

العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل الانتقال من نمط الاستدانة إلى نمط الأسواق المالية حالة بورصة الجزائر

رضوان سوامس

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة.

ملخص

منذ الانطلاق الفعلي للبورصة سنة 1998 ورغم الديناميكية التي عرفتها السوق في البداية والفرص التي وفرتها عمليات الخصخصة، إلا أنها عرفت ركودا في نشاطها وبذلك بقي عدد المؤسسات المدرجة قليلا، وظلت مستويات التبادل وحجم رزمة السوق ضعيفة نسبيا خاصة بالنظر إلى العدد الكبير من المصدرين القادرين على التدخل في سوق البورصة. تهتم هذه المقالة بدراسة العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى نمط اقتصاد الأسواق المالية، مع الإشارة إلى حالة بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: وساطة مالية، تمويل مباشر وغير مباشر، اقتصاد الاستدانة، رزمة السوق، منتجات مالية.

La relation banque-entreprise dans le cadre de la transition d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers, cas de la bourse d'Alger.

Résumé

La bourse d'Alger, qui a démarré ses activités en 1998 et qui a connu un certain dynamisme au début - grâce au processus de privatisation- a stagné par la suite; ce qui a réduit le nombre des sociétés et les niveaux des échanges et a affaibli la capitalisation boursière, compte tenu du nombre important d'émetteurs potentiellement éligibles au marché boursier. Cet article analyse la relation banque-entreprise dans le cadre de la transition d'une économie d'endettement à une économie de marché financier, avec en référence le cas de la bourse d'Alger.

Mots clés: Intermédiation financière, financement directe et indirecte, économie d'endettement, capitalisation du marché, produits financiers.

The Relationship between Banks and Companies in a Transitional Context from an Overdraft to a Financial Market Economy- in reference to Algiers stock exchange.

Abstract

Algiers Stock Exchange- which started its activities in 1998 and witnessed a fast progress at its beginning due to the process of privatization-has stagnated afterwards and the number of listed companies as well as the stock market capitalization remained low in addition to the huge number of potential issuers who are able to intervene for the stock market. This article analyzes the relationship between banks and companies in a transitional economic context from an overdraft economy to a financial market economy, in reference to Algiers Stock Exchange.

Keywords: Financial intermediation, direct and indirect funding, overdraft economy, capitalization market, financial products.

الإشكالية:

تكمن أهمية إشكالية المقال في أن هناك تراجعاً في العلاقة بين البنك والمؤسسة حتى بعد ظهور السوق المالي أو البورصة، وذلك رغم الدور الذي ينبغي أن يلعبه السوق المالي في مجال تسيير الحوافظ المالية وتوظيفها لتعزيز العوائد المالية سواء بالنسبة للأسهم أو السندات أو المنتجات المالية الأخرى.

فإذا رجعنا إلى أداء بورصة الجزائر والتي انطلقت فعليا سنة 1999 بقيمة تداول بلغت 108 مليون دينار، يتبين تراجع أدائها وقلة عدد المؤسسات المدرجة (ثلاث مؤسسات فقط في قسم الأسهم)، وعليه لم يلعب هذا السوق دوره الفعلي في الانتقال من نمط تمويل استنادي إلى اقتصاد السوق المالي، وظلت العلاقة بين البنك والمؤسسة هيكلية في ظل تراجع أنماط التمويل المباشرة.

ولذلك تكمن إشكالية المقال في إظهار معالم العلاقة وتقديم بعض الحلول لتطويرها من خلال تنشيط أداء بورصة الجزائر كأداة للانتقال من نمط التمويل الاستنادي إلى نمط الأسواق المالية.

الفرضيات:

سنعتمد في هذا المقال على مجموعة من الفرضيات يمكن أن نحددها فيما يأتي:

- ليس للبورصة دور مهم في تنشيط السوق المالي في الجزائر.

- لم تتطور العلاقة بين البنك والمؤسسة كثيرا بعد إنشاء بورصة القيم في الجزائر.

- يعتبر ظهور البورصة مؤشرا للانتقال من نمط الاستنادية إلى نمط الأسواق المالية.

المنهجية:

استخدمنا في مقالنا منهجا وصفيا وتحليليا مع الاستعانة بمراجع ودوريات ونشريات البورصة

بالإضافة إلى جمع معلومات وبيانات وإحصائيات عن نشاط بورصة الجزائر من حيث حجم المعاملات وعددها ورسملة السوق والمؤسسات المدرجة في السوق سواء في قسم الأسهم أو قسم السندات وتحليل هذه المؤشرات واستخلاص النتائج.

1- الإطار المفاهيمي للوساطة المالية:

نستعرض الإطار المفاهيمي للوساطة المالية بناء على تطور مفهوم الوساطة المالية التقليدية نظرا لظهور التجديدات المالية وتطور مجال التمويل المباشر من خلال زيادة إمكانية تدخل البنوك خاصة على مستوى الأسواق المالية، أي في ظل الانتقال من وساطة الميزانية إلى الوساطة على مستوى السوق المالي.

وفي الوقت الحالي غيرت الوساطة المالية من طبيعتها وأصبحت تضمن وظائف جديدة منها وظيفة التفاوض والسمسة والمضاربة وتحويل الأصول، وبذلك فإن الانتقال من اقتصاد الاستنادية إلى اقتصاد الأسواق المالية لا يلغي تماما دور البنوك⁽¹⁾ ولكن يطور نشاطه للمساهمة في زيادة فعالية النظام المالي ككل.

وتهدف الوساطة المالية إلى ضمان الربط بين أعوان غير ماليين لهم إمكانيات تمويلية يطلق عليهم بالعارضين مع أعوان غير ماليين لهم احتياجات تمويلية يطلق عليهم بالطالبيين قصد تحقيق توازن بين الادخار والاستثمار.

