

شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة، وإطارها القانوني في الجزائر

سليمة نشنش

أستاذة مساعدة بجامعة بومرداس

ومن جهة أخرى فإن كثرة وتعقيد العمليات والصفقات المبرمة في البورصة جعل التعامل فيها أمرا جد صعب بالنسبة للأشخاص الطبيعيين، خاصة بعد إدخال وسائل وتكنولوجيات الإعلام والاتصال المتطورة وفي ظل وجود تركيبات مالية معقدة مما أدى إلى ضرورة احتكار التدخل بالبورصة من طرف فئة مخترفة ومتخصصة تتمثل في الوسطاء الماليين.

الكلمات المفتاحية: الوساطة المالية، البورصة، الأوراق المالية، الوسطاء، التمويل.

الملخص: نظرا للارتفاع الكبير الذي سجلته التكاليف البنكية من جهة، وسعي المتعاملين الاقتصاديين إلى تحقيق توظيفات أكثر مردودية من جهة أخرى، واتجاه الاقتصاد على المستوى الدولي إلى تنظيم اقتصاد السوق الذي يمتاز بدور الأسواق المالية، إلخ، فقد اتجه التمويل في مختلف الدول إلى مصادر غير النظام البنكي، وهي الأسواق المالية التي تضمن تدفق رؤوس الأموال من الأعوان ذوي الفائض إلى الأعوان ذوي العجز، وذلك بفضل وجود إطار منظم لإجراء عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، التي لا يمكن أن تتم إلا بالاستعانة بهيئات مختصة في هذا الميدان وهي الوسطاء في العمليات البورصية.

مقدمة

تزايد الاهتمام في الكتابات والتطبيقات في سنوات 1980 بأسواق الأوراق المالية في الدول النامية، خاصة التي طبقت إصلاحات إعادة هيكلة إقتصاداتها، نظرا للدور الذي تلعبه في مجال التنمية والتمويل، ولعل أهم الأسباب التي زادت من هذا الاهتمام عدم قدرة أغلب الدول على توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية عن طريق النظام البنكي بعد أزمتها الاقتصادية، وكذا ضعف قدرة الأفراد على توفير رؤوس الأموال لإنشاء مشاريعهم، بالإضافة إلى التطور الحاصل في أنظمة التمويل في مختلف الدول المتطورة اقتصاديا، أين اتجهت نقطة ارتكاز النظام المالي أكثر نحو السوق والوساطة المالية التي أبح دورها أكثر العمل على التخفيف من التكاليف والمخاطرة.¹

وبهذا أصبحت أسواق الأوراق المالية تحتل مكانا حيويا في معظم دول العالم، فبالإضافة للدور الذي تقوم به في تعبئة مدخرات الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي وتوجيهها نحو الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي، وتسهيل

مهمة إقامة مشاريع وأعمال اقتصادية أساسا، اتجهت إلى المساهمة في تطوير الجهاز المصرفي لتداخلها معه في العديد من المنتجات التي تصب في دعم وتوير المؤسسات ومختلف المتعاملين معهما.

والجزائر في تحولها نحو تحرير اقتصادها تحتاج إلى إقامة سوق للأوراق المالية بغية توجيه المدخرات ومد ذوي الحاجة إلى الأموال، سواء كمتعاملين لأغراض الاستثمار، أو لأغراض أخرى لدى الأفراد والهيئات العمومية والخاصة. ولا يتم ذلك إلا عن طريق اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية لما لها من دور فعال في تنشيط وتفعيل البورصة ومختلف القطاعات الاقتصادية والاجتماعية عامة.

بناء على ما سبق جاءت هذه الورقة البحثية للإجابة على السؤال الموالي: ما هي شروط ومهام القائمين بدور الوساطة المالية في تنشيط البورصة، وماذا يقدم الإطار القانوني لذلك في الجزائر؟

وللإجابة على هذا السؤال جاءت هذه الدراسة في جزأين هما: في البداية وضمن الإطار النظري نتعرض إلى ماهية الوساطة المالية من خلال تطورها، شروطها وأهميتها، ثم نتعرض للوساطة المالية في الجزائر، من خلال الإطار القانوني للوسطاء، شروط وواجبات هؤلاء والدور المنوط لهم في السوق المالية الجزائرية.

1- ماهية الوساطة المالية

يتناول هذا الجزء الإطار النظري للوساطة المالية، فيما يتعلق بالشروط والمهام وبعض جوانب القائمين بالعملية، ونترك لمن يريد الاستزادة من الجوانب المرتبطة بالنظرة الحديثة وما يدور حول الوساطة المالية عامة إمكانية الإطلاع على بعض الوثائق في الموضوع.²

1.1- تعريف الوساطة المالية

جاء في دليل الإحصاءات النقدية والمالية الصادر عن صندوق النقد الدولي سنة 2000 التعريف الموالي:

" الوساطة المالية نشاط إنتاجي تقوم فيه الوحدات المؤسسة بتدبير الأموال من خلال تكبد خصومها على حسابها الذاتي بغرض توجيه هذه الأموال إلى وحدات مؤسسية أخرى عن طريق امتلاك أصول مالية".³

وقد اتجهت نشاطات الوساطة إلى تقديم خدمات مشتركة بين كل من سوق الأوراق المالية والجهاز المصرفي مثل تقديم المنتوجات الجديدة كالاختيارات

وتوريق بعض الأصول، ابتداء من ثمانينات القرن الماضي مع التوجه العام نحو العولمة المالية وما شهدته من تأثيرات على الاقتصاد العالمي.

