وزارة التعليـــم العـــالي والبـحث العـلمي
المركـــز الجـــامعي لميـــلة
معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم : علوم التسيير
ميدان : علوم اقتصادية، التجارية و علوم التسيير
الشعبة: علوم التسيير
التخصص :مالية

الرقم التسلسلي : ...../2013

مذكرة بعنـــــــــــوان :

دور الوساطة المالية في تفعيل السوق المالي

دراسة حالة : الجزائر

مذكـــــرة مكملة لنيل شهادة الليسانس في علوم التسيير(ل.م.د)
تخصص " مالية "

إعداد الطلبة :

- عواطي رانة
- بويداين مريم
- بوالكابوية عماد

إشراف الأستاذ:

لمزاودة رياض

السنة الجامعية: 2013/2012

بسم الله الرحمن الرحيم

دعاء

يا رب... لا تدعني أصاب بالغرور إذا نجحت ولا أصاب باليأس إذا فشلت،بل ذكرني دائما بأن الفشل هو التجارب التي تسبق النجاح.

يا رب... علمني أن التسامح هو أكبر مرات من القوة، وأن حب الانتقام هو أول مظاهر الضعف.

يا رب... إذا جردتني من مال أترك لي الأمل.، وإذا جردتني من النجاح أترك لي قوة العناد حتى أتغلب على الفشل

وإذا جردتني من نعمة الصحة، أترك لي نعمة الإيمان.

يا رب إذا أسأت للناس أعطني شجاعة الاعتذار وإذا أساؤوا لي أعطني شجاعة العفو.

يا رب إذا نسيتك فلا تنساني.

شكر و تقدير

نتقدم بجزيل الشكر والامتنان لله تعالى الذي هدانا ووفقنا ولولاه لما كنا لنهتدي أبدا، فلك الحمد يا ربنا حتى ترضى ولك الحمد بعد الرضا.

كما نتقدم بفائق الشكر والتقدير للأستاذ الفاضل "لمزاودة رياض"

الذي تفضل علينا بالإشراف على هذا البحث وأبدى لنا من النصائح القيمة والتوجيهات ما ساعدنا على إتمامه بهذه الصورة.

كما نشكر كل الأساتذة الذين ساعدونا على انجاز هذا العمل ، وبهذا لا يسعنا سوى أن ندلي بتشكراتنا إلى من قدم لنا يد المساعدة ولو بكلمة طيبة.

ونحن نخطو خطواتنا الأخيرة في الحياة الجامعية نعود بالذاكرة إلى أعوام قضيناها في رحاب الجامعة مع أساتذتنا الكرام الذين قدموا لنا الكثير باذلين جهودا كبيرة في بناء جيل الغد.

وقبل أن نمضي أتقدم بأسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة، إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة، إلى جميع أساتذتنا الأفاضل.

اهداء

بدأت أكتب آخر أسطر مذكرتي بل أولها في ذاكرتي لأبدأ بأجمل وأغلى ما في الوجود، إلى التي جعل الله الجنة تحت قدميها ورضاه في رضاها إليك "أمي" أطال الله في عمرك.

إلى تاج رأسي ونور دربي وساعدي، إلى القلب الذي أحاطني بالرعاية إلى بهجة حياتي "أبي" الغالي أدام الله عليه صحته وحفظه لنا.

إلى من شاركوني شجون الحياة وصبرنا على همومنا مع بعض إلى النسمات الطيبة أخواتي: "إيمان"، "هناء"، "بسمة"، "وصال".

إلى أعمدة البيت أخواي الغاليين: "أكرم محمد أيمن"، "هاشم محمد مهدي".

إلى أبناء أخواتي، إلى عصافير العائلة وشموع بيتنا الغاليين: "بهاء الدين"، "شهاب الدين".

إلى توأمي ومالكة قلبي ابنة خالتي وصديقتي "عبير"

إلى مشجعي وسندي إلى القلب الذي احتملني طول هذه المدة، إلى صديقي الغالي "سامي".

إلى من سعدت معهم وكانوا لي أحلى وأجمل أخوات، إلى صديقات الدرب: ندى، دلال، أميرة، بسمة، نهاد، لطيفة بسمة، يمينة، منى، سارة، صورية وزوجها نور الدين، نورة، سماح.

إلى من شاركني في انجاز هذا العمل "مريم"،"عماد".

إليك أنت يا قارئ مذكرتي.

رانة

اهداء

اللهم أشكرك على توفيقي في مساري الدراسي وكل الصلوات على المصطفى محمد عليه أزكى السلام أما بعد، أهدي تشكراتي إلى:

أمي نعم أمي ينبوع الحنان وأساس تواجدي واستمراري غالية القلب بطبيعتها، ساقية روحي بعطفها ومدبرة أمري بنصائحها في حيرتي وشقائي، لولاك ما كنت اليوم تشرفين على تخرجي حفظك الله لي شمعة تنير دربي يا أمي "فيالة".

إلى من يكابد في صمت ويحبني ويرشدني في صمت ليكون رمز الكفاح والنظال، إلى أبي عمار.

إلى من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فؤادي إخوتي: حمزة، أمال والكتكوت نسيم.

إلى أخي الذي لم تلده أمي خير الدين.

إلى من سرنا سويا ونحن نشق الطريق معا للنجاح، إلى من معهم سعدت أصدقائي في الحياة Zeno، حسين، صلاح الدين، وأصدقاء الجامعة: عدلان، حسن، شعيب، Miho، إسلام و أيوب.

إلى بركة العائلة جدتي عائشة حفظها الله، إلى كل أعمامي وعماتي وأولادهم، إلى أخوالي وخالاتي وأولادهم، إلى كل عائلة بوالكابوية، فنور، قرماط.

إلى من عرفت كيف أجدهم وعلموني كيف لا أضيعهم إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء إلى ينابيع الصدق الصافي لمياء ونزيهة.

إلى كل من تذكره قلبي ونسيه قلمي ولساني وكل من ساهم في نجاحي من قريب أو بعيد.

كن عالما...فإن لم تستطع فكن متعلما...فإن لم تستطع فأحب العلماء... فإن لم تستطع فلا تبغضهم.

عماد

اللهمّ لا سهل إلا ما جعلته سهلا وأنت إن شئت تجعل الصعب سهلا بعد أن من الله علينا بإنجاز هذه الرسالة فإني أتوجه إلى الله سبحانه وتعالى أولا وأخرا بجميع أوجه الحمد والشكر على فضله وكرمه الذي أغمرني به فوفقني إلى ماأنا عليه راجية منه دوام نعمته وكرمه في حياتي وأهدي ثمرة جهدي وكفاح سنين من الجهد والمعرفة إلى أحب خلق الله على قلبي بعد الله ونبيه لمن قال فيهما الرحمان: "واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا" إلى من حملتني تسعا وهنا على وهن ربتني وكبرتني، تعبت لفرحتي وفرحت لنجاحي إلى من علمتني أن الحياة كفاح إلى من عطشت لأروى وسهرت لأرتاح إلى نبع الحنان إلى ملاكي في الحياة إلى معنى الحب والحنان والتفاني إلى أغلى الحبايب أمي الغالية "زينب" إلى من رباني وعلمني فأحسن تربيتي وتعليمي إلى من أنا مدينة له بالكثير إلى الذي أفنا حياته من أجلنا إلى فيض الخير والبركة أبي العزيز"اعمر" كما أتوجه بالشكر إلى إخواني أخواتي الذين كانوا معي في السراء والضراء، أختي ورفيقة دربي وفرحتي وهنائي التي أحن من الحنان وتوأم روحي "رتيبة" وزوجها "فاتح" إلى "فهيمة" و"نادية وزوجها جمال" وإلى "نزيهة"و إلى أخي "عبد العالي" وزوجته "حورية" وإلى أخي العزيز ياسين الذي كان سند لي وكان له الفضل الكبير علي وإلى كتاكيت العائلة "سندس منار، أنفال، عماد، يعقوب، سامي."

