

## الوساطة المالية ودورها في إنشاء سوق تمويلية للإقتصاد الوطني. دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2001 - 2018.

Financial intermediation and its role in establishing a financing market for the national economy  
Case study of Algeria during the period 2001-2018.

روشو عبد القادر

معهد العلوم الاقتصادية

المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي-تيسمسيلت

rouchou2@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2019-03-15

تاريخ القبول: 2019-02-06

تاريخ الإرسال: 2019-01-11

**ملخص** تلعب الوساطة المالية بصفة عامة دوراً حيوياً في تمويل الإقتصاد الوطني، ذلك أنه نتيجة هذه الوساطة المالية يتم خلق سوق تمويلية، هذه السوق تجمع السوق النقدية والسوق المالية مع بعض، كون السوقين يهدفان إلى تحقيق نفس الغاية والمتمثلة في نقل الفائض المالي من المدخرين إلى أصحاب الحاجة المالية وهم المستثمرون، وذلك بإستعمال مؤسسات وسيطة قد تكون مالية مصرفية أو مالية غير مصرفية. فمن خلال هذا البحث حاولنا إسقاط هذه المفاهيم على الواقع الجزائري من خلال تبيان دور وصعوبات التمويل البنكي من جهة وكذا واقع السوق المالية في الجزائر متمثلة أساساً في بورصة الجزائر من جهة ثانية. وخلصت هذه الدراسة إلى ضرورة تعزيز دور النظام البنكي في تعبئة الإدخار الوطني، إضافة إلى تنشيط بورصة الجزائر كآلية بديلة لتمويل الإقتصاد الوطني.

**الكلمات المفتاحية:** تمويل، وساطة، بنوك، أسواق، بورصة.

**Abstract:** Financial intermediation plays a vital role in financing the national economy. As a result of this financial intermediation, a financial market is created. This market combines the monetary and financial markets with one another. The two markets aim to achieve the same goal of transferring the financial surplus from savers to owners. The need is financial and they are investors, using intermediary institutions that may be bank financial or non-bank financial. It is through this research that we tried to shed these concepts on the Algerian reality by showing the role and difficulties of bank financing on the one hand and the reality of the financial market in Algeria, represented mainly on the Algerian Stock Exchange on the other hand. This study concluded that the role of the banking system in mobilizing national savings should be strengthened, in addition to activating the ASE as an alternative mechanism for financing the national economy.

**.Keywords:** Finance, intermediation, Banks, Markets, Stock Exchange

## مقدمة:

إن أهمية النظام البنكي في إطار المنظومة الإقتصادية تزداد يوماً بعد يوم، وذلك نتيجة المتغيرات الهامة التي تشهدها الإقتصاديات الوطنية من جهة، والتحولت الكبيرة التي يشهدها الإقتصاد العالمي وخاصة في جانبه المالي من جهة ثانية، وفي هذا السياق فإن البنوك ومنذ ظهورها تمثل دورها الأساسي في جمع الأموال من مصادر مختلفة وتوجيهها إلى أفضل الإستعمالات الممكنة وقصد القيام بهذه الوظيفة - الأولى - فهي تلجأ الى تعبئة إيدار العائلات والمؤسسات والهيئات العمومية، وقد تكون هذه المصادر رغم تنوعها غير كافية فتلجأ حينئذ إلى الإقتراض سواء من الأسواق المالية أو النقدية أو حتى إلى الإصدار النقدي عن طريق البنك المركزي.

فإن كانت الوظيفة الأولى للبنوك هي جمع الأموال فإن الوظيفة الثانية - أو الوجه الآخر للعملية - تتمثل في توظيف هذه الأموال، وهنا يجب الإشارة إلى أن أقدم طريق وأكثرها إستعمالاً في توظيف الأموال هي تقديم هذه الموارد لمن يحتاجها على شكل قروض وهو ما أصطلح عليه بالتمويل البنكي للإقتصاد الوطني بشكل عام.

إن الدور الذي تقوم به البنوك في إطار هاتين الوظيفتين يعتبر الشكل الأول للوساطة المالية أو لنقل الشكل التقليدي لها حيث أن مفهوم هذه الوساطة قد توسع في عصرنا هذا ليشمل على الأقل الإتجاهين التاليين: الإتجاه الأول: وهو أن الوسطاء أصبحوا يستثمرون المدخرات المتجمعة لديهم تحت أشكال مختلفة كسواء المنتجات والأدوات المالية المتوفرة في الأسواق المالية، أو الإستثمار فيها بشكل عام. أما الإتجاه الثاني: فهو قيام مؤسسات أخرى عديدة بهذه الوظيفة التي كانت حكراً على البنوك وهذه المؤسسات المالية قد تكون بنكية أو غير بنكية.

وفي هذا السياق فإن المصادر التمويلية للإقتصاد الوطني هي الأخرى قد تعددت وتنوعت، وتبعاً للتفرقة بين التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل وجدت سوق تمويلية خاصة بكل نوع، أي السوق النقدية بالنسبة للنوع الأول والسوق المالية بالنسبة للنوع الثاني، غير أن هذه التفرقة لم تعد ذات أهمية في الإقتصاد المعاصر، ذلك أن مشكلة التمويل لا ترتبط بمدى مادام النشاط الممول الإنتاجي أو التجاري هو عملية متجددة ومستمرة من خلال الزمن.

الإشكالية: وفي هذا السياق يطرح السؤال الجوهرى الاتي كإشكالية لهذا الموضوع: إلى أي مدى تساهم الوساطة المالية في خلق سوق تمويلية للإقتصاد الوطني بالمفهوم الواسع؟ وماهي إسقاطات ذلك على الحالة الجزائرية؟

وتبعاً لهذا السؤال المحوري وقصد الإمام بأهم جوانب الموضوع يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف ظهرت الوساطة المالية وكيف تطورت؟

- ما طبيعة المؤسسات التي تؤدي دور الوسيط؟

- ماهو واقع بورصة الجزائر كسوق تمويلي؟

فرضيات الدراسة: في سياق ماتم طرحه من تساؤلات حول موضوع الدراسة ، وقصد تحقيق الهدف منها ، يمكن وضع مجموعة من الفرضيات على النحو التالي:

- تؤدي الوساطة المالية دوراً في إنشاء وتوسيع السوق التمويلية للإقتصاد الوطني.

- تعتبر البنوك التجارية من أهم مؤسسات الوساطة المالية.

- لزال بورصة الجزائر بعيدة عن دورها في تمويل الإقتصاد الجزائري.

أهمية الدراسة: تكمن أهمية هذه الدراسة في كونها تبرز ماهية ودور الوساطة المالية في جانبها النظري، ومدى إنطباق المفاهيم النظرية على الواقع الميداني من خلال إستعراض حالة الجزائر، خاصة وان الاستمرار في الاعتماد على الميزانية العامة للدولة في تمويل

المشاريع الاستثمارية أصبح غير ممكنا بالنظر للوضع المالي في الجزائر حاليا، وعليه تبرز أهمية التمويل عن طريق مؤسسات الوساطة المالية كبديل يفرض نفسه.

