أسعار صرف العملات.
- التمويل التضخمية على ندرة موارد التمويل.
- تضاؤل الفرق بين المصارف الاستثمارية والمصارف التجارية.
- تطور تكنولوجيا المعلومات والاتصال يتطلب المواكبة وتحقيق تكامل مرفي.
- زيادة وحدات مصرفية متخصصة وفروع.
- وتواصل عمليات الاندماج المالي والمصرفي بشكل كبير في السنوات الأخيرة وتداخل المصارف مع النشاطات الاقتصادية الأخرى مع تنامي الخدمات والأعمال المصرفية في ظل الاقتصاديات الحديثة: بطاقة القرض، القرض الاستهلاكي...إلخ.
- تعد الإصلاحات الهيكلية هامة جدا في البرامج التي تعدها الحكومات بما فيها الجهاز المصرفي. وفي هذا الشأن، فإن برنامج التعديل يشترط تطبيقه ندوق النقد الدولي من الدولة المدنية التي ترغب في إعادة جدولة ديونها ويتمثل في محورين أساسيين هما:
- تقليص أو محو عدم التوازنات الاقتصادية لداخلية والخارجية.
- وإدخال عناصر تكوينية لاقتصاد اسوق الذي يعتبر الإطار الملائم لتنمية اقتصادية مستمرة متوازنة.

إن تجديد نسب الفائدة وإعطاء القروض بطريق إدارية لا تتناسب مع تشجيع الادخار وتوجيه الموارد نحو الاستثمار فيجب أن تكون نسب فائدة القروض مدروسة حسب قوانين السوق الموضوعية لتشجيع المستثمرين والمدخرين على السواء هذا ما يستدعي إعادة النظر في المنظومة المصرفية وإعطاء استقلالية ومرونة للبنك المركزي لإتاحة الفرصة له للعمل بموضوعية وعقلانية أكثر من الوسائل النقدية المعتمدة في برنامج التعديل الهيكلي، نذكر: تخفيض قيمة الدينار، جعل تسيير الدينار مرناً يشبه سوق العملة الصعبة، يتحكم بنك الجزائر وحده في العرض، واستخدام الأدوات السياسية والنقدية غير المباشرة⁽¹⁾.

أمضت الجزائر في سنة 1994 اتفاقية الاستعداد الائتماني مع صندوق النقد الدولي، بحيث فرض عليها هذا الأخير شروطاً قاسية وما عليها إلا تطبيقها أو الاعتماد على نفسها، وما إعادة الجدولة سوى إحدى الشروط المجحفة التي فرضها عليها الصندوق حيث فرضت تحرير التجارة الخارجية عن طريق تخفيض سعر الصرف وإلغاء الرقابة على النقد الأجنبي، أو تقليصها إلى حد أدنى، وتحرير الاستيراد من القيود الخاصة إلى جانب إلغاء الاتفاقيات الثنائية التجارية، بالإضافة إلى إلغاء تدعيم الأسعار ووجوب تحريرها⁽²⁾.

ويتمثل تعديل التجارة الخارجية في برنامج التعديل الهيكلي في التخفيف من العوائق في أوجه الاستيراد بتعطيم احتكار الدولة مع التخفيف من حدة نظام التعريف الجمركية لكن في نفس الوقت تسعى الدولة إلى تشجيع تصدير عن طريق روض تدعيم ونظام ضمان للتصدير ملائم.

وبالنظر للاقتصاد الجزائري، نجده اقتصاد هش وتبعيته كبيرة للخارج سواء في تمويل الاستهلاك النهائي للعائلات أو تمويل الاستهلاك الوسيط قصد تمويل الجهاز الإنتاج لتمويل التنمية الاقتصادية للبلاد.

انطلاقاً من سنة 1988، استلزم برنامج الإصلاحات الاقتصادية وضع هندسة جديدة للجهاز المصرفي والمالي تتماشى ومبادئ الاقتصاد الحر، ونص القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض المؤرخ في 19 رمضان 1410 هـ الموافق لـ 14 أبريل 1990م على ضرورة تعديل هذا الجهاز وإعادة النظر في نظام مؤسساته بهدف إقامة قطاع مصرفي ومالي متنوع ومتطور يقوم على أساس علاقات جديدة مع مختلف القطاعات الاقتصادية التي تعيش مرحلة التحول نحو اقتصاد السوق الذي يعني دخول مصارف أجنبية منافسة. ولن تكتسي

(1) عبد المطلب عبد العظيم، البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها، ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

(2) المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي "C.N.E.S" مشروع التقرير حول إشكالية إصلاح المنظومة المصرفية: عناصر من أجل فتح نقاش اجتماعي، الدورة السادسة عشرة، الجزائر، نوفمبر، 2000.

الإصلاحات الاقتصادية الجارية مصداقية حقيقية لدى الشركاء المحتملين إلا إذ تخلص القطاع المصرفي من الحصار الذي يطوقه⁽¹⁾.

إن المصارف الجزائرية التي لم تحصل على الاعتماد وفق قانون النقد والقرض المؤرخ في 14 أبريل 1990 أصبحت في وضعية غير قانونية. كل هذا يؤثر على مصداقية المنظومة المصرفية والبلاد خاصة وأن الجزائر ملزمة باحترام الاتفاقيات المبرمة مع صندوق النقد الدولي.

تتمثل أبعاد وتطبيق القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض المؤرخ في 14 أبريل 1990 في الأهداف التالية:

- وضع حد لكل تدخل إداري في القطاع المصرفي، إذ ألغى التمييز بين القطاعين العام والخاص وبين القطاع الوطني الخاص والقطاع الأجنبي.

- رد الاعتبار لدور بنك الجزائر في تسيير النقد والقرض، وجعل ذلك من مهام المصارف.

- إعادة الاعتبار لقيمة الدينار.

- تشجيع الاستثمارات الأجنبية.

- والتطهير المالي للقطاع العمومية وإشراك سوق مالية في تمويل الأعوان الاقتصاديين.

بالرغم من وجود القانون 90-10 للنقد والقرض المؤرخ في 14 أبريل 1990، بقي القطاع المصرفي

العمومي يسير على نفس منوال الأصلي.

- أصبحت الغاية من قانون النقد والقرض غامضة بسبب التباين بين معيار الاقتصاد المالي للسوق الذي

يقترحه لقانون واللوك الوظيفي الحالي لمصارف. زد على ذلك أنها مازالت غير قادرة على الاستجابة لشروط

اعتمادها.

- بإصدار هذا القانون، دخلت الجزائر في مسار تحرير اقتصادها عن طريق تعديل ذاتي إرادي. فحاول هذا

القانون توفيق بين أجهزة التسيير النقدي وأجهزة الإنتاج وتصور ومكانة المنظومة المصرفية في التنظيم الجديد

للاقتصاد الوطني بتنسيق عمل مختلف السلطات النقدية والسلطات العمومية.

- يتصور قانون النقد والقرض بناء اقتصاد سوق مالية، فأسس سلطة حقيقية في مجال النقد والقرض عن طريق

مجل النقد والقرض الذي سن تنظيمات عديدة يصدرها محافظ بنك الزائر التي تعززت بشكل كبير مع التوقيع مع

صندوق النقد الدولي في أبريل 1994.

(1) بن حمودة محبوب، محاضرات في مقياس "تقنيات مرفية"، أعمال غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002.

- لم يتم تطبيق قانون النقد والقرض بعد بصفة فعلية ما دام القطاع المصرفي العمومي يستمر في الخضوع لنفس الإجراءات المعمول بها منذ 1970 في توزيع القرض، وما لم يعتمد حداً أدنى من الصرامة في المبيعات النقدي.

كان لابد من إعادة تنشيط دور البنك المركزي الذي كان في الماضي عبارة عن مؤسسة تقنية، تأثيرها ضعيف جداً على التوسع النقدي، انحصرت مهامها في تقديم تسبيقات للخرينة، إعادة تمويل البنوك التجارية (خاصة عمليات إعادة الخصم التي لم تكن بهدف سوى تزويد المصارف بالسيولة اللازمة)، رقابة الصرف والتجارة الخارجية. وبهذا استرجع بنك الجزائر دوره الفعال في إدارة كل من النقود والمصارف. إذا كانت الخزينة في الفترة الممتدة بين 1971 و 1985 قد سيطرت على الجهاز المصرفي الجزائريين شاركت الخزينة العمومية بصفة أساسية (...). اقتصاد يعتمد على طابع الاستدانة عن طريق تدخلها كأكبر مقرض ومستثمر، فإن ذلك تغير بع أن مهام الخزينة من عمليات تمويل الاقتصاد واكتفت بتمويل استثمارات البنية الأساسية.

وفق قانون النقد والقرض 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990، لم يعد تمويل الاستثمارات من مهام الخزينة العمومية كما كان عليه سابقاً قبل 1990، فجاء قانون القرض والقرض لإبعاد تحرير الخزينة العمومية من عبء منح القروض وجعل ذلك من مهام المصارف. فأصبح تدخل الخزينة محدد وفق سياسة الإصلاح الاقتصادي، فقد جاء المرسوم في 16 مارس 1991 للتطهير المالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية وفق شروط محددة.

نتيجة وجود عدد من النقائص في التطبيق العملي لقانون النقد والقرض 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990، قامت السلطات بإجراء عدد من التعديلات على القانون بإصدار الأمر 01-01 المؤرخ في 04 ذي الحجة 1421هـ الموافق لـ 27 فيفري 2001م، حيث تم الفصل بين مجلس إدارة بنك الجزائر ومجلس النقد والقرض.

من نقائص سير المنظومة المصرفية، يمكن أن نلخص منها:

- العجز في التسيير (تنظيم، تأطير، التكيف مع التغيرات... الخ).
- عدم القدرة على تقدير المخاطرة وعجز المصارف على مواجهته.
- نقائص جهاز الإعلام والتسويق والمواصلات السلوكية واللاسلكية.
- غياب المنافسة.
- وضياع الوقت نتيجة لصلابة التأخر في العصرنة لاسيما التكنولوجية.

