

مقارنة بين التمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية (مع الإشارة إلى حالة الجزائر)

الأستاذة: خالفي وهيبة*

ملخص :

إن الضغوطات التي يتعرض إليها القطاع المصرفي في اقتصاديات الاستدانة، جعلته مثقلا بالاختلالات الهيكلية التي يعكسها عدم وجود المنافسة وانخفاض مستوى التكوين الرأسمالي فيها وعدم قدرته على التوسع في الأنشطة الاستثمارية والاقتصادية مما أدى الى عدم القدرة على النمو والتطور، جعل ضرورة زيادة الاهتمام بجذب رؤوس الأموال، عن طريق الدور الرئيسي الذي تلعبه الأسواق المالية، من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفاء لهذه المدخرات المجمعة وتوزيعها على الاستثمارات المختلفة وبالتالي المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

ان انشاء السوق المالي في الجزائر جاء في سياق الإصلاحات الاقتصادية المعلن عنها في التسعينات في إطار القوانين الخاصة بإصلاح المؤسسة العمومية كان الهدف تنظيم وتطوير سوق رؤوس الأموال بهدف إنجاز عمليات الخصخصة ثم بعد ذلك المساهمة ومساعدة المؤسسات المنتجة على إيجاد مصادر جديدة لتمويل الاستثمارات.

Résumé :

Les pressions subies par le secteur bancaire dans les économies d'endettement, aggravé par les déséquilibres structurels, a engendré le manque de concurrence, la baisse de niveau de constitutions des capitaux..., cela a entraîné l'incapacité de croissance et le non développement économique, ce qui a nécessité l'amélioration des efforts afin d'accumuler les capitaux à travers le rôle primordiale qui jouent les marchés financiers, avec efficacité de distribution de ces capitaux. En Algérie, le marché financier a été mis en place dans le cadre des lois réformant l'institution publique, avait pour but d'organiser et de développer le marché des capitaux, afin de contribuer à la réussite des opérations de la privatisation et par la suite, prendre le rôle de diversifier les moyens de collecte des ressources des entreprises productives.

* أستاذة محاضرة بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.

مقدمة

تحتل الأسواق المالية مراكز حيوية في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام و الخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل التنمية الاقتصادية، و تعتبر الأسواق المالية انعكاسا للنظم المالية و الاقتصادية للدولة، و يمكنها أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا ايجابيا من خلال تعبئة المدخرات الكافية، و التوزيع الكفء لهذه المدخرات المجمعة على الاستثمارات المختلفة. وتعتبر هذه الوظائف من المهام الأساسية للبنوك والبورصة التي تعمل على تمويل خطط التنمية الاقتصادية.

بالنسبة للدول التي تعتمد على اقتصاد المديونية تعد البنوك المصدر الأساسي لتمويل المؤسسات سواءا مؤسسات القطاع العام أو الخاص وذلك من خلال تقديم القروض المختلفة، حيث يعتبر هذا النوع من التمويل غير مباشر نظرا لدور البنوك كوسيط ما بين المؤسسات والمدخرين ذوي الفائض ويسمى هذا الاقتصاد " اقتصاد المديونية أو الاستدانة"، أما الاقتصاد الذي يغلب عليه التعامل مع سوق الأوراق المالية والذي يعتبر تمويل مباشر أين يمول الادخار الاستثمار فيسمى هذا الاقتصاد بـ "اقتصاد الأسواق المالية".

لقد أدت الاختلالات والمشاكل التنموية إلى قيام الدول النامية بإصلاحات اقتصادية باتجاه نحو اقتصاد السوق وتناولت هذه الإصلاحات مجالات متعددة ومن ضمنها اصلاح القطاع المالي، حيث لا يكتمل التحول إلى اقتصاد السوق حتى تؤدي المؤسسات المالية وظائفها خاصة وأنه من بين أسباب ضعف النمو في البلدان النامية عجز النظام المالي عن توفير الادخار اللازم لتمويل الاستثمار.