**أهداف الدراسة:** تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الاهداف التالية:

- إبراز أهمية الوساطة المالية بالنسبة للإقتصاد الوطني.
- توضيح طبيعة ودور المؤسسات المالية الوسيطة.
- الإطلاع على واقع الوساطة المالية في الجزائر .
- الوقوف على وضعية بورصة الجزائر.

**دراسات سابقة:** جاءت هذه الدراسة كتكملة لدراسات سابقة تناولت هذا الموضوع سواء بشكل مباشر أو من خلال تناول أحد جوانبه، ومن هذه الدراسات التي تمكنا من الإطلاع عليها نذكر:

- دراسة (براق محمد، 2007) بعنوان " واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وآفاقها" هدفت هذه الدراسة إلى تشريح واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر من حيث الأهمية، الواقع، المعوقات والآفاق، وخلصت هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي إلى أهمية هذه السوق في تمكين المؤسسات العمومية والخاصة التي لها شكل شركة مساهمة من فتح رأسمالها والرفع منه. كما خلصت أيضا إلى أن عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر لزال ضعيفا ولا يعكس الدور التمويلي المنتظر من البورصة.
- دراسة (موسى رزيق، 2008) بعنوان "المركز القانوني للوسيط في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين التشريع الجزائري والتشريع الكويتي" فبعد أن إستعرض الباحث الإطار القانوني للوساطة المالية كونها تخضع لتشريعات خاصة، قدم تكييفا قانونيا للوساطة في سوق الأوراق المالية، خلصت هذه الدراسة القانونية في جانبها الخاص بالجزائر إلى ضرورة إجراء تعديلا للتشريع الجزائري فيما يتعلق بشروط ممارسة الوساطة المالية، بالتحديد الدقيق للمركز القانوني لهذا الأخير.
- دراسة (تشوار خير الدين، 2010) بعنوان "الوساطة المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية - حالة الجزائر" تناولت هذه الدراسة إشكالية إنفتاح السوق وتأثير ذلك على دور النظام المصرفي في الوساطة المالية، وذلك من خلال إستعراض مفهوم الوساطة المالية ودورها في تفعيل وتنشيط السوق من جهة وكيف يؤثر هذا على تنشيط الإستثمار من جهة أخرى. وإنتهت هذه الدراسة إلى نتيجة أساسية وهي أن للبنك التجاري دور لاغنى عنه في تمويل المؤسسة الاقتصادية رغم وجود بعض الصعوبات في تأدية هذا الدور.

- دراسة (بريش عبدالقادر، قويدري قوشيح بوجمعة، 2016) بعنوان " الدور التموي للوساطة المالية في النظام المصرفي في الجزائر" تمحورت هذه الدراسة حول إبراز العلاقة بين الوساطة المصرفية ومستويات النمو الإقتصادي بالتطرق إلى مفاهيم الوساطة المالية والنمو الإقتصادي، مرورا بصعوبات الوساطة المصرفية، وكذا إستعراض قنوات تأثير الوساطة المصرفية على النمو الإقتصادي، مع إسقاط هذه المفاهيم النظرية على الحالة الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 1970 إلى 2012. وخلصت الدراسة إلى إعتبار أن مؤشرات الوساطة المالية البنكية في الجزائر لها تأثير سلبي على النمو الإقتصادي ماعدا المتغير المتعلق بالوظيفة الأساسية للبنك وهو القروض، والسبب هو إعتداد البنوك على منح القروض قصيرة الأجل وتمويل التجارة الخارجية وإستبعاد التمويل طويل الأجل وهو الذي يسمح برفع معدلات النمو الإقتصادي.

**هيكلية الدراسة:** معالجة هذا الموضوع والإجابة عن الإشكالية المطروحة تناولنا هذا البحث من خلال المحاور الأساسية التالية:

المحور الأول : الإطار النظري للوساطة المالية.

المحور الثاني :المؤسسات النقدية والمالية الوسيطة.

المحور الثالث: السوق التمويلية.

المحور الرابع : واقع السوق التمويلية في الجزائر.

### المحور الأول: الإطار النظري للوساطة المالية

إن تداول الأموال بمبالغ تختلف حسب طبيعة الأعمال يعتبر السمة الغالبة في عالم النقود والأعمال، ونتيجة لهذه الحركية فإن هناك أطرافاً (أعوان إقتصادية) سيكون لديهم فائض من الأموال وبالمقابل هناك أطرافاً أخرى سيكونون في حاجة إلى تمويل قصد تنفيذ مشاريعهم الإستثمارية، فمن هذا المنطلق فإن أصحاب الفائض المالي يبحثون دائماً عن فرص توظيف هذا الفائض، بمعنى إستثمار هذا الفائض ومن جهة أخرى أصحاب العجز يكونون دائماً في وضع البحث عن من يمول مشاريعهم الإستثمارية، وبالتالي فإن إنتقال هذه الأموال من الطرف الأول إلى الطرف الثاني يتم وفق علاقة معينة تربط الطرفين، هذه العلاقة عرفت في شكلها الأول (البسيط) بالعلاقة المباشرة وقد إستمرت مدة من الزمن، لكن نتيجة ظهور صعوبات عليها حالت دون تحقيق الهدف من هذه العلاقة تم الإنتقال إلى نوع آخر من هذه العلاقة وهي ما أصطلح عليه بالعلاقة غير المباشرة أي وجود طرف ثالث بين الطرفين السابقين، وهذا الطرف الجديد والذي أصبح يتوسط العلاقة السابقة يسمى بالوسيط المالي، وفيما يلي سنتطرق إلى مفهوم هذه العلاقة في شكلها الأول ثم كيف تطورت إلى شكلها الحالي (2).

**1. العلاقة المالية المباشرة:** تكمن هذه العلاقة في الإتصال المباشر بين صاحب الفائض ( المدخر) وصاحب العجز (المستثمر) وهذا الأمر يتطلب أن يكون هناك تعارف مباشرة ما بين الطرفين.

لكن هذه العلاقة المالية المباشرة تطرح جملة من الصعوبات العملية ويمكن تلخيصها فيما يلي (3):

أ- أول صعوبة تتمثل في إستحالة معرفة طرفي العلاقة بعضهما ببعض وهذا نتيجة تطور المجتمع وإتساع علاقاته وتشعبها، فلم يعد بالإمكان أن يتعرف صاحب الفائض مباشرة عن صاحب العجز.

ب- هناك صعوبات جمة في توافق الرغبات بين الطرفين من حيث الإلتزامات والمكان فقد تختلف رغبة صاحب الفائض من حيث المدة التي يريد أن يوظف فيها الأموال عن رغبة صاحب العجز فيما يخص المدة التي يريد أن يكون بعد إنقضائها موعد الإستحقاق، أما من حيث المكان فقد يكون الطرفان في أمكنة مختلفة وبالتالي لا يتم ربط هذه العلاقة .

ج- أما الصعوبة الثالثة فهي تخص المبلغ في حد ذاته فقد يختلف الطرفان على المبلغ الذي سينتقل من الأول إلى الثاني وبالتالي يحتاج المقترض إلى شخص آخر لإستكمال المبلغ المطلوب ومن جهة أخرى فقد يظطر المقترض إلى تجزئة المبلغ إلى عدة أجزاء حسب الطلبات.