بالتوازي مع ذلك ساهم ظهور التجديدات المالية في ظهور أنماط تمويل وتوظيف جديدة ضمن ما تسمى بمؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، كما ساهمت في زيادة درجة استقطاب أو جاذبية الأصول المالية (الأسهم والسندات)، حيث تعرف التجديدات المالية بأنها تكيف مع معطيات السوق من خلال إيجاد توليفة مختلفة للسندات⁽²⁾.

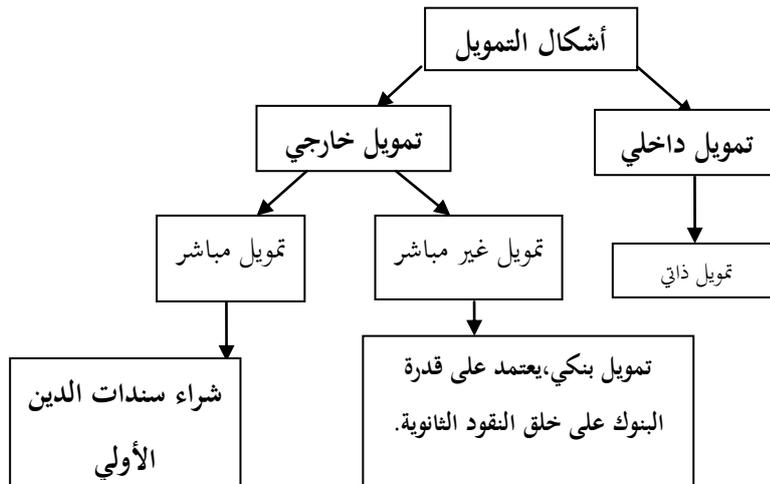
المؤسسات، ويجمع هذا التعريف كل ميكانيزمات الوساطة المالية سواء تعلق الأمر بالبنوك أو مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM)، أو شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV)، أو شركات التأمين.

والاتجاه العام أن يتم الأخذ بعين الاعتبار بما تم حيازته من طرف الوسطاء الماليين وما تم الاحتفاظ به كأصول مالية قابلة للتفاوض ويتم إصدارها من طرف أعوان غير ماليين أي مؤسسات، ويظهر هذا الاتجاه اختلاف معدل الوساطة المالية عن المعدل التقليدي أي بالاعتماد على التمويل بالقروض وهو ما يتطابق مع مفاهيم الوساطة المالية التي عرفها كل من [1960] Money in a " theory of finance" على أساس وظيفة المؤسسات المالية بالنظر إلى وظيفة الوساطة المالية أي من خلال طرح تساؤلات على نمط تمويل النشاط الاقتصادي، ثم طورها بعدهم كل من [2000] Allen et Gale.

لقد تم توسيع استخدام التجديدات بطريقتين تتمثل الأولى في إصدار سندات جديدة لتستجيب للإطار القانوني والتشريعي المتجدد، وتتمثل الثانية في أن البنوك تمارس التجديد المالي حتى تجعل قروضها أكثر جاذبية، ولذلك تطورت التجديدات المالية خاصة في فرنسا وبريطانيا وامتدت لتشمل كل مكونات أسواق رؤوس الأموال خاصة الأسواق الآجلة وأسواق الخيارات المالية مع تعدد المنتجات المالية المشتقة المتداولة ثم القروض، وأصبح موضوع تحويل الأصول إلى سندات (Titrisation) من أهم التقنيات المالية المستخدمة للاستجابة لاحتياجات البنوك من السيولة وتقسيم مختلف أنواع المخاطر البنكية.

ويعرف كل من [2000] Allen et Gale⁽³⁾ الوساطة المالية من حيث وظيفة الوسطاء، وهم أعوان يقومون بعرض سندات تتكيف مع طلب التوظيف الموجه من الأعوان غير الماليين، و يقوم هؤلاء الوسطاء بالاكنتاب في سندات تستجيب للاحتياجات التمويلية لطالبي رؤوس الأموال أي

الشكل (1): مختلف أشكال التمويل المرتبطة بالأعوان الاقتصاديين.



المصدر: Gille jacoub, op, cit. P 98.

2- العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل اقتصاد الاستدانة:

في البداية لا بد من الإشارة إلى أن التجارب الميدانية بينت أن الوساطة المالية غير المباشرة والتدخل المكثف للبنوك التجارية لتمويل أنشطة المؤسسات الاقتصادية وإجبار البنوك على الاستمرار في طلب تسهيلات من البنك المركزي بصفة شبه آلية جعلها تهمل أحد أهم وظائف البنوك وهي جمع المدخرات من المودعين وتوظيفها بصفة مريحة لصالح الأعوان ذوي احتياجات تمويلية .

وعليه يهيمن في ظل هذا النمط من التمويل نمط التمويل غير المباشر أي في شكل تمويل عبر آلية القرض، يقوم هذا النمط من التمويل على فكرة حيادية النقود حيث عرف أيضا باقتصاد الائتمان⁽⁶⁾، حيث يرجع الفضل لـ (Hicks 1973) في التمييز بين نمط الأسواق المالية ونمط الاستدانة أو ما سماه باقتصاد السحب على المكشوف (overdraft economy)، يفترض نمط الاستدانة تدخل عدد من الوسطاء الماليين وربط علاقة ثنائية بين البنوك والمقرضين، حيث تقوم البنوك بعد تقييم الخطر البنكي بتمويل احتياجات المؤسسات بعد التنبؤ بتحقيق نتائج مالية إيجابية.

وتتميز جل المؤسسات التي تنشط في ظل نظام الاستدانة بضعف قدرتها على التمويل الذاتي، وعدم قدرتها على التدخل على مستوى السوق المالي - إن وجد- لتمويل احتياجات من رؤوس الأموال على المدى الطويل.

مما يجبرها على اللجوء للبنوك التجارية ما يعني أنها ستواجه صعوبات في تسديد القروض المتراكمة لمدة طويلة بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف رؤوس الأموال التي تتحملها.