باعتبار الجزائر من بين دول اقتصاديات المديونية التي عانت من عدة أزمات و مشاكل اقتصادية و مالية، كان عليها اعادة النظر في توجيه اقتصادها ككل، و بعد القيام بعدة اصلاحات مؤسسية و تعديل السياسة الاقتصادية و المالية كان لابد أن يرافق هذا التعديل تغييرات أساسية في العناصر المكونة للاقتصاد من خلال فتح رأس مال المؤسسات عن طريق خوصصة كلية أو جزئية بإقامة بورصة للقيم المنقولة لإتمام العمليات و تسريعها أمام طلب المستثمرين و المدخرين.

من خلال ما تقدم نقوم بطرح الاشكالية التالية:

ما هو الفرق بين التمويل البنكي والتمويل عن طريق البورصة؟ وما مدى مساهمة السوق المالي الجزائري في تمويل الاقتصاد؟

لمعالجة هذه الاشكالية قمنا بتقسيم الدراسة إلى العناصر التالية:

- تعريف وهيكل السوق المالي

- دور و أهمية السوق المالي
- التمويل عن طريق الأوراق المالية في البورصة
- مقارنة التمويل عن طريق البنوك و البورصة
- واقع التمويل عن طرق البورصة في الجزائر

أولا/ تعريف وهيكل السوق المالي

تعد السوق المالي وسيط يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية يعمل على توفير السيولة وتنظيم حركات رؤوس الأموال وتؤثر في الاتجاهات الاقتصادية نحو الاستخدام الأمثل لهذه الموارد وذلك في إطار هذا المفهوم، فللسوق المالي مفاهيم متعددة سنعرض مجموعة منها باعتبار أن كل منها يقدم إضافات جديدة.

- تعريف 1: يكمن تحديد السوق المالي كسوق رأس المال في الأجل الطويل و يضم سوق أولي يسمى سوق الاصدار و سوق ثانوي لإعادة البيع يدعى عادة "البورصة".¹
- تعريف 2: السوق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية، أسهم وسندات والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان منظم يتكون من عدد من التجار في موقع جغرافي معين يعرف بـ "البورصة"، أما السوق غير منظمة، السماسرة يتصلون بينهم بواسطة الحاسوب، كما ان الأسواق قد تكون محلية او عالمية.²
- تعريف 3: تعد السوق المالي حلقة لتمويل المشاريع الاقتصادية وتعتبر كسوق أولية، وزيادة على ذلك فهي تشمل سوقا ثانويا يتم فيها تداول القيم المنقولة المصدرة مسبقا، فلها بذلك دورين رئيسيين هما: تقييم الأصول المالية واعطاء المعلومات الاقتصادية.³
- تعريف 4: بمعنى واسع هي أين تواجه العروض والطلبات لرأس المال في الأجل الطويل حسب تعبير M.Depallens وتتألف من سوق رأس المال في الأجل الطويل، وتتمثل في مجموع القروض والطلبات لرأس المال المخصص للاكتتاب في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات، والتوظيف في الأجل الطويل.⁴

¹ عبد اللطيف مصيطفي ومحمد بن بوزيان، "أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية"، مكتبة حسين العصرية، لبنان، 2015، ص 20.

² بوكساني رشيد "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر 2006، ص 49.

³ B.Jaquillat et B.Solnik, « Marché financier et gestion de portefeuille », Dunod Edition, paris, 1993, P8.