قبل الخوض في واقع عمل المصارف الجزائرية، يمكن إبداء عدد من الملاحظات في علاقة المصارف العمومية بالمؤسسات الاقتصادية، تلخص بعضها فيما يلي:⁽¹⁾

- درجة المصارف في دائرة المتاجرة، مما يجعلها مضطرة لمراجعة علاقتها بالمؤسسات الاقتصادية العمومية.
 - تفرص المصارف على الصفقات الاقتصادية تأخير غير مبرر وتكاليف غير قانونية لا يعاقب عليها أي تنظيم أو قانون للأخلاقيات.
 - وجود ثغرات ونقائص لا حصر لها في المراقبة المصرفية عند متابعة مختلف عمليات تمويل التجارة الخارجية (خاصة في الواردات).
 - إن لإجبار جميع عمال المؤسسات العمومية على فتح حسابات مصرفية عندما يصل المبلغ إلى 1200 دينار أثر كبير في إنهاك قدرات التسيير وحرمان فئات أخرى من مستعملي المنظومة المصرفية في المؤسسات التابعة للقطاع الخاص وأصحاب المهن الحرة.
 - وأن السوق المصرفية نادرا ما تتوفر على مرونة شفافة تواريخ القيمة المستعملة في مختلف عملياتها والمتعامل بها مع الزبائن.
- ارتبط التفاوض التجاري المتعدد الأطراف في إطار اتفاقية الغات "الاتفاقية العامة للتعرفة الجمركية والتجارة- G.A.T.T" بين سنوات 1986 و 1993 بالأرغواي، الذي انتهى في أفريل 1994 إلى اتفاق نهائي بمدينة مراكش المغربية يضم 110 بلد. وانطلاقا من هذا التاريخ، أصبح على الدول ضرورة إجراء تعديلات في سياستها الاقتصادية الوطنية بما يتماشى وتوجهات المنظمة العالمية للتجارة " O.M.C " التي ظهرت للوجود ابتداء من 1995/01/01. ففي السابق لم تكن الغات تتضمن قواعد تتعلق بالتجارة في الخدمات مثل المصارف والتأمين والنقل البحري والسياحة. إلا أن الجولة الأخيرة في الأرغواي سنة 1993 أضافت تحرير التجارة في السلع الزراعية وتحرير تجارة الخدمات المالية التي تتضمن العمل المصرفي. تسعى المنظمة العالمية للتجارة لتحرير قطاع التجارة على المستوى العالمي لتبني سياسة تحرير الخدمات المصرفية، فقد اتجه الأمر نحو حماية هذا القطاع من المنافسة الأجنبية وفق المبادئ التالية⁽²⁾.
- عدم التفرقة أو التمييز بين المؤسسات الأجنبية والمؤسسات الوطنية في أداء هذه الخدمات.
 - تطبيق مبدأ الدولة الأولى بالرعاية على كافة الدول الأعضاء في الاتفاقية.

(1) أحمد علي دغيم، اقتصاديات البنوك مع نظام نقدي واقتصادي عالمي جديد، ط، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1989.

(2) طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.

- الالتزام بمبدأ الشفافية بوضع كل القيود التي تضعها الدولة.

- وتخفيف القيود تدريجيا على وصول المؤسسات الأجنبية للأسواق الوطنية للدول الأعضاء.

تغير الأداء والعمل المصرفي كانعكاس للعولمة، فقد تضخمت الأعمال بدخولها في مجالات أخرى جديدة مثل قيام المصرف بفتح شركات (.....) جاري عن المصارف الشاملة التي تعتبر تلك الكيانات المصرفية التي تسعى دائما وراء تنويع مصادر التمويل وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة القطاعات وتوظف مواردها وتنضخ وتمنح الائتمان المصرفي لجميع القطاعات. معنى هذا أنها مصارف غير متخصصة تقوم على استراتيجية التنويع في كل الأنشطة الاقتصادية⁽¹⁾.

هناك أربعة اتجاهات تحد جذريا في العالم المالي تتمثل في اندماج المؤسسات، عولمة العمليات، تطوير تكنولوجيات جديدة، وتدويل الصناعات المصرفية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية، أدى إلغاء القيود المصرفية بين الولايات في عام 1994 إلى إطلاق موجة من الاندماجات. وقد أتاحت التطورات التكنولوجية وخاصة النمو المثير للخدمات المصرفية وخدمات السمسرة في الأنترنت للعولمة أن تذهب إلى مدى أبعد من هيكل الملكية الخاص بالتكتلات المالية وأن تصل إلى أسواق التجزئة. فتدويل الصناعة المصرفية يزيد من طمس الحدود بين الخدمات المصرفية وغير المصرفية. ومثال ذلك دخول منتجات التأمين من خلال فروع المصارف وهي ظاهرة تعرف بالتأمين المصرفية⁽²⁾.

المطلب الثالث: رؤية استشرافية لصكوك الإسلامية في الجزائر:

تعد الجزائر من بين الدول النفطية التي تعتمد على الصادرات النفطية، في تكوين رصيد من العملة الصعبة حيث أن 94% من التغيرات الحاصلة في احتياطياتها من العملة الصعبة سببها التغير في أسعار النفط، وفي ظل الأزمة الحالية الراهنة والمتمثلة في انهيار أسعار النفط، ستواجه الجزائر عدة مشاكل نتيجة انخفاض رصيدها من العملة الصعبة ومن بين المشاكل المترتبة عن نقص الاحتياطيات عجز ميزان التجاري، التي تمثل اعائدات النفطية أهم مواردها، لهذا أصبح من الضروري طرح بدائل لتمويل هذا العجز وباعتبار أن أدوات التمويل الإسلامي أصبحت في الوقت الحالي أكثر قدرة وجاهزية للتعامل بكفاءة مع التقلبات والأزمات الاقتصادية، وتعد الصكوك أبرز هذه الأدوات.

(1) خبراء صندوق النقد الدولي، كريم النشاشيبي، باتريسيا ألونزو، جاو، ستيفانيا بازوني، آلان فيليرن نيكول لافرمبوزا، وسباستيان باريس هورفيتزن الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق، ط. صندوق انقد الدولي واشنطن، 1998.

(2) بن حمودة محبوب، الأثر المالي للمديونية المصرفية للمؤسسة: حالة المؤسسة العمومية الاقتصادية في ظل الإصلاحات الاقتصادية والمالية، أروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية (فرع نقود ومالية)، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 1997.

الفرع الأول: اقتراح تمويلي لصكوك إسلامية في الجزائر:

يمكن للجزائر أن تستفيد من هذه الصكوك وفق الرؤى التالية:

أولاً: صكوك الإجارة:

يمكن اعتماد على مختلف أنواع الصكوك الإسلامية على حالة الجزائر، ويسمح اعتمادها بالتخفيف من العجز والحيلولة دون الوقوع فيه مستقبلاً لإرتباط الصكوك بالقطاع الحقيقي. إذ افترض أنه سيتم تمويل العجز باللجوء إلى إصدار صكوك الإجارة مثلاً فإن الإجراءات كالتالي: تقوم وزارة المالية الجزائرية بتعيين الأصول التي ستقوم بتأجيرها ولتكن ميناء جيجل مثلاً، تنشأ هذه الوزارة شركة ذات غرض خاص لتقوم بتحويل ملكية الأصول المؤجرة لها (الميناء)، يتم إصدار الصكوك بقيم متساوية تمثل كل منها حصة شائعة في ملكية منافع الميناء محل التمويل، يتم الاكتتاب في الصكوك بحيث تمثل الحصيلة ثمن شراء الميناء بكل تجهيزاته والتي تعود إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي قامت بعملية التصيكن وهنا تم تغطية ثمن الشراء الأصول بحصيلة الاكتتاب وتلزم الوزارة بدفع الأقساط التأجير لحملة الصكوك، في حين يمكنها التصرف في حصيلة البيع لتمويل الميزانية، أما المكتتبين فيمكنهم بيع الصكوك في البورصة. وتم اختيار الصكوك القائمة على الملكية لتمويل الميزانية العامة في الجزائر وذلك لي (مفتاح، عمري، 2016، ص 18):

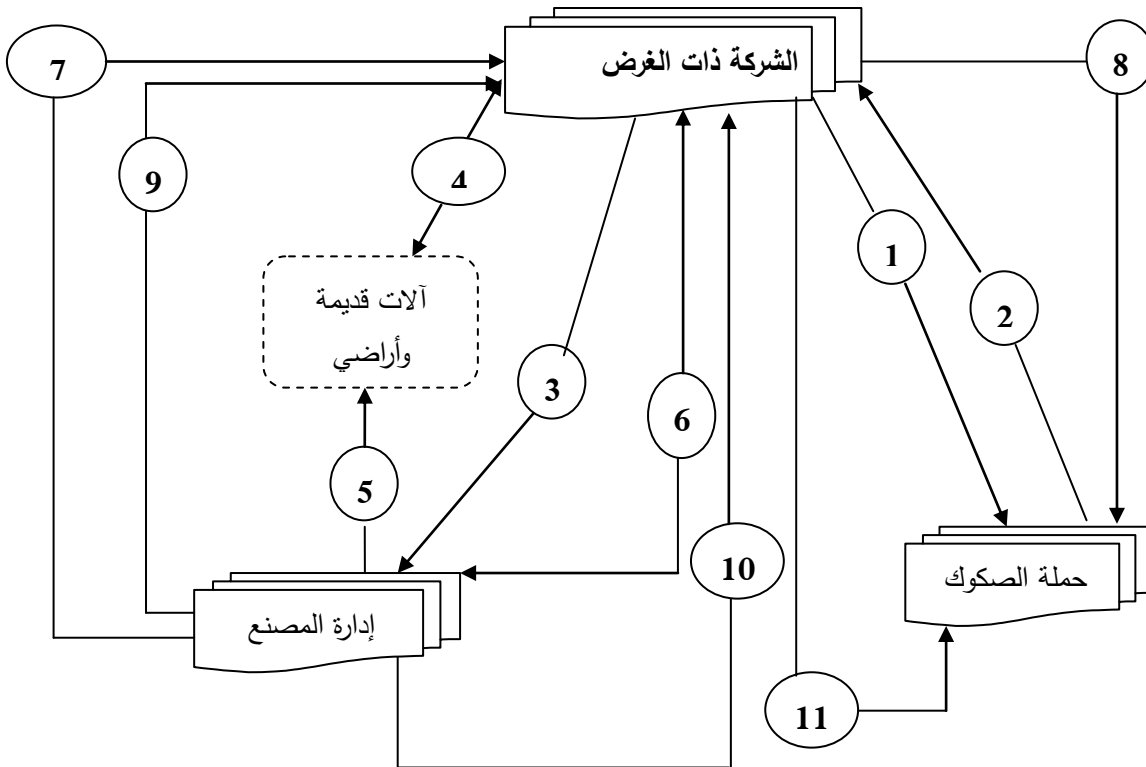
- 1 قابليتها للتداول بأسعار تحددها قوى السوق دون التقيد بالقيمة الاسمية لها.
- 2 لا تشكل هذه الأدوات مديونية على الحكومة الجزائرية.
- 3 تعتبر هذه الأدوات نوعاً من الخصصة في الملكية فقط حيث لا تتضمن التدخل في القرار الإداري.
- 4 إن عرض الصكوك القائمة على الملكية لكنتاب العام هو نوع من الممارسة الديمقراطية فيما يتعلق بمشروعات الحكومية.
- 5 إن ربط التمويل وإيراداته الدورية للممول بالموجودات العينية الحقيقية يسهل عملية الرقابة على الجهات المستفيدة من التمويل.

ثانياً: صكوك المشاركة:

يمكن للجزائر أن تستخدم الصكوك الإسلامية لإنشاء مشاريع مشتركة مع جهات أجنبية وذلك باستخدام صكوك المشاركة.