1.2- تطور الوساطة المالية⁴

كانت الأوراق المالية المتداولة قبل مائتي عام عبارة عن فواتير شحن بقيمة البضائع المحملة على السفن، ولم تكن هناك أوراق نقدية لتغطية عملية الشراء والبيع نظرا لعدم الحاجة إلى ذلك (عدم الحاجة إلى أوراق مالية)، وذلك بغية تمويل عمليات شراء الشحنات المحملة على ظهر السفن.

في عام 1789، ونتيجة لتزايد المديونيات، أصدر الكونغرس أمرا بالموافقة على إصدار ما قيمة 80 مليون دولار من السندات الحكومية، وبعد بضع سنوات تم طرح سهم أول بنك في الولايات المتحدة للاكتتاب، وتبع ذلك ظهور شركات التأمين ثم نشأ نوع من التبادل المنظم. وعلى الرغم من وجود سوق رسمية إلا أنه كانت هناك أوراق مالية للتبادل فيما بين المتعاملين، وأخذت تلك العمليات بالازدهار والنمو.

وفي عام 1792، اجتمع أربعة وعشرون تاجرا ووقعوا ميثاقا فيما بينهم في شارع وول ستريت وشكلوا بذلك بداية سوق نيويورك للأوراق المالية، فقد اتفقوا أن يتبادلوا الأوراق المالية فيما بينهم وفي أوائل سنة 1800 انتقل هؤلاء التجار بعدما أصبحوا معروفين بكونهم أعضاء مجلس إدارة سوق الأوراق المالية في نيويورك، إلى ما هو معروف اليوم بسوق وول ستريت. وتوسعت سوق الأوراق المالية وازداد نشاطها. وعند حلول الثورة الصناعية كانت الإصدارات عالية المخاطر تتداول بكثافة من قبل أعضاء غير مسجلين، وفي غالب الأحيان في الشارع، نظرا لعدم مقدرة أكثرية هؤلاء الأعضاء على تحمل أعباء إيجارات المكاتب.

إلا أنه في عام 1920 صدر القانون الذي يوجب على المتداولين اتخاذ مكاتب لهم، وكان نظام الاتصال عبارة عن إشارات يدوية تم تطويره من قبل الوسطاء لتسهيل عملية اتصالهم بموظفيهم، حتى أصبح اليوم يعتمد أفضل تقنيات الاتصال، حيث تأثرت الدول الأمريكية والأوربية وسائر الدول الأخرى بنظام الوساطة الذي سار به بالولايات المتحدة الأمريكية فأصبحت هذه المهنة منظمة وفق أطر قانونية في معظم الدول.

1.3 - شروط ممارسة دور وسيط البورصة

تختلف هذه الشروط من بلد إلى آخر، ويمكن إجمالها فيما يلي:

1.3.1- شروط تتعلق بالشخص المعنوي

إذا كان الوسيط في شكل مؤسسة مالية فإنه ينبغي أن تتوافر فيها بعض الشروط الخاصة منها:⁵

- الحصول على الاعتماد من طرف لجنة البورصة.
- توفر حد أدنى من رأس المال.
- اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة.
- توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتصال الحسن.
- توفر الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة.
- القدرة على توفير المعلومات والبيانات اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالحهم.

1.3.2- شروط تتعلق بالشخص الطبيعي

- يمكن إيجاز جملة الشروط التي تتعلق بالشخص الطبيعي فيما يلي:⁶
- الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي أو ما يعادله.
 - أغلب التشريعات والتنظيمات تشترط الجنسية والأهلية القانونية.
 - إثبات حسن السيرة والنزاهة التجارية.
 - أن لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضوا في مجلس إدارة إحدى الشركات ولا مستشارا أو خبيرا بها أو بأحد المصارف.
 - اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة.
- وفي الاختبارات الخاصة بالوظيفة يراعى أن يكون الوسيط ملما بالتحليل الاقتصادي الكلي والجزئي، المحاسبة المالية وإعداد القوائم المالية، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، القوانين المتعلقة بسوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخلية بالبورصة،... إلخ.⁷
- بالإضافة إلى ما سبق، على الوسيط التحلي ببعض الموصفات التي تساعده على أداء وظيفته منها يلي:⁸
- الأمانة في تنفيذ الأوامر وطلبات العميل.
 - أن لا يضغط على العميل بخصوص تنفيذ العمليات من بيع وشراء.
 - مراعاة مصلحة العميل والاهتمام بطلباته واحترام أفكاره.
 - التوفيق بين طلبات العملاء حتى لا يحدث تعارض فيما بينها.

- الخبرة الشخصية ورؤية السوق.
- القدرة على التحليل العام للاقتصاد سواء على المستوى الكلي أو الجزئي، حتى يستطيع التعرف على المناخ العام للبيع والشراء.
- المهارة في استخدام التحليل الأساسي الذي يعتمد على تحليل الأوضاع المالية للشركة.
- المهارة في استخدام التحليل الفني وخرائط الأسهم لمعرفة اتجاهات الأسعار.
- استخدام أسرع الطرق للاتصال حتى يمكنه تلقي وتنفيذ العمليات الخاصة به.

1.4- مهام الوسطاء الماليين في البورصة

من الاحتياجات اللازمة للمتعاملين والتي يتعين على أصحابها طلب خدمات من الوسطاء الماليين في البورصة، خاصة مع التطور الكبير الحاصل في دور الوساطة المالية في الاقتصاد الحديث⁹، يمكن أن نذكر ما على الخصوص ما يلي:¹⁰

1.4.1- تنفيذ أوامر العملاء

وذلك بتنفيذ عملية البيع والشراء للأوراق المالية محل أمر العميل دون إبداء رأيه. كما يتعين عليه الحرص على إتمام متطلبات الأمر المعطى، وذلك بالتنفيذ الكامل للصفقة والتأكد من حصول المشتري على حقوقه من العملية.