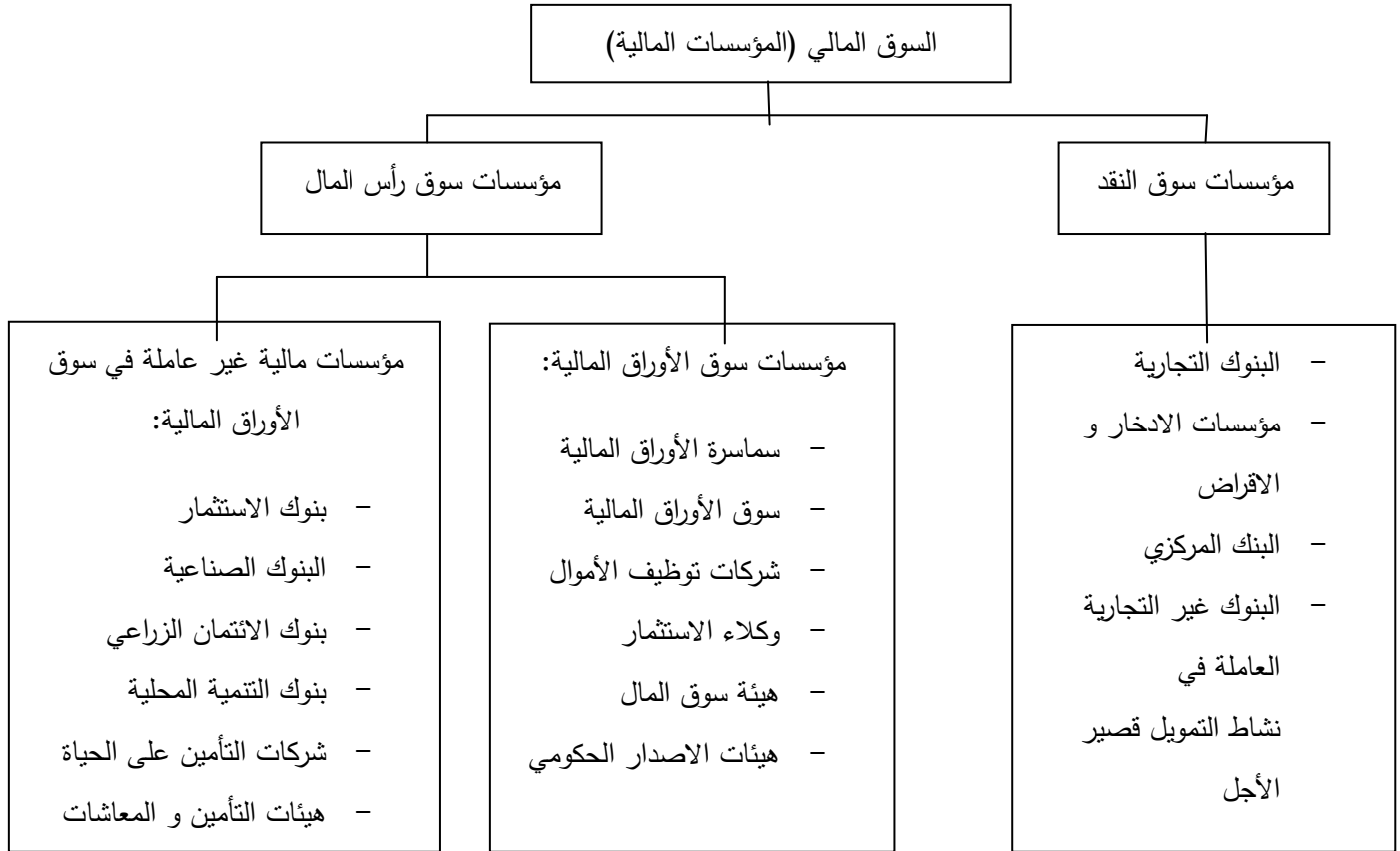
⁴ Guy Caudamine, Jean Montier, « Banque et marché financier », Edition Economica, Paris, 1998, P239.

إن هيكل السوق المالي عبارة عن مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة، إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الزمن عن طريق الوسطاء الماليين. ويتكون هيكل السوق المالي من سوقين رئيسيين هما:

أ- *السوق النقدية*: و المعروفة بسوق رؤوس الأموال القصيرة الأجل (الائتمان الذي لا يتعدى السنة) مثل البنوك التجارية، مؤسسات الادخار،...

ب- *سوق رأس المال*: تهتم بالمعاملات ذات الأجل متوسط وطويل الأجل (الائتمان الذي يتعدى السنة) كوكلاء الاستثمار، شركات التأمين...، وهي بدورها تنقسم إلى سوق الأوراق المالية وسوق أخرى لغير الأوراق المالية. ويوضح الشكل التالي أنواع المؤسسات العاملة في السوق المالي:

الشكل (1): هيكل السوق المالي



المصدر: صلاح الدين حسن السيسي، "قضايا إقتصادية معاصرة"، دار الغريب، القاهرة، 2002، ص 18

ثانيا/ دور وأهمية السوق المالي:

تعتبر سوق المال كمقياس دقيق لحركة الاستثمار و الادخار في البلد و عليه يمكن تلخيص دور السوق المالي في الاقتصاد في النقاط التالية:¹

✓ تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية و توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي، خاصة لصغار المدخرين الذين يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، و هذا ما يساعد على خدمة أغراض التنمية و الحد من التضخم و توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة.