فإذا افترضنا أنه سيتم إنشاء مصنع للألبسة بين الجزائر وتركيا وذلك من خلال طرح صكوك المشاركة، حيث سيكون 51% من الصكوك بالعملة المحلية و 49% بالعملة الصعبة حيث:

- 1 ستقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك وفقا لنشرة الإصدار ويقوم حملت الصكوك بتسديد القيمة بها والمقدرة 51% للمستثمر المحلي و 49% لمستثمر الأجنبي.
 - 2 تبرم الشركة ذات الغرض الخاص عقد مشاركة بينها وبين إدارة المصنع كشريك محتاج لسيولة.
 - 3 تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بدفع الاكتتاب إلى إدارة المصنع.
 - 4 تقوم إدارة المصنع بدفع حصيلتها العينية بعد تقويمها والمتمثلة في آلات قديمة وقطعة من الأرض وبعض المنشآت الأخرى.
 - 5 تبرم الشركة ذات الغرض الخاص عقد مع إدارة المصنع لإدارة المشاركة واستثمار رأس مالها.
 - 6 تدفع إدارة المصنع حصة حملة الصكوك من الربح المتحصل عليه، وحسب نسب الاكتتاب.
 - 7 تقوم الشركة ذات الغرض الخاص باستلام الربح من إدارة المصنع ودفع إلى حملة الصكوك حسب نسب اكتتاب المستثمر.
 - 8 تقوم إدارة المصنع كل فترة بإطفاء عدد من الصكوك حسب الاتفاق.
 - 9 يتم تسليم ثمن هذه الصكوك إلى الشركة ذات الغرض الخاص لتقوم بتسليمها لحملة الصكوك التي تم إطفاءها على أن لا يتم إطفاء هذه الصكوك بقيمتها الاسمية.
- الشكل (15): عملية هيكلية لصكوك المشاركة لإنشاء مصنع ألبسة بين الجزائر وتركيا.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على ما سبق

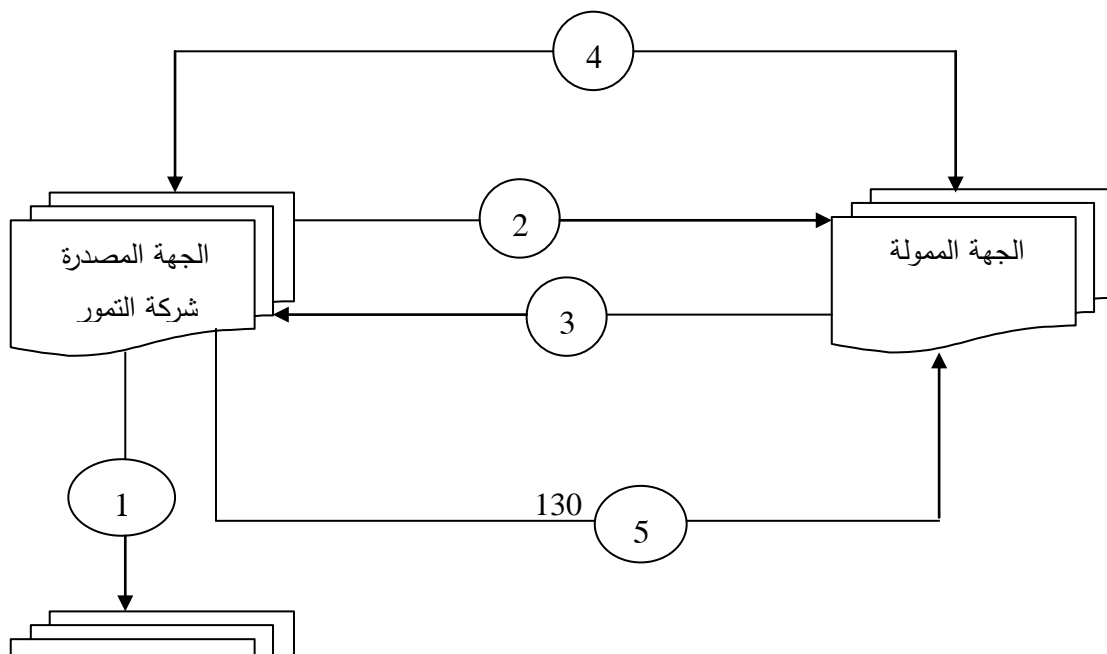
- 1: إصدار الصكوك 2: جمع حصيلة الصكوك 3: إبرام عقد مشاركة 4: حصيلة الصكوك 5: الحصة العينية
- 6: إبرام عقد إدارة 7: دفع حصة الحملة من الربح 8: توزيع الأرباح على حملة الصكوك 9: تعهد بالشراء 10: شراء 11: إطفاء الصكوك.

ثالثا: صكوك الاستصناع:

تعد التمور من أبرز المنتجات الغذائية التي تعتمد عليها في تجارتها الخارجية، ويحتاج هذا المنتج إلى وسائل نقل كالتائرات، لهذا يمكن للجزائر أن تستفيد من صكوك الاستصناع في صناعة طائرات لنقل هذه التمور ويكون ذلك كالتالي:

- 1 إبرام عقد استصناع بين الجهة المصدرة (الشركة المصدرة لتمور) والمقاول على مواصفات الطائرات التي تريد صنعها.
- 2 تتبع الجهة المصدرة (الشركة المصدرة لتمور) إلى الجهة الممولة نقدا بثمن الطائرات للحصول على تمويل اللازم لهذا المشروع.
- 3 تقوم الجهة الممولة بدفع ثمن المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة تدفع الجهة الممولة إلى المقاول نقدا ليصنع الطائرات نيابة عن الجهة المصدرة.
- 4 تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع الطائرات للجهة المصدرة فورا بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على الدفعة على دفعة واحدة أو أقساط بحسب مراحل التصنيع المشروع.
- 5 تصدر شركة التمور استصناع بالعملة الصعبة لإثبات إلزامها بتسديد ثمن شراء الطائرات، وتسلمها إلى الجهة الممولة.

الشكل (16): عملية هيكله صكوك استصناع لإنشاء طائرات.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على ما سبق.

1: إبرام عقد استصناع 2: البيع للجهة الممولة نقدا بثمن تكلفة الطائرات 3: دفع تكلفة الطائرات عاجلا إلى شركة التمور 4: إعادة بيع الطائرات إلى شركة التمور 5: إصدار صكوك استصناع بالعملة الصعبة لإثبات المديونية.

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية المستخدمة في تمويل المشاريع التنموية والتي يمكن الاستفادة منها في الجزائر:

ما أوجع الجزائر اليوم إلى صيغ وآليات لتمويل مشاريعها التنموية بأسلوب المشاركة في الربح والخسارة، أي أنه لا يأخذ إلا حصة من عائد وبيع المشروع ويتحمل مخاطر هذه المشاريع وخسارتها، خاصة في مرحلة ما بعد النفط والحبوحة المالية التي تعيشها. والواقع أن حملة الصكوك أو المؤسسات المالية الإسلامية الممولة لا تمول إلا المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية والتي يستطيع مدير المشروع فيها شراء المشروع في نهاية مدة التمويل من أرباح المشروع أو من موارده الأخرى. وانطلاقاً من ذلك سنحاول إظهار مدى إمكانية الاستفادة من مختلف أنواع الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية حسب بعض الفقهاء، والتي يمكن للجزائر أن تستفيد منها في هذا المجال، وذلك من خلال مايلي:

1: الصكوك الصادرة على اساس عقد بيع اصل أو عين موجودة عند الإصدار مؤجرة أو قابلة للتأجير:

قد تحتاج الحكومة أو الشركة أو فرد إلى تدبير موارد مالية لاستخدامها في تمويل إنشاء مشروع جديد أو تطوير مشروع قائم أو في تمويل رأس المال العامل لهذا المشروع، أو لتمويل شخصي، وبدلاً من اللجوء إلى تحصيل هذا التمويل عن طريق قرض بفائدة، فإنه يصدر صكوك أعيان مؤجرة أو قابلة للتأجير، وتكون حصيلة غصدار الصكوك هي ضمن هذه العين، وإذا كان المصدر بحاجة إلى استخدام هذه العين فإن له أن يستأجرها من حملة الصكوك إجارة منتهية بالتملك بقسط آجرة ثابت، وذلك بقسمة تكاليف العين على فترات الإجارة وقسط

متغير يتم ألا تعلق عليه يمثل العائد أو الربح، ويوفاء المستأجر بالتزاماته بدفع الأجرة طوال مدة الإجارة بتمليك العين.

ويمثل الصك في هذه الحالة حصة شائعة في ملكية حقيقية للعين، لذا فإن هذه الصكوك يجوز تداولها من لحظة إصدارها وحتى نهاية مدتها، كما أنه يجوز استردادها من مصدرها بشروط معينة، وقد تكون الإجارة تشغيلية، يعود فيها الأصل على حملة الصكوك في نهاية مدة الإجارة، وذلك بأن يكون طالب التمويل في حاجة إلى مدات وآلات لعملية واحدة أو عدة عمليات، مثل المقاولين، وفي هذه الحالة يصدر صكوك أعيان قابلة للتأجير تستخدم حصيلتها في شراء هذه المعدات لتؤجر لمصدر مدة تعود بالعين بعدها إلى حملة الصكوك للتصرف فيها حسبما يرون، لأنها مملوكة لهم.

ويظهر من هنا أهمية هذه الصكوك ودورها في تمويل المشاريع الاستثمارية، وفي استقطاب الموارد المالية لمصدر الصكوك، فو يبيع أصلاً أو منفعة أصل لحملة الصكوك في مقابل شيء يستخدمه في كافة أنشطته التجارية والصناعية والزراعية والتعدينية والاستخراجية، وذلك لتطوير مشاريع جديدة، وقد يستخدمه في توفير رأس المال العامل لهذه المشاريع، ويمكنه أن يمول حاجاته الشخصية لأنه يملك ثمن الأصل الذي باعه لحملة الصكوك، وله كامل الحق في استخدامه حسب احتياجاته، فهذه الصكوك إذاً تعد مالية متميزة لجلب الموارد المالية لاستخدامها في تمويل المشاريع الاستثمارية، والتي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلد، بجانب تمويل كافة أنشطة امصدر دون قيود على هذا الاستخدام⁽¹⁾.

2: الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع منفعة صل موجود عند الإصدار يملكه المصدر بعقد إجارة أو يملك الأصل نفسه:

قد تحتج مؤسسات الدولة أو شركة أو فرد إلى توفير موارد مالية لاستخدامها في تمويل تطوير مشاريع استثمارية قائمة أو في إنشاء مشاريع جديدة أو توفير رأس المال العامل هذه المشاريع أو حتى لأغراض شخصية، وبدلاً من أن يلجأ إلى التمويل عن طريق القرض بفائدة فإنه يقوم بإصدار صكوك يبيع بمقتضاها منفعة أصول يملكها لمدة طويل كالعقارات والطائرات والسفن والمصانع والسدود والمعدات والآلات، لحملة الصكوك، وتكون حصيلة إصدار هذه الصكوك هي أجرة هذه الأصول، أي ثمن منفعتها، ثم يقوم حملة الصكوك بإعادة تأجير هذا للغير، ويكون لفرق بين الأجرين هو عائد أو ربح هذه الصكوك.