د- أما الصعوبة الرابعة فتتمثل في عامل الخطر الذي يتحمله المقترض والذي يكون في وضع لا يسمح له بالتقدير الجيد للخطر المصاحب لهذه العملية .

هـ- إن العلاقة المالية المباشرة تدفع إلى تجميد الأموال المقرضة إلى غاية تسديدها، وهو أمر لا يخدم أصحاب الفائض المالي خاصة (4)

و- كما قد يحدث وقوع خسارة لصاحب العجز المالي وهذا ما يؤدي إلى إحتمال تعرض صاحب الفائض إلى خسارة أيضاً بسبب عدم وجود ضمانات للحقوق المالية.

وأخيراً وقصد تذليل هذه الصعوبات وتفادي النتائج السيئة المترتبة عن هذه العلاقة المالية المباشرة فإن الأمر يتطلب وجود طرف ثالث أي وسيط بين طرفي العلاقة السابقة يقوم بدور الوساطة المالية، فما هي الوساطة المالية ؟ وماهي أهميتها سواء بالنسبة لطرفي العلاقة المالية أو بالنسبة للإقتصاد الوطني ككل ؟

**2. ما هية الوساطة المالية:** بداية نشير إلى أن الوساطة بوجهها العام هي التقريب بين شخصين يريدان التعاقد نظير أجر، يسمى العمولة، ويكون عادة نسبة مئوية من قيمة الصفقة المراد إبرامها، وهي حرفة مباحة، ولكن هذه الإباحة لا تتنافى بطبيعة الحال مع تنظيم الوساطة في فروع معينة من النشاط على نحو يوفر الضمانات للمشتغلين بها كما هو الحال في وسطاء البورصة<sup>(5)</sup>. أما الوساطة بالمفهوم المالي (وساطة مالية) فهي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي .

فهذه الهيئات تقوم بتعبئة الإدخارات ( الفوائض المالية ) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة والقيام بمنح القروض إلى أطراف أخرى من جهة ثانية<sup>(6)</sup>.

وبهذه العلاقة الجديدة (الوساطة المالية) يتم القضاء على الصعوبات المشار إليها سابقاً (في إطار العلاقة المباشرة) وأيضاً تكون الوساطة المالية صانعة للتمويل، وهي نتيجة مهمة جداً، فهي إذاً تقوم بالإقراض لفترات أطول مستعملة أموالاً يمكن لأصحابها أن يطلبوها في أية لحظة وبهذا تكون الوساطة المالية قد إستطاعت أن توفق بين الأهداف المتعارضة لمختلف أطراف العلاقة المالية، وذلك من حيث السيولة والربحية والمخاطر<sup>(7)</sup>.

**1.2. أهمية الوساطة المالية:** لقد سمحت الوساطة المالية بإيجاد الحلول اللازمة للعديد من الصعوبات والإشكالات المتعلقة بالتمويل، لهذا تلعب الوساطة المالية دوراً هاماً في تمويل الإقتصاد، ومن هذا المنظر فإن هذه الأهمية تنعكس على كل أطراف الوساطة وعلى الإقتصاد الوطني ككل.

**1.1.2. أهمية الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:** بالنسبة لهذا الطرف فإن الوساطة المالية تسمح له بأن يقوم بإستثمار أمواله بشكل يوفر نوع من الأمان ذلك أن مصداقية الوسيط مضمونة بموجب القوانين والتنظيمات المؤطرة لهذا العملية. ومن جهة أخرى يمكن لصاحب الفائض المالي وفي إطار هذه الوساطة أن يحصل على السيولة في أي وقت يشاء . كما أن هذه الوساطة المالية (علاقة غير مباشرة) تعني أصحاب الفائض من البحث عن أصحاب العجز بمعنى توفير لعامل الجهد والوقت<sup>(8)</sup>.

**2.1.2. أهمية الوساطة المالية بالنسبة لأصحاب العجز:** إن طالبي القروض من أصحاب العجز المالي يستفيدون من هذه الوساطة في الجوانب التالية<sup>(9)</sup>:

- توفر لهم الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب نظراً لما تتوفر عليه هيئات الوساطة من أموال ضخمة تجمع بطريقة مستمرة .

- كما أن وجود الوساطة المالية، يسمح بتوفير قروض بتكاليف منخفضة مقارنة بطريقة التمويل المباشر حيث إرتفاع نسبة الخطر ومن ثمة إرتفاع في معدل الفائدة .

**3.1.2. أهمية الوساطة المالية بالنسبة للإقتصاد الوطني:** إن الوساطة المالية تسمح بتنشيط الإقتصاد وذلك بتدعيم الإقتصاد بقروض كبيرة وهي في الأصل مدخرات صغيرة تم جمعها عن طريق هيئات الوساطة المالية وتقديمها بشكل قروض ذات أحجام كبيرة قصد تمويل الإستثمارات الكبيرة.

- كما أن للوساطة دوراً هاماً في الحد من ظاهرة التضخم، ذلك أن هذه الوساطة تحد من اللجوء إلى الإصدار النقدي قصد تغطية العجز في تمويل المشاريع الإقتصادية.

وبهذا الدور المهم يمكن القول أن الوساطة المالية من شأنها تفادي احتمالات عرقلة النشاط الإقتصادي ككل الناتجة عن عدم توافق الرغبات بين المدخرين والمستثمرين وذلك سواء من حيث الوقت أو المبالغ<sup>(11)</sup>.

**المحور الثاني: المؤسسات النقدية والمالية الوسيطة**

إن مصدر الحصول على القوة الشرائية اللازمة لتمويل النشاط الاقتصادي للمشروعات يعتمد بدرجة كبيرة على الطرق والأفكار الجديدة لنوع هام من المؤسسات يطلق عليها تعبير المؤسسات المالية الوسيطة، والتي يتجاوز نطاقها المفهوم التقليدي للمؤسسات المصرفية، فالبنوك التجارية لم تعد المؤسسات الوحيدة القادرة على إعطاء الوحدات الإقتصادية الرغبة في الإقتراض القوة الشرائية اللازمة للحصول على السلع والخدمات، كما لم تعد أيضاً المؤسسات الوحيدة القادرة على تنظيم الإذخرات، فلا مبالغة إذ قلنا أن هناك مؤسسات أخرى بخلاف البنوك التجارية تستطيع أن تضاعف من حجم وسائل الدفع، ومن أمثلة تلك المؤسسات نذكر شركات الإستثمار وشركات التأمين وصناديق الإذخار والبنوك المتخصصة وبصفة عامة هي تلك المؤسسات المالية والنقدية المتخصصة<sup>(12)</sup>، فماذا نعني بهذه المؤسسات المتخصصة ؟

**1. المؤسسات المالية والنقدية المتخصصة:** يمكن تعريف هذه المؤسسات على أنها وحدات مصرفية أو مالية تقوم بتجميع الموارد الإذخارية من الأفراد والمشروعات والحكومة أو القطاع العام، وتضعها تحت تصرف نفس هذه الوحدات إذا احتاجت لها لغرض التوظيف الإستثماري<sup>(13)</sup>.