يتضح لنا من خلال هذا الشكل أن هناك نمطين من التمويل أحدهما داخلي ويعتمد على قدرة الأعوان الاقتصاديين على التمويل الذاتي، ونمط تمويل خارجي يمكن من خلاله تلبية احتياجات الأعوان الاقتصاديين إما باللجوء إلى التمويل المباشر، أي شراء سندات الدين الأولي، أو بإصدار أسهم وسندات عمومية أو خاصة حسب تعبير كل من Gurley & Shaw ويتم الاكتتاب في هذه السندات من طرف الأعوان غير الماليين (مؤسسات أو خواص)، والوسطاء الماليين أصحاب الفائض على مستوى الأسواق المالية.

ولقد أعيد استخدام مصطلح الوساطة المالية الذي عرضه كل من Gurley & Shaw أي الوساطة كآلية تعديل بين احتياجات وقدرات التمويل من خلال تدخل أعوان ذوي خصوصية. ودور الوسيط المالي هو جمع الادخار من مقرضين نهائيين من خلال إصدار سندات غير مباشرة قصد تمويل المقرضين النهائيين عبر حيازة سندات أولية. وإذا رجعنا إلى أهم مصادر التمويل فإنه يمكن اختصارها في ثلاثة أنواع رئيسية:

- التمويل الذاتي الذي يتم باستعمال الأموال الذاتية على غرار الاهتلاكات والمخصصات والأرباح غير الموزعة ونتائج دورات سابقة إضافة إلى النتيجة إذا كانت ربحا.

- رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة للاكتتاب العام للجمهور.

- اللجوء إلى البنوك لتلبية احتياجات المؤسسات من رؤوس الأموال ، والتي تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، حيث لا يقتصر دور البنوك في هذه الحالة على جمع الودائع ومنح القروض بل يمتد أيضا إلى خلق وسائل تمويلية جديدة عن طريق آلية القروض (أي خلق نقود ثانوية)⁽⁵⁾.

والتكيف مع ظروف المنافسة السائدة في السوق، وتمويل عملياتها الاستغلالية والاستثمارية بالكمية والنوعية الملائمة لاحتياجاتها من رؤوس الأموال.

وتتحدد طبيعة علاقة البنك بالمؤسسة بمدى توفر القرض والقدرة على التسديد على اعتبار أن للمقرض كل المعلومات حول المقترضين، وفي هذا الشأن أشارت عدة دراسات أكاديمية⁽¹⁰⁾ إلى أن طبيعة العلاقة بين البنك والمؤسسة تقلل من احتمال عقلنة المقرض خاصة أعمال كل من Peterson et Berger et Udell و Rajan(1995) Berger, Klapper et Udell (1998). Detriagiache, Garella et Guiso (2001), Dietsch et Golitin(2002).

حيث تم قياس العلاقة بين البنك والمؤسسة في سنة 2000 على أساس نهاية المدة وذلك من خلال العدد التسلسلي للسنوات الجارية التي تحصلت من خلالها المؤسسة على قروض من بنكها الأساسي. ولقد تم استنتاج أن طول العلاقة مرتبط بزيادة حجم المؤسسة، وضمن هذا الاتجاه فإن تعدد علاقة المؤسسة مع البنوك له تأثيران هما:

- زيادة احتمال عقلنة القروض: على اعتبار أنه يجعل المعلومات المتاحة حول المؤسسة أقل شفافية (hypothèse d'opacité).

- ومن جانب آخر فهو يساهم في تنويع مصادر تمويل المؤسسة .

وبذلك تفضل العديد من المؤسسات أن تظل في علاقة قرض مع بنك وحيد، حيث توصلت معظم الدراسات إلى أن مدة العلاقة ترتبط بحجم المؤسسة فتفضل المؤسسات الكبيرة الحجم علاقة مستدامة مع البنوك (طويلة المدى)، في حين تفضل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة علاقات انقالية أو متوسطة المدى.

وبذلك حتى وإن اعتبرنا أن فيه إمكانية للمؤسسات للتدخل على مستوى السوق المالي فإن ضعف قدرتها على التمويل الذاتي يجعلها تلجأ بصفة تكملية لطالب قروض بنكية، وبذلك فإن العلاقة بين البنوك التجارية والمؤسسات الاقتصادية في ظل هذا النموذج هي علاقة استنادية هيكلية⁽⁷⁾، إذ ليس بإمكان المؤسسات أن تستغني عن البنوك التجارية في تمويل عملياتها الاستغلالية والاستثمارية بسبب غياب أو ضعف البدائل التمويلية الأخرى (انعدام سوق للقيم المنقولة، ضعف التمويل الذاتي... الخ).

وقد ظهرت صعوبات أخرى بين الطرفين بسبب انخفاض أرباح البنوك التجارية (التي أرغمت على تخفيض هوامشها)، ووضعية الأزمات التي أصبحت تهيمن على اقتصاديات العديد من الدول والتي أدت إلى إفلاس العديد من المشروعات الاقتصادية خاصة في الولايات المتحدة بفعل أزمة القروض الرهنية العالية المخاطر (Subprime) سنة 2008.

3- العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل اقتصاد الأسواق المالية:

بعد هيمنة أنماط التمويل المباشر على حساب التمويل غير المباشر تطورت أساليب التمويل عبر الأسواق المالية أو ما عرف باقتصاد الأسواق المالية⁽⁸⁾ كنمط تمويل بديل ومكمل للتمويل البنكي الكلاسيكي. ويوفر السوق المالي إمكانية للأفراد لتحويل أصولهم إلى كمية من النقود قابلة للإقراض أي شراء أصول مالية، وبالتالي يتمثل أهم دور يقوم به السوق المالي هو تحويل المداخل عبر الزمن عبر آلية معدلات الفائدة⁽⁹⁾.

تمسك المؤسسات الاقتصادية في ظل اقتصاد الأسواق المالية عدة حسابات بنكية في آن واحد وذلك من أجل التقليل من الأخطار المحتملة

شمل عملية تطهير وإعادة هيكلة البنوك التجارية العمومية والرفع من رأسمالها الاجتماعي.