وإلى اللذان تقاسما معي مشقة هذا العمل "عماد، رانة"

وإلى صديقاتي "لطيفة بسمة، يمينة، آسيا، زهرة"

وإلى كل من عرفني وتذكره قلبي ونسيه قلمي.

مريم

ğÅƵǫǾå âÀƬƷ

I .....ĞŸŧÊæ

II .....ŏÅƷǻ

III ..... ÀƵÆŐǩ ş ÀȮÌ

IV .....ğåŏǎÆŁǎ

V.....ȯÅȮÌŗǎ ş ȯşǎÆƨǎ ĞŧƨÅęǫ

VI.....ĞƢÅĦŏǎ ĞƢÆŐţǎ

02.....ĞÙÅèşŸŏǎ ş ĞÙÅèƷŏǎ Ƙæ ƲDƵØÅǀǎ ŐƵƷŧǫŏǎ :ȯşǎǰǎ ŐÔÅŏǎ

03.....:ÆŒƬǫ

04..... ǀ ŐƵƷŧǫŏǎ ȯƷǵ ğÅŒèÅèŮ :ȯşǎǰǎ ǪHƱţǎ

04.....ƙƵǎÅÔǫęŗǎ ȷǎƷƷǰǎ :ȯşǎǰǎ ÆŸÛţǎ

05.....ƲDƵØÅǀǎ ŐƵƷŧǫŏǎ øǎÅÔƢ ş ÿƷƬÅƢ :ƆÅǯŏǎ ÆŸÛţǎ

06.....ƲDƵØÅǀǎ ŐƵƷŧǫŏǎ ţƷǫŮ :ǪŏÅǯŏǎ ÆŸÛţǎ

10.....ĞÙÅèƷŏǎ ĞÙÅèƷŏǎ ĞŒŁÅƢ :ƆÅǯŏǎ ǪHƱţǎ

10.....ĞŒŏÅţǎ ĞÙÅèƷŏǎ ĞĦŒęÙ :ȯşǎǰǎ ÆŸÛţǎ

12.....ĞŒŏÅţǎ ĞÙÅèƷŏǎ ţǎƷǫŮ :ƆÅǯŏǎ ÆŸÛţǎ

14.....Åőŗ Åƭ ş ĞŒŏÅţǎ ĞÙÅèƷŏǎ ğǎşǎŮ :ǪŏÅǯŏǎ ÆŸÛţǎ

17.....ĞŒŏÅţǎ ĞÙÅèƷŏǎ ȯÆĦƢ :ƷǎǎÀŏǎ ÆŸÛţǎ

19.....ĞŒŏÅţǎ ĞÙÅèşŸŏǎ :ǪŏÅǯŏǎ ǪHƱţǎ

19.....ĞŒŏÅţǎ ĞÙÅèşŸŏǎ ÿƷƬÅƢ :ȯşǎǰǎ ÆŸÛţǎ

21……ƃÅţå ȧƷÊöå Ž ɹƷŸȵÉǫţå : ƆÅƵöå ÆŸÛţå

23……ƃÅţå ȧƷÊöå ÅÅÔǫęå ş ǦǫåÉǫèŧå ÅÅÔǫęå Ƙæ ǦǫøÅÕǫ, :ǾöÅƵöå ÆŸÛţå

28……:ȯşɟå ÕÔÅöå ǦȾŸȵ

30……ǦŒöÅţå ǦùÅèşŸöå ƃŮ ǦŒöÅţå ǦùÅèƷöå ȣǫ, ȯÅÕǫǫŧå ǥÀŁÅş : ƆÅƵöå ÕÔÅöå

31……:ÉŒƲǫ

32……ƃÅţå ȧƷÊöå Ž ƘŒöÅţå ǒÅÛèƷöå øşÅ :ȯşɟå ǾȣţÅ

32……ƘŒöÅţå ǒÅÛèƷöå ƵÀÅĦ :ȯşɟå ÆŸÛţå

33……ƘŒöÅţå ǒÅÛèƷöå øşÅ :ƆÅƵöå ÆŸÛţå

35……ƘŒöÅţå ǒÅÛèƷöå ţȧƷǫŮ :ǾöÅƵöå ÆŸÛţå

36……ǦùÅèşŸöå ƷU ǥDƵǫöå ƸşÀş :ƆÅƵöå ǾȣţÅ

36……ǦùÅèƷöå ǦŒŸŧȝ ǧȧÀÌúǫ :ȯşɟå ÆŸÛţå

41……ǦŒöÅţå ǦùÅèƷöå ȣȝ ƸŸÁǫöå ǧÅȧƷĦò :ƆÅƵöå ÆŸÛţå

42……ǦŒöÅţå ǦùÅèşŸöå ƃŮ ǒƷDzŸöå ãÅȣèŮ :ǾöÅƵöå ÆŸÛţå

44……**ǦùÅèşŸöå ş ǦùÅèƷöå Ƙæ ÕǫÅÔǫöå :ǾöÅƵöå ǾȣţÅ**

44……ǦŒöÅţå ǦùÅèƷŸö ǦƵÅÉΣå ǧÅŁÅΘŧå :ȯşɟå ÆŸÛţå

46……ǦŒöÅţå ǦùÅèşŸöå dzÅƲ ÕǫȧƷȝ :ƆÅƵöå ÆŸÛţå

47……ǦùÅèşŸöå ş ǦùÅèƷöå Ƙæ ȝŧΘ Ɣöå ǦęŸĦöå :ǾöÅƵöå ÆŸÛţå

53……:ƆÅƵöå ÕÔÅöå ǦǫÅÌ

55……ÀȣåÂƨå ǦÒøƷæ Ž ǦùÅèşŸöåş ǦùÅèƷöå ȝęȧş :ǾöÅƵöå ÕÔÅöå

56……:ÉŒƲǫ

57.....ÀəäÂƨä ǦÒóƶǂ ȯƶǵ ǧÅĔŋƶŧƷ :ȯşɟä ǾHUǤţä

57.....ÀəäÂƨä ǦÒóƶǂ gü Îφ :ȯşɟä ÆŸÛţä

59.....ÀəäÂƨä ǦÒóƶǂ ŏÅ Îφů ā ÅǤèů :ƆÅƶöä ÆŸÛţä

62.....ÀəäÂƨä ǦÒóƶǂ Ž gKĦÊǫöä ÿÅŢφ :ǾöÅƶöä ÆŸÛţä

64.....ÀəäÂƨä ǦÒóƶǂ Ž ȯşäÆǫöä :ƆÅƶöä ǾHUǤţä

64.....ÀəäÂƨä ǦÒóƶǂ ÕõÅĔŁ :ȯşɟä ÆŸÛţä

72.....ÀəäÂƨä ǦÒóƶǂ öäÅů ĻĔĔÕǩ :ƆÅƶöä ÆŸÛţä

80.....ÀəäÂƨä ǦÒóƶǂ Ž ƙĔöÅţä öÅÛèƶöä :ǾöÅƶöä ÆŸÛţä

85.....ÀəäÂƨä ǦÒóƶǂ ÕĔĦÅǩ Ž ǦÙÅèşƲöäş ǦÙÅèƶöä óşäÅ :ǾöÅƶöä ǾHUǤţä

85.....ƀÀəäÂƨä äÅÔǫęŕä Ž ǦÙÅèƶöä ǦφÅÓŋ :ȯşɟä ÆŸÛţä

89.....ƀÀəäÂƨä äÅÔǫęŕä Ž ǦÙÅèşƲöä ǦφÅÓŋ :ƆÅƶöä ÆŸÛţä

90.....ÀəäÂƨä Ž ƃÅţä ȧƶÊöäş ǦÙÅèƶöä ƙǂ ǦĔŸŋÅÓǫöä ǦęƲĦöä :ǾöÅƶöä ÆŸÛţä

94.....ǾöÅƶöä ÕÔÅöä ǦÒƲŋ

96.....ǦŋÅĦöä ǦǢÅ ǀä

. ƷDZäÀţä ǦŁəÅę

.ĘǵƲţä ǦŁəÅę

قائمة الأشكال

رقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	الأعوان الاقتصاديين	05
02	أنواع التمويل الخارجي	06
03	قنوات التمويل المباشر	07
04	قنوات التمويل غير المباشر	09
05	أدوات الوساطة المالية	13
06	مجالات الوساطة المالية	16
07	سير اقتصاد استدانة	24
08	سير اقتصاد أسواق مالية	26
09	المؤسسات المالية	35
10	دور البنوك في السوقة الأولي	51

قائمة الجداول:

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	الفرق بين اقتصاد استدانة واقتصاد السوق	27
02	تطور الوساطة المالية في فرنسا	43
03	تطور اللاوساطة المالية في فرنسا	43
04	تطور نصيب القروض والسندات القابلة للتداول	48
05	تطور حصة ودائع البنوك والخصوم القابلة للتداول	48
06	تطور حصة الوساطة المالية في التمويل سنة 2000	51
07	تطور معدل النمو السنوي للناتج محلي إجمالي	59
08	نسبة الودائع لدى البنوك التجارية إلى إجمالي العملة المتداولة	61
09	تطور حجم التداول للشركات مسجلة في الجزائر سنة 2008 إلى 20012	68
10	تطور قيمة التداول للشركات مسجلة في الجزائر سنة 2008 إلى 20012	69