إذن المهمة الأساسية لهذه المؤسسات بصفة عامة هي التوفيق بين مصدرين: مصدر السيولة والإذخار السائل من بعض العناصر مقابل سندات عديدة متنوعة الدرجة من حيث السيولة وقيمة العائد الذي تضمنه المؤسسة المتخصصة. والمصدر الثاني هو مصدر التوظيف الإستثماري بمختلف أنواعه: إنشاء مشروعات، شراء أسهم وسندات، المشاركة، خطاب الضمان، الإعانات النقدية.

وبهذا تظهر هذه المؤسسات كمحور للنشاط النقدي والمالي تربط بين قطاعات الإذخار وقطاعات الإستثمار.

**1.1 أشكال وأنواع المؤسسات المتخصصة** إن المؤسسات المتخصصة تأخذ أشكالاً متعددة، وصورها البسيطة تتمثل في البنوك التجارية عندما تمارس الإقتراض طويل الأجل بجانب عمليات الإئتمان قصير الأجل، وسنحاول التركيز هنا على ماهية المؤسسات ذات الطبيعة التخصصية مثل بنوك التنمية، بنوك الأعمال، شركات التأمين، البنوك الإسلامية والإجتماعية<sup>(14)</sup>.

**1.1.1 بنوك التنمية وصناديق الإستثمار:** إن أصل نشأة هذا النوع من المؤسسات يعود إلى نهاية الحرب العالمية الثانية، حيث ظهرت الحاجة في البلاد المتقدمة إلى تعويض مدمرته الحرب من الجهاز الإنتاجي الصناعي، وضرورة تدخل الدولة بصورة إيجابية ومباشرة لتمويل إعادة بناء الجهاز الإنتاجي، وبصفة عامة فإن بنوك التنمية وصناديق الإستثمار الصناعية ليست مجرد مؤسسات مالية أو إذخارية بل هي مؤسسات تكوين وإعداد رأس المال الصناعي بكافة أبعاده ومراحلته منذ تكوينه كإذخار حتى تحوله إلى أجهزة وألات تقوم بالإنتاج والتسويق<sup>(15)</sup>.

**2.1.1 بنوك الإئتمان والتنمية الفلاحية وبنوك التعاون الريفي:** إن النمو الإقتصادي في غالبية أنحاء العالم المتقدم قد إرتبط بالتقدم الصناعي، إلا أن هذا التقدم يفترض مسبقاً إعداد وتجهيز قطاع فلاحي، وعلى أساس هذا الأخير يزود القطاع الصناعي بأدوات التنمية من فائض رؤوس الأموال، والعمالة، والقدرة التصديرية، الموارد الأولية اللازمة للصناعة، كما أنه يمثل السوق الأولية للقطاع الصناعي.

**3.1.1 بنوك الأعمال وشركات الإستثمار وشركات التأمين:** هذا النوع من المؤسسات المالية المتخصصة تقوم هياكلها على إقتصاديات " الأعمال " من حيث البحث عن أحسن فرص الإستثمار طويل الأجل، فهي تقوم بتجميع الإذخار بوسائل مختلفة من المؤسسات الخاصة " الأفراد " ولا مانع من مشاركة المشروعات العامة في رؤوس أموالها ووظائفها، ولكن مع الإحتفاظ لها بطابعها المالي والتجاري الخاص. فهي تجمع هذا الإذخار من خلال رأس المال والقروض من البنوك التجارية وتصدر السندات، شهادات الإستثمار وبواليص التأمين بمختلف أنواعها، ثم تستخدم هذه الأموال للمضاربة في بورصات الأوراق المالية الحكومية

والأجنبية، كما يمكن أن تمارس الإستثمار مباشرة عن طريق تكوين وإنشاء المشروعات، كما يمكنها أيضاً طرح جزء من رأسمالها للإكتتاب العام في البورصات.

**4.1.1. البنوك الإسلامية والبنوك الإجتماعية:** هي مؤسسات مالية تتقيد في عملها وأهدافها بقواعد الشريعة الإسلامية في المعاملات المالية التجارية والمدنية أو تنحى نحواً إنسانياً في منح الإئتمان.

وأهم ميزة بالنسبة لهذه البنوك أن العائد التي يحصل عليه المدخر أو المودع يكون معتبراً ويتوقف على نتيجة النشاط الإقتصادي وهي تربط مباشرة بين مصادر الإدخار ومصادر الإستثمار وتمنع الإكتناز.

فهذه النوعية من المؤسسات حلت مشكلة كبرى في النظرية الإقتصادية حول التفرقة بين طبيعة الفائض أو الربح الذي تحققه المؤسسات المالية بالمقارنة بالمؤسسات الصناعية، فالمشروعات المالية أو المصرفية تمارس نشاطها وتحقق أرباحها اعتماداً على أموال الغير، سواء كان ذلك من خلال الودائع الحقيقية (النقدية) أو الودائع الافتراضية، أما رأس مالها فهو لا يمثل إلا قيمة بسيطة وهو مجرد ضمانات مباشرة عملياتها<sup>(16)</sup>.

**5.1.1. البنوك العقارية وصناديق الإسكان:** عبارة عن مؤسسات مالية تعمل في قطاع متميز وحيوي وهو قطاع الإسكان والمرافق، والإستثمار في هذا القطاع يحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة توظف لآجال طويلة وبأسعار مناسبة تقابل طول مدة القرض والمخاطر التي يتعرض لها الإدخار بفعل التضخم من جهة أخرى.

ولا يجب أن تقتصر وظيفة البنوك العقارية على التمويل، بل يجب أن يمتد نشاطها إلى مجالات الدراية الفنية والإقتصادية وتكوين الشركات العقارية للإسكان.

### المحور الثالث: السوق التمويلية

إن السوق النقدية والسوق المالية هي مصطلحات تعبر كل منها عن أوصاف ومجالات معينة، غير أن تشابك العلاقات وإرتباط الوظائف بينها وتشابه المؤسسات المتعاملة في كليهما يجعل التفرقة بينهما دقيقاً جداً إذ أن عنصر الزمن هو المعيار الأساسي في التفرقة بينهما<sup>(17)</sup>، ذلك أن السوق النقدية تتناول مشاكل التمويل في المدة القصيرة بما في ذلك تقديم التسهيلات الإئتمانية الصناعية والتجارية والزراعية وحتى الإستهلاكية، وهي تعتمد في هذا على ماتحوزه من أصول نقدية سائلة بطبيعتها (نقود قانونية ونقود ودائع) وبالموازاة مع هذه السوق نجد السوق المالية ويقصد بها أحياناً سوق رأس المال، تتعامل في أصول مالية (أسهم، سندات...) وهي أصول طويلة الأجل وتعتمد في تأدية وظائفها على مواردها من الإدخارات التي يرغب أصحابها في إستعمالها لمدة طويلة .

ومن هذا المنطلق فإن التكامل الموجود بين السوقين يجعلنا نتكلم عن سوق تمويلية متسعة من خلالها تخلق قوى شرائية مختلفة.

وعليه يمكن طرح السؤال التالي: ما طبيعة عمل هذين السوقين وماهي الطرق التمويلية المعتمدة فيهما؟ .

**1. السوق النقدية:** هي أسواق مالية تتعامل بأدوات إستثمارية قصيرة الأجل سهلة التحويل إلى سيولة والتي من أهمها<sup>(18)</sup>: أدونات الخزينة والقبولات المصرفية وودائع قابلة للتفاوض وأوراق تجارية ويودولار... إلخ .