(1) سليمان ناصر، بن زيد ربيعة، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، ص 16.

وللمصدر أن يستأجر هذه الأصول من حملة الصكوك لمدة قصيرة إذا احتاج إليها وتكون الأجرة التي

يدفعها هي عائد الصكوك، ويمكن أن تعود باقي مدة المنفعة إلى المصدر غذا تعهد بإعادة شرائها من حملة الصكوك مقابل ثمن أو أجرة محددة.

والصكوك التي تصدر لدفع أجرة الأصول تمثل حصة شائعة في ملكية منفعة الأصل المستأجر ولذا فإنه يجوز تداولها واستردادها من لحظة إصدارها، وقبل بيع هذه المنفعة بعقد إجارة من الباطن، وذلك بما يتفق عليه حامل الصك ومشتريه هو، أما بعد بيع هذه المنفعة فإن التداول يكون بالقيمة الإسمية، ويثنى الحال الآن الصك يمثل الأجرة، وهي دين في ذمة المستأجر من الباطن في هذه الحالة.

3: الصكوك الصادرة على أساس عقد إجارة أصل موصوف في الذمة:

قد لا توجد لدى طالب التمويل حكومة كانت أو شركة أصول جاهزة يبيعها أو يؤجرها لحملة الصكوك، فيؤجر أصولاً بمواصفات محددة ينوي إنشائها أو تكون تحت الإنشاء كالمباني أو المطارات والمصانع وغيرها، وهنا تجيز الشريعة له إصدار صكوك يؤجر بمقتضاها لحملة اصكوك هذه الأصول إجارة موصوفة في الذمة لمدة طويلة كأربعين سنة مثلاً، ثم يستأجرها هو أو غيره من حملة الصكوك، لمدة أقصر هي مدة الصكوك بأجرة معلومة، يكون الفرق بين هذه الأجرة والأخيرة التي دفعها حملة الصكو للمؤجر هي عائد هذه الصكوك، وللمصدر المؤجر أن يتعاملاً بشراء باقي المنفعة بسعر السوق أو بالقيمة العادلة أو صافي القيمة أو بما يتم الاتفاق عليه عند تنفيذ البيع.

وفي هذا النوع من الصكوك سيحصل مصدرها على موارد مالية يمول بها مشاريعه الاستثمارية، وهي حصيدلة إصدار الصكوك (أي أجرة العين الموصوفة في الذمة أو ثمن منفعتها)، وهي عين لا توجد في ملكه عند إصدار الصكوك، بل ستوجد في المستقبل بمواصفات معينة، وبهذا تكون هذه الصكوك وسيلة أو أداة لتوفير الموارد المالية المطلوبة لتمويل إنشاء المشاريع الاستثمارية التنموية للدولة أو تطوير مشاريع قائمة، أو تمويل رأس المال العامل لهذه المشاريع، أو حتى لتمويل الحاجات الشخصية.

4: الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع الخدمات:

إذا رغبت المؤسسات التي تقدم خدمات للغير مثل المؤسسات الطبية والتعليمية والاستثمارية ومؤسسات النقل والاتصالات وغيرها من الخدمات في توفير مواردها لتمويل تطوير أنظمتها الاستثمارية القائمة أو إنشاء وحدات أو مشاريع استثمارية جديدة أو لمقابلة نفقاتها الجارية (رأس المال العامل)، فإنها تستطيع أن تصدر صكوك خدمات تبيع بمقتضاها لحملة الصكوك مجموعة من خدمات النقل أو الاتصالات، وتكون حصيدلة إصدار هذه الصكوك هي ثمن أو أجرة هذه الخدمات، وذلك بدلاً عن القرض الربوي، ويستطيع ممثل هذه الصكوك

(الأمين، ويتمثل عادة في الشركة الـ SPV أن يبيع هذه الخدمات التي اشترت جملتها بالنقد لطالبي هذه الخدمات مقابل أجره تدفع مؤجلة أو على أقساط.

وتعد صكوك الخدمات أداة مالية متميزة لاستقطاب الموارد المالية لمؤسسات الخدمات، إذ تمكنها من توفير التمويل اللازم لتمويل مشاريعها الاستثمارية الجديدة، تطوير المشاريع القائمة، كما أنها توفر رأس المال العامل.

5: الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع سلما:

قد يحتاج المنتج حكومة أو شركة أ فرداً إلى تمويل عمليات الإنتاج زراعي أو صناعيا أو تعدينيا أو غيرها، وبدلا من اللجوء إلى توفير هذا التمويل عن طريق قرض بفائدة فإنه يصدر صكوك سلم يبيع المصدر للصكوك بمقتضاها عملية من إنتاجه لزراعي أو الصناعي أو التعدين أو الاستخراجي، يسلمها لوكيل حملة الصكوك في المستقبل دفعة واحدة او على دفعات، وتكون حصيلة إصدار هذه الصكوك هي الثمن الذي يملك المنتج التصرف فيه بكل أنواع التصرف، ففي هذه الصكوك يبيع المنتج إنتاجه في المستقبل بالجملة ونقداً، ويقبض الثمن في الحال.

وبذلك يظهر أن صكوك السلم تعد أداة متميزة لجذب الموارد المالية لتمويل الأنشطة الاستثمارية التي تقوم بها الحكومات والشركات والأفراد الذين يعملون في مجال إنتاج زراعي أو عمليات الإنتاج ومشاريعه الاستثمارية.

6: الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع أصل يتولى البائع تصنيعه:

تتضمن نشرة إصدار هذه الصكوك إيجاباً؛ أي عرضاً من مصدر الصك (المستخدم أو المستفيد من حصيلته) حكومة أو شركة أو مؤسسة فردية، بصفته مستهدفاً (أي مشترياً استصناعياً) موجهاً إلى جمهور المكتتبين أو إلى فئة محددة منهم كـ بعض المؤسسات المالية أو طري أو سد أو مطار، وذلك بثمن معين، فإذا تم قبول هذا العرض بالاككتاب في لصكوك ودفع قيمتها انعقد الاستصناع بين مصدر الصك بصفته مستصنعاً، أي مشترياً استصناعياً، وبين المكتتبين في الصكوك بصفته صانعين، ثم يقوم ممثل حملة الصكوك بالتعاقد مع صانع آخر في استصناع موازٍ يصنع العين ب.... يدفع له من حصيلة إصدار الصكوك، ويسلم هذا الأصل للمصدر.

ومن هنا يظهر أن صك الاستصناع أداة مالية متميزة لجلب أو توفير الموارد المالية للحكومات والشركات التي تحتاج إلى شراء سلع صناعية وسكنية، فهؤلاء يصدرون صكوكا تستخدم حصيلتها في تصنيع هذه السلع ثم تسلم بعد تصنيعها إلى مشتريها استصناعياً ليدفع ثمنها على أقساط أو دفعة واحدة في المستقبل، وعائد هذه

الصكوك هو الفرق بين تكلفة تصنيع السلعة وثمان بيعها للمصدر، فحملة الصكوك يبيعون السلعة المصنعة إلى المصدر بثمن معين يدفع على أقساط، ثم يتفوقون مع من يقوم بالتصنيع بثمن يدفع له مرحلة التصنيع.

7: الصكوك الصادرة على أساس عقد البيع المراجعة:

إذا احتاجت حكومة أو شركة تمويل شراء سلع أو بضاعة مثل الطائرات والسفن والمصانع والعقارات والبضائع على أن يدفع الثمن في أجل محدد ودفعة واحدة أو على دفعات فإنها تحصل على لك بإصدار صكوك المرابحة لأمر بالشراء، وتتضمن نشرة إصدار هذه الصكوك أي الإيجاب الذي تتضمنه وعدا ملزما من مصدرها، أي الراغب في الاستفادة من حصيلة إصدارها، أو من البنك الإسلامي الذي ينوب عنهم بشراء بضاعة بمواصفات بثمن محدد أو بما قامت به البضاعة على المشتري مع ربح معلوم مبلغا مقطوعا أو نسبة محددة من تكاليف البضاعة، يدفع في مواعيد محددة، وذلك بعد تملك حملة الصكوك أو مدير الإصدار نائباً عنهم لهذه البضاعة وقبضها، فإذا تم الاكتتاب ودفع المكتتبين قيمة الصكوك التي تمول عملية الشراء وما يتبعه من تكاليف التأمين والشحن والتفريغ وغيرها قام ممثل حملة الصكوك اعتماداً على هذا الوعد الملزم باستخدام حصيلة الاكتتاب في تلك البضاعة الموعود بشرائها من المصدر، وقبضها القبض الناقل للضمان ثم يقوم بتوقيع عقد المراجعة للمصدر الواعد بالشراء نيابة عن حملة الصكوك كي يتولى بعد ذلك تسليم البضاعة لمشتريها وتحصيل الثمن وتوزيعه على حملة صكوك المراجعة للأمر بالشراء، ولممثل حملة الصكوك أن يعين مدير استثمار ويحدد له أجراً لقيام بهذه العمليات حسبما تقرره نشرة الإصدار.

ويتمثل التمويل في هذه الصكوك في حصول مشتري البضاعة على البضاعة التي يحتاجها لتجارة أو استخدام بثمن مؤجل يدفع على أقساط أو دفعة واحدة، ذلك بديلا عن اقتراضه فائدة وشراء البضاعة بنفسه بمبلغ القرض، وبذلك تكون صكوك المراجعة أداة لجذب التمويل وتحصيل الموارد المالية.

8: الصكوك الصادرة على أساس عقد المضاربة:

إذا كان المقصود من إصدار الصكوك هو توفير رأس مال مضاربة لاستثماره في مشروع استثماري خاص أو نشاط استثماري معين فإن هذه الصكوك تسمى صكوك المضاربة المقيدة، وإذا كان النشاط الذي تستثمر فيه حصيلة الصكوك عامًا فتسمى صكوك المضاربة المطلقة، وفي كلا الحالتين فإن هذه الصكوك توفر الموارد المالية التي تحتاج إليها الحكومات والحركات والأفراد الذين لديهم مشاريع إنتاجية، يرغبون في تنفيذها، وليس لديهم رأس المال أو التمويل اللازم، ولكن مواردهم المالية تسمح لهم برد هذا التمويل وتملك المشروع في المستقبل.

ويظهر من العرض المقدم أن صكوك المضاربة تمثل أداة ممتازة لجذب وتدبير الموارد المالية اللازمة لتمويل خطة الاستثمار وإنشاء المشاريع الاستثمارية بجميع أنواعها، وتطوير القائم منها بالإحلال والتجديد وإضافة خطوط إنتاج جديدة على أن يتحمل المستثمرون حملة الصكوك مخاطر الاستثمار مقابل حصولهم على نسبة من أرباح المشروع حتى يقوم المضارب بتملك دفعة واحدة أو على دفعات، وذلك من حصته في الربح أو من موارده الخاصة، وبذلك تمول خطط التنمية من خلال هذه الصكوك بدون تكلفة على أصحاب هذه المشاريع، ذلك أن حملة الصكوك لا يحصلون على حصة من ربح المشاريع التي تمولها حصيلة إصدار صكوكهم مع تحملهم لمخاطر الاستثمار التي لا بد للمضارب فيها.