4 - تطهير وإعادة هيكلة البنوك العمومية:

شرعت الخزينة العمومية خلال الفترة 1991-2007 في عملية التطهير المرحلي للبنوك العمومية وزيادة أموالها الذاتية وذلك حتى تستجيب لمنافسة البنوك الخاصة بعد انفتاح المحيط الاقتصادي الجزائري على الاستثمار الوطني والأجنبي، كما تمت الاستجابة لقواعد الحذر التي صدرت سنة 1991 وتدعمت سنة 1994، وكانت تهدف هذه العملية إلى تطهير ذمة أو أصول البنوك العمومية وتحسين وظيفة الوساطة البنكية وضمان توجيه عقلاني للموارد المالية المتاحة قصد تمويل المؤسسات حسب احتياجاتها التمويلية الفعلية.

وتتمثل عملية التطهير في شراء الخزينة العمومية للمديونية المشكوك فيها والمحتفظ بها على عاتق المؤسسات الاقتصادية العمومية والدولة، وتشمل عمليات إعادة الشراء المديونية على عاتق المؤسسات الأم التي أعيد هيكلتها سنة 1983، إلى جانب المديونية على عاتق المؤسسات المنحلة أو التي توقفت عن النشاط..

وشرعت الخزينة العمومية في عملية إعادة شراء المديونية وفقا للمرحل الآتية:

1- شرع خلال الفترة 1990-1991 في شراء المديونية على عاتق المؤسسات الأم بمبلغ 21.9 مليار دينار.

2- شرع خلال الفترة 1991-1992 في شراء المديونية التي كانت على عاتق 23 مؤسسة عمومية من الحجم الكبير بقيمة 275.4 مليار دينار.

1- تم خلال الفترة 1996-1998 شراء مديونية بعض دواوين استيراد المواد الأساسية بقيمة 186.7 مليار دينار.

تكون نسبة التمويل الذاتي للمؤسسات في ظل نمط السوق كبيرة جدا أي العلاقة بين الادخار الخام للمؤسسات والتكوين الخام لرأس المال الثابت (FBCF) باعتبار المخزون، ويسمح هذا النمط بمقابلة قدرات المؤسسة على تمويل الاستثمارات المحققة خلال الدورة المالية والمحاسبية.

إذا تمكنت المؤسسات من الاحتفاظ بمعدل مرتفع من التمويل الذاتي فان ذلك سيساهم في تحقيق أرباح إضافية، حيث يوجه الربح غير الموزع لإعادة تمويل المؤسسة مما يسمح لها بتحقيق فوائد ادخارية تمكنها من التوجه للسوق المالي لتمويل توسيع أنشطتها.

تحاول البنوك في ظل هذه الظروف تنويع أنشطتها من خلال الاحتفاظ بمجموعة من الأصول المتنوعة في محاولة للتوفيق بين عنصري المردودية والخطر مما يبرر وجود سندات عمومية في ميزانيتها (أصول خالية من الخطر) لضمان تسيير حذر لأصولها⁽¹¹⁾.

وبذلك فقدت البنوك تدريجيا دورها في مجال تمويل النشاط الاقتصادي لصالح الأسواق المالية، كما فقد البنك المركزي دوره في مجال تعديل كمية القروض التي تمنح للاقتصاد بطريقة مباشرة، حيث أصبح غير مجبر على الاستجابة لاحتياجات البنوك في مجال إعادة التمويل بالسيولة (كما هو الحال في اقتصاد الاستدانة) . وبالمقابل يتدخل البنك المركزي على مستوى الأسواق كبائع أو كمشتري للسندات للتأثير على تكلفة التمويل حسب أهداف السياسة النقدية وذلك من خلال العرض العلني أو الاكتتاب قصد التأثير على معدل الفائدة المرجعي .

وفي خضم التحولات المالية والنقدية التي عرفتها الجزائر في نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات شرعت البلاد في عمليات إصلاح اقتصادي ومالي

خسائر الصرف ومتأخر خدمات الفائدة بعد سنة 1997 والتي بلغت 21.3 مليار دينار فلقد تم تحويلها إلى سندات وأدرجت في إطار عمليات التطهير خلال الفترة 2001-2000.

وقد خصت عملية التطهير خلال هذه الفترة (2001-2000) إعادة شراء قروض المؤسسات المنحلة والقروض المتعلقة باقتراحات حكومية (تجميد السحب على المكشوف للملف الاجتماعي) وقد وصل المبلغ الإجمالي لهذه القروض 346.5 مليار دينار، بما فيها إعادة الشراء الجزئي لخسائر الصرف وفروق أسعار الفائدة (213.21 مليار دينار) في شكل التزامات مدتها 20 سنة وبسعر فائدة قدره 6% وسميت الالتزامات المجمعة، كما قررت الخزينة العمومية إعادة شراء القروض الفلاحية من البنوك التجارية العمومية والتي وصل مبلغها 15 مليار دينار، مع العلم أن هذه الوضعية أدت إلى زيادة الاعتمادات المالية المخصصة للتطهير المالي والتي تحملتها الخزينة العمومية إلى غاية نهاية سنة 1995 بمبلغ 670 مليار دينار⁽¹²⁾.

4- حالة بورصة الجزائر:

يرجع ظهور بورصة الجزائر في أعقاب الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي شرعت فيها الجزائر بداية من نهاية الثمانينيات والتي تهدف في مجملها إلى الانتقال من نمط تمويل استنادي إلى نمط تمويل يعتمد على آلية السوق، حيث صدرت في هذا المجال ثلاثة أطر قانونية منها:

- القانون 01-88 الخاص بتوجيه المؤسسات الاقتصادية العمومية.

- القانون 03-88 الخاص بإنشاء 08 صناديق لمساهمات الدولة.

- القانون 04-88 المعدل والمتمم للأمر رقم 59-75 المتعلق بالقانون التجاري.