ومن خصائص هذه الأسواق :

- تتداول فيها أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين يوم واحد وسنة كاملة بشكل عام.

- تتميز هذه السوق بسيولة عالية نسبياً لسهولة تحويل الأدوات المتداولة إلى نقود.

- تتميز بمخاطر أقل نظراً لقصر المدة.

- يتم التعامل في هذه الأسواق بأدوات ذات قيم كبيرة فهي في الغالب أسواق جملة لعملات كبيرة.

- إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة بإستثناء الودائع المصرفية.

**2. السوق المالية (سوق رأس المال):** يعرف سوق رأس المال بأسواق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تتخذ دوماً صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، ومن هنا يتضح الفرق الأساسي بين السوق النقدية وسوق رؤوس الأموال .

ومن خصائص هذه السوق:

- قد تكون هذه السوق أقل إتساعاً من السوق النقدية لكنها أكثر تنظيماً منها.

- كما يمتاز المتعاملون فيها بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة (سوق الصفقات الكبيرة).

ولتوفير سمة الفعالية والكفاءة لسوق رأس المال لابد من تحقيق شرطين وهما :

أ- أن تتوفر أدوات الإستثمار المناسبة لتخصيص الأموال المتاحة فيه للإستخدامات الرأسمالية الأكثر إنتاجية وبأقل تكلفة ممكنة.

ب- أن يتوفر فيه سوق ثانوي نشط يوفر للأوراق المالية الصادرة فيه درجة كافية من السيولة تتيح لمن يحملها إمكانية تحويلها إلى نقد في الوقت المرغوب فيه<sup>(19)</sup>.

### 3. دور كلا السوقين في النشاط الإقتصادي :

**1.3. السوق النقدية:** على العموم توفر هذه السوق فرص جيدة للإدخار والإستثمار لأجل قصير وبذلك يتخلص المتعاملون الإقتصاديون (أفراد ومؤسسات) من السيولة الفائضة لمدة قصيرة للإستفادة من فوائد على تلك السيولة، وبعبارة أخرى فإن هذه السوق تساعد على القضاء على ظاهرة الإكتناز ولو على المدى القصير، ذلك أن الإكتناز يؤثر على الإنفاق في المجتمع ومن ثمه خفض مبيعات المؤسسات مما ينتج عنه تدهور في تسديداتها للعمال والموردين، مما يحرمها من التوسع وخلق فرص تشغيل جديدة وهذا ما يؤدي إلى الركود الإقتصادي بصفة عامة، وعليه فإن السوق النقدية تجمع بين أصحاب الفوائض المالية (دخول) فوائدهم... إلخ، أي أموال سائلة متوفرة لمدة قصيرة من جهة ومن جهة ثانية هناك أفراد ومؤسسات في حاجة لتلك الفوائض لتسديد مستحقاتهم الآنية دون الإستدانة لمدة طويلة أو قصيرة وهنا تكمن أهمية هذه السوق<sup>(20)</sup>.

### 2.3. السوق المالية: إن أهمية السوق المالي ينبع من الدور الفعال الذي تقوم به في الإقتصاد الوطني والمتمثل أساساً فيما يلي:

- تلعب هذه الأسواق الدور الأساسي في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الإقتصاد الوطني، وتحوّله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الإقتصادية وذلك من خلال عمليات الإستثمار التي تقوم بها الأفراد والشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

- كما تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرحها للأسهم والسندات وإعادة بيع هذه الأدوات ومن ثمّة تأكيد عملية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

- إضافة إلى ماسبق فهذه السوق توفر قنوات ومداحيل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة أساسية لتشجيع التنمية للإقتصاد<sup>(21)</sup>.

تمثل هذا السوق أيضاً حافزاً للشركات المدرجة أسهمها فيها على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ومن ثمّة، العمل على تحسين أدائها وزيادة في ربحيتها، وما سبق يتضح أنه كلما كانت هذه الأسواق فعالة ونشيطة كلما انعكس ذلك على الإستقرار الإقتصادي للدولة بصفة عامة.

### 4. الطرق التمويلية: إن مشكلة السيولة العامة للإقتصاد لها في الواقع جانبين:

الأول يتعلق بتكوين السيولة أو ما يطلق عليه بمرحلة التجميع والثاني يتعلق باستخدام السيولة أو ما يطلق عليه بمرحلة التوظيف الإستثماري، فالربط بين المرحلتين لا يمكن يتم دون تحديد ودراسة طرق التمويل، وفي هذا الإطار هناك ثلاثة طرق أساسية هي: التمويل الداخلي، التمويل المباشر، التمويل عن طريق السوق بواسطة المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية.

**1.4. التمويل الداخلي (التمويل الذاتي):** يعرف التمويل الداخلي بأنه تمويل داخلي للإستغلال للإستثمار يهدف إلى تحقيق رأس المال ويضمن إستقرار ونمو المؤسسة ويعتبر ضامناً لتعويض وتسديد القروض (22).

وبصفة عامة تستطيع المشروعات سواء كانت عامة أو خاصة أن تعتمد على مواردها الذاتية المتاحة من الإحتياجات والأرباح المتراكمة وعلى ماتحوزه في خزينتها من أصول نقدية سائلة لتجمع موارد إيداعية ذاتية ثم تستخدم هذه الموارد لتمويل خططها الإستثمارية.

**2.4. التمويل المباشر:** يقصد به العلاقة المباشرة بين المقرض والمستثمر دون أي تدخل من وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي فهذا التمويل يتخذ صور متعددة كما أنه يختلف باختلاف المقترضين (مشروعات، أفراد، حكومة):

- **المشروعات:** يمكن للمشروعات أن تحصل على قروض وتسهيلات إئتمانية من مورديها أو من عملائها أو حتى من مشروعات أخرى، كما يمكن أن تخاطب القطاع العريض من المدخرين والذين يرغبون في توظيف أموالهم، وذلك عن طريق سندات متعددة الأنواع، وهو ما يعبر عنه قانوناً بالقيم المنقولة (أسهم وسندات).

- **الأفراد:** إن الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الإحتياجات للإستهلاك والإستثمارية للأفراد من غير الوساطة المالية تعددت أشكاله وصوره، فقد تكون على شكل قروض مباشرة بين الأفراد أو بين الأفراد والمشروعات بموجب أوراق تجارية مثلاً .

غير أن أهم صور التمويل المباشر للأفراد في العصر الحديث تبلور في العلاقات التي تنشأ مباشرة بين المشروعات والأفراد من عملائها، أي منح العملاء الإئتمان والقوة الشرائية اللازمة للحصول على خدمات ومنتجات المشروع.

- **أما بالنسبة للحكومة:** فقد تلجأ إلى التمويل المباشر عن طريق الإقتراض من الأفراد والمشروعات، حيث تصدر الدولة لهذا الغرض سندات متعددة الأشكال، تستهلك خلال مدد مختلفة وبأسعار فائدة متباينة، وتعتبر أذونات الخزينة من أهم السندات المتمثلة القروض قصيرة الأجل، أما السندات طويلة الأجل فهي تتمثل غالباً في قروض المشروعات العامة والمؤسسات المتخصصة المضمونة من الحكومة.