ويظهر أن صكوك المزارعات بأنواعها تعد أداة جيدة لتدبير التمويل اللازم للأنشطة الزراعية بصورها المختلفة، وهو تمويل يتحمل فيه الممولون حملة الصكوك جميع مخاطر الاستثمار مقابل حصولهم على نسبة من المحصول أو الأرض المغروسة، وهذا ما يساعد على تنفيذ خطط التنمية الزراعية واستغلال جميع المساحات في الزراعة والغرس ورعاية البساتين، وذلك بديلاً عن القروض الزراعية حتى الميسرة منها، هذه القروض تحمل المزارع وهو الطرف الضعيف فيها كامل مخاطر المشاريع الزراعية، وهو أمرٌ يتنافى مع العدل.

الفرع الثالث: التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر:

يشكل غياب الإطار التشريعي والقانوني الذي ينظم العمل بالصكوك الإسلامية في الجزائر تمويل الخطط التنموية للبلد، ويمكن توضيح هذا العائق في عدة جوانب، بحيث لم يتضمن القانون المصرفي الجزائري والتنظيمات التي يصدرها مجلس النقد والقرض والتشريعات الجبائية ذات الصلة بالنشاط المصرفي والمالي أحكاماً خاصة تهدف إلى مراعاة خصوصياتها والضوابط الشرعية الإسلامية دون أن يكون المقصود من وضع هذه الأحكام الخاصة مراعاة الأحكام الشرعية، بقدر ما كان الهدف إيجاد أساس قانوني لتطوير هذه المنتجات في السوق الجزائري بوصفها منتجات طورتها الصناعة المالية التقليدية، والمقصود هنا منتجي الإجازة التمويلية أو ما أطلق عليه المشروع الجزائري (الاقتصاد الإيجاري) والمشاركة في رأس مال الشركات، ويسمى في القانون الجزائري برأس المال المخاطر، يضاف إلى هاتين الحالتين نشاط إنشاء إدارة المحافظ الاستثمارية المنصوص عليها في المادة 73 من قانون النقد والقرض.

ولعله من الأهمية بمكان التنويه إلى أن غياب الاعتراف القانوني الصريح بالصناعة المالية الإسلامية ككل وبالصكوك الإسلامية بشكل خاص لم يشكل عائقاً يمنع وجودها والتعامل بها بقدر ما هو عامل كابح يحول دون تمكينها من ترجمة مبادئها وقواعدها الشرعية بشكل صحيح وكامل منسجم في الممارسة الميدانية للعمل المصرفي والمالي.

وفيما يلي أهم المواد القانونية المنظمة للنشاط المصرفي والمالي غير المنسجمة كلياً مع التوصيف الشرعي لعملية إصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية.

1: على مستوى قانون النقد والقرض:

بالرجوع إلى القانون رقم 10/90 لسنة 1990 والأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض نلاحظ غياب تام لعقود التمويل الإسلامية والتي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها.

2: على مستوى القانون التجاري:

لا يتيح القانون التجاري إصدار صكوك الاستثمار بصفتها تمثل حقوق ملكية متساوية القيمة ومشاعة في أعيان أو منافع أو حصص في شركات دون أن يكون لحاملها صفة المساهمين، فالقيم المنقولة التي يتيح القانون لشركات الأسهم إصدارها إما أسهم أو شهادات استثمار تمثل ملكية في رأس مال الشركة، أو سندات بمختلف أنواعها تمثل ديوناً عليها، ولأن الاستثمار في الأسهم لا يتنافى مع الضوابط الشرعية إلا أنها لا تشكل بديلاً عن صكوك المشاركة أو المضاربة وغيرها كأدوات استثمار قصيرة أو متوسطة المدى ذات سيولة، ويمكن عائد أعلى، أما السندات فكونها أدوات دين فلا يمكن التعامل بها لاقتران عوائدها بمعدل الفائدة المحرمة شرعاً وعد جواز تداولها بالقيمة السوقية حسب قانون العرض والطلب.

3: على مستوى قانون توريق القروض الرهنية العقارية:

بالرجوع إلى القانون رقم 05/06 الصادر بتاريخ 20 فبراير 2006م والمتضمن توريق القروض الرهنية، فإنها لا تتوافق مع التكييف الشرعي لعملية التصكيك، ويلاحظ أن هذا القانون يعرف عملية التوريق بتحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية، أي أنه حصر عملية التوريق في الديون العقارية، وهذا لا يتوافق مع التكييف الشرعي لعملية التصكيك والتي تعني تحويل الأصول والموجودات إلى أجزاء يمثل كل منها صكاً قابلاً للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية.

4: على مستوى قانون الضرائب:

إن إصدار صكوك إسلامية قائمة على صيغ البيوع كالبيع الآجل والسلم والاستصناع وفق قواعدها الشرعية شكلا ومضمونا بصفتها صيغ ناقلة لملكية أعيان قد تؤدي إلى معاملة ضريبية مجحفة بحق هذه الأدوات إذا ما قورنت بنظيرتها التقليدية، أي إذا طبقت عليها أحكام الضريبة الخاصة بعقود البيع من ضريبة على القيمة المضافة والرسم على النشاط المهني إضافة إلى الضرائب التي تخضع لها عائدات القيم المنقولة والمتمثلة في الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، لكون معدل الفائدة هو المشكل لوعاء الضريبة بالنسب للسندات التقليدية في حين أنه مشكل من كامل ثمن البيع أو الاستصناع في حالة صكوك البيوع، وهو ما سيؤثر على تنافسية هذه الأداة مقارنة بغيرتها التقليدية.

5: على مستوى بورصة القيم المنقولة في الجزائر (بورصة الجزائر)

بالرجوع الى التقرير السنوي 2010م رفضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى (السندات الإسلامية)، ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني مدني أو تجاري يحكم فكرة الملكية المقيدة، ودون حق استعمال أو عدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص SPV التي تقوم عليها هذه الأدوات.

الفرع الرابع: الحلول المقترحة

هناك العديد من الحلول يمكن اقتراحها على الهيئات المالية المعنية في الجزائر لإصدار التعامل

بالصكوك الإسلامية ونورد أهمها ما يلي:

- ضرورة وضع نظام تشريعي وقانوني وضريبي خاص ولوائح داخلية تنظم عملية إصدار وتداول وإطفاء

الصكوك الإسلامية الى تنظيم وتخصيص محاكم قضائية لحماية حقوق حملة الصكوك وبما يتفق

وأحكام الشريعة، وهذا ما يستوجب إحداث التعديلات المناسبة على مستوى أهم.

1: على مستوى قانون النقد والقرض

تتمثل في أهم مايلي:

- إضافة بند في قانون النقد والقرض يتم فيه الاعتراف بعقود تمويل الإسلامية، عقود المشاركة والمضاربة في تمويل المشاريع والعمليات التجارية مع تقاسم الربح والخسارة دون الحاجة الى المساهمة في رأس مال الشركات، إجازة المنافع والخدمات، المراجعة، السلم، الوكالة.. وغيرها.
- إضافة فقرة الى الفصل المتعلق بمراقبة البنوك وتكون خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية المتعاملة بالصكوك الإسلامية بوضع نظام متكامل للرقابة الشرعية بدأ تعيين هيئة رقابة شرعية من ذوي الكفاءة والإختصاص من قبل الجمعية العامة للمساهمين تعني بمراقبة إحترام هذه المؤسسات للضوابط الشرعية عند إصدارها وتعاملها بالصكوك الإسلامية.
- توسيع مهام اللجنة المصرفية للتحقق من توفر البنوك والمؤسسات المالية التي تتعامل بالصكوك الإسلامية على نظام متكامل للرقابة يكفل التزامها الفعلي بالضوابط الشرعية العامة والخاصة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
- اعتبار المعايير لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية AADIFI إطارا مرجعيا لتقييم مدى التزام المؤسسات المتعاملة بالصكوك الإسلامية بضوابطها الشرعية.

2: على مستوى القانون التجاري

- إضافة فقرة للفصل المتعلق بالقيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة تؤسس للصكوك الإسلامية باعتبارها تمثل:
 - حق ملكية مشاعة في أعيان أو منافع أو خدمات لصكوك المراجعة والسلم والإستصناع والإجازة.
 - حقوق ملكية مشاعة في موجودات مشروع معين أن يكون لحاملها صفة وحقوق والتزامات المساهم (صكوك المشاركات كالمشاركة والمضاربة)، حيث يسمح بإضافة الصكوك الإسلامية كنوع من أنواع القيم المنقولة المتداولة في السوق المالي الجزائري المذكور في أحكام القانون التجاري بتداولها في بورصة الجزائر.

3: على مستوى قانون ضرائب

- إدراج مادة في كل من قانون الضرائب المباشرة وقانون الضرائب الغير مباشرة وقانون التسجيل وقانون الطبع تنص على أن تعامل عمليات البيع والشراء للصكوك الإسلامية المصدرة ضريبيا كعمليات إئتمان على غرار القروض والإئتمانات الربوية دون تفضيل ولا تمييز تقاديا لاي إزدواجية ضريبية قد تتعرض لها هذه العمليات عملا بمبدأ الحياد الضريبي وكما هو معمول به على عمليات الإجازة التمويلية.

- وكإقتراح أن تعفى من الضرائب عوائد الصكوك الاسمية المسعرة في البورصة أو المتداولة في السوق المنظمة لمدة معينة ابتداءً من أول إدراج في السوق المالي تبعا لأحكام المادة رقم 46 من قانون المالية لسنة 2009م، والمطبق على الأسهم والسندات المرجة في بورصة الجزائر بهدف التشجيع على التعامل بالصكوك الإسلامية إصدارا وتداولاً وإدراجاً في البورصة.

4: على مستوى مجلس النقد والقرض

- التنظيم المحاسبي: تمكين المؤسسات المتعاملة للصكوك الإسلامية من تقييد عمليات تداول السلع والمنافع والخدمات للصكوك الإسلامية طبقاً للمعايير المحاسبية لهيئة المحاسبة والمراجعة AAOIFI.
- التنظيم المتعلق بالشروط المصرفية (أسعار الخدمات المالية): السماح بإدراج العوائد المتغيرة للصكوك الإسلامية مع استبعاد ضمان القيمة الاسمية للصكوك والعائد.
- التنظيم الاحترازي (معياري كفاية رأس المال): الأخذ في الاعتبار الطبيعة الاستثمارية للصكوك الإسلامية في ترجيح المخاطر المرتبطة بها، وذلك بالاستعانة بمعايير مجلس الخدمات المالية IFSB في هذا الشأن والمتمثل في معيار متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية. إضافة الى ما سبق لا بد أن تتوفر في القانون الخاص بالصكوك الإسلامية النقاط التالية:
- لا بد من الاستفادة ومراقبة التجارب الدولية وتأصيل إصدار قانون للصكوك الإسلامية خاص بالجزائر.
- ضرورة التمييز بين المنشئ (Originator) ووكيل الإصدار (Issuer) لحيث أن الأخير عادة ما يكون الشركة ذات الغرض الخاص SPV والفصل بينهما في الذمة المالية ضروري حتى لا يمكن لدائني المنشئ إدخال أموال وكيل الإصدار في اضمن العام.
- التحديد الدقيق للطبيعة القانونية للصكوك كأدوات ملكية وليس دين.
- تحديد مصادر القانون المطبق على هذه الصكوك (القانون الخاص بالصكوك ثم الشريعة الإسلامية) ومنح الاختصاص القضائي للاقطاب المتخصصة مع ضرورة تكوينه في هذا المجال وتضييق نطاق ضابط النظام العام في تنفيذ القرارات التحكيمية الخاصة بمنازعات الصكوك.
- فرض عقوبات ملائمة عند مخالفة الإصدارات للنصوص القانونية المنظم (المخالفات الشرعية أو التنظيمية).
- تشكيل اما هيئة حملة الصكوك في كل إصدار أو هيئة وطنية عامة (جمعية وطنية) ممولة من جزء من رسوم الإصدار لحماية مصالح حمل الصكوك على الأقل.