2- تم خلال الفترة 2000-2001 شراء مديونية البنوك اتجاه المؤسسات المنحلة أو التي أعيد هيكلتها بقيمة 349.4 مليار دينار بما فيها شراء المديونية المتعلقة برصيد خسائر الصرف ومتأخر خدمات الفائدة بقيمة 21.3 مليار دينار.

3- تم خلال سنة 2001 شراء مديونية صندوق التوفير والاحتياط اتجاه ديوان الترقية والتسيير العقاري (OPGI) بقيمة 161 مليار دينار تم خلال سنة 2002 شراء المديونية الزراعية بقيمة 15 مليار دينار.

4- تم خلال الفترة 2005-2007 شراء المديونية اتجاه المؤسسات المهيكلة أو المنحلة بقيمة 231.2 مليار دينار.

كلفت عملية تطهير البنوك العمومية مبلغ 1240.6 مليار دينار، وفي هذا المجال قامت الخزينة العمومية بمنح تسبيقات للبنوك على المديونية المشتراة بهدف التخفيف من آثارها على نقدية البنوك بقيمة 281.2 مليار دينار وبمساهمة تكميلية بلغت 959.4 مليار دينار تم تمويلها من خلال إصدار سندات عمومية لمدة 20 سنة .

مع الإشارة إلى أنه شرعت الخزينة العمومية في تسديد مسبق للسندات بقيمة إجمالية بلغت 273.7 مليار دينار، ولقد بلغ الرصيد النهائي للسندات التي تم شراؤها ولم تسدد إلى غاية نهاية شهر ديسمبر 2008 قيمة 321.4 مليار دينار منها 50.8 مليار تم التنازل عنها من البنوك العمومية للسوق الثانوي.

لقد تحملت الخزينة العمومية على عاتقها خسائر الصرف ومتأخر خدمات الفائدة على عاتق البنوك والنااتجة عن القروض الخارجية التي تم تعبئتها لتدعيم وضعية ميزان المدفوعات حيث بلغت القيمة التي تحملتها الخزينة العمومية خلال الفترة من 1990 إلى 1997 ما يقارب 168 مليار دينار، أما

البورصة، يتمثل هدفها في حق تحصيل العملات التي تجري في البورصة، وتتكفل على الخصوص بتأطير جلسات التفاوض للوصول بالعملية إلى حالة التوازن في السوق تنتهي بتنفيذ الأوامر بالبيع أو الشراء.

ب- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

أنشئت هذه الهيئة رسميا في فيفري 1996 وهي تمثل سلطة السوق يتكون أعضاؤها من رئيس وستة أعضاء مدة نيابتهم تدوم أربع سنوات (14). تتمثل مهمة هذه اللجنة في تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على حماية المستثمرين وضمان حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.

ج- الجزائر للتسوية (Algérie Clearing)

الجزائر للتسوية هي شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي بلغ 240 مليون دينار مقسم كحصة مساهمة بين ثمانية مساهمين، حيث تبلغ حصة البنك الوطني الجزائري 17.8% وبنك التنمية المحلية 13.6% والقرض الشعبي الجزائري 4.43% وبنك الجزائر الخارجي 17.8% وبنك الفلاحة والتنمية الريفية 17.8% وصندوق التوفير والاحتياط 17.8% وفندق الأوراسي الدولي 8.59% ومجمع صيدال 2.34%.

مع العلم أن الجزائر للتسوية غيرت من قانونها الداخلي سنة 2012 وتم بمقتضى ذلك رفع رأسمال المؤتمن المركزي من 75 مليون دينار إلى 240 مليون دينار. تمارس هذه الشركة دور المؤتمن المركزي على السندات في الجزائر من خلال تسيير أنظمة الدفع ومسك الحسابات المفتوحة باسم المتدخلين في السوق و التسليم الأوتوماتيكي وتقديم كل الخدمات على مستوى الساحة المالية.

كل هذه القوانين ساهمت في التمييز بين الدولة المالكة للمؤسسات والدولة المساهمة في رأس مال هذه المؤسسات.

من جانب آخر وأمام ندرة مصادر التمويل التي واجهت أغلب المؤسسات العمومية، وفي ظل عدم قدرة الجهاز البنكي على تجنيد الادخار المحلي لتمويل احتياجات المؤسسات خاصة بالنسبة لدورة الاستثمار، لم تلعب البنوك دورها في مجال نقل الفوائض المالية من العارضين إلى الطالبين لرؤوس الأموال، وتبعاً لكل هذه المعطيات ظهرت الحاجة لإنشاء بورصة الجزائر كآلية تمويل مكملة و بديلة عن التمويل البنكي، وتستجيب إلى مرحلة انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق في ظل تطبيق برامج الخصخصة وإعادة الهيكلة الصناعية.

واستكملت هذه المبادرة بعد صدور المرسوم التشريعي رقم 10-93 الصادر في 23 ماي 1993⁽¹³⁾ متبنياً إنشاء بورصة الجزائر، واعتبرت شركة ذات أسهم والآلية الوحيدة المخولة بإتمام المعاملات المالية على مختلف الأدوات المالية المصدرة، كما حدد التشريع الوسيط الذين يحق لهم إبرام المعاملات والصفقات على مستوى البورصة.

وبذلك وحتى تقوم البورصة بدورها وتصل إلى أهدافها حددت التشريعات الصادرة في هذا الشأن مختلف الهياكل المنظمة للعمل والمخول لها إدارة نشاط البورصة وإخضاعها للرقابة بما يحقق أهدافها حيث حدد التشريع لهيئتين مهمة إدارة بورصة الجزائر هما شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB).

أ- شركة تسيير بورصة القيم: (SGBV)

حددت المادة 15 من القانون 10-93 دور هذه الشركة من حيث كونها شركة أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في

6- الوسطاء في بورصة الجزائر:

نذكر في البداية أن ميزة الوسيط المالي هو ضمان توفير السيولة، ويرتبط ذلك بتقنية تنظيم المبادلات أو المعاملات (الهيكلية الجزئية للسوق)، أي ضمان حصول كل أمر وبسرعة على مقابلات في سوق منظم⁽¹⁵⁾.