11	تطور عدد المعاملات للشركات مسجلة في الجزائر سنة 2008 إلى 20011	70
12	تطور عدد الأوامر للشركات مسجلة في الجزائر سنة 2008 إلى 20011	71
13	عدد الأوامر المقدمة لسنتي 2004 و 2005.	72
14	حجم العرض والطلب لسنة 2004 و 2005.	73
15	تطور الأسعار خلال السنوات 2003، 2004، 2005.	73
16	حجم تأثير الوساطة المالية على النمو في الجزائر	85
17	تطور بورصة الجزائر	89
18	تطور مؤشرات بورصة الجزائر	90
19	أهم المؤشرات المتعلقة ببورصة الجزائر خلال 2007.	91

المقدمة العامة:

يتكون النظام المالي أساسا من الأسواق المالية، الشركات، الأفراد رجال الأعمال والدولة وهذه الأخيرة هي التي تكون هذا النظام وتنظم وتضبط عملياتها وتراقبها.

ويؤذي النظام المالي وظائف مالية متنوعة تتمثل أهمها في نقل وتحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي وتفرق عادة بين نوعين من نماذج التمويل:

- اقتصاد الاستدانة: والذي يعمل على الوسائط المالية والبنكية أي التمويل غير المباشر للاقتصاد والتي تتمثل في تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة تمويل غير مباشرة.
- اقتصاد الأسواق المالية: والذي اعتمد اللاوساطة المالية والسوق المالي أين تصدر وتتداول أو تتفاوض القيم المنقولة (الأسهم، السندات) طويلة الأجل والتي تهتم غالبا بتمويل الاستثمارات.

وهناك علاقة وثيقة بين التمويل المباشر وغير المباشر، فالأسواق المالية المتطورة ذات الخصائص التالية:

- المردودية العالية.
- درجة السيولة والأمان المرتفعة.
- تنوع المنتجات المالية.

وبذلت تنوع المخاطر أدت بالبنوك للتكييف مع النظام الجديد أي الانتقال من دائرة البنكية ذات المردودية المنخفضة إلى الدائرة المالية إلان دخول في البورصة، والتي تعتبر أكثر مردودية، وهذا التغيير في استراتيجية البنوك أدى إلى تغيير هيكل أصولها وخصومها، بحيث أصبحت تتدخل في الأسواق المالية وتؤثر على نشاطها وذل من خلال تسييرها للمحافظة المالية كما أنها تلعب دور مقدم للخدمات وتسهل اصدار السندات من قبل الشركات بالإضافة إلى تقديم النصائح والإرشادات.

ولهذا وجب علينا التساؤل عن الاشكالية التالية: عند تحويل هيكل النظام المالي من اقتصاد الاستدانة إلى الأسواق المالية، ماهي العلاقة التكاملية بين الوساطة واللاوساطة؟ وهل هناك علاقة تكاملية أم تنافسية؟ وبغرض توضيح هذا التساؤل يمكننا ادراج بعض التساؤلات الفرعية كما يلي:

- مالمقصود بالوساطة المالية أهم مبررات وجودها؟
- هل الوساطة المالية تساعد على انشاء هيكل استثماري قوي وأكثر ربحية؟
- كيف يساعد تعدد المؤسسات الوسائطية على جلب المستثمرين؟
- ماهو واقع وآفاق الوساطة في الجزائر وأين تكمن العلاقة بين الوساطة المالية واللاوساطة المالية؟

- فرضيات الدراسة: ولمعالجة الاشكالية وأسئلة السابقة فقد اعتمدنا مجموعة من الفرضيات نوردها فيما يلي:
  - تعمل الوساطة المالية على توفير المعلومات وبالتالي تساعد في تخفيض عدم التماثل بين المدخرين والمستثمرين.
  - وظيفة الوساطة المالية ليست مجرد الوساطة بين المدخرين والمستثمرين بل لها وظائف أخرى لا تقل أهمية تهدف كلها إلى تطوير كفاءة وفاعلية البورصة.
  - توجيه وسطاء البورصة مدخرات الأفراد في مجالات الاستثمار يكون توجيهها كفء، حيث أنها تستطيع تحديد الاستثمارات الاكثر ربحية من غيرها.
  - وجود مؤسسات الوساطة المالية في البورصة يؤدي إلى زيادة التنافس بينها وبالتالي تخفيض التكاليف الاجمالية سواء للمدخرات أو المستثمر مما يؤدي إلى جلب المزيد من المستثمرين.
- أهمية الدراسة: - في ظل التحول من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي زادت أهمية التعامل في الأسواق المالية بحيث ظهرت اللاوساطة المالية مكان الوساطة المالية الذي يعتمد على التمويل المباشر، وهنا تظهر أهمية الاستثمار في هذا المجال و بالتالي نستنتج أن لها دور كبير في تمويل الاقتصاد الوطني بالسيولة اللازمة الاستثمار.
- دوافع اختيار موضوع الدراسة:

  وعن دوافع اختيارنا لهذا الموضوع فهي تعود لعدة أسباب:
  - علاقة الموضوع بتخصص الدراسة.
  - رغبتنا في البحث والاستفسار في هذا الموضوع مع توافق رغبة الأستاذ.
  - حداثة الموضوع نسبيا كون وظيفة الوسيط المالي في البورصة مازالت غير معروفة في مجتمعنا.
- منهج وأدوات الدراسة:

  حتى نتمكن من الإجابة على الإشكالية البحث وكذا التأكد من صحة أو خطأ الفرضيات الموضوعة، فقد اعتمدنا في هذه الدراسة على مزيج من المناهج ولقد قمنا في عملنا هذا باتباع المنهج الوصفي التحليلي.
  - المنهج الوصفي باعتباره أكثر ملاءمة لطبيعة الموضوع لأنه يقوم على جمع المعلومات والمعطيات.
  - المنهج التحليلي لتحليل المعلومات للوصول إلى نتائج موضوعية.
- خطة الدراسة:

  اعتمادا على المنهجية السابقة من أجل بلوغ الأهداف النظرية والعلمية لهذه الدراسة قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول رئيسية.
  - الفصل الأول: تطرقنا فيه إلى التمويل الخارجي بين الوساطة واللاوساطة وتداولناه من خلال المباحث التالية:
    - أساسيات حول التمويل.
    - ماهية الوساطة المالية.
    - اللاوسطة المالية.

- الفصل الثاني: تناولنا فيه ظاهرة الانتقال من الوساطة إلى اللاوساطة من خلال المباحث التالية:
  - دور الوسطاء الماليين في السوق المالي.
  - ظروف التوجه نحو الأسواق اللاوساطة المالية.
  - التكامل بين الوساطة المالية واللاوساطة المالية.
- الفصل الثالث: عرضنا فيه واقع الوساطة واللاوساطة في بورصة الجزائر والذي يشتمل على المباحث التالية:
  - عموميات حول بورصة الجزائر.
  - التداول في بورصة الجزائر.
  - دور الوساطة واللاوساطة في تفعيل بورصة الجزائر.
  - وفي الأخير كانت الخاتمة التي تضمنت مختلف نتائج الدراسة مع تدعيمها بجملة من التوصيات والاقتراحات التي نراها مناسبة وإبراز الآفاق المستقبلية كما لا يفوتنا أن نذكر بمختلف الكتب والبحوث الجامعية في اعداد هذه الدراسة وقد تمثلت في مختلف الكتب والبحوث الجامعية، الدوريات والتقارير، الجريدة الرسمية إلى جانب بعض المواقع الإلكترونية.

- صعوبات الدراسة: في سبيل إعداد هذه الدراسة واجهنا بعض المشاكل والعراقيل نختصرها فيما يلي:
  - شساعة موضوع الدراسة واحتوائه على العديد من الأفكار المترابطة ولهذا فقد حاولنا التطرق لأكبر قدر من هذه الأفكار محاولة منا الإلمام بمختلف جوانب الموضوع.
  - تضارب المعلومات والإحصائيات احيانا عند اختلاف المرجع وفي أحيان أخرة في المرجع ذاته مما صعب علينا عملية اختيار المراجع.

الفصل الأول: التمويل الخارجي بين الوساطة واللاوساطة.

تمهيد:

المبحث الأول: أساسيات حول التمويل.

المطلب الأول: الأعوان الاقتصاديين.

المطلب الثاني: مفهوم ومصادر التمويل الخارجي.

المطلب الثالث: أنوع التمويل الخارجي.

المبحث الثاني: ماهية الوساطة المالية.

المطلب الأول: طبيعة الوساطة المالية.

المطلب الثاني: أنواع الوساطة المالية.

المطلب الثالث: أدوات الوساطة المالية ومجالاتها.

المطلب الرابع: معدل الوساطة المالية.

المبحث الثالث: اللاوساطة المالية.

المطلب الأول: مفهوم اللاوساطة المالية.

المطلب الثاني: المتدخلون في السوق المالي.

المطلب الثالث: مقارنة بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد السوق المالي.

خلاصة الفصل الأول.

تمهيد:

مند أن بدأ النشاط الاقتصادي في النمو والهوة تزداد اتساعا بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي وذلك نظرا لازديادهم ونموهم بشكل كبير، وكذا تضارب أهدافهم ومصالحهم في بعض الأحيان، مما أدى بالضرورة إلى وجود فئة جديدة من المتعاملين هدفها الربط بين الفئتين السابقتين.

تتمثل حلقة الوصل هذه فيما يعرف بالوساطة المالية حيث ما لبثت أهميتهم تزداد من يوم لأخر، نظرا لما يوفرونه من منافع كبيرة للمستثمرين والمدخرين على حد سواء على رغم من أنها زادت النظام المالي تعقيدا السبب الذي أدى إلى ظهور اللاوساطة المالية (السوق المالي)، حيث تغير النظام الاقتصادي وأصبح المستثمرين يتوجهون إلى استثمار أموالهم فيما يعرف بالسوق المالي (البورصة)، وللمكانة التي أصبحت تحتلها الوساطة المالية ضمن اقتصاديات العالم المختلفة، سنت معظم البلدان لعديد من القوانين التي تعمل على تنظيم ومراقبة هذه المهنة من جهة، ومن جهة أخرى إتاحة المجال لعدد أكبر من المؤسسات لتقديم خدماتها المالية المتنوعة وخاصة من خلال البورصات، هذه الأهمية للوساطة المالية تدفعنا إلى البحث عن هذا النشاط وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: أساسيات حول التمويل.

المبحث الثاني: ماهية الوساطة المالية.

المبحث الثالث: اللاوساطة المالية.

المبحث الأول: أساسيات حول التمويل

يعتبر التمويل من أهم التحديات التي تواجه المؤسسات خلال مزاولتها لنشاطها فه وأساسا تنفيذ المشاريع، وكلما كانت المؤسسة تحتوي على مصادر تمويل وفيرة كلما كان بإمكانها الحصول على مشاريع هامة.

المطلب الأول: الأعوان الاقتصاديين:

حيث أن الأعوان الاقتصاديين يكمن دورهم في النظام المالي نظرا لما يقومون به من أعمال لإشباع حاجاتهم وحاجات الاقتصاد الوطني ككل.

ويعرف الأعوان الاقتصاديون: على أنهم كل شخص طبيعي أ ومعنوي يزاول نشاطا اقتصاديا، وفيما يلي نعرف كل واحد منها على حدى.

الفرع الأول: أعوان الفائض: وهم من تفوق مداخليهم مجموع نفقاتهم، فهم بذلك يمثلون الطرف الذي له القدرة على التمويل والأهداف التي تحركهم، وهي محاولة البحث عن أفضل التوظيفات لهذه الفوائد.