- ونقترح هنا في بداية التجربة أن تتولى هذه المهمة شركة إعادة التمويل الرهني SRH كشركة ذات غرض خاص SPV وهو ما يتطلب إضافة بند في المادة الثانية (02) من القانون 05/06 المتعلق بتوريق القروض الرهينة، يتضمن التعريف بالتصكيك الإسلامي، وإضافة مادة في الفصل الثاني من هذا القانون تتضمن كيفية اصدار وتداول واطفاء الصكوك الإسلامية.
- وضع اطار كامل للتشريعات القانونية للتعامل بالصكوك الإسلامية، وذلك فيما يتعلق بالتنظيم القانوني لسوق التداول بالصكوك من جميع جوانبه مثل قواعد التعامل، تعدد الوكالات المتخصصة في التقييم، تعيين شركات سمسارة وشركات وساطة متخصصة ومؤهلة في مجا التعامل بالصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر.

خلاصة:

بحكم انتماء الجزائر للدول النامية، فهي تجد في العولمة سلبيات تمس اقتصادها، وتهز من سيادتها خاصة في المجال المصرفي والمالي، فهي لازلت تعاني من مشاكل في نظامها المصرفي، وجمود في سوقها المالي، لذلك فالتحديات التي ستواجهها ستكون أكبر في ظل التغيرات الهيكلية التي طرأت على التمويل المحلي والدولي في العقدين الأخيرين.

لكن رغبة الجزائر في الإدماج في الاقتصاد العالمي ومسايرة التطورات الدولية، من خلال ضمان تأشيرة انضمامها الى المنظمة العالمية للتجارة، والتوجه نحو الالتزام بتحرير خدماتها المصرفية والمالية أمام الهيئات الدولية، يطرح الكثير من الانعكاسات والاثار - الإيجابية والسلبية- المحتملة على النظام المصرفي والمالي الجزائري التي تمثل في حد ذاتها تحديات مستقبلية، حيث تصبح هذه التحديات ضرورة يجب الاعداد لها والبحث عن استراتيجيتها من خلال وضع آليات تسمح بإعادة هيكلة صناعة الخدمات المصرفية في اطار التحول الى البنوك الشاملة، والعمل على اندماج وخصوصة البنوك بما يسهل لها الفعالية وتطوير أدائها لزيادة القدرة على مواجهة منافسات الكيانات المصرفية العملاقة.

الخاتمة

تعتبر العملة الصعبة هي المحرك الأساسي للتعاملات الخارجية لذلك تسعى الدول جاهدة للاحتفاظ بها واستخدامها في الاستثمارات الخارجية وذلك من أجل تقوية وتطوير اقتصادها وبذلك تطوير سوق الأوراق المالية ودوام نشاطه .

فتعتبر الأدوات المالية الدولية من بين أهم الوسائل التي تمكنا من الحصول أو جذب العملة الصعبة ,حيث أن الأسهم و السندات من الأدوات الأكثر استعمالا في مختلف الدول أما بالنسبة للصكوك الإسلامية فقد بدأ استخدامها في الآونة الأخيرة،وهذا مايجعل من هذه الأدوات محل ثقة بالنسبة للمستثمرين ,وبالتالي تقوم بجذب الأموال الأجنبية بحيث يمكن القول عنها أنها أدوات استثمارية ناجحة رغم بعض العراقيل التي توجهها في الجزائر ولكن إذا تم استخدامها فسينشط سوق الأوراق المالية فيحدث تدفق لرؤوس الأموال الأجنبية بفعل الاستثمار الأجنبي المباشر وبالتالي تطور الاقتصاد.

إن محاولة الحصول على أموال لأجل طويلة أو متوسطة، يتطلب بالضرورة ان تلجأ الى أسواق المال ولان الظروف في تلك الأسواق تؤثر على تكلفة الأموال ومدى توافر طرق التمويل المختلفة، فإن قرار الاستثمار سيتأثر أيضا، لذلك يصبح من الضروري ان تكون الإدارة المالية بالمنشأة على عالم بظروف أسواق المال. كما ان للأدوات المالية الدولية (الأسهم الدولية، السندات الدولية، الصكوك الإسلامية) دور فعال في جذب العملة الصعبة.

1: اختبار الفرضيات:

1. الفرضية الأولى يعتبر السوق المالي الدولي إطار لتحريك الاستثمارات المالية الدولية. صحيحة بحيث أن السوق المالي الدولي هو الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية المستخدمة في الاستثمارات.
2. الفرضية الثانية العملة الصعبة هي وسيلة تتم التعامل بها في العالم الخارجي وذلك لتسوية العلاقات الدولية والمدفوعات الدولية. صحيحة لأن التعاملات الخارجية فيما بين الدول لا تكون بالعملة المحلية لأنه يصعب العملية وبالتالي العملة الصعبة تكون عملة ترضي الطرفين في تسوية العلاقات الدولية والمدفوعات الدولية بنفس العملة.
3. الفرضية الثالثة إن الاحتياط المصرفي الدولي وسيلة للمدفوعات الرسمية، وهي جزء مهم في الاستثمار الدولي. صحيحة لأن الاحتياط المصرفي تستخدمه الدول لتسوية مدفوعاتها وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

4. الفرضية الرابعة يعتمد على الأسهم والسندات والدولية وكذا الصكوك في جذب العملة الصعبة .خاطئة لأنه ليست هذه الادوات الوحيدة التي من خلالها يمكننا جذب العملة الصعبة فالمصادر متنوعة مثلا الاسلامية المرابحة والسلم وغيرها والادوات الاخرى.

2: نتائج الدراسة:

1. يعتبر السوق المالي من المصادر المهمة والحيوية في تمويل قطاعات الإنتاج السلعي والخدمي.
2. تلعب السوق المالي دورا مهما في زيادة الإنتاج المحلي الإجمالي ومن ثم زيادة الدخل القومي وبالتالي في رفع معدلات النمو الاقتصادي بسبب وجود العلاقة بين الأسواق المالية وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.
3. إن مستوى أداء المشاركون في السوق يؤثر كثيرا في نشاط السوق ويعمل عل توسيع أداء دوره في عموم الاقتصاد القومي
4. إن البيئة الاقتصادية الحاضنة للسوق لها دور حيوي وفاعل ومؤثر في السوق بحيث لا بد من اتخاذ جميع العوامل اللازمة لتوفير أسباب البيئة الصالحة لنجاح السوق.
5. تعبر احتياطات الصرف على انها الأصول الخارجية المتاحة لسلطات النقدية في أي وقت والخاضعة لسيطرتها لأغراض التمويل المباشر لاختلالات ميزان المدفوعات.
6. تعد العملات الصعبة بمثابة صمام امان يحتفظ به البلد ويلجا ليه عند الضرورة لكي يحمي نفسه من اثار الصدمات الاقتصادية الخارجية واتي مكن ان يتعرض لها الاقتصاد الوطني من جراء علاقاته الاقتصادية التجارية
7. توفر الصكوك الإسلامية العملة الصعبة للدول المضيفة خصوصا إذا كانت قوانينها تسمح للمساهمين الأجانب بالاكنتاب بهذه الصكوك.

3: الاقتراحات:

1. العمل على تفعيل الاسواق المالية الدولية من خلال المواثمة بين المصدقية والكفاءة.
2. ضرورة التوعية بأهمية الأسواق المالية الدولية والأدوات المالية الدولية ما يساهم في الاقبال عليها من طرف لمستثمرين.
3. العمل على تطور الصكوك الإسلامية وتسويقها.
4. العمل على وضع قوانين وتشريعات تنظم عمل كل من السندات الدولية والاهم والصكوك الإسلامية.
5. ضرورة الاستمرار في نشر الوعي المالي وثقافة الادوات المالية الدولية في أوساط المستثمرين ومجتمعات الاعمال بوصفها أدوات مالية استثمارية وحلول مبتكرة.

زيادة الوعي لدى المواطنين بالأدوات المالية الدولية من خلال اجراء ندوات مفتوحة تعريفية بهذه الأدوات المالية الدولية ومميزات.

قائمة المصادر

والمراجع

A. choinel, et G. Rouyer, les marchés financiers structures et acteurs, Revue bonque, paris, 2ème edition, 1997

Balance of payments manual, international monetary fund, Washington, USA march, 2008.

COSOB, Guide de la bourse et des operation boursiers, la Bourse d'alger, collection guides plus, 96

COSOB, guide de la bourse, édition MTP, Alger,

(1) F. lerousc, Marchés internationaux des caoitaux, Montréal, 2ème édition, 1995, p : 03.

(1) G. Defosse et p Balley la bourçe des valeurs que sais– je Edition Bouchène Alger, 16ème eotion 19993, p 18.

(1) Guide de fonctionnement de la bourse, édition MLP , Alger 2004, p 04.

(1) IMF, tntenational Reserves and Foreign Gurrency liquidity: Guidelines for Data template, 2011, p 4.

(1) Jean– louis besson et Yann échirard, « optimalité et soutenabilité de unin monéétaire européenne », collage « union dans un monde en mutation », du 16 au 27 août 2004, université jean moulin Lon 3, p 359.

(1) M Donis, Valeurs mobiliere et portefeuille, Quèbc, SMG, 1993, p 61.

(1) Valdez Steven, An lantroduction to Global Einaancial Markets, 2nd ed, Macmillan press, ltd, 2008, p 365– 366.

(1) أحلام لشلح، أثر تغير عملة إحتياطيات الصرف على حركة رؤوس الأموال، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر، تخصص مالية وإقتصاد دولي كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2003، ص 9.

(1) أحمد الطيب محمدي، إدارة إحتياطيات الصرف في الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2008، ص 81.