1.4.2- تسيير المحافظ المالية

هناك من الوسطاء من يقومون بتسيير المحافظ المالية لفائدة عدد من المتعاملين في البورصة، حيث يتطلب من الوسيط تقديم معلومات دقيقة لصاحبها حول طريقة تسيير المحفظة، الأرباح المحققة وغيرها من المعلومات المفيدة.

1.4.3- تقديم النصائح والإرشادات

هناك من الوسطاء من تتسع دائرة نشاطاتهم لأعمال غير تلك التي سبق ذكرها، فهناك من التقنيين من يهتمون بإجراء دراسات تختص في البحث في مختلف الأوراق المالية وتحليلها على نحو يسهل لهم تقديم النصائح والإرشادات لمن يطلب ذلك من المتعاملين الفعليين أو المحتملين.

1.5- أهمية الوسطاء الماليين بالنسبة للمتعاملين

يلجأ المتعاملون في البورصة إلى الوسطاء خاصة في أوقات اتخاذ مختلف القرارات الاستثمارية. وتتجلى أهمية الوسطاء عند المتعاملين عموماً في النقاط أدناه:¹¹

1.5.1- الحد من تكاليف المعلومات المفيدة لاتخاذ القرار الاستثماري

تتطلب عملية شراء أو بيع الأوراق المالية المعرفة المسبقة بالمؤسسات صاحبة القيم بخصوص حالتها المالية وسمعتها في السوق. وبما أن المتعامل الفعلي أو المحتمل في مثل هذه الأوراق المالية ليس بالضرورة من أهل الاختصاص والخبرة في معرفة هذا الميدان معرفة دقيقة، وبما أن اختيار المتعامل السعي بنفسه لمعرفة المعلومات المفيدة لاتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، فإن تحقيق هذا الأمر يستدعي منه صرف مبالغ كبيرة للحصول على هذه المعلومات وفهمها لبناء صورة صحيحة تساعد على أخذ القرار السليم.

ولأن الوسطاء في البورصة هم على دراية تامة بالمعلومات المفيدة التي تساعد على اتخاذ القرار الاستثمار الأنسب، فإن طلب مثل هذه الخدمة يكون غير مكلف مقارنة بالطريقة السابقة.

1.5.2- الحد من تكاليف الصفقات

هناك من المتعاملين في البورصة من لا يملكون سيولة كبيرة. ومنه، فإن الصفقات التي يقومون بها تكون صغيرة في حين أن المصاريف المرتبطة بها تكون مرتفعة. وفي هذه الحالة، يتجلى دور الوسيط المالي في البورصة في الحد من التكاليف حيث إنه يقوم بجمع عدد كبير من المعاملات (الصفقات) ثم يتولى عملية دفع المصاريف عليها بشكل مشترك، وينتج عن هذه العملية الحد من تكلفة هذه الصفقات كل على حدى.

1.5.3- الخبرة والتخصص

هناك من المعاملات المالية والعقود التي تحتاج حين تنفيذها إلى مهارات وتقنيات خاصة لا تتوفر معرفتها إلا لدى بعض الوسطاء المختصين، وهو الأمر الذي يحمل المتعاملين في البورصة إلى اختيار هؤلاء الوسطاء الذين يتميزون بالخبرة والتخصص في ميدان عملهم.

1.6- قواعد وأدبيات مهنة الوساطة المالية البورسية

تتطلب مهنة الوساطة المالية في البورصة الالتزام ببعض القواعد والأدبيات، والتي تعتبر عاملاً مهماً يسمح بتوفير جو من الثقة لدى المتعاملين وجلبهم لتوظيف أموالهم في هذا الميدان بكل أمان، وهذا ما يعود بالنفع على الوسيط وعلى مؤسسة الوساطة التي يعمل بها وعلى قطاع الأوراق المالية بكامله. ومن هذه القواعد يمكن ذكر ما يلي:¹²

1.6.1- الإخلاص في العمل

على الوسيط المالي في العمليات البورصية أن يظهر إخلاصا كاملا في كل تعاملاته، خاصة مع العملاء الذين وضعوا ثقتهم فيه، وساروا وفق توجيهاته الخاصة بالتوظيف في مختلف القيم. ويتجلى إخلاص الوسيط في تقديم مصالح العملاء وجعلها في قمة انشغالاته، وإعلامهم المستمر بكل ما يتعلق بأصولهم.

1.6.2- جلب احترام وثقة الجمهور

من أجل كسب عدد كبير من العملاء يقوم الوسيط بممارسة كل نشاطاته في إطار يسمح له بإعطاء صورة جيدة تجاه المتعاملين حتى يكون محل ثقة واحترام. ولا يجوز للوسيط أن يقوم بأية عملية لصالح العميل إلا في إطار ما يسمح به العقد المتفق عليه بين الطرفين وفي حدود ما يسمح به القانون.

1.6.3- سرية المعلومات المتعلقة بالعميل

يضع العميل ثقته في الوسيط عند تصريحه بكل المعلومات الشخصية، كما يحصل الوسيط على معلومات دقيقة عن مداخله. ومن الواجب أن يلتزم هذا الأخير باحترام السرية التامة لهذه المعلومات وكل المعلومات الأخرى الخاصة بالعمليات المنجزة أو الأوامر المصدرة أو سياسات العميل الاستثمارية.

2- الوساطة المالية في الجزائر

يعتبر تأسيس شركات الوساطة المالية عاملا أساسيا لنجاح وحركة بورصة الجزائر، حيث يشكل الوسطاء في العمليات البورصية أحد الركائز الأساسية في سوق الأوراق المالية، فلا يتم إجراء أية مفاوضة للأوراق المالية عن طريق البورصة إلا عن طريق هؤلاء الوسطاء وذلك بعد اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ويتم النظر في هذا الجزء إلى نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر، بالإضافة إلى وظائف وواجبات الوسطاء.