✓ المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح الأوراق المالية الحكومية، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية إلى زيادة لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام لسد نفقاتها وتمويل المشاريع التنموية.

✓ تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، وذلك عن طريق أو عبر المفاوضة أو المزايدة والتي تعكس بصورة أقرب إلى دقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفق لظروف السوق السائدة.

✓ المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات أكثر ربحية، و هو ما يصاحبه نمو و ازدهار اقتصادي، غير أن هذا الأمر يتطلب عدة سمات في سوق الأوراق المالية مثل كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق و الأمان.

بينما تظهر أهمية السوق المالي فيما يلي:²

❖ توفير الأموال الضرورية لإنجاز الاستثمارات و مشاريع المؤسسات بطريقة مستمرة و تقليص الاستدانة البنكية.

❖ السوق المالي أداة فعالة تؤثر في مختلف جوانب الاقتصاد الوطني و توجيهه.

❖ مكان النقاء الفاعلين الاقتصاديين في اطار منظم و آمن لإتمام معاملات الشراء و البيع.

❖ أداة لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يمتلكون ما تستلزمه الاستثمارات الكبرى، فيلجئون إلى الاكتتاب بعدد أو بقدر يناسبهم في السندات والأسهم المطروحة.

❖ تجنب فائض رأس المال غير المستثمر و الذي لا يستفاد منه في الاقتصاد الوطني و تحويله من مال مكسب إلى رأس مال مستثمر.

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص30، 31

² le développement des marchés des capitaux:www.surfeco21.com/cours/marcap.consulté le 14mai 2015.

ثالثا/ التمويل عن طريق الأوراق المالية في البورصة:

تتداول في بورصة القيم المنقولة أنواع محددة من الأدوات تدعى الأوراق المالية، إلى جانب تحقيق هذه الأوراق المالية عائدا مناسباً للمستثمرين فإنها تتيح لهم سهولة تحويلها إلى نقد عند الحاجة إذ يمكن بيعها في البورصة.

إن المنتجات المتداولة في البورصة تأخذ ثلاث أشكال رئيسية و هي : الأسهم، السندات، و الأوراق المشتقة، و لكل نوع منها مزايا و عيوب.

(1) **السهم:** السهم هو عبارة عن شهادة تخول لمالكها الحق في ملكية جزء من ممتلكات الشركة التي أصدرت هذا السهم وهو قابل للتداول، يتحمل فيها مالكاها الخسارة أو ينتفع من الأرباح إن وزعت بقدر مساهمته في الشركة. و نظرا لاختلاف و تفاوت ميول المستثمرين اتجاه درجة المخاطرة الذي يمكن تحملها، فقد تلجأ الكثير من الشركات إلى اصدار عدة أنواع من الأسهم، كل نوع منها يقدم مجالا مميزا من العائد و المخاطرة المتوقعان. والجدول التالي يلخص مختلف أنواع الأسهم حسب التصنيف.

الجدول (1): أنواع الأسهم حسب التصنيفات المختلفة

من حيث الحصة التي يدفعها الشريك	من حيث الشكل	من حيث الحقوق التي تعطى لصاحبها	من حيث ارجاعها إلى أصحابها
- أسهم نقدية - أسهم عينية	- أسهم اسمية - أسهم لحاملها - أسهم للأمر	- أسهم عادية : للأقسام الانتاجية، ذات التوزيعات المخصصة، المضمونة. - أسهم ممتازة: ذات التوزيعات المتغيرة، ذات حق التصويت.	- أسهم رأس المال - أسهم تمتع

المصدر: عبد الغفار حنفي، " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003-

2004، ص 38.