- (1) أحمد الطيب محمدي، مرجع سابق، ص 81.
- (1) أحمد حشيش، أساسيات الإقتصاد الدولي، مرجع سابق، ص 250.
- (1) أحمد حشيش، أساسيات الإقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 121.
- (1) أحمد حشيش، أساسيات الإقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 210.
- (1) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 29.
- (1) أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر، الجامعة الإسكندرية، 2013، ص 26.
- (1) أحمد علي دغيم، اقتصاديات البنوك مع نظام نقدي واقتصاي عالمي جديد، ط، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1989.
- (1) أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسين، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورون مؤسسات شباب الجامعة، 2002، ص 7.
- (1) أحمد محي الدين، الأدوات الاستثمارية الإسلامية في تنشيط التداول بالبورصات العربية - إستراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها-، بيروت، 1995، ص ص 125- 128.
- (1) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 92.
- (1) آل سليمان، مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، الرياض، 1426هـ، ص 41.
- (1) الجوبرية أسامة عبد الحليم، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم الدراسات العليا، معهد الدعوة لدراسات الإسلامية 2009، ص 20.
- (1) الزبيدي، حمزة محمود، الإستثمار في الأوراق المالية، 2001، ص 114.
- (1) السيد محمد أحمد جاهين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1978/1981، دار النهضة العربية، 2001، القاهرة، ص 363.
- (1) العيسى السيد علي، النقود والمصارف والأسواق المالية، 2004، ص 120.

- (1) القرة داغي، علي محي الدين، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، دراسة فقهية وإقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2002، ص 339.
- (1) القرة داغي، علي محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص 339.
- (1) المادة 30 من نظام لجنة تنظيم ورقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 29-12-1997.
- (1) المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي "C.N.E.S" مشروع التقرير حول إشكالية اصلاح المنظومة المصرفية: عناصر من أجل فتح نقاش اجتماعي، الدورة السادسة عشرة، الجزائر، نوفمبر، 2000.
- (1) المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، إشكالية إصلاح المنظومة المصرفية- عناصر من أجل فتح نقاش اجتماعي-، الدورة 16، نوفمبر 2000، مرجع سابق، ص ص 106-107.
- (1) المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم لأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27 الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993.
- (1) ب- برنييه وإ. سيمون، أصول الاقتصاد الكلي، ترجمة. د/ عبد الله وإبراهيم شمس الدين، الكتاب للنشر والتوزيع، 1989، بيروت، ص 425.
- (1) براضية حكيم، التصكيك ودوره في إدارة السيولة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص: محاسبة ومالية قسم علوم التسيير، جامعة حسبة بن بوعلي، الشلف، 2011، ص 33.
- (1) بلقيوس عبد القادر، إحتياطات الصرف الأجنبي وتمويل التنمية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة مستغانم، 2007-2008، ص 18.
- (1) بن أعر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012 - 2013، ص ص 21 - 22.

- (1) بن حمودة محبوب، الأثر المالي للمديونية المصرفية للمؤسسة: حالة المؤسسة العمومية الاقتصادية في ظل الإصلاحات الاقتصادية والمالية، أروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية (فرع نقود ومالية)، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 1997.
- (1) بن حمودة محبوب، محاضرات في مقياس "تقنيات مرفية"، أعمال غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002.
- (1) بوبكرديد عبد القادر، أثر مستوى إحتياجات الصرف على الإقتصاد الكلي - حالة الجزائر - مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2008 - 2009، ص (1) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2005/2006، ص 182.
- (1) تقرير مناخ الاستثمار في الجمهورية الجزائرية، لسنة 1994 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار الكويت، ص 104.
- (1) جاسم علي الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 743.
- (1) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 56.
- (1) جمال جويدان الجمل، تشريعات مالية مصرفية، ط، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2002.
- (1) جمعة علي محمد، معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية، مكتبة الكعبيات، الرياض، 2000، ص 356.
- (1) جمعون نوال، دور التمويل المصرفي في التنمية الاقتصادية- حالة الجزائر - مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2005، ص 12.
- (1) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد، 27 مارس، 2004، ص 4.

- (1) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون (27)، مارس، 2004، ص 9.
- (1) حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004، ص 08.
- (1) حنفي، عبد الغفار، قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر، 2004، ص 55.
- (1) حيدر هاشم، أزمة الدولار، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، ط 1، 1971، ص 28.
- (1) خبراء صندوق النقد الدولي، كريم النشاشيبي، باتريسيا ألونزو، جاو، ستيفانيا بازوني، ألان فيليرن نيكول لافرمبوزا، وسباستيان باريس هورفيتزن الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق، ط. صندوق انقد الدولي واشنطن، 1998.
- (1) د. عبد الفتاح غريال وآخرون، السياسات التصحيحية في الاقتصاد التونسي، السياسات التصحيحية والتنمية في الوطن العربي، بحوث ومناقشات ندوة عقدت بالكويت في الفترة 20-22 فيفري 1988 المعهد العربي للتخطيط، دار الرازي للطباعة والنشر والوزيع، ط 1، لبنان، 1989، ص ص 117-135.
- (1) رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999، ص 48.
- (1) رمزي زكي، افحتياطات الدولية والأزمات الإقتصادية في الدول النامية ودار الكتب، مصر، 1994، ص 47.
- (1) زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية، دار الثقافة، الردين، 2012، ص 67.
- (1) زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، ط، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 2000.
- (1) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007، ص 6.

- (1) سامي حسن أحمد حمود، تطبيقات بيوع المرابحة الأمرة بالشراء من الإستثمار البسيط لى بناء رأس المال الإسلامي مع إختيار تجربة البركة في البحرين كنموذج عملي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي العدد الخامس، المجلد الثاني، المملكة السعودية، 1988، ص 754.
- (1) سامي يونس، كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية، الأزمة، المخرج، دار الفكر العربي، القاهرة، 2010، ص 141.
- (1) سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص 51.
- (1) سليمان ناصر، بن زيد ربيعة، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، ص 16.
- (1) سمير عبد الحميد رضوان، الأسواق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النهار، 1996، ص 197.
- (1) سمير عبد الحميد رضوان، الأسواق المالية، دار النهار، 1996، ص 197.
- (1) سميرة رجب سعيد، إدارة الإستثمار، دار النهضة العربية، مصرن 1999، ص 244.
- (1) سميرة لطرس، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم + دراسة مجموعة من الأسواق رأس المال العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، 2010، ص 30.
- (1) شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، عمان، 2002، ص ص 141 - 152.
- (1) شعبان محمد اسلام البروراري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2001، ص 33.
- (1) شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص 241.
- (1) صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، فرع مالية المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص 5.

- (1) صالح نولي وبيتر كورنيليوس وأندريا جورجيو، جهد جاد في شمال إفريقيا لجعل العملات قابلة للتحويل، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 1992، ص 45.
- (1) صلاح الدين السيبي، "دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا إقتصادية معاصرة"، دار غريب للطباعة والنشر التوزيع، القاهرة، 2003، ص 90.
- (1) طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- (1) عبد الرحمن يسري أحمدن الإقتصاد الدولي، دار الجامعات المصرية، دس، ص ص 73 - 78.
- (1) عبد العظيم أبو زيد ومعيد الجارحي، الصكوك: قضايا فقهية وإقتصادية، ورقة مقدمة إلى الدورة 19 لمجمع الفقه اعالمي، الشارقة (من 26 إلى 30 - 4 - 2009).
- (1) عبد العظيم جلال أبو زيد علي الجارحي، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص 16.
- (1) عبد القادر بوكريد، إثر مستوى إحتياجات الصرف على الإقتصاد الكلي مذكرة مجستير، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009، ص 9.
- (1) عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي (مدخل حديث)، دار صفاء للنشر، عمان، 2012، ص 301.
- (1) عبد الله بن السعيد بن فهد المرزقة، مدى تأثير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم، دراسة ميدانية على السوق المالية السعودية، رسالة من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الملك عبد العزيز، بدون سنة، ص 50.
- (1) عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية، جدقن 2010، ص 13.
- (1) عبد المطلب عبد العظيم، البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها، ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- (1) عبد المنعم مبارك، محمود يونس، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 133.

- (1) عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الردين، 2001ن ص 159 - 160.
- (1) عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، د. س، ص 15.
- (1) عمر صقر، العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 125.
- (1) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 16.
- (1) فؤاد محمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ملخص دراسة الدكتوراه مقدم إلى الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1 - 5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26 - 30 أفريل 2009، ص 21.
- (1) قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة البليدة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2004/2005، ص 160.
- (1) كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية جامعة اليرموك، الأردن، ط 2، 2007، ص 58.
- (1) لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الاستعلام عن المؤتمر المركزي على السندات، تقرير 2004، الجزائر، 2004، ص 03.
- (1) لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 2، 2003، ص 40.
- (1) مازن عبد السلام أدهم، العلاقات الإقتصادية والنظم النقدية الدولية، الدار الأكاديمية، طرابلس، 2007، ص 147.
- (1) مبارك بوعشة، السياسة النقدية وآثار تخفيض العملة الوطنية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، العدد 12 - 1999، ص ص 83 - 84.
- (1) مجدي محمد شهاب، أسس العلاقات الإقتصادية لدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، د. س، ص 183.

- (1) محمد إبراهيم الشديفات، الأسواق المالية والنقدية، دار الحامد، ط 1، الأردن، 2006، ص 80.
- (1) محمد إبراهيم، الأسواق المالية والنقدية، دار الحامد، ط 1، الأردن، 2006، ص 20.
- (1) محمد براق، واقع التنمية وبورصات القيم المتداولة في العالم- مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 1999، ص 377.
- (1) محمد بن علي العقلة، محددات الإحتياجات الدولية في الدول العربية، مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد 3، جويلية 1998، ص 169.
- (1) محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجمال العيد، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 191.
- (1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 251.
- (1) محمد عثمان إسماعيل حميد، اسواق راس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص 139.
- (1) محمد عوض عبد الجواد، استثمارات في البورصة، دار الحامد، ط 1، الأردن، 2006، ص 69 - 71.
- (1) محمد عوض عبد الجواد، استثمارات في البورصة، دار الحامد، ط 1، الأردن، 2006، ص 81.
- (1) محمد عوض عبد الجواد، الإستثمارات في البورصة، دار الحامد، ط 1، الأردن، 2006، ص 366.
- (1) محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006، ص 55 - 57.
- (1) محمد فتح الله لنشار، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006، ص 55.
- (1) محمد محمود الداغر: الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط 1، الأردن، 2005، ص 197.

- (1) محمد مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها الشرعية، دار النفائس، الأردن، 2006، ص 90.
- (1) محمود أمين زويل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها في الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 51.
- (1) محمود حمياتن مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1966، ص 155-156.
- (1) محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1966، ص 157-158.
- (1) مدني بن شهرة، سياسات الإصلاح الإقتصادي الجزائري والمؤسسات المالية الدولية، جامعة إين خلدون، تيارت، الجزائر، 2008، ص 61.
- (1) مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، ط1، 1993، ص 169.
- (1) مصطفى رشدي شيحة، إقتصاديات النقود والمصارف، دار المعرفة، مصر، الطبعة السادسة، 1996، ص 551.
- (1) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 6.
- (1) نادية أمين محمد علي، صكوك الإستثمار الشرعية خصائص وأنواع، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 ماي 2005، ص 988.
- (1) نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.
- (1) هارون محمد صبري، أحكام السواق المالية الأسهم والسندات، 1998، ص 45.
- (1) هندي منير إبراهيم، سلسلة الأوراق المالية (2) الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين، 1998، ص 8.