2.1- الوساطة المالية في عمليات بورصة الجزائر

رغم أن القوانين الخاصة بالوسطاء في البورصة كانت جاهزة منذ سنة 1993 غير أن الوجود الفعلي لهم لم يتجسد إلا سنة 1997، حيث وكلت هذه المهمة في البداية للبنوك وشركات التأمين منها:

بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الخارجي الجزائري، بنك التنمية المحلية، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل والشركة الجزائرية للتأمين.

وقد قام كل واحد من هؤلاء باختيار ثلاثة إلى خمسة أشخاص تتوفر فيهم الكفاءات اللازمة لمزاولة هذا النشاط، حيث بلغ عدد الوسطاء 39 وسيط، تكفلت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتكوينهم في هذا المجال. وقد كانت هذه الاعتمادات ذات صفة انتقالية حددت بخمس سنوات فقط، شريطة أن تثبت هذه المؤسسات وجود قسم مستقل بها يحقق ويضمن الفصل بين أنشطة الوساطة والأنشطة الأخرى.

بعد انقضاء الخمس سنوات سحبت الاعتمادات وكونت بالمقابل شركات أسهم تعمل خصيصا لهذا الغرض، رأس مال كل منها ثلاثة ملايين دينار جزائري، حيث منح الاعتماد لخمس شركات تم اعتمادهم بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة الذي سمح للبنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق المساهمة بمزاولة مهامهم لفترة مؤقتة قدرها خمس سنوات ابتداء من تاريخ اعتمادهم مما سمح بإنشاء شركات الوساطة الآتية:¹³

- الراشد المالي: ومكونة من البنك الخارجي الجزائري، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي شركة التأمين وإعادة التأمين.
- المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف: ومكونة من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.
- المؤسسة المالية العامة: ومكونة من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
- مؤسسة توظيف القيم المنقولة: ومكونة من البنك الجزائري للفلاحة والتنمية الريفية والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.
- يونين بنك بروكرايج (Union Bank): ومكونة من اليونين بنك، وكان هو الوسيط الوحيد برأس المال الخاص حيث قدر بمليون دينار جزائري.

وبمقتضى القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة تمت تصفية شركات الوساطة الخمس السابقة وإنشاء أقسام مختصة بتسيير القيم المنقولة وذلك في البنوك العمومية التي طلبت الاعتماد من اللجنة، وبالتالي تم اعتماد ستة بنوك عمومية بصفة وسيط في عمليات البورصة كما هو مبين في الجدول الموالي.

لكن الملاحظ أن بعد هذا التاريخ لم تسجل اللجنة أي طلب اعتماد للوساطة في عمليات البورصة سنتي 2005 و2006 مما يعني أنه ما عدا البنوك لم يهتم أحد بهذا النوع من النشاط وذلك لقلّة الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية وبالتالي

ضعف حركية ونشاط التداول في البورصة الذي يعتبر المحفز الرئيسي للاستثمار في نشاط الوساطة المالية في عمليات البورصة.

وبمقارنة وضعية بورصة الجزائر لكل من مثيلاتها التونسية والمغربية لكونها من الأسواق الناشئة، نلاحظ أن التجربة التونسية كانت مهمة واتجهت فيها الوضعية العامة في النظام المالي منذ نهاية ثمانينات القرن الماضي نحو التوازن والاستفادة أكثر من التداخل بين كل من البورصة والجهاز المصرفي، وقد حققت نتائج جد معتبرة وارتبطت بالإصلاحات الاقتصادية في تلك الفترة.¹⁴

البنوك المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية بالجزائر

البيان / البنك	تاريخ الاعتماد	رقم مقرر لجنة تنظيم ومراقبة البورصة	فئة النشاط المرخصة
البنك الجزائري للتنمية الفلاحية	2004/03/03	005/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
البنك الوطني الجزائري	2004/03/14	007/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
بنك التنمية المحلية	2204/03/14	008/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
البنك الخارجي	2004/10/03	014/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
القرض الشعبي الجزائري	2004/10/03	015/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	2004/12/28	027/04	- التفاوض للحساب الخاص - التفاوض لحساب الغير

المصدر: Rapport annuel COSOB 2004, P: 28

أما البورصة المغربية فقد انطلقت بالشكل الحديث سنة 1993،¹⁵ بعد أن كانت منذ سنة 1929 وشهدت العديد من التحسينات والتطورات في تنظيمها والأجهزة المتدخلة في ذلك، إذ أصبح عدد المتدخلين في عمليات التوظيف الجماعي في البورصة كوسطاء منذ 1993 إلى 1998 عدد 125 متدخل¹⁶ وهو عدد معتبر لاتساع نشاطها وعدد المؤسسات المدرجة، مقارنة إلى نظرائهم في البورصة الجزائرية التي لا تكاد تقارن.

2.2 - شروط اعتماد الوسطاء في عمليات بورصة الجزائر

يتم اعتماد وسطاء عمليات البورصة في الجزائر من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بعد أن تتوفر لدى هؤلاء الوسطاء الشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للجنة وتخص هذه الشروط ما يلي:¹⁷

2.2.1- الأشخاص الطبيعيون

يشترط للأشخاص الطبيعيين ما يلي:

- بلوغ سن 25 سنة على الأقل.
- التمتع بكامل القوى العقلية.
- امتلاك محل ملائم لمزاولة النشاط.
- تقديم طلب الاعتماد على مستوى اللجنة.
- التمتع بتكوين عال في هذا المجال.
- تكوين الملف الذي يثبت مساهمته في رأس مال شركة إدارة بورصة.