(2) **السندات:** عبارة عن صك يمثل ديناً على الهيئة التي أصدرته ويعتبر صاحب السند دائناً لهذه الهيئة، ويجسد هذا الالتزام بموجب عقد اصدار مبين فيه خصائص الاقتراض وكيفيات تسديد الأموال وطريقة مكافأة المقرض وهي عبارة عن سند مالي غير قابل للتداول. ويتضمن السند: المبلغ المدفوع لاقتناء السند، المبلغ الذي تتعهد الشركة بتسديده أو القيمة الاسمية، مدة القرض (تاريخ الوفاء)، سعر الفائدة، مواعيد الاستحقاق،

وللسندات هي الأخرى أنواع نلخصها في الجدول التالي حسب التصنيفات:

الجدول (2): أنواع السندات حسب التصنيفات المختلفة

من حيث حقوق أصحابها	من حيث الشكل	السندات حسب التصنيف العام	السندات حسب التصنيف المعمق
- السند المستحق الوفاء	- سند لحامله	- سندات ذات الدخل	- السندات بأسعار فائدة
- بعلوّة الاصدار		- سندات الرهن أو	- متغيرة
- سند القرض	- السند الاسمي	- المضمونة	- السندات الصفيرية
- سند النصيب بدون		- السندات غير	- سندات بأذونات الاكتتاب
- فائدة		- المضمونة	- السندات المحررة على
- السند ذو الاستحقاق		- السندات القابلة	- مراحل
- الثابت الصادر بسعر		- للتحويل إلى أسهم	- سندات بنوافذ
- الإصدار			- السندات المتجددة
			- للخزينة

المصدر: -عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 39.

-عبد الغفار حنفي "البورصات (أسهم-سندات-صناديق المساهمة)" مكتب العربي الحديث مصر 2003 ص 17.

(3) الأوراق المشتقة: هذا النوع من القيم المتداولة لا ينشأ من تلقاء نفسه مثل الأنواع السابقة، بل يعتمد على وجود أصل مادي أي تشتق من أصل آخر موجود. و تنقسم إلى قسمين : الاختيارات (و هي قيم منقولة تشتق من الأسهم العادية و تعطي لحاملها اختيار البيع أو الشراء)، و الأوراق الأخرى (الكفالات و العقود الآجلة و المستقبلية).

رابعاً/ مقارنة بين التمويل عن طريق البنوك والبورصة

إن الضغوطات التي يتعرض إليها القطاع المصرفي في اقتصاديات الاستدانة جعلته متقللاً باختلالات الهيكلية التي يعكسها عدم وجود المنافسة و تجزئة الأنشطة المصرفية وانخفاض مستوى تكوين الرأسمالي فيها و عدم قدرته في التوسع في الأنشطة الاستثمارية و الاقتصادية و بالتالي انخفاض الطاقة الانتاجية للمجتمع و عدم القدرة على النمو و التطور، هذا ما جعل زيادة الاهتمام بجذب رؤوس الأموال عن طريق الدور الرئيسي الذي تلعبه الأسواق المالية في تغطية الفجوة التي يعاني منها كثير من القطاعات و الأفراد الناتجة من عدم مقدرة البنوك على منح القروض طويلة الأجل بالمستوى المطلوب لأسباب كثيرة منها: ارتفاع المخاطرة، التضخم، التغير في هامش الأسعار الفائدة،

و حتى نستطيع تبيان خصائص و مزايا و عيوب كل اقتصاد على حدى اقتضت الدراسة اجراء مقارنة نلخصها في الجدول التالي:

مقارنة بين التمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية (مع الإشارة إلى حالة الجزائر)

جدول (3): مقارنة بين التمويل عن طريق البنوك (اقتصاديات الاستدانة) والبورصة (اقتصاديات الأسواق المالية)

البيان	اقتصاديات الاستدانة (البنوك)	اقتصاديات الأسواق المالية
الخصائص	- يضم التمويل غير المباشر (عن طريق الوساطة)، وذلك عن طريق الوسطاء الماليين والبنوك. - يقوم على النظرة الكينزية: حيث يعتبر السوق المالي مكمل للنظام البنكي، فالدور الأساسي فيه للقرض. - الاستثمار يولد الادخار - معدلات الفائدة محددة اداريا	- يضم التمويل المباشر (عن طريق الأسواق) دون وجود وساطة ويضم السوق النقدي وسوق رأس المال والأوراق القابلة للتفاوض. - يقوم على النظرة النيوكلاسيكية في الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية و الدور المركزي للادخار. - الادخار يولد الاستثمار - معدلات الفائدة مرنة يتحدد وفق العرض والطلب على رأس المال.
المزايا	- يسمح بمواجهة الأزمات أحسن من البورصة	- عملية الاقتراض من الجمهور (عن طريق طرح الأسهم و السندات) - يزيد من التمويل الداخلي للمؤسسات (عن طريق فتح رأس المال) - تمويل ذاتي للمؤسسات يصل إلى 90 %
العيوب	- يزيد من الاستدانة مما يقلل من استقلاليتها المالية - التمويل البنكي تمويل تضخمي - عملية منح القرض تتطلب شروط و ضمانات - نقص المرونة في منح القروض - القروض البنكية لا تغطي احتياجات المؤسسة الاقتصادية - هامش الوساطة مرتفع التمويل يقل 65 %	- يتأثر كثيرا بالأزمات