**3.4. التمويل غير المباشر:** وهو يعبر عن التمويل عن طريق الأسواق بواسطة المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها المصرفية وغير المصرفية، فهي تقوم بتجميع المدخرات النقدية من الوحدات ذات الفائض (أفراد - مشروعات) ثم توزع هذه الإيداعات على الوحدات التي تحتاج إليها فهي بذلك تقرض ما تم إقتراضه (23).

فالمؤسسات المالية الوسيطة تحاول أن توفق بين متطلبات مصادر الإيداع ومتطلبات التمويل ومن هذه العلاقة يتم إستخلاص نتيجتين هامتين :

الأولى: تتمثل في قدرة المؤسسات الوسيطة على تحويل الإكتناز الإيداعية إلى توظيف إيداعية.  
أما الثانية: فتتعلق بقدرة بعض المؤسسات المالية الوسيطة (المصرفية) على مضاعفة حجم القوة الشرائية المقدمة للتوظيف الإستثماري، لإعتماداً على نسبة معينة من الإيداعات النقدية، عند قيامها بعمليات التمويل غير المباشر، وهذا ما يقصد بخلق الإئتمان أي تقديم قروض من ودائع تملكها ومن ودائع ليست موجودة لديها أي منح قروض تفوق حجم الوديعة الأولية.

**4.4. التمويلات المتخصصة:** إضافة إلى ماسبق عرضه من سبل التمويل التقليدي ظهرت هناك وفي الفترة الأخيرة من القرن العشرين أوجه (طرق) جديدة في تمويل المؤسسة الاقتصادية ومنها (23):

**1.4.4. التمويل عن طريق الإستئجار:** التمويل عن طريق الإستئجار هو عبارة عن إتفاق بين مؤسسة إقتصادية معينة ومؤسسة أخرى تكون مالكة الأصل معين، تقوم من خلاله المؤسسة الأولى بإستخدام هذا الأصل لمدة تفوق السنة في مقابل التزامها بدفع مبلغ متفق عليه دوريا يسمى دفعة الإيجار .

#### 1.1.4.4. أنواع الاستئجار وأهمها:

أ- الإستئجار التشغيلي: في مثل هذه العقود يتم النص على ضمان خدمات الصيانة، وأهم ميزة فيه أن مدة العقد عادة أقل من الحياة الإقتصادية للأصل، وأنه يمكن فسخ العقد في أي لحظة (بعد إنذار المؤجر).

ب: الإستئجار التمويلي: وهو عقد يتطلب إطفاء كامل قيمة الأصل خلال فترة العقد (أي مجموع دفعات الإيجار يجب أن تغطي تكلفة الأصل).

ومن خصائصه : - عدم تقديم خدمة الصيانة.

- لا يمكن إلغاؤه إلا بعد إستفاء كل الدفعات.

\_ إذا توقفت المؤسسة عن الدفع يعتبر ذلك مؤشرا عن إفلاسها.

- يمكن طلب شراء المعدات في آخر المدة.

ومن أشكاله:

أ- بيع الأصل ثم إعادة إستجاره حيث أن الهدف في هذه الحالة هو الحصول على السيولة النقدية.

ب- الإستئجار المباشر (عقد ثلاثي): ففي هذه الحالة مؤسسة تريد الحصول على أصل معين تقوم بالإتصال بمؤسسة التصنيع للإتفاق حول السعر والتسليم، ثم تقوم بالإتصال بمؤسسة تمويلية قصد شراء هذا الأصل من المؤسسة المصنعة وفي نفس الوقت تقوم المؤسسة المستأجرة الأولى بعقد إتفاق مع هذه الأخيرة لإستجاره.

ج- الإستئجار المقرون برافعة التمويل: ويتم العقد في هذه الحالة بين ثلاثة أطراف أساسية وهي المؤجر صاحب الملكية ، المستأجر والجهة المقرضة.

**2.4.4. التمويل عن طريق تحويل عقد الفاتورة:** تعتبر عملية شراء أو خصم الذمم أداة من أدوات التمويل، حيث تقوم من خلالها مؤسسة مالية متخصصة في هذا النشاط تسمى الفاكور (factor) بشراء حسابات أو أوراق القبض والعملاء الموجودة بحسابات المؤسسة (والتي تتراوح مدتها ما بين 20 و120 يوم). هذه العملية تتيح للمؤسسة الحصول على نقدية جاهزة دون الحاجة للإنتظار.

تعريف عقد تحويل الفاتورة: هناك عدة تعاريف لهذا العقد نورد أهمها كمايلي "عقد تحويل الفاتورة هو تحويل للحقوق التجارية من مالكيها للوكيل أو الوسيط الذي يتحمل مهمة تحصيلها وضمان الوفاء النهائي في حالة الإعسار المؤقت أو النهائي للمدين مقابل عمليات هذا التدخل"<sup>(25)</sup>. أي هو تمويل بواسطة تحويل الحقوق.

أما في القانون التجاري الجزائري<sup>(26)</sup> فقد تم النص على هذا النوع من العقود في المادة 543 مكرر، كما صدر أيضا المرسوم التنفيذي 331/95 المتعلق بشروط تأهيل الشركات التي تمارس هذا النشاط<sup>(27)</sup>.

### المحور الرابع: واقع السوق التمويلية في الجزائر

#### 1. الوساطة البنكية

تعتبر البنوك أهم ملجأ تلجأ إليه المؤسسات الإقتصادية من أجل تمويل نشاطاتها سواء كانت ذات طبيعة إستغلالية أو إستثمارية، ومن هنا يمكن توضيح الدور الذي تلعبه هذه البنوك في تمويل الإقتصاد الوطني عن طريق تلقي الودائع من الغير ومنح

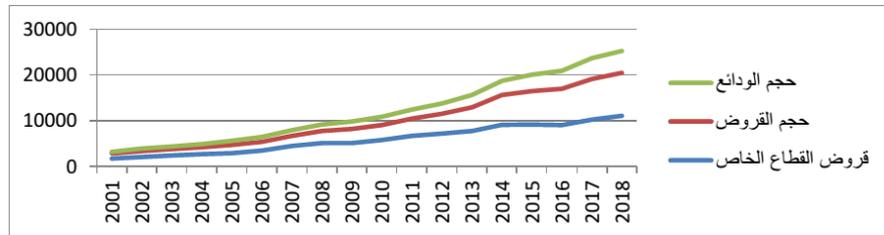
القروض، الجدول الموالي يبين حجم الودائع المجمعة وحجم القروض الممنوحة من البنوك التجارية للقطاع الإقتصادي في الجزائر خلال فترة الدراسة.