2.2.2- الأشخاص المعنويين

يشترط للأشخاص المعنويين ما يلي:

- الحد الأدنى لرأس المال مقدر بمبلغ مليون دينار جزائري.
- امتلاك محلات تليق لحماية مصالح زبائنهم.
- أن يكون لديهم مسير واحد على الأقل الذي يتكفل بالإدارة العامة للشركة ويتمتع بالأهلية.
- تقديم طلب الاعتماد لدى اللجنة.

2.3- وظائف الوسطاء في عمليات البورصة

فيما يلي سرد لمختلف وظائف الوسطاء في عمليات بورصة الجزائر:

2.3.1- شراء وبيع القيم لحسابه الخاص

تتمثل مهمة الوسيط في عمليات البورصة في هذه الحالة كما يلي:

- يقوم الوسيط في عمليات البورصة بممارسة هذه المهمة، فقط في حالة حصوله على اعتماد كوسيط ذي نشاط غير محدود، إذ يمكنه التصرف لحسابه الخاص عن طريق شراء أو بيع قيم منقولة.
- يتم شراء الأوراق المالية من طرف الوسيط عادة لإدخالها في محفظته الخاصة سواء للاحتفاظ بها أو لإعادة بيعها فيما بعد، وذلك قصد تنظيم السوق أو لضمان سيولة قيمة معينة من القيم المنقولة.

2.3.2- مفاوضة القيم المنقولة في السوق لحساب الزبائن

في هذه الحالة يمكن للوسيط أن يقوم بما يلي:

- يتدخل الوسيط في العمليات البورصية على مستوى البورصة في هذه الحالة بصفته وكيلًا لعملائه وذلك بعد تلقي الأوامر من هؤلاء.
- لا يقبل الوسيط أي أمر شراء أو بيع لأي شخص آخر كان، إلا بعد القيام بفتح حساب باسم هذا الأخير، وملء ما يسمى بوثيقة فتح الحساب إلى جانب أمر الشراء

أو البيع من طرف العميل ثم إمضاء هذه الوثائق من الطرفين. مع إيداع المبلغ الموافق للعملية محل الإجراء.

- يتم فتح الحساب إما باسم شخص طبيعي أو شخص معنوي.

عند فتح الحساب باسم شخص طبيعي يستوجب على الوسيط التأكد من عنصرين هامين هما هوية الشخص المعني وتوفر الشروط المطلوبة بما فيها توفر السيولة اللازمة لدى هذا الشخص لتنفيذ الطلب.

أما في حالة فتح حساب باسم شخص معنوي، فيجب على الوسيط أن يحصل على وثيقة تؤهل ممثل الشركة للقيام بفتح الحساب، وإصدار مختلف أوامر الشراء أو البيع لصالح الشركة، إضافة إلى السجل التجاري.

- يتم إرسال الأوامر من الزبون إلى الوسيط بشتى الوسائل، وفقا للشروط المحددة بين الطرفين في اتفاقية فتح الحساب الموقعة.

- يتقيد الوسيط بتسجيل تاريخ وساعة استلام الأوامر على كل أمر وذلك بمجرد استلامه ثم إرساله ومفاوضته في السوق في أقرب الآجال.

- في حالة تنفيذ الأمر، يقوم الوسيط بتأكيد تنفيذ العملية للزبون في أقرب الآجال وإعلامه بالقيمة الصافية واجبة الدفع إضافة على مختلف العمولات، تقيد كل هذه المعلومات ضمن وثيقة تسمى إشعار التنفيذ الذي يرسل إلى العميل مباشرة بعد إتمام العملية.

2.3.3- تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب الزبائن

يمكن للوسيط في عمليات البورصة أن يقوم بتسيير حافظة الأوراق المالية لحساب زبائنه وذلك بمقتضى المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 كما يلي:

- يتم تسيير حافظة الأوراق المالية من طرف الوسيط إما بشكل مباشر عن طريق القيام بالتوظيفات اللازمة وفقا لوكالة تسيير تكون موضوع عقد موقع عليه من طرف صاحب الحساب والوسيط، أو بشكل غير مباشر عن طريق استخدام هيأت التوظيف الجماعي التي تعين الوسيط كمؤسسة مؤتمنة لها.

- يمكن إلغاء وكالة التسيير من أحد الطرفين وذلك لعدة أسباب، فقد تتم هذه العملية من طرف الوسيط الذي يتكفل بتقديم التوضيحات اللازمة لعمله والمتعلقة بأسباب الإلغاء، كما يجب عليه أيضا أن يرسل إشعارا مسبقا للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة معلنا فيه بإلغاء وكالة التسيير وذلك خلال الخمسة أيام المفتوحة لعمل البورصة والمالية لتاريخ إعلام الموكل أو العميل، ثم إقفال قيود الحساب التي كانت تؤهله للقيام بعملية التسيير.

2.3.4- توظيف الأموال

تصرح المادة 07 من المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993، بإمكانية الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود من القيام بتوظيف الأموال عن طريق البحث عن مقتنين أو مكتتبين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يستعمل اللجوء العلني للادخار وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين.

2.4- واجبات الوسطاء الماليين في عمليات البورصة

على الوسيط احترام العلاقات التي تربطه مع العملاء والهيئات العاملة بالبورصة وكذا القيام بكل الواجبات المنبثقة عن هذه العلاقات، ومن بين هذه الواجبات ما يلي:

2.4.1- واجبات الوسيط المالي تجاه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

يلتزم الوسيط بإعلام اللجنة بأي تغيير يطرأ على نشاطه بعد الحصول على الاعتماد، كما يلتزم أيضا بتسليم اللجنة كل الوثائق المحاسبية والمالية حسب فترات دورية تحددها هذه الأخيرة، أما فيما يخص اللجنة فمن حقها القيام بمراقبة نشاط الوسيط وإجراء عمليات التفتيش والتحقيق في أي وقت من أوقات العمل، وذلك للتأكد من مدى احترام الوسطاء لأحكام سوق الأوراق المالية.