المصدر: عبد اللطيف مصيطفي ومحمد بن بوزيان، "أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية"، مكتبة حسين العصرية، لبنان، 2015، ص 251 - 269 (بتصرف).

خامسا/ واقع التمويل عن طريق البورصة في الجزائر:

تدخل فكرة انشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر في سياق الاصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها مع اصدار قوانين اقتصادية خاصة بإصلاح المؤسسة العمومية، ويندرج انشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر لتنظيم وتطوير سوق رؤوس الأموال في إطار اصلاحات التعديل الهيكلي والانفتاح على الاقتصاد العالمي.

• **انشاء بورصة الجزائر:** مر انشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل أساسية و هي:¹

1. **المرحلة الأولى (1990 - 1992):** تم انشاء شركة سميت بشركة القيم المنقولة (SVM) بفضل صناديق المساهمة، قدر رأس مال الشركة بمبلغ 320.000 دج ويدير الشركة مجلس ادارة متكون من 8 أعضاء، يمثل كل عضو أحد صناديق المساهمة، وهذه المرحلة شهدت اصدار ثلاث مراسيم تنفيذية، هي:
 - ← المرسوم التنفيذي 169 - 91: ينص على كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية و دعوة شركات المساهمة إلى اصدارها، كما حدد في هذا المرسوم الشكل القانوني لبورصة الجزائر و اعتبرها شركة مساهمة.
 - ← المرسوم التنفيذي 170 - 91: ينص على شرح أنواع الأوراق المالية و أشكالها و شروط اصدارها و طريقة تداولها و تحويلها.
 - ← المرسوم التنفيذي 171 - 91: المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة أوكلت لها مهام تنظيم السوق وقبول المتعاملين والتدقيق في المعلومات المنشورة وكذا ممارسة الرقابة.
2. **المرحلة الثانية (1992 - 1999):** تميزت هذه المرحلة بإصدار عدة تشريعات أهمها المرسوم التشريعي رقم 93/10 الصادر في 25/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والتي كانت كإجراء تصحيحي لما آلت إليه شركة (SVM) نتيجة لضعف رأس المال الاجتماعي (والذي رفع إلى 932.000 دج في 08/02/1992) من جهة، ومن جهة أخرى بسبب نقص الخبرة في مجال المعاملات بالأوراق المالية. فتحوّلت شركة القيم المنقولة (SVM) إلى بورصة الأوراق المالية (BVM) وفق المرسوم رقم 93/10 ومقرها بالجزائر العاصمة.
3. **المرحلة الثالثة (ابتداء من 1999 إلى يومنا هذا):** بدأت هذه المرحلة بافتتاح بورصة الجزائر لتداول الأوراق المالية بتاريخ 13 سبتمبر 1999، وأجلت الانطلاقة عدة مرات بسبب قلة الشركات المرشحة للتسجيل.