جدول رقم 01: تطور حجم الودائع وحجم القروض خلال الفترة 2001-2018. الوحدة: مليار دينار

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006
حجم الودائع	1789,93	2127,35	2442,94	2705,37	2960,6	3516,5
حجم القروض	1077,69	1266,04	1379,47	1534,38	1778,9	1904,1
قروض للقطاع الخاص	337,61	550,20	587,78	674,73	896,40	1055,7
السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012
حجم الودائع	4.517,3	5161,8	5146,4	5819,1	6733,0	7235,8
حجم القروض	2203,7	2614,1	3085,1	3266,7	3724,7	4296,4
قروض للقطاع الخاص	1214,4	1411,9	1599,2	1805,3	1982,4	2245,0
السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
حجم الودائع	7787,4	9117,5	9200,8	9079,9	10.232,2	11072,8
حجم القروض	5154,5	6507,9	7275,6	7907,8	8.877,9	9.408,1
قروض للقطاع الخاص	2720,1	3120,0	3586,6	3955,0	4566,1	4766,8

المصدر: Rappports annuels de la banque d'Algerie 2001-2018- \*إحصائيات السداسي الأول من 2018.

الشكل رقم (01): تطور حجم الودائع وحجم القروض خلال الفترة 2001-2018.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (01) أعلاه.

يلاحظ من الجدول أعلاه، أن حجم المبالغ المودعة في تزايد مستمر، فمن مبلغ 1789.9 مليار دينار سنة 2001، إلى 5819.1 مليار دينار سنة 2010، أي تضاعف الحجم أكثر من أربع مرات، ليصل سنة 2018، السداسي الأول إلى 11072.8 مليار دينار، وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى ضخ كتلة نقدية معتبرة خلال هذه الفترة. وفي المقابل هناك تزايد لجم القروض من سنة لأخرى، فبعد ما كان سنة 2001، حوالي 1077.6 مليار دينار، وصل سنة 2018 (السداسي الأول) حوالي 9408 مليار دينار، نظرا لتطبيق برامج الإنعاش الإقتصادي. في حين عرف حجم القروض الموجهة للقطاع الخاص تزايدا هوالآخر ولكن يبقى حجم هذا النوع من القروض ضعيف مقارنة بحجم الإبداعات لدى البنوك، وفي كل الأحوال تعتبر الوساطة البنكية في الجزائر هي الممول الأساسي للإقتصاد الوطني في ظل ضعف أداء بدائل أخرى كالبورصة مثلا.

**1.1 المؤسسة الجزائرية والوساطة البنكية:** إن المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وفي حال عدم كفاية وسائل التمويل الداخلية أو عدم وجودها أصلاً، فإنها تلجأ إلى التمويل الخارجي كخطوة حتمية خاصة مع عدم توفر البديل الآخر والمتمثل في التمويل عن طريق السوق المالي، وفي هذا السياق تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الوسائل الإنتاجية الجديدة في الإقتصاد الوطني، غير أن

هذا النوع من المؤسسات الإقتصادية الوطنية يتصنف من بين المؤسسات الأكثر هشاشة في المحيط المصرفي الجزائري (28)، علماً بأن البنوك يمكنها مرافقة هذا النوع من المؤسسات خاصة وأعمالها تتطلب كثيراً من الأموال فيما يخص الإستثمار. ومن هذا المنظور أصبح جلياً أن هذا النوع من المؤسسات لا يجذب كثيراً للجوء إلى التمويل الخارجي حيث أن هذا الأخير لا يتجاوز نسبة 25% في نشاط الإستغلال و30% من نشاط الإستثمار وهذه النسب توضح مرة أخرى ضعف وجود الوساطة المصرفية في الإقتصاد الجزائري (29). ويمكن تقديم الأسباب التالية لتفسير هذا الضعف:

- هيمنة القطاع غير الرسمي في الإقتصاد الجزائري، وبالتالي تعمل المؤسسات على عدم اللجوء إلى التمويل البنكي لأنه يشكل أداة رقابة على نشاطها.

- تلجأ المؤسسات الخاصة ذات الطبيعة العائلية إلى التعاون والإدخار العائلي دون اللجوء إلى التمويل المصرفي.

- عامل البروقراطية المسيطرة على عمل البنوك بصفة عامة.

- غياب سوق رؤوس الأموال في الجزائر وإتجاه البنوك إلى التمويل قليل المخاطر.

**2. البورصة في الجزائر:** إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية يدخل في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 ودخلت حيز التطبيق سنة 1988، ففي نفس السنة صدرت عدة قوانين إقتصادية مثل إستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، وبالتالي قسم رأسمال هذه المؤسسات العمومية إلى أسهم (حق ملكية) توزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العمومية إلى شركات أسهم تسير حسب أحكام القانون التجاري الجزائري (30).

- إنشاء البورصة إن فكرة إنشاء هذه البورصة مرت عملياً بمرحلتين مهمتين:

- الأولى من (1990 إلى 1992): ففي هذه المرحلة إتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات العمومية على إستقلاليتها وإنشاء صناديق المساهمة ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة سميت شركة القيم المنقولة (SVM) ومهمتها تشبه إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول الكبرى، لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، يدير الشركة مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

- المرحلة الثانية مابعد 1992: لقد مرت هذه الشركة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها، حيث تم رفع رأسمالها فيما بعد، كما أن إسم الشركة تغير وأصبح بورصة الأوراق المالية (BVM)، كما نشير إلى أن الجانب التشريعي الخاص بهذه البورصة قد عزز في المدة الأخيرة بالقانون 03-04 المؤرخ في 2003/02/17 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة .

ومن أهم الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر نذكر :

**1.2 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:** تم تأسيس هذه اللجنة بموجب المرسوم 10/93 المذكور سابقاً وتم تكملة أعضاء هذه اللجنة بموجب المادة 13 من القانون 04/03 المذكور أعلاه .

وحسب هذه النصوص القانونية والتشريعية فإن هذه اللجنة قد حولها القانون ممارسة ثلاث سلط وهي سلطة تنظيمية، سلطة التحقيق، وسلطة تأديبية وتحكيمية.

**2.2 شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:** تتخذ هذه الشركة شكل شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في هيئات البورصة، وهي تقوم بالتسيير العملي واليومي للمعاملات التي تجري حول الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتنشر كافة المعلومات المتعلقة بها.

**3.2 المؤتمر المركزي على السندات:** بموجب المادة 02 من القانون 04/03 المشار إليه سابقاً تم إستحداث ما يسمى بالمؤتمن المركزي على السندات، وتمثل مهامه أساساً في تسوية العمليات المرمة في السوق المنظمة بالإقتراض وفي حفظ السندات

الذي يمكن من فتح حسابات بإسم المتدخلين المعتمدين، متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب لآخر، التقييم القانوني للسندات<sup>(31)</sup>.

**4.2. أسواق بورصة الجزائر:** تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين. - تتكون سوق سندات رأس المال من<sup>(32)</sup>:

- أ- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى ويوجد حاليا خمسة (05) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:
  - مجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني.
  - مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة.
  - أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات.
  - أن. سي. ا. روية الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
  - مؤسسة بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني.

أما سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، فقد تم إنشاؤها في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01.12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل المتمم 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 إنطلاقها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس الأموال مما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف إستثماراتهم.

ب- تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.
- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حاليا 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.
- و يتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة" المتخصصين في قيم الخزينة "بمعدل خمس حصص في الأسبوع. الجدول الموالي يبين مستوى التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2018.