2.4.2- واجبات الوسيط المالي المتعلقة باحترام قواعد وأدبيات مهنة الوساطة

يجب على الوسطاء في العمليات البورصية الحفاظ على شرف المهنة من خلال أعمالهم وسلوكاتهم، كما يجب أن يعملوا على تنفيذ أوامر زبائنهم في أحسن الأجال وبكل أمانة وذلك بتوفير نفس المعاملة لكل العملاء، وبضمان تفضيل مصالح هؤلاء على مصالحهم الشخصية. كما يلتزم الوسيط أيضا بإعداد الإجراءات اللازمة للمراقبة الداخلية بهدف ضمان السير الفعال لحسابات الزبائن والاستجابة لأوامرهم في أحسن الظروف. وعلى الوسيط إبرام العقود اللازمة مع عملائه وإمضائها من الطرفين لتأكيد وتوضيح كفاءات وحدود التعامل وكذا مكافئاته. ومن بين العقود المستخدمة في هذا المجال يمكن ذكر اتفاقية فتح الحساب وتوكيل تسيير حافظة الأوراق المالية.

كما يتقيد الوسيط باحترام القواعد العامة الموالية:

- المعرفة الجيدة للزبون.
- احترام شفافية وأمن السوق.

- القيام بالتحليلات والدراسات المعمقة للعمليات المنعقدة قبل تقديم أي نصح أو إرشاد أو في إطار تسيير الحواظ المالية.
- المحافظة على ممتلكات العميل (الأوراق المالية أو النقود).
- المحافظة على سرية المعلومات المتعلقة بالزبون.
- بعث الثقة في نفوس الجمهور المتعامل.
- التقيد بتطبيق التعليمات والقوانين الخاصة بسوق الأوراق المالية والتحلي بالمعرفة والكفاءة المهنية العالية.

2.4.3- واجبات الوسيط المالي تجاه الزبائن

ينبغي على الوسيط المالي الحرص على مصالح الزبائن، وتنفيذ الأوامر وفقا لأحسن شروط السوق، كما يتقيد بإطلاعهم بكل المعلومات التي هم بحاجة إليها، خاصة المتعلقة بالعمليات المبرمة لحسابهم.

ويمكن حصر أهم الواجبات المنبثقة من علاقة الوسيط بعملائه فيما يلي:

- على الوسيط أن يشير كتابيا في الوثائق التي يسلمها إلى زبائنه إلى طبيعة الاعتماد المحصل عليه.
- ينتقل التعامل بين الوسيط والزبون من خلال فتح الحساب الذي يحتوي في الاتفاقية على البنود الموالية: هوية ومؤهلات الأشخاص المرخص لهم بتسيير الحساب عدا صاحبه أو أصحابه، قدرات وسلطات الأفراد المرخص لهم بتسيير الحساب بعيدا عن مالكه، وسائل إيصال الأوامر، طرق إعلام العميل بالعمليات المبرمة، طرق فصل الالتزامات.
- يتم توقيع وثيقة فتح الحساب والاتفاقية المرافقة لها من طرف الزبون والوسيط، كما تحرر بنسختين تسلم الأولى إلى الزبون بينما يحتفظ الوسيط المالي بالثانية.
- عند تحرير اتفاقية الحساب يلتزم الوسيط بتسليم جدول العمولات المطبقة مقابل الخدمات التي يقدمها.
- عند تنفيذ الأوامر على الوسيط المالي أن يقوم بإعلام زبائنه في أقرب الأجل، ثم تأكيد تنفيذ العملية عن طريق إرسال ما يسمى بإشعار تنفيذ خلال اليومين المواليين لتنفيذ الأمر حيث يحتوي إشعار التنفيذ على المعلومات المتعلقة بنوعية وعدد القيم الخاضعة للعملية المعنية، سعر الوحدة والمبلغ الإجمالي للعملية، العمولات والمصاريف، المبلغ الصافي، تاريخ العملية وتاريخ التسديد والتسليم.

- يلتزم الوسيط أيضا بإرسال كشف للحساب إلى زبائنه وذلك كل ثلاثة أشهر على الأقل.
- في حالة ما إذا قرر العميل منح وكالة تسيير الحافظة إلى الوسيط، فعلى هذا الأخير أن يحرر عقدا لهذه الوكالة الذي يجب أن يوقع من الطرفين، ويوضح طبيعة العمليات التي يمكن للوسيط أن يبادر بالقيام بها، وكذا تحديد المخاطر التي يمكن مواجهتها، شروط سير الحساب ومكافأة المسير.
- على الوسيط أن يضمن للزبون إعلاما دائما ومستمرًا بكل المستجدات التي تمسه.

- لتسيير مختلف الخلافات التي قد تنشأ مع العملاء خلال مجرى العمل، يمسك الوسيط في العمليات البورصية سجلات الشكاوى التي يقدمها هؤلاء والتي يجب أن تبرز اسم المشتكي، تاريخ الشكوى وموضوع ونتائج الشكوى.

2.4.4- واجبات الوسيط المالي تجاه شركة تسيير بورصة القيم المتداولة

فيما يخص التداول على الأوراق المالية على مستوى مقصورة البورصة، فإنه ينبغي على الوسيط المالي أن يعين من بين الموظفين مفاوضا ومسؤولا عن المقاصة يمثلونه أمام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. كما تسلم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بطاقة مهنية لهؤلاء. بينما تحتفظ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بسجل الحائزين على هذه البطاقات.