¹ الموقع الالكتروني لشركة تسير بورصة القيم المنقولة www.sgbv.dz

- الأعضاء المؤسسون في شركة تسير بورصة القيم المنقولة:
 - البنوك العمومية: CNEP BANQUE- BNA- CPA-BADR-BEA-BDL
 - شركات التأمين الوطنية: CNMA - CAAT- SAA - CCR* - CAAR
 - بنك خاص: UNION BANK
- المساهمون في شركة تسير بورصة القيم المنقولة: CNEP BANQUE- CPA-BADR- BEA- BDL - BNP PARIS BAS
- الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر:
 - (1) شركة تسير بورصة القيم المنقولة (SGBV): يقع مقرها في 27 شارع العقيد عميروش بالجزائر العاصمة و هي شركة ذات أسهم رأسمالها 475.200.000 دج بموجب المرسوم التشريعي رقم 10 - 93 المؤرخ في 1993/05/23 و تحقق انجازها في 25 ماي 1997 ، و تمثل الشركة اطارا منظما و مضبوطا في خدمة الوسطاء عمليات البورصة و شرعت في تنصيب الأجهزة التنفيذية و التقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.
 - (2) لجنة تنظيم ومراقبة عمل البورصة (COSOB): تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 1993/05/23، وهي هيئة عاملة تمثل سلطة السوق المالية، تكون تحت وصاية وزارة المالية ممولة من طرف الدولة، زاولت نشاطها في سنة 1996 وتتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. وحتى تتمكن القيام بمهامها خول اللجنة مجموعة من السلطات الأساسية وهي: سلطة تنظيم القانون، سلطة التحقيق، وسلطة التأديب والتحكم.
 - (3) المؤتمر المركزي (Algerie Clearing): تم تأسيس المؤتمر المركزي للسندات أي الجزائر للتسويات بتاريخ 2003/02/17 وفقا للمرسوم التشريعي 03 - 04 و كلف بالمهام التالية: افتتاح و ادارة الحسابات الجارية، تنفيذ العمليات على السندات، و نشر المعلومات المتعلقة بالسوق. ساهم انشاء هذه الهيئة على تخفيض التكاليف و آجال عمليات الدفع/التوصيل و العمليات الأخرى على السندات، تحصيل ربح الأسهم، الفوائد...
- أسواق بورصة الجزائر: تتضمن شركة تسير بورصة القيم المنقولة سوقين: سوق لسندات رأس وسوق سندات الدين.

1. سوق سندات رأس المال: تنقسم بدورها إلى قسمين:

- 1-1 السوق الرئيسية: هذه السوق موجهة للشركات الكبرى و حاليا توجد أربع شركات في تسعيرة السوق الرئيسية و هي : مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، أليانس للتأمينات، و أن - سي - أروبية. والجدول التالي يوضح ذلك:

* الشركة المركزية لإعادة التأمين

مقارنة بين التمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية (مع الإشارة إلى حالة الجزائر)

جدول (4): الشركات المدرجة حاليا(ماي2015) في البورصة

اسم الشركة	القطاع/الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
أليانس للتأمينات	التأمينات	200	5 804 511
أن سي أوروبية	الصناعة الغذائية	100	950 491 950
م.ت.ف.الأوراسي	الفندقة	250	6 000 000
صيدال	الصيدلة	250	10 000 000

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

- 2-1 سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة من خلال توفير سوق محكمة لتنظيم المستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.
2. سوق سندات الدين: تتكون من سوقين:

1-2 سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية و الدولية: و يدرج في تسعيرة هذه السوق مجموعة دحلي Groupe DAHLI تاريخ استحقاق سندها في 2016.

2-2 سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها للخزينة العمومية الجزائرية: و يدرج في تسعيرة هذه السوق 27 سند للخزينة العمومية بمبلغ إجمالي يقدر بأكثر من 320 مليار دج، و تتداول سندات الخزينة في فترات استحقاق 7 و 10 و 15 سنة من خلال الوسطاء في عمليات البورصة و شركات التأمين التي تحوز صفة المتخصصين في قيم الخزينة بمعدل 5 حصص في الأسبوع.

تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا برأس مال لا يتعدى 15 مليار دج مع نهاية 2014 أقل أي أقل من 1% من الناتج الداخلي الخام للبلاد، و بذلك تحتل الجزائر المراتب الأخيرة في الترتيب العالمي لمقياس كفاءة أسواق المال الذي يندرج في إطار تقرير المنافسة الدولية الصادرة عن المنتدى الاقتصادي العالمي لعام 2013-2014 حيث تحتل الجزائر المرتبة 143 من أصل 148 دولة.