هناك العديد من الوسطاء المعتمدين من طرف لجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة ويتمثلون في البنوك العمومية وفرع بنك BNP PARIBAS الجزائر، حيث يشترط القانون ضرورة اكتتاب الوسيط في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) حتى يمنح له الاعتماد للتعامل في البورصة.

7- عمليات إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر:

أما بالنسبة لرسملة البورصة فهي تتضمن ثلاث مؤسسات المرتبط أسهمها بالبورصة منها أسهم رياض سطيف المختصة في الصناعات الغذائية، ومجمع إنتاج الأدوية صيدال وفندق الأوراسي الدولي، حيث لجأت كل مؤسسة إلى عملية الرفع من رأسمالها أو العرض العمومي للبيع للجمهور في حدود نسبة 20% من رأسمالها الاجتماعي، ولتوضيح طريقة إدراج هذه الشركات في بورصة القيم نقترح الجدول الموالي⁽¹⁶⁾.

الجدول (1): عمليات إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر.

السندات	الإجراء	العرض (مليون)	% رأسمال	سعر العرض	الطلب (مليون)	عدد الأسهم
رياض سطيف	الرفع من رأسمال	1	20%	2300	1	5200
مجمع صيدال	عرض عمومي للبيع	2	20%	800	2.8	20000
فندق الأوراسي	عرض عمومي للبيع	1.2	20%	400	2.1	10000

المصدر: نشریات بورصة الجزائر.

مستوى بورصة الجزائر وذلك بتاريخ 2006/12/06، نظرا للصعوبات المالية التي أثرت على أداء هذه الشركة. مع العلم أن شركة رياض سطيف كانت تدخلت على مستوى بورصة الجزائر 1 مليون سهم للاكتتاب العام للجمهور بسعر إصدار بلغ 2300 دج حيث امتد العرض من 02 نوفمبر إلى 15 ديسمبر 1998 مع العلم أن تاريخ إدراج المؤسسة للبورصة كان بتاريخ 1999/07/17.

إذا تمعنا في أرقام الجدول أعلاه والخاص بعمليات إدراج المؤسسات الثلاثة في بورصة القيم نلاحظ أن مجمع صيدال قام بأهم عملية عرض مقارنة بباقي الشركات لـ 2 مليون سهم بسعر عرض بلغ 800 دج للسهم وكان سريان العرض من 15 فيفري إلى غاية 15 مارس 1999 مع العلم أن تاريخ دخول الشركة للبورصة رسميا كان يوم 17 جويلية 1999. بالمقابل تم إلغاء بصفة رسمية أسهم شركة رياض سطيف من التسعير الرسمي على

وعدد السندات المتداولة والرسمة الصفقية) حسب ما هو مبين في الجدول الموالي:

بالنسبة للرسمة الصفقية للبورصة وإذا أخذنا بعين الاعتبار الفترة إلى غاية نهاية شهر ديسمبر من سنة 2008، نلاحظ المؤشرات الآتية (الأسعار

الجدول (2) : الرسمة الصفقية لبورصة الجزائر إلى غاية 2008/12/31.

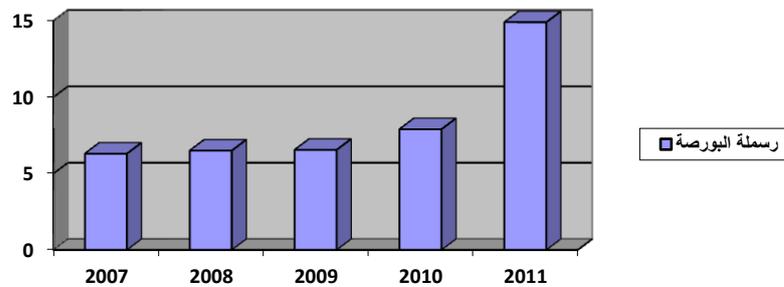
الرسمة الصفقية (دج)	عدد السندات المتداولة	السعر	السند
27000000000.00	6000000	450	الأوراسي
38000000000.00	10000000	380	صيدال
65000000000.00	-	-	المجموع

المصدر: التقرير السنوي للجنة مراقبة ومتابعة عمليات البورصة 2009.

فإذا وفقنا إلى النسبة بين القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة في البورصة والنتائج الداخلي الخام نجد أنها تمثل مستوى متدنيا جدا، حيث تكاد تكون منعدمة وقد بلغت سنة 2000 نسبة 0.01% فقط⁽¹⁷⁾، في حين وحسب ما هو مبين في الرسم نلاحظ تطور ملحوظ في رسمة البورصة ابتداء من سنة 2008 والتي لم تتعد 6.4 مليار دينار لتبلغ سنة 2011 ما قيمته 14.9 مليار دينار، مع إدراج أسهم شركة تأمين خاصة هي شركة أليانس للتأمينات⁽¹⁸⁾ للتداول في بورصة القيم سنة 2011.

فمن خلال معطيات الجدول أعلاه يتبين أن الرسمة الصفقية للبورصة بلغت 6.5 مليار دينار بالنسبة لأسهم الشركتين المدرجتين في البورصة وهي فندق الأوراسي الدولي ومجمع صيدال. ويرجع ذلك إلى قلة الشركات المتدخلة من جهة وقلة الصفقات إلى جانب عدم قدرة السوق المالية على استقطاب شركات أو بنوك وطنية وحتى أجنبية من القطاع الخاص مما أثر بشكل جلي على أداء بورصة الجزائر.

الشكل (2) : تغير رسمة البورصة (2007-2011)، بملايير الدنانير.



المصدر : نشریات بورصة الجزائر 2011 .

الموجودة لأسهم فندق الأوراسي الدولي ما يأتي:

وإذا تتبعنا حجم المعاملات بالقيم خلال السداسيات الأربعة لسنة 2011 نلاحظ حسب البيانات



المصدر: التقرير السنوي للجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة COSOB، أبريل 2011.