وفي هذا الإطار، يستوجب على الوسيط أن يقوم بما يلي:

- إعلام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وبدون تأخير عن أي توقف للحائزين على البطاقة المهنية من ممارسة وظيفتهم.
- تقييد الوسيط في العمليات البورصية وكل الأعضاء المفوضين من طرفه بالالتزام باحترام قواعد المقصورة وكل القوانين التي تسنها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

2.4.5- واجبات ذات طابع عام للوسيط المالي

يمكن حصر هذه الواجبات في النقاط الآتية:

- لا يمكن للوسيط في عمليات البورصة أن يمارس نشاطه إلا في حدود الاعتماد المسموح له من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- يجب على الوسيط أن يحترم قواعد الحذر المحددة من طرف اللجنة.
- يلتزم الوسيط بالاكتتاب في عقود التأمين التي تضمن مسؤوليته اتجاه زبائنه، وخاصة ضد مخاطر ضياع، إتلاف أو سرقة القيم والأموال المودعة لديه.

- على الوسيط أن يمسك السجلات الإلزامية المتعلقة بنشاطاته، وفقا لما تحدده اللجنة.

وفي الواقع ومع ما تم عرضه عن شروط ومهام الوسيط في الجزائر، لا يمكن الجزم بحقيقة ما طبق منها ومدى الأداء الذي قام به هؤلاء، نظرا لأن البورصة بحد ذاتها بقيت تراوح مكانها دون التطور الذي كان يراد لها، وهذا من المشاكل التي صادفتها العديد من الدول التي مرت في تجربة الإصلاحات الاقتصادية، وما أصابها من ضعف ونقص في أنظمتها المالية مثل دول أوروبا الشرقية.¹⁸

الخاتمة

1- بعد استعراض هذا البحث تم التوصل إلى جملة من النتائج يمكن ذكرها فيما يلي:

- يمكن القول أن الوساطة المالية ركيزة أساسية لتحقيق نشاط وحيوية أسواق الأوراق المالية حيث تشكل حلقة وصل بين طالبي وعارضي الأوراق المالية، كما يقتضي دخول المؤسسات إلى البورصة اللجوء إلى هؤلاء الوسطاء والذين يلعبون دورا حيويا في هذه العملية، إذ لا يمكن إتمام أية عملية بيع أو شراء دون اللجوء إليهم، ويقدم الوسطاء عدة خدمات لمختلف المتعاملين بالأوراق المالية والتي لا يمكنهم القيام بها بأنفسهم، ولا يتوقف دورهم عند هذا الحد بل يتعدى ذلك بكثير إذ يصل إلى مستوى النصح والإرشاد وكذا حماية مصلحة المتعاملين لذا وجب تنظيم هذه المهنة من خلال وضع القوانين والقواعد اللازمة لممارستها على أكمل وجه، حيث تتطلب مهنة الوساطة شروطا سواء بالنسبة للشخص الوسيط أو بالنسبة لمؤسسة الوساطة وهي شروط تضمن حماية المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية.

- تقتضي وظيفة الوساطة المالية التحلي ببعض الصفات والتي تعتبر ضرورية لممارسة هذه المهنة وتتطلب من المؤسسات القائمة لهذا الغرض درجة عالية من التنظيم وحسن التسيير إضافة إلى تجنيد الموارد المادية والبشرية اللازمة. وتتطلب تنظيما بشريا محكما وعلى درجة جيدة من الكفاءة في التسيير من أجل تفادي الأخطاء والمخاطر التي يمكن التعرض لها، وللعب دور المخفض من نسبتها لدى الأطراف المتعامل معها.

- وجود وساطة ذات كفاءة مقبولة في عمليات البورصة من شأنها أن تساهم في ضمان استمرارية وتطور سوق الأوراق المالية من خلال تسهيل مهمة القيام بالمعاملات والسرعة والدقة في تنفيذها. وبذلك تساهم في زيادة عمق سوق الأوراق المالية من خلال قيام مؤسسات الوساطة بطرح أسهمها في البورصة.

- يقوم الوسطاء في عمليات البورصة بعدة وظائف منها التفاوض على الأوراق المالية وحفظها وكذا تسيير المحافظ المالية، بالإضافة إلى تقديم النصائح والمشورة للعملاء في حدود الشروط المتفق عليها بين الوسيط والعميل. ولذلك فيحتاج الوسيط في مختلف العمليات التي يقوم بها إلى معلومات متنوعة حول تقلبات الأسعار واتجاهات السوق، حيث تمثل هذه المعلومات الركيزة الأساسية التي يعتمد عليها الوسطاء في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية واتخاذ القرار الاستثماري الرشيد وتوجيه المستثمرين في هذا المجال.

- تلعب الوساطة المالية دورا كبيرا في دعم وتنشيط البورصة وزيادة كفاءتها وذلك من خلال دعم المؤسسات في الدخول للبورصة من خلال تعريفها بالمزايا التي تمنحها لها هذه العملية، المساهمة في ترويج قيم المؤسسات المدرجة قيد البورصة، المساهمة في توعية الجمهور وتعريفه بالاستثمار في الأوراق المالية من أجل تحفيزه على الاستثمار في القيم المنقولة والمساهمة في زيادة عمق واتساع سوق الأوراق المالية من خلال طرح أوراق المؤسسات المدرجة في البورصة.

2- أما فيما يخص حالة الجزائر فقد تم التوصل إلى جملة النتائج الموالية:

لاعتبار وظيفة الوساطة المالية عاملا أساسيا لنجاح وحيوية بورصة الجزائر الناشئة، لأن الوسطاء هم المتدخلون الأساسيون في سوق الأوراق المالية، ولا يمكن إجراء أية عملية مفاوضة على القيم المنقولة داخل البورصة إلا عن طريقهم، سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين وذلك بعد اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة واستيفائهم لجميع الشروط التي تحددها هذه اللجنة وفقا لل"ار القانوني المحدد.