- (1) هوشبار معروف كاكامولا، الإستثمار والأوراق المالية، دار اصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 110.
- (1) هيثم صاحب عجام، علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، طرابلس، 2002، ص 238.
- (1) وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 16.
- (1) يوسف أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، ط2، الدار الجامعية، الإسكندرية، د. س، ص 189.
- (1) طلعت أسعد عبد الحميد، الإدارة الفعالة لخدمات البنوك الشاملة، ط، المتحدة للإعلان (الطبعة العاشرة)، القاهرة، 1998.

فهرس المحتويات

السمة	
ملخص	
شكر وعرفان	
الإهداء	
مقدمة
الفصل الأول: الأسواق المالية الدولية	
تمهيد
المبحث الأول: ماهية الاسواق المالية الدولية
المطلب الأول: نشأة وتعريف الأسواق المالية
الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية
الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية الدولية	0.....
المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية	2.....
المطلب الثالث: معايير تقسم الأسواق المالية الدولية	4.....
الفرع الأول: المراحل التي تمر فيها الأوراق المالية في السوق	4.....
الفرع الثاني: معايير أخرى لتقسيم الأسواق المالية	5.....
المبحث الثاني: طبيعة عمليات الأسواق المالية	7.....
المطلب الأول: الوسطاء المتعاملون بالسوق المالي الدولي	7.....
المطلب الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية الدولية	8.....
المطلب الثالث: آلية التعامل في الأسواق المالية الدولية	10.....
الفرع الاول: تعريف مؤشرات الأسواق المالية الدولية	10.....
الفرع الثاني: المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية الدولية	11.
الفرع الثالث: أهمية المؤشرات الدولية	11.....

3.....	المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في الاسواق المالية الدولية
3.....	المطلب الأول: السندات الدولية
3.....	الفرع الأول: تعريف السندات الدولية
6.....	الفرع الثاني: أنواع السندات الدولية
9.....	المطلب الثاني: الأسهم الدولية
9.....	الفرع الأول: تعريف الأسهم الدولية
0.....	الفرع الثاني: قيم الأسهم الدولية
1.....	الفرع الثالث: أنواع الأسهم الدولية
3.....	المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية
3.....	الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية
4.....	الفرع الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية
5.....	الفرع الثالث: أهداف الصكوك الإسلامية
6.....	الفرع الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية
2.....	الفرع الخامس: أهمية الصكوك الإسلامية
3.....	خلاصة
	الفصل الثاني: العملة الصعبة
5.....	المبحث الأول: ماهية إحتياطات الصرف
5.....	المطلب الأول: مفهوم إحتياطات الصرف
5.....	الفرع الأول: تعريف إحتياطات الصرف
6.....	الفرع الثاني: صيغ الإحتياطات الدولية
8.....	الفرع الثالث: خصائص الإحتياطات الدولية
8.....	الفرع الرابع: نموذج الإحتياطات الدولية
9.....	المطلب الثاني: مكونات إحتياطات الصرف
3.....	المطلب الثالث: إدارة إحتياطي الصرف

3.....	الفرع الأول: تعريف إدارة إحتياطي الصرف
4.....	الفرع الثاني: أهمية إدارة إحتياطي الصرف
4.....	الفرع الثالث: المبادئ التوجيهية لأدارة إحتياطات الصرف
5.....	المبحث الثاني: ماهية العملة الصعبة
5.....	المطلب الأول: مفهوم العملة الصعبة
5.....	الفرع الأول: تعريف العملة الصعبة
6.....	الفرع الثاني: أنواع العملات الصعبة
0.....	الفرع الثالث: الأسواق الرئيسية للعملات الأجنبية
1.....	المطلب الثاني: أسس العملة الصعبة
1.....	الفرع الأول: الأسس التي تقوم عليها العملة
1.....	الفرع الثاني: أساليب ضبط العملة الصعبة
2.....	المطلب الثالث: أهمية العملة الصعبة
3.....	المبحث الثالث: الأدوات المالية وجذب العملة الصعبة
3.....	المطلب الأول: الأسهم الدولية والسندات الدولية وجذب العملة الصعبة
4.....	المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية وجذب العملة الصعبة
7.....	خلاصة
	الفصل الثالث: الأدوات المالية الدولية وجذب العملة الصعبة
9.....	تمهيد
0.....	المبحث الأول: مدخل للإقتصاد الجزائري
0.....	المطلب الأول: نشأة وتعريف السوق المالي الجزائري
0.....	الفرع الأول: نشأة السوق المالي الجزائري
2.....	الفرع الثاني: تعريف السوق المالي الجزائري
2.....	المطلب الثاني: تطوير السوق المالي الجزائري
2.....	الفرع الأول: إجراءات تطوير لسوق المالي

7.....	الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالي الجزائري
1.....	المطلب الثالث: خصائص السوق المالي الجزائري
1.....	الفرع الأول: مكونات سوق المالية الجزائرية
3.....	الفرع الثاني: أنواع أسواق رأس المال الجزائري
9.....	الفرع الثالث: خصائص السوق المالي الجزائري
0.....	المطلب الرابع: وظائف السوق المالي الجزائري
0.....	الفرع الأول: وظائف السوق المالي
1.....	الفرع الثاني: دور السوق المالي الجزائري
3.....	الفرع الثالث: معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر
7.....	المطلب الخامس: التجربة الجزائرية في مجال الصرف
9.....	الفرع الثاني: نظام تحديد قيمة الدينار الجزائري
08.	المبحث الثاني: الأدوات المالية الدولية وجذب العملة الصعبة في الجزائر
08.....	المطلب الأول: تطوير الأدوات المالية في الجزائر
08.....	الفرع الأول: السوق الرئيسية
17.	الفرع الثالث: تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2013
17.....	المطلب الثاني: علاقة الأدوات المالية بالعملة الصعبة
22.....	الفرع الثاني: إصلاح الجهاز المصرفي في ظل العولمة
27.....	المطلب الثالث: رؤية استشرافية لصكوك الإسلامية في الجزائر:
28.....	الفرع الأول: اقتراح تمويلي لصكوك الإسلامية في الجزائر
31.....	الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية المستخدمة في تمويل المشاريع التنموية والتي يمكن الاستفادة منها في الجزائر
36	الفرع الثالث: التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر
38.....	الفرع الرابع: الحلول المقترحة
41.....	خلاصة
43.....	الخاتمة

47.....	قائمة المصادر والمراجع
59.....	فهرس المحتويات
65.....	قائمة الأشكال
66.....	قائمة الجداول

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان
37	الشكل رقم (1): نموذج تنظيم عملية الصكوك المضاربة
38	الشكل رقم (2): نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة
40	الشكل (3): نموذج تنظيم عملية صكوك الإستصناع
41	الشكل رقم (4): نموذج تنظيم عملية صكوك المرابحة
85	الشكل رقم (5): العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولى والسوق الثانوي
87	الشكل رقم (6): أنواع الأسواق المالية
89	الشكل رقم (7): وظائف السوق المالي
102	الشكل رقم (8): السلسلة المنطقية لتخفيض سعر العملة
104	الشكل رقم (9): الحلقة المفرغة لتخفيض العملة
110	الشكل رقم (10): لولب الأسعار والأجور
111	الشكل رقم (12): تطور قيمة التداول اجمالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 حتى سنة 2013 (دج)
112	الشكل رقم (11): تطور السعر السوقي لسهم الأوراسي خلال الفترة 2013/2010
113	الشكل رقم 12: حجم وقيمة تداول أسهم شركة التأمين أليانس خلال الفترة 2013/2011
114	الشكل 13: تطور قيمة التداول أسهم مجمع صيدال خلال الفترة 2013/2010
115	الشكل 14: تطور قيمة وحجم التداول سوق سندات الدين خلال الفترة 2010 - 2013 (مليون دج)
128	الشكل (15): عملية هيكلية لصكوك المشاركة لإنشاء مصنع ألبسة بين الجزائر وتركيا
129	الشكل (16): عملية هيكلية صكوك استصناع لإنشاء طائرات

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان
46	جدول رقم 01: احتياطات الصرف لبعض الدول لسنة 2007
59	جدول رقم 02: القوة الشرائية لواحد جنيه بريطاني
63	الجدول رقم 03: حجم إصدارات الصكوك وعددها في العالم خلال 2005-2012
64	الجدول رقم 04: القيمة الإجمالية لصكوك الإسلامية عالميا خلال 2005-2012
97	جدول رقم 05: تطور سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي
108	الجدول رقم 06: إصدارات شركات السوق الرئيسي في بورصة الجزائر حتى نهاية سنة 2013
110	جدول رقم 07: تفاصيل حجم تداول كل متعامل خلال سنة 2013
111	جدول رقم 08: الشركات المدرجة في البورصات وقيمة تداولها

ملخص:

تسعى الدول إلى تكوين مستوى من العملات الصعبة ولذاك تعمل على جذبها أما بزيادة صارتها أو عن طريق الاستثمارات الأجنبية، ومن بين طرق جذبها للعملة الصعبة طرح أوراق مالية في الأسواق العالمية كاستثمارات أجنبية غير مباشرة ومن بين هذه الأوراق نذكر السندات والأسهم الدولية والصكوك الإسلامية.

يرمي تنسيق الجهود الدولية إلى توحيد المعايير والأسس المنظمة لأسواق رأس المال، ومعالجة التحديات العلمية لإصدار الأدوات المالية الدولية.

وقد حاولنا من خلال هذه الدراسة التوصل إلى أن للأدوات المالية الدور الفعال في جذب

العملة الصعبة وتظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية كنتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية

والعلاقات بين الدول التي يترتب عليها دفع جزء من مستورداتها من السلع ورؤوس الأموال لعملات أخرى غير عملاتها الوطنية.

Résumé

États cherchent à former un niveau de devises et la pièce travaille sur attirer soit une augmentation Sartha ou par des investissements étrangers, et les moyens attirés par devises mis des titres financiers sur les marchés mondiaux sont classés comme indirects et entre ces documents étrangers mentionner les obligations, les actions internationales et instruments islamiques.

Il vise à coordonner les efforts internationaux visant à unifier les normes et les fondations des marchés de capitaux en voie d'adhésion, et pour relever les défis de la version scientifique des instruments financiers internationaux.

Nous avons essayé à travers cette étude a conclu que les instruments financiers de rôle efficace pour attirer des devises fortes et montrent l'importance des transactions en monnaie étrangère comme résultat inévitable des opérations du commerce international et les relations entre les pays auraient à payer une partie des importations de biens et fonds à d'autres devises autres que leurs têtes de monnaies nationales.