وأيضا هم الأعوان الذين لهم القدرة على التمويل ويشمل هذا النوع أساسا على العائلات التي تودع أموالها في البنك لكن مع تطور الأنظمة المالية تغير نظام التمويل في العديد من دول العالم وأصبحت تلجأ إلى سوق رؤوس الأموال، ويتكون أصحاب الفائض من الفئات التالية:

أفراد، مؤسسات الأعمال، الحكومة والأجانب.[1]

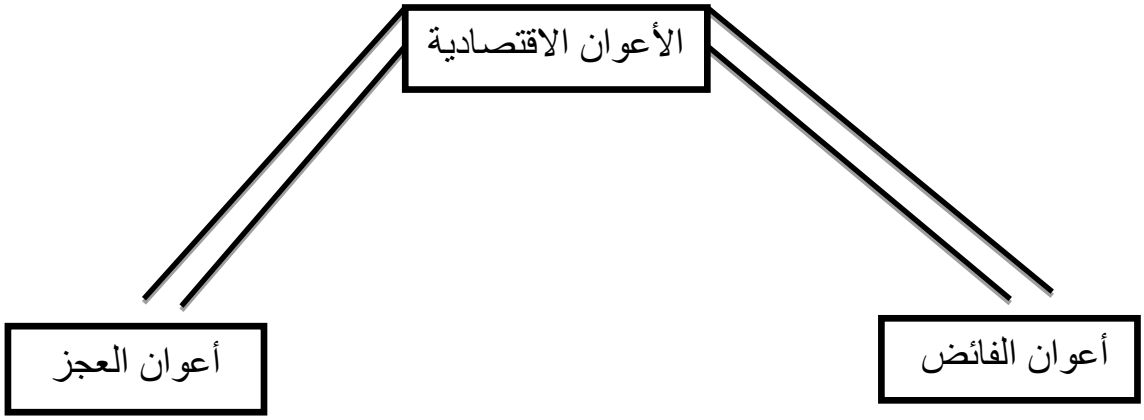
الفرع الثاني: أعوان العجز: وهم من تفوق نفقاتهم مجموع مداخليهم وهم بذلك يجدون أنفسهم في حاجة مستمرة إلى أموال لتغطية عجزهم، وتشمل أساس المؤسسات لكي تستطيع القيام بمشاريعها الاستثمارية، ويمكن ترتيب هذه الفئات حسب الاحتياطات إلى:

مؤسسات الأعمال، الحكومة، الأفراد والأجانب.

ويمكن تلخيص الأعوان الاقتصاديين من خلال الشكل التالي:

[1] بباس مريرة: " دور الوساطة المالية في ظل تطور الأسواق المالية"، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة سطيف، دراسة غ منشورة، 2006، ص.6.

الشكل 10/01:الأعوان الاقتصاديين.



المصدر: من إعداد الطلبة

المطلب الثاني: مفهوم ومصادر التمويل الخارجي

الفرع الأول: تعريف التمويل الخارجي:

يقصد به تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشآت على أموال بهدف تمويل استثماراتها أ وعملياتها الاستغلالية، ومن هنا تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم لميزانية المنشأة[1]

كما يمكن تعريفه: هي زيادة رأسمال المنظمة عن طريق طرح أسهم جديد للبيع في حالة شركة الأموال، أما في حالة شركات الأشخاص فتكون زيادة رأسمال المنظمة عن طريق زيادة حصص الشركاء أ وإدخال شركاء جدد.[2]

الفرع الثاني: مصادر التمويل الخارجي: إن الأموال الخاصة عادة لا تكفي لتمويل الاحتياجات المتنوعة للمؤسسة، وحتى تحافظ هذه الأخيرة على مستوى الاستثمارات عند الحدود المقبولة وتتجاوز أزمات السيولة الظرفية فإنها تلجأ إلى مصادر أجنبية للحصول على الأموال، ويتم ذلك بشروط وإجراءات تختلف باختلاف المصدر التمويلي.

1. **البنوك:** ه ومؤسسة تعمل كوسط مالي بين مجموعتين رئيسيتين من عملاء، المجموعة الأولى لديها فائض من الأموال وتحتاج إلى الحفاظ عليه وتنميته، والمجموعة الثانية هي مجموعة من العملاء تحتاج إلى الأموال لأغراض أهمها : الاستثمار، التشغيل أ وكلاهما.
   - مجموعة من الوسطاء الذين يقومون بقبول ودائع تدفع عند الطلب أ ولأجال محددة، وتزاول عمليات التمويل الذاتي والخارجي وخدمته لما يحقق أهداف خطة التنمية وسياسة الدولة ودعم الاقتصاد القومي.

---

[1] عبد القادر بوعزة: التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجيستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة 2003-2004، ص 8.

[2] منير شاكر اسماعيل عبد الناصر: التحليل المالي مدخل صناعة القرار، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة 2008، ص.ص. 289،292.

2. **الأسواق المالية:** يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمستثمرين لنوع معين من الأوراق أ ولأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أ والشركات العاملة في هذا المجال.
3. **الائتمان التجاري:** يعتبر الائتمان التجاري مصدر مهم للتمويل وتعتمد عليه بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي، وقد يعتبر المصدر الوحيد قصير الأجل المتاح لبعض المنشآت.

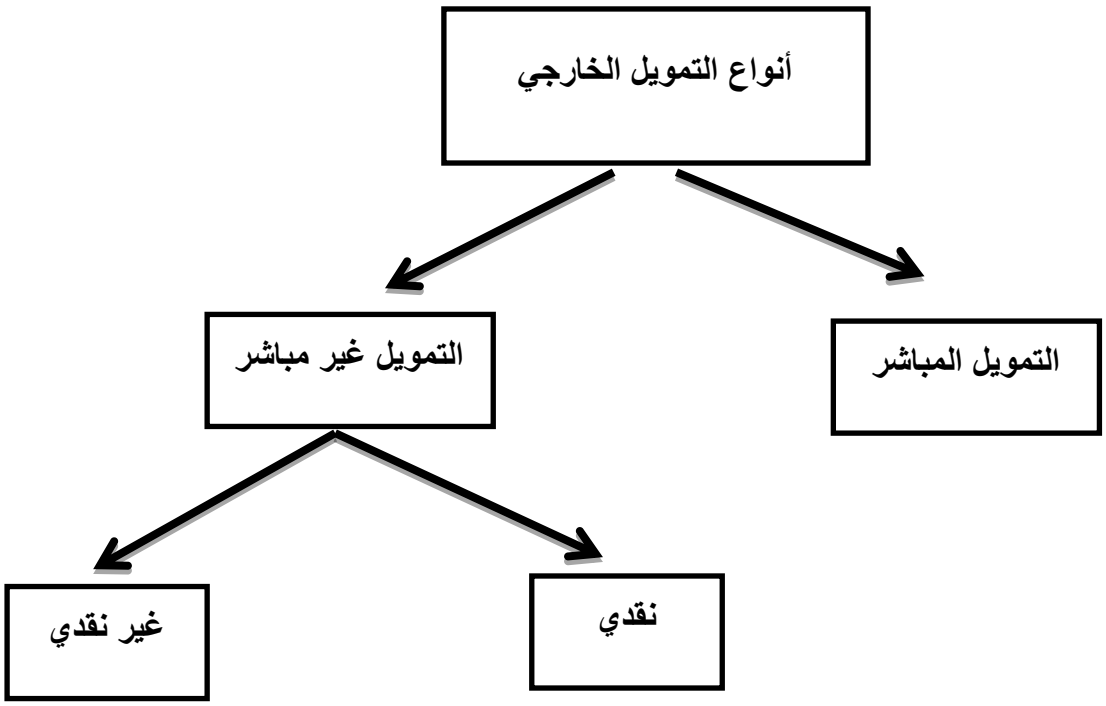
ويتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب التجاري أي الحساب المفتوح أ وشكل كمبيالة، ويسمح الائتمان التجاري للمؤسسة من شراء وتدبير احتياجاتها من المواد الأولية واللوازم السلعية والآلات.[1]

المطلب الثالث: أنواع التمويل الخارجي

الهدف ه وجعل المدخرين يوظفون أموالهم عند المتعاملين الذين هم بحاجة إليها، وهذا يتم بطريقتين:

- **التمويل المباشر:** عندما تكون الرغبتان متوافقتان.
- **التمويل غير المباشر:** لما تكون الرغبتان مختلفتان.