يضاف إلى ذلك وصول تاريخ استحقاق تسعة قروض سنديّة التي تم إصدارها بالنسبة لكل من الشركة الوطنية للأشغال عمومية والخطوط الجوية الجزائرية وشركة الأشغال في الآبار والقرضين السنديين لشركة سونلغاز واتصالات الجزائر وشركة سيفيتال وشركة الإيجار ALC وشركة EEPAD .TSP

من جانب آخر وإذا استعرضنا أهم نتائج العمليات والصفقات التي أبرمت على مستوى بورصة القيم حسب ما هو مبين في الجدول الموالي:

يتضح لنا جليا من جلال البيانات السداسية لحجم المعاملات بالنسبة لأسهم فندق الأوراسي أن نسبة هامة منها تمت خلال السداسي الأول والثاني من سنة 2011، أي بتراجع قدر بـ 562555 مقارنة بسنة 2010.

مع العلم أنه لم تمنح لجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة خلال سنة 2011 أي اعتماد بالنسبة لقسم القروض السندية، ليتراجع التعامل بالنسبة لهذا القسم من السوق إلى نسبة 48.5% في نهاية هذه السنة، عكس النشاط الذي عرفه خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى سنة 2008،

الجدول (3): نتائج العمليات والصفقات المبرمة في البورصة (2002-2011)

القيمة بالدينار	حجم المعاملات	عدد المعاملات	السنوات
112060345.00	80.161	2071	2002
17257700.00	39.693	393	2003
3368560.00	5.710	30	2004
4188200.00	13487	64	2005
149391910.00	76010	234	2006
960417115.00	130443	410	2007
1218511505.00	184110	545	2008
896650625.00	143563	488	2009
670069575.00	117729	361	2010
321222985.00	252954	520	2011

المصدر: نشریات بورصة الجزائر سنة 2011.

8- آفاق تنشيط بورصة القيم في الجزائر:

إن الوضع الحالي الذي تعيشه بورصة الجزائر يستدعي تدخلا سريعا من قبل الهيئات والجهات المختصة لإعادة الاعتبار لهذا السوق وتنشيطه حتى يلعب الدور الذي تلعبه كل البورصات العالمية في مجال تعبئة الموارد المالية من الأعوان أصحاب الفوائض وتوجيهها للأعوان ذوي العجز. ونذكر في هذا الشأن أن وزارة المالية قامت بتنظيم أيام دراسية حول عصرنة وتطوير السوق المالي في الجزائر وذلك في شهر جوان 2008، وتم إعداد مخطط بالتشاور مع جميع الأطراف الفاعلة وبدعم من برنامج الأمم المتحدة للتنمية PNUD لتنشيط وعصرنة السوق قصد جلب المستثمرين الوطنيين والأجانب واستحداث أجهزة من شأنها إعطاء أكثر شفافية للسوق بالنسبة لمختلف المتدخلين.

يهدف هذا البرنامج إلى تحقيق خمسة أهداف رئيسية (19):

1- تحسين صورة السوق من خلال استرجاع الثقة للمتعاملين وللمصدرين.

أهم ما يمكن ملاحظته هو تراجع حجم المعاملات وعددها ابتداء من سنة 2002، مع تراجع محسوس سنة 2004 حيث لم تتجاوز عدد المعاملات 30 معاملة، بالمقابل ورغم الانتعاش النسبي الذي عرفته البورصة سنة 2008 بفعل تطور السوق في قسم السندات إلا أنه عرف تراجعا جديدا سنة 2011 حيث لم يتجاوز عدد المعاملات 520 معاملة خلال هذه السنة. مما يبين أن بورصة الجزائر هي من أضعف البورصات الناشئة على الأقل من حيث حجم المعاملات وعددها مقارنة بالأسواق المالية العربية.

إن تراجع أداء بورصة الجزائر لا يمكن أن يستمر وعلى الأجهزة المختصة أخذ المبادرة لتنشيط السوق المالي حتى تلعب دورها في مجال الاستجابة لاحتياجات المتعاملين الاقتصاديين من رؤوس الأموال الطويلة الأجل، ولعل التفكير في تنشيط سوق السندات والقروض السندية إلى جانب تشجيع القطاع الخاص بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الاستثمار في بورصة القيم هو جزء من هذه الحلول.

إصلاحات نقدية ومالية تهدف إلى الانتقال من نمط تمويل يعتمد على الاستدانة بالدرجة الأولى أو التمويل غير المباشر إلى نمط التمويل عبر الأسواق المالية أو أسواق البورصة (التمويل المباشر).

كما يفرض تسيير هذا التحول الانتقالي في أنماط تمويل الاقتصاد تحديات جديدة على أهم الأسواق المالية الناشئة في مختلف الساحات المالية بما فيه بورصة الجزائر ولكن شريطة تطوير التعاملات داخل البورصة وتوسيع حجم رزمة السوق وعدد المؤسسات التي تنشط على مستوى هذا السوق (أكثر من ثلاث مؤسسات)، بما فيها إدراج مؤسسات القطاع الخاص.

لقد حاولنا من خلال هذا المقال تحديد الإطار المفاهيمي للوساطة المالية والتحويلات التي عرفها نمط تمويل الاقتصاد منذ ظهور بورصة الجزائر سنة 1998، وعلى ضوء ما استعرضناه من تحاليل إحصائية وبيانية لاحظنا بشكل واضح ضعف بورصة الجزائر وقلة المؤسسات المتدخلة فيها إلى جانب تراجع حجم المعاملات والمبادلات في السوق، إضافة إلى عدم وجود آليات عملية لتنشيط هذا السوق حتى يلعب دوره الفعال كنمط تمويل بديل ومكمل للتمويل البنكي التقليدي.