الغياب شبه التام للبورصة الجزائرية في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني

الخاتمة

من خلال الدراسة التي تعرضنا فيها إلى تقديم خصائص التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية ومقارنة ذلك مع التمويل عن طريق القروض البنكية، وباعتبار الجزائر اقتصاد يعتمد في الغالب على البنوك في تمويل المشاريع الاستثمارية وهو في مسار محاولة إنعاش الحركة في البورصة لما في ذلك من مزايا، قمنا باستخلاص النتائج التالية:

- الأسواق المالية جد ضعيفة في اقتصاديات الاستدانة و التحديد الإداري للأسعار و وضع القيود و الضوابط على حركة الأموال نتيجة لذلك يدي خلق النقود إلى تغذية التضخم و تصاعد المخاطر البنكية.
- تتميز اقتصاديات المتطورة (الأسواق المالية) بأنظمة مالية مباشرة حيث يعتبر الادخار عنصر أساسي في هذا النظام و معدل التمويل الذاتي مرتفع، حيث يتم احلال سياسة جذب المدخرات محل سياسة الاصدارات النقدية. ويتميز بالانفتاح على الأسواق المالية وبذلك يسمح بتحقيق تمويل واسع بأقل تكلفة ويتفادى الضغوط التضخمية.
- جمود نشاط بورصة الجزائر يعود أساسا إلى نقص الاعلام و انعدام ثقافة الادخار و الاستثمار عند الجمهور.
- نشاط البورصة في الجزائر ضعيف جدا نظرا لقلّة المؤسسات المدرجة فيها (4 مؤسسات) وانعدام التنوع في المنتجات المالية، اذ تنحصر حاليا في الأسهم العادية فقط وسندات الدين على الرغم من أن المشرع الجزائري سمح بإصدار عدة أنواع.
- انحصار الوسطاء الماليين في البنوك العمومية فقط لم يساهم بالقدر الكافي لإنجاحها خاصة تلك المتعلقة بإشراك عدد كبير من الجمهور.
- الشركات الجزائرية في جلها شركات عمومية تخضع للنظام العام و تنقص فيها روح المبادرة و الاجتهاد من طرف الاطارات سواء كانوا إداريين أو ميدانيين لكون ادارة هذه الشركات ما زالت تحت ظل الاقتصاد الموجه الذي لا يتماشى و المعطيات الاقتصادية الحديثة.

الاقتراحات:

- اصلاح وتحرير الأنظمة المصرفية والمالية لبناء نظام مالي فعال متنوع يدعم التحول إلى اقتصاديات الأسواق المالية ويسمح بتحقيق تمويل واسع وقليل التكلفة.
- ضرورة حث الشركات و تشجيعها إلى اللجوء إلى السوق المالية و ذلك بتقديم المزيد من المزايا الجبائية.
- انشاء صندوق لدعم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للتكفل الجزئي بتكاليف الدخول في البورصة.

- الترخيص للبنوك والمؤسسات المالية بالدخول إلى البورصة (بالإضافة إلى دور الوساطة).
- نشر ثقافة البورصة لدى المتعاملين الجزائريين وترسيخ فكرة أن السوق المالية هي مصدر أوسع للتمويل.

المراجع

1- الكتب باللغة العربية :

- أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- صلاح الدين حسن السيسي، "قضايا اقتصادية معاصرة"، دار غريب، القاهرة، 2002.
- عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر 2004.
- عبد الغفار حنفي "البورصات (أسهم-سندات-صناديق الاستثمار)" المكتب العربي الحديث، مصر 2003.
- عبد اللطيف مصيطفى- محمد بن بوزيان، "أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية"، مكتبة حسين العصرية، الجزائر 2015.

2- Ouvrages en français :

- Jaquillat et B.Solnik, « Marché financier et gestion de portefeuille », Dunod Edition, paris, 1993.
- Guy Caudamine, Jean Montier, « Banque et marché financier », Edition Economica, Paris, 1998.

3- المواقع الكترونية :

- الموقع الالكتروني لبورصة تسيير القيم المنقولة: www.sgbv.dz
- le développement des marches des capitaux :
www.surfeco21.com/cours/marcap
- les transformations des systèmes financiers
international: www.de.bordeaux.fr/etablissement/sudmedoc/ses/form-cours.htm

4- الاطروحات :

- بوكساني رشيد "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2006.