الشكل 10/02: أنواع التمويل الخارجي.

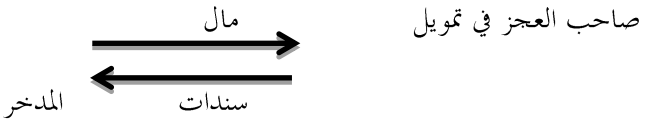


المصدر: من إعداد الطلبة

[1] منير شاكر اسماعيل عبد الناصر: المرجع السابق، ص. 192.

الفرع الأول: التمويل المباشر:

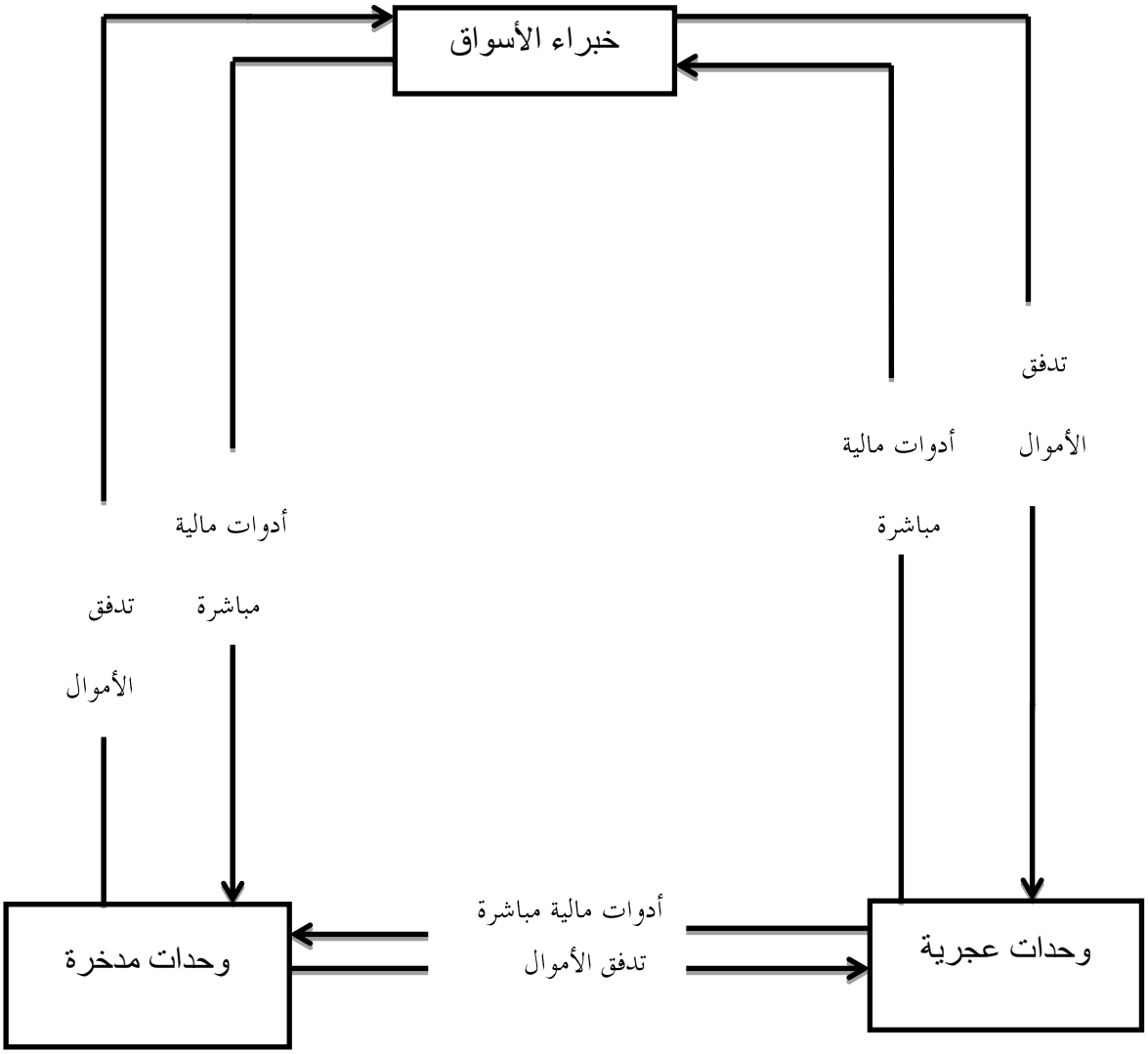
المبدأ ه وتحويل الفائض من الموارد المالية من المدخر إلى المتعامل الاقتصادي العاجز عن التمويل.



أساليب التمويل المباشر وعددها من عدد أنواع السندات الخاصة بتحويل الفائض من الأموال، أي عدد القيم المنقولة التي تمكن تداول الفائض من السيولة بين المتعاملين الاقتصاديين من القطاع غير البنكي.

الشكل التالي يوضح قنوات التمويل المباشر: [1]

الشكل10/03: قنوات التمويل المباشر.



المصدر: من إعداد الطلبة

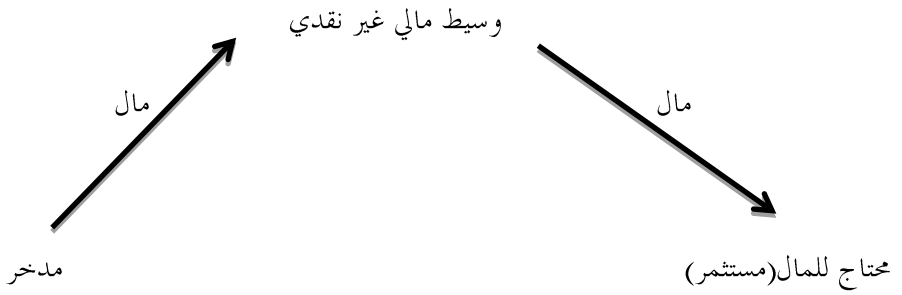
[1] بخراز يعدل فريدة: تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، الطبعة الرابعة، سنة 2008، ص.ص. 27.28

من خلال الشكل يمكن أن نقسمه إلى جزأين علوي وسفلي، ففي الجزء السفلي من هذا الشكل يتم الاتصال المباشرة بين الوحدات التي تعاني من عجز مع الوحدات التي لها فائض في المدخرات، وهذا لا يحصل إلا إذا كان هناك معرفة مسبقة بين المقرض والمقترض مقابل أداة مالية يصدرها المقترض كالكمبيالة مثلا، إلا أن هذه القناة التمويلية البسيطة قد تعاني من بعض المعوقات التي تحول دون تحقيق المستثمر لهدفه نظرا لمحدودية حجم القرض وتكلفته ومخاطره، ولذلك يأتي دور خبراء السوق والذي نلمحه في الجزء العلوي من الشكل، أما الجزء العلوي فيتدخل فيه خبراء السوق حيث تستعين بهم الشركات في تسويق الأدوات المالية والحصول على المبالغ المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة ويتمثل خبراء السوق في مؤسسات الخبرة المالية التي تقدم المعلومات والنصائح والمشورة، وذلك من أجل تسهيل إبرام الصفقات بين الوحدات ذات العجز لتوفير السيولة اللازمة لها من أجل تمويل استثماراتها والوحدات ذات الفائض من أجل توظيف أموالهم وبالتالي تعظيم الربح.