لا تزال وظيفة الوساطة المالية في الجزائر دون المستوى المطلوب، نظرا ضآلة حجم المعاملات في السوق الحالية، مقارنة إلى البورصات الناشئة المشابهة كما في البلدين المجاورين تونس والمغرب، وهذا راجع لقلة عدد المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر والتحفيزات المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية الناتجة عن بطء الإصلاحات الاقتصادية وإصلاحات الجهاز المصرفي، عكس الخطوات المعتمدة التي قطعتها مثيلاتها في البلدين المجاورين.

عدم مساهمة مؤسسات الوساطة في الجزائر في زيادة توعية الجمهور وتحفيزه على الاستثمار في القيم المنقولة، والنقص في وجود إطارات مدربة للعمل كوسطاء في العمليات البورصية.

وهذا ما يتطلب القيام بجملة من الإجراءات لتحقيق الأهداف المنوطة بهذه الوظيفة.

3- الاقتراحات الخاصة بتنشيط الوساطة في الجزائر: من خلال ما سبق، يمكن تقديم الاقتراحات المالية:

- العمل على تطوير مهنة الوساطة المالية وذلك بوضع مختلف القوانين المنظمة والمحفزة لهذه المهنة، ووضع المعايير اللازمة التي تنظم عمل شركات الوساطة في سوق الأوراق المالية من أجل ضمان تداول عادل لكل المتعاملين، مما يعمل على زيادة عددهم وبعث روح التضامن فيما بينهم، للتخفيف من تكاليف الوساطة وهذا ما يؤدي إلى جلب المزيد من المستثمرين في القيم المنقولة. ويمكن الاستفادة من كل من تونس والمغرب خاصة وما قامت به هيئات البورصة فيهما من دور هام وموجه للاقتصاد ومساهم في الإصلاحات الاقتصادية والاجتماعية بوجه عام.

- العمل على توفير الإمكانيات البشرية أو الجانب البشري، من ذوي الخبرة والكفاءة في التسيير لتفادي كل الأخطاء والمخاطر من أجل المساهمة الايجابية في عدد المستثمرين في القيم المنقولة، وتوفير جانب تقني حديث وناجح من خلال استعمال التقنيات المعاصرة التي تضمن قدرا كبيرا من الدقة والسرعة في تنفيذ العمليات.

- توفير نظام معلومات شفاف يساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وبذل الجهد واستعمال الوسائل الفعالة التي تمكن الوسطاء في عمليات البورصة من جمع المعلومات المتعلقة بالسوق المالية واتجاهاتها وكل المستجدات حول وضعية الشركات المصدرة للأوراق المالية للقيام بواجبهم على أكمل وجه.

- صرامة تدخل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في إلزام المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، والاهتمام بعملية الإفصاح عن المعلومات المالية المتعلقة بنشاطاتها والتأكد من صدق وكفاءة المعلومات المقدمة للمستثمرين، للمساهمة في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية.

- العمل على تسريع إصلاحات الجهاز المصرفي الوطني لأن وحسب مختلف التجارب في البلدان النامية والمتجهة نحو اقتصاد السوق، وحتى في البلدان المتطورة، فوجود جهاز مصرفي متكامل يدفع لتفعيل وتنشيط البورصة، وذلك لم يختص به بصفته وسيطا ماليا يعمل على تعبئة الادخار وحسن توجيهه وكذا التوسط بين عرض السيولة والطلب عليها، والتدخل في العديد من أعمال ومنتجات السوق المالية.

الهوامش:

¹ - Allen, F et Gale, D, "A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US", European Economic Review, 39, n°2, mars 1995.

² - Allen F et Santomero A. M.: "What Do Financial Intermediaries Do?", Journal of Banking, and Finance, 25, 2001, p. 271-294.

- Alessandria. G et Qian. J, : "Endogenous of Financial Intermediation and Real Effects of Capital Account Liberalization", mai, AFA Atlanta Meetings

- Imène Ben Fredj « la performance du secteur bancaire tunisien à l'épreuve, des transformations de l'activité des banques », Université Paris X- Nanterre et à la Faculté des Sciences Economique, Septembre 2004.

³ - صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، 2000، ص: 16.

⁴ - خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب،

لبنان، 2000، الجزء الثاني، ص ص: 151-152.

⁵ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2002.

⁶ - حسام الدين محمد، خبير في البورصات العالمية، عن الموقع الإلكتروني :: تاريخ الاطلاع 2008/08/15

⁷ - عبد الغفار حنفي وسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية،

مصر، الطبعة الأولى، 2002، ص ص: 326-327.

⁸ - نفس المرجع، ص ص: 326-327.

⁹ - Allen F et Santomero A. M, op. cit.

¹⁰ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة قدمت

لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،

1998-1999، ص 140.

¹¹ - R. Ferrandier & V. Kohen, , Marchés des capitaux et techniques financières édition ECONOMICA Paris, 1988, pp: 17-19.

¹² - « Manuel sur les normes de conduite au Canada », Institut Canadien des Valeurs Mobilières, 1997, P : 07.

¹³ - مجموعة قوانين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

¹⁴ - Imène Ben Fredj, op. cit.

¹⁵ - Forum EMEA (mardi 30 novembre 2004- Casablanca, Maroc), Atos Euronext, [http://www.atoseuronext.net/evenment/EMEA/Documentations/FR_Forum EMEA-Synth%C3%A8ses.pdf](http://www.atoseuronext.net/evenment/EMEA/Documentations/FR_Forum_EMEA-Synth%C3%A8ses.pdf), p15.

¹⁶ - <http://www.casablanca-bourse.com> (histoire de la bourse)

- حمدي فيصل: " تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب" مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: دراسات اقتصادية كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية - جامعة ورقلة، 2006، ص 90.

17- النظام 96-03 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية.

18 - Calvo, G.A. : "Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe", IMF, Occasional Paper no. 102, 1993.