لذا ولتلعب بورصة الجزائر دورها الحقيقي كألية مكملة للتمويل البنكي ينبغي إتمام برامج الخوصصة وإعادة الهيكلة الصناعية للمؤسسات وعصرنة القطاع المالي والمصرفي وتطوير المنتجات المالية المتداولة واستحداث منتجات جديدة حتى تواكب بورصة الجزائر باقي البورصات الدولية (العربية والعالمية)، وتساهم في تحويل نمط التمويل من الاستدانة إلى نمط الأسواق المالية.

2- إعطاء أكثر احترافية للوسطاء المتدخلين من خلال إدخال أكثر ديناميكية لنشاط الوسطاء واعتماد وسطاء جدد.

3- ضمان تدفق مستمر ودائم بالنسبة للأوراق المالية التي يتم إصدارها على مستوى السوق.

4- تحسين نظام المعاملات على مستوى السوق وتعزيز الإطار التنظيمي والقانوني.

5- تدعيم وتعزيز وضعية المؤسسات المتدخلة على مستوى السوق.

نذكر أنه تم تحديد هذه الأهداف بعد إتمام عملية تشخيص دقيقة لجميع الصعوبات والعقبات التي اعترضت نشاط البورصة وبعد عرض التوصيات الخاصة بأهم الإجراءات التي يجب التسريع في اعتمادها لعصرنة وتطوير السوق المالي في الجزائر حتى يلعب دوره كبديل حقيقي عن التمويل البنكي التقليدي ويستجيب لاحتياجات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية على المديين المتوسط والطويل.

خاتمة:

تطورت العلاقة بين البنوك والمؤسسات الاقتصادية بشكل سريع في السنوات الأخيرة، وذلك على ضوء التغيرات السريعة التي يعرفها المحيط المالي والمؤسسي الدولي، وكذا عولمة الأسواق المالية وظهور الهندسة المالية والتجديدات التكنولوجية، كل هذه العوامل ساهمت في تطوير العلاقة بين البنك والمؤسسة وفي التأثير على أنماط التمويل.

كما أن تطور المنتجات المالية المشتقة المستخدمة لأغراض التبادل وذلك على مستوى أهم الأسواق المالية الدولية منها أسواق لندن وشيكاغو وباريس وطوكيو. كلها عوامل ساهمت في ظهور

المراجع والحواشي:

- 1- "يفسر وجود البنوك من خلال فصل نشاطين هما تسيير المدخرات وتمويل المشاريع ، وفي كلتا الحالتين فان قدرة الوسطاء البنكيين على تعبئة المدخرات الجماعية هي التي تفسر قدرتها على الاستمرار في النشاط بالتوازي مع وسطاء السوق".
- 2- C.de Boissieu, « les innovations Financières en France »,Revue d'économie politique, Vol 96, N°5,1986.
- 3-Allen, F.et Gale, D, comparing Financial systems, MIT press , Cambridge, Massachusetts, London, England 2000.
- 4- Jean pierre fougère, « le système financiers français »,2ème édition Nathan, 1994.
- 5- Gille jacoub « la Monnaie dans l'économie », 3ème édition Nathan, 1998.
- 6- Jean François Goux, « économie monétaire et financière », Edition Economica, paris 1993.
- 7- "يقصد بالاستدانة الهيكلية وجود حد أدنى لرأسمال، وأساس هذه الفرضية أن هناك سوقا لرؤوس الأموال يتميز بالمنافسة التامة والكاملة، حيث لا يوجد على مستوى هذا السوق مجال للوهم النقدي، ويعني ذلك أنه لا تتأثر المداخل الصافية للاستغلال لمؤسسة معينة بتغير توزيع المداخل أو العوائد بين المساهمين والمقرضين، ولكن تعتمد فقط على الخطر التجاري والصناعي الخاص بنشاط المؤسسة".
- 8- Françoise renversez, « de l'économie d'endettement à l'économie des Marchés financiers », Document de travail, université paris 10-Nanterre.2008.
- 9- Robert COBBAUT « théorie financière », 4^e édition Economica, paris, 1997, P 32.
- 10- Michel DIETSCH, « la place de la concurrence dans l'organisation et le fonctionnement du secteur bancaire », cycle de conférence :droit, Économie et justice dans le secteur bancaire, Institut d'études politiques de Strasbourg ,Avril 2005, P6.
- 11- Xavier Ducreux, « Economie d'endettement et économie de marchés financiers » les cahiers français N°277, extrait de la documentation française. Juillet, Septembre 1996.
- 12- Débat national sur le développement économique et politique sociale, (Palais des nations, Alger).du 29/09/1996 au 03/10/1996.
- 13- المرسوم التشريعي رقم 93/10 الصادر في 23 ماي 1993 المتعلق بالبورصة.
- 14- موقع لجنة متابعة عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) على شبكة الانترنت www.cosob.org
- 15- للتعرف أكثر على نشاط الأسواق المنظمة ينبغي الرجوع إلى أعمال كل من [1994] Gillet et Minguet.
- 16- نشریات بورصة الجزائر، سنة 1999.
- 17- Les marchés financiers en Algérie, fiche de synthèse, l'Ambassade de France en Algérie mission économique, 17 juillet 2006.
- 18- "شركة أليانس للتأمينات هي شركة مساهمة تنشط في مجال التأمينات، يقدر رأس المال الشركة الاجتماعي بـ 800 مليون دينار، وقامت الشركة سنة 2010 برفع رأسمالها إلى 2.2 مليار دينار، وقامت الشركة باللجوء للاكتتاب العام من خلال عرض 1804511 سهم ، بسعر إصدار بلغ 830 دج للسهم، خلال الفترة الممتدة من 02 نوفمبر إلى 01 ديسمبر 2010، والغرض من هذه العملية هو تنفيذ برنامج نمو وتطوير الشرطة والمقدر بـ 1.040 مليار دينار، وأدرجت الشركة في البورصة يوم 2011/03/07 على أساس سعر مرجعي يقدر بـ 830 دج للسهم الواحد".
- 19- Abdelhak Lamiri, « Crise de l'économie Algérienne », les presses d'Alger, 2000. P 264.