الفرع الثاني: التمويل غير المباشر:

نجد في هذه الطريقة نوعين من التمويل.

1. **التمويل غير المباشر للمؤسسات المالية غير نقدية :** يخضع هذا النوع من التمويل إلى مبدأ تجميع الوسائط المالية غير نقدية وتوزيعه على المستفيدين، فهم يقرضون أموالا يقترضونها.



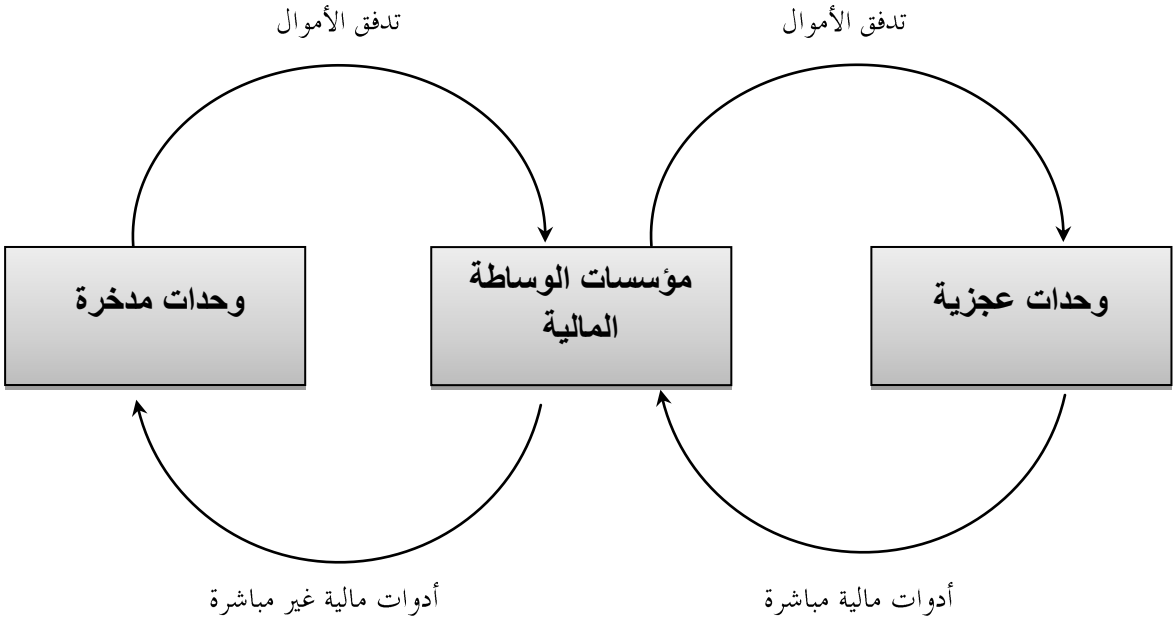
إن وجود مثل هذه المؤسسات يبرز باختلاف طبيعة السندات التي يبيعونها عن التي يشترونها، فإنها تمكن من التوفيق بين إرادتين يعجز التمويل المباشر على التوفيق بينهما، تكمن أهمية هذه المؤسسات في التقليص من حجم الاكتناز عن طريق توظيف الادخار الذي لم يرفض الاستثمار في القيم المنقولة.

1. **التمويل غير المباشر للمؤسسات النقدية:** يتميز هذا التمويل بعدم تدخل الادخار للأموال التي تقرض لذوي العجز في التمويل، لم تجمع من المدخرين بل هي من إصدار البنك من لا شيء عن طريق تمويل نقدي لسند قدمه المقترض له. [1]

[1] بخراز بعدل فريدة: المرجع السابق، ص. 29.

والشكل التالي يوضح قنوات التمويل الغير المباشر:

الشكل10/04:قنوات التمويل الغير مباشرة.



المصدر: من إعداد الطلبة.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن مؤسسات الوساطة المالية تقوم بدورين منفصلين في عملية تدفق الأموال من الوحدات ذات الفائض في الادخار إلى الوحدات المالية التي تعاني عجز، فهي تشتري أدوات مالية مباشرة من الوحدات ذات العجز مقابل المبالغ المالية التي تحتاجها وهذا ما نلمحه في الجزء الأيمن من الشكل، وفي نفس الوقت تقوم بإصدار أدوات مالية خاصة تسمى بالأدوات غير المباشرة، ثم تقوم ببيعها إلى الوحدات التي لها فائض في الادخار مقابل مبالغ متفق عليها، ويظهر ذلك في جانب الأيسر من الشكل.

إذن فمؤسسات الوساطة المالية تقوم بمنح قروض إلى الشركات المستثمرة وتقبل الودائع من الجمهور، وبما أن الأدوات المالية التي يصدرها الوسطاء وتقبلها الوحدات المدخرة لا تمثل حقا مباشر على الوحدات ذات العجز فقد سميت هذه القناة التمويلية غير المباشرة.[1]

[1] أحمد أب والفتوح علي الناقة: نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، مطابع المعمورة، البحري، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001، ص. 11 .

المبحث الثاني: ماهية الوساطة المالية

في عالم النقود والأعمال هناك حاجة مستمرة إلى تداول الأموال بمبالغ تختلف حسب طبيعة الأعمال وحجمها، وتسمح الحركة المستمرة للنشاط بعض الأطراف بالحصول على فائض مالي ولأطراف أخرى ظهور عجز مالي، ووسط هذا المحيط المتغير والمتنوع جاءت الوساطة كحلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ومع ظهور الوساطة المالية كان من الضروري أن ترافقها ظهور آليات تصوغ أداءها، وأدوات توظيفها في تعاملها مع مختلف الأطراف التي تدخل في علاقة معها.

المطلب الأول: طبيعة الوساطة المالية:

تستجيب الوساطة المالية للحاجات الجديدة لأطراف العلاقة المالية، ويقتضي الأمر من أجل فهم طبيعة هذه العلاقة الإشارة إلى أهم أطرافها، ويبرز وجود الوساطة المالية طرفان أساسيان وهما: [1]

- **أصحاب الفائض المالي:** وهم أولئك الذين تفوق مداخليهم مجموع النفقات التي يقومون بها.
- **أصحاب العجز المالي**: هؤلاء عكس الطرف الأول، يفوق فائض نفقاتهم في العادة مجموع المداخيل التي يحصلون عليها.