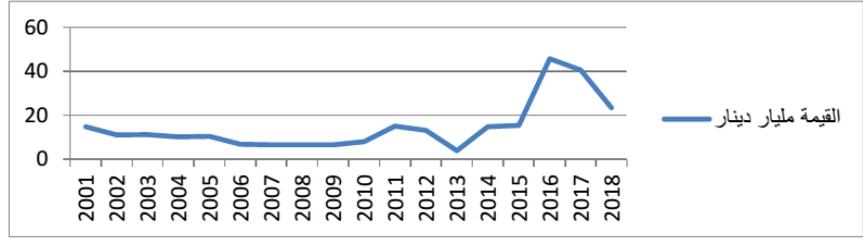
الوحدة: مليار دينار

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006
القيمة(مليار دينار)	14.720	10.990	11.100	10.100	10.400	6.710
السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012
القيمة(مليار دينار)	6.460	6.500	6.550	7.900	14.967	13.028
السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
القيمة(مليار دينار)	13.819	14.793	15.429	45.78	40.59	23.40

المصدر : Rapports d'activité de la bourse d'algerie

\* إحصائيات إلى غاية سبتمبر 2018.

الشكل رقم (02): تطور قيمة الرملة في بورصة الجزائر للفترة 2001-2018.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (02) أعلاه.

تبين المعطيات المضحة أعلاه، التطور المتواضع لحجم الرسملة في بورصة الجزائر، من سنة 2001 إلى 2014، بينما سنوات 2015، 2016، وحتى 2017، فقد عرفت نوع من الإرتفاع في حجم الرسملة، وذلك راجع إلى إدراج مؤسسات جديدة في البورصة، ولكن رغم هذا تبقى البورصة في الجزائر بعيدة عن الدور المنتظر منها كبديل آخر لتمويل الإقتصاد الوطني، وذلك لعدة أسباب يمكن ذكر أهمها في العنصر الموالي.

## 5.2. عقبات البورصة في الجزائر:

**1.5.2. عقبات سياسية:** هناك تداخل بين الوضع السياسي والإقتصادي لأي بلد، وفي الجزائر لا يزال الجانب السياسي غير محفز لجذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية لغياب رؤية واضحة ومن ثمة تنشيط الحياة الإقتصادية.

**2.5.2. عقبات إقتصادية:** فبالرغم من أن المشرع الجبائي قد أعفى الإيرادات المتأتية من الأوراق المالية من الضريبة إلا أن ضعف الثقافة الجبائية لدى المستثمر المحلي خاصة لم يمكنه من الإطلاع على هذه الإمتيازات. ثم إن إنتشار السوق الموازية من شأنه أن يصد المتعاملين على التوجه إلى البورصة للحصول على التمويل المطلوب أو إستثمار ماديهم من فوائض مالية.

- أيضاً عدم تشجيع المؤسسات الخاصة في الجزائر على ولوج هذه السوق، وبقاء الإحتكار لصالح بعض المؤسسات العمومية (على قلتها).

- نقص المعلومة الإقتصادية والمالية تحديداً نتيجة غياب عامل الشفافية.

**3.5.2. عقبات إجتماعية:** وتتمثل أساساً في غياب ثقافة التعامل في الأسواق المالية بصفة عامة والبورصة بشكل خاص، وذلك نتيجة الأمية المنتشرة في المجتمع من جهة ومن جهة ثانية هناك بعض الإعتقادات الدنية التي يجب أن توضح ذلك أن الإستثمار في السندات غير الإستثمار في الأسهم.

## النتائج والتوصيات:

لقد حاولنا من خلال هذا البحث أن نتطرق إلى أهمية الوساطة المالية بصفة عامة ودورها في مجال تمويل الإقتصاد الوطني، حيث تم تأكيد كل الفرضيات، وخلصت الدراسة إلى نتائج أساسية وهي:

الجانب النظري: تعتبر الوساطة المالية مصدراً أساسياً لتمويل المشاريع الإقتصادية.

- تحدف الوساطة المالية إلى توجيه الموارد المالية بشكل يضمن الكفاءة في تخصيصها.

- تلعب المؤسسات الوسيطة دوراً حيوياً في جذب المدخرات ومعالجة ظاهرة الإكتناز.

أما الجانب التطبيقي فيتضمن:

- ضرورة تنشيط وتعزيز الوساطة البنكية في الجزائر قصد توفير التمويل المطلوب للمؤسسة الإقتصادية.

- تفعيل النصوص القانونية المنظمة لعملية التمويلات المتخصصة وتشجيع تأسيس مؤسسات من هذا النوع.

- إعطاء بورصة الجزائر الأهمية اللازمة إقتصاديا وتشريعيا وحتى سياسيا لكونها تمثل مجال آخر لتمويل الإقتصاد الوطني، ذلك أن التمويل عن طريق القروض المباشرة يغطي ما يعادل 98% من تمويل الإقتصاد ككل.
- ضرورة إعتناء التمويلات الإسلامية تماشيا ومعتقدات المجتمع الجزائري.

#### المراجع والهوامش:

- (1) الطاهر لطرش، الإصلاح البنكي في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 6 .
- (2) تشوار خير الدين، الوساطة المالية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية.
- (3) لطرش، مرجع سابق، ص 11.
- (4) محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، 2001، ص 09.
- (5) عبد العزيز عجمية، مصطفى رشدي شيخة، النقود والبنوك والعلاقات الإقتصادية الدولية، الدار الجامعية ص 191.
- (6) لطرش، مرجع سابق، ص 05.
- (7) تشوار خير الدين، مرجع سابق، ص 100.
- (8) محمد يوسف ياسين، مرجع سابق ص 69.
- (9) لطرش، مرجع سابق، ص 07.
- (11) تشوار خير الدين، مرجع سابق، ص 103.
- (12)، (13) ط. لطرش، مرجع سابق، ص 9، 10.
- (14) عبد العزيز عجمية مرجع سابق، ص 239.
- (15)، (16)، (17) عبد العزيز عجمية مرجع سابق، ص 232، 236، 251.
- (18) محمد عوض عبد الجواد، الإستثمار في البورصة، دار الحامة، ص 69.
- (19) دربادرمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، 2003، ص 82.
- (20) جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، بدون سنة نشر، ص 70.
- (21) شيخحي بلاب، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، دراسات إقتصادية عدد 2009/12 ص 116.
- (22) بوراس أحمد، دروس في الأسواق المالية، جامعة التكوين المتواصل، برنامج 2006.
- (23) بوراس أحمد، تمويل المنشآت الإقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008، ص 101.
- (24) عبد الغفار حنفي، رسمية قياقص، أساليب الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، سنة 2000، ص 81.
- (25) بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 111.
- (26) الأمر 59/75 المؤرخ في 1975/09/26 المعدل والمتمم والمتعلق بالقانون التجاري الجزائري.
- (27) المرسوم التنفيذي رقم 95/331 المتعلق بشروط تأهيل الشركات التي تمارس عقد تحويل الفاتورة. ج.ر. رقم: 64.
- (28) عبد القادر خليل، مبادئ الإقتصاد النقدي والمصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية ص 115.
- (29)، (30) تشوار خير الدين، مرجع سابق، ص 122.

(31) برق محمد، واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وآفاقها، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والإقتصادية والسياسية عدد 2007/04 ص 72.

(32) [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) تاريخ الاطلاع: 2018/07/04.