الفرع الأول: تعريف الوساطة المالية

اتسع مصطلح الوساطة المالية حيث كان في القديم يعتمد على نظام جمع الودائع وتوزيعها على المتعاملين الاقتصاديين، ولكن مع تطوره واتساعه أصبح يقوم على نظام تحويل وسائل الدفع الجامدة والكتابية إلى وسائل دفع سائلة، ومن هنا يمكننا الوصول إلى التعاريف التالية:

تعريف 1: الوساطة المالية عبارة عن مؤسسات تقوم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد وتقرضها إلى المحتاجين للتمويل لا سيما المؤسسات بسعر فائدة أعلى لتغطية مصاريف التسيير وتحقيق أرباح من وراء ذلك.[2]

تعريف 2: الوساطة المالية تعني الحصول على مواد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل : الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى.[3]

تعريف3: الوساطة المالية هي مجموع تعاملات الوسطاء في الأسواق المالية والنقدية التي يتم فيها شراء وبيع الأسهم والسندات، وتمويل عمليات الوساطة المالية عن طريق رؤوس الأموال الممتلكة أ والاقتراض من البنك.[4]

تعريف 4: الوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، وبهذه الطريقة فهي تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما وأهدافهما المستقبلية.

---

(1) بن الشيهب مريم وآخرون: الوساطة المالية للبنوك التجارية في ظل الاقتصاد المعاصر، المعهد الوطني المتخصص سنة 2008، ص.06.

(2) جبار محفوظ: البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، سنة 2002، ص.8.

(3) عبد الفتاح عبد السلام، محمد صالح الحناوي: المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة 2003، ص.7.

(4) فلاح حسن الحسني: مؤيد عبد الرحمان الدوري: إدارة البنوك، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، الأردن، سنة 2003، ص.15 .

وبهذا لا يمكن تصور نظام مصرفي لا توجد فيه وساطة مالية، فبوجودها هناك تبادل فعلي وفوري للسلع والخدمات كمخرجات، وليس هناك أي وجود للأصول المادية كالنقود والودائع.[1]

الفرع الثاني: أهمية الوساطة المالية

إن وجود الوساطة المالية في اقتصاد اليوم يعد ضرورة حيوية ليس فقط لكونها متعامل اقتصادي مهم، ولكن لكونها قد سمحت بإيجاد حلول للعديد من المشكلات المرتبط بالتمويل، وكذا يمكننا معرفة أهمية الوساطة لكل طرف من أطراف علاقة التمويل.

1. **بالنسبة لأصحاب الفائض المالي :** بالنسبة لهذه الفئة من الأفراد فقد سمحت الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة نذكر أهمها:
   - يتيح وجود الوساطة المالية لأصحاب الفائض المالي إمكانية الحصول على سيولة في أي وقت، فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة هذه الاحتمالات.
   - تجنب أصحاب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر.
   - يعفي وجود الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي من إنفاق الوقت والجهد في البحث عن المقترضين المحتملين فهم يعرفون مسبقا الجهات التي يودعون فيها أموالهم.[2]
2. **بالنسبة لأصحاب العجز المالي :** في واقع الأمر يمكن القول أنه لا معنى لهذه الوساطة إذا لم يكن هناك من يطلب خدماتها، وبالتالي فأصحاب العجز المالي يستفيدون من وجود الوساطة في الجوانب التالية:
   - توفر الوساطة الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي.
   - يجنب وجود الوساطة المالية المقترض مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية على افتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة، فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.
   - كما أن وجود الوساطة المالية يسمح، وهذا أمر مهم جدا، بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا.
3. **بالنسبة للوساطة المالية ذاتها:** إذا كانت الوساطة المالية تؤدي كل هذه الخدمات لأصحاب الفائض والعجز المالي، ماذا تستفيد من وراء ذلك؟ في واقع الأمر لا تقوم الوساطة المالية بذلك بدون مقابل، وإنما تستفيد من الكثير من المكاسب تظهر في:
   - تستفيد أولا من الفائدة على القروض والتي تعتبر من المداخيل التي تعظم عائداتها، بالإضافة إلى حصولهم على موارد غير مكلفة في الغالب للودائع الجارية فهي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية.
   - يسمح الحصول على الودائع للوساطة المالية بتوسيع قدرتها على منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع، وبطبيعة الحال فه وأمر يزيد من إمكانيتها في زيادة الأرباح.

---

(1) بباس منيرة: مرجع سبق ذكره، ص.25.

(2) الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية, بن عكنون الجزائر، سنة 2007، طبعة 6،ص. ص.8،9 .

4. **بالنسبة للاقتصاد ككل:** كما يستفيد أصحاب الفائض وأصحاب العجز من الوساطة المالية لأنها تجنبهم الكثير من المصاعب المرتبطة بعلاقة التمويل المباشرة، فإن الاقتصاد بدوره يستفيد من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب:
   - يتفادى احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أطراف العلاقة.
   - يسمح وجود الوساطة بتوفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.
   - تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذ والطبيعة التضخمية).

الفرع الثالث: دور الوساطة المالية

يبرز دور الوساطة المالية في إطار السعي الدائم لأطراف العلاقة في سبيل تلبية حاجاتهم وتحقيق أهدافهم عن طريق الهيئات التي تمثل الوساطة المالية بين المقرضين والمقترضين، وتقوم بخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال لأطراف معينة، حيث تقوم هذه الهيئات بتعبئة الادخارات (الفوائض المالية) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة، والقيام بمنح القروض إلى أطراف أخرى، فوجود هذه الوسائط يساعد على:

- القضاء على صعوبات التمويل الناجمة عن علاقة التمويل المباشرة.
- تعتبر صانعة للتمويل ويعتبر ذلك من أهم النتائج التي تحققها فهي تجمع ادخارات صغيرة ومتناثرة وجارية في أغلبها، وتقوم بإعادة توزيعها على من هم بحاجة إليها عل شكل قروض ذات أجال مختلفة.[1]
- تسمح بالاقتراض لفترات طويلة، مستعملة أموال لا يمكن لأصحابها أن يطلبوها في أية لحظة،وه وما يعني التقليل من مخاطر الاقتراض الطويلة؛
- التوفيق بين الأهداف المتعارضة لمختلف أطراف العلاقة، وذلك من خلال السيولة، الربحية، والمخاطرة؛

المطلب الثاني: أنواع الوساطة المالية

نستطيع التمييز بين أنواع عديدة للوساطة المالية، فمن سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى سوق القروض قصيرة الأجل، ولقد تم حصر ستة فصائل من المؤسسات البنكية والغير بنكية،التي تقوم بالوساطة المالية والمتمثلة فيما يلي:

1. **البنوك:** بما في ذلك البنوك المركزية التي تتولى جمع المدخرات، من الأعوان الاقتصاديين الذين يتوفرون على سيولة الفائضة وإعادة إقراضها إلى أعوان اقتصاديين آخرين هم في حاجة لهذه الأموال، وخاصة منشآت الأعمال.
2. **صناديق الادخار والاحتياط :** التي تأخذ العديد من الأشكال مثل : الصندوق الوطني للادخار والاحتياط وعلى الرغم من تخصص هذا الأخير في ميدان السكن، إلا أنه من الممكن أن يقوم بتوظيف فوائضه المالية، سواء في شراء أدوات المالية إن وجدت سوق لذلك أ وإقراضها لطالبي رؤوس الأموال.
3. **المؤسسات المالية المتخصصة :** وهي المؤسسات التي تقوم بإصدار أسهم وسندات طويلة الأجل، للحصول على الأموال المستعملة في الإقراض للغير، لاسيما المؤسسات والجمهور، والحصول على عائد من وراء ذلك.[2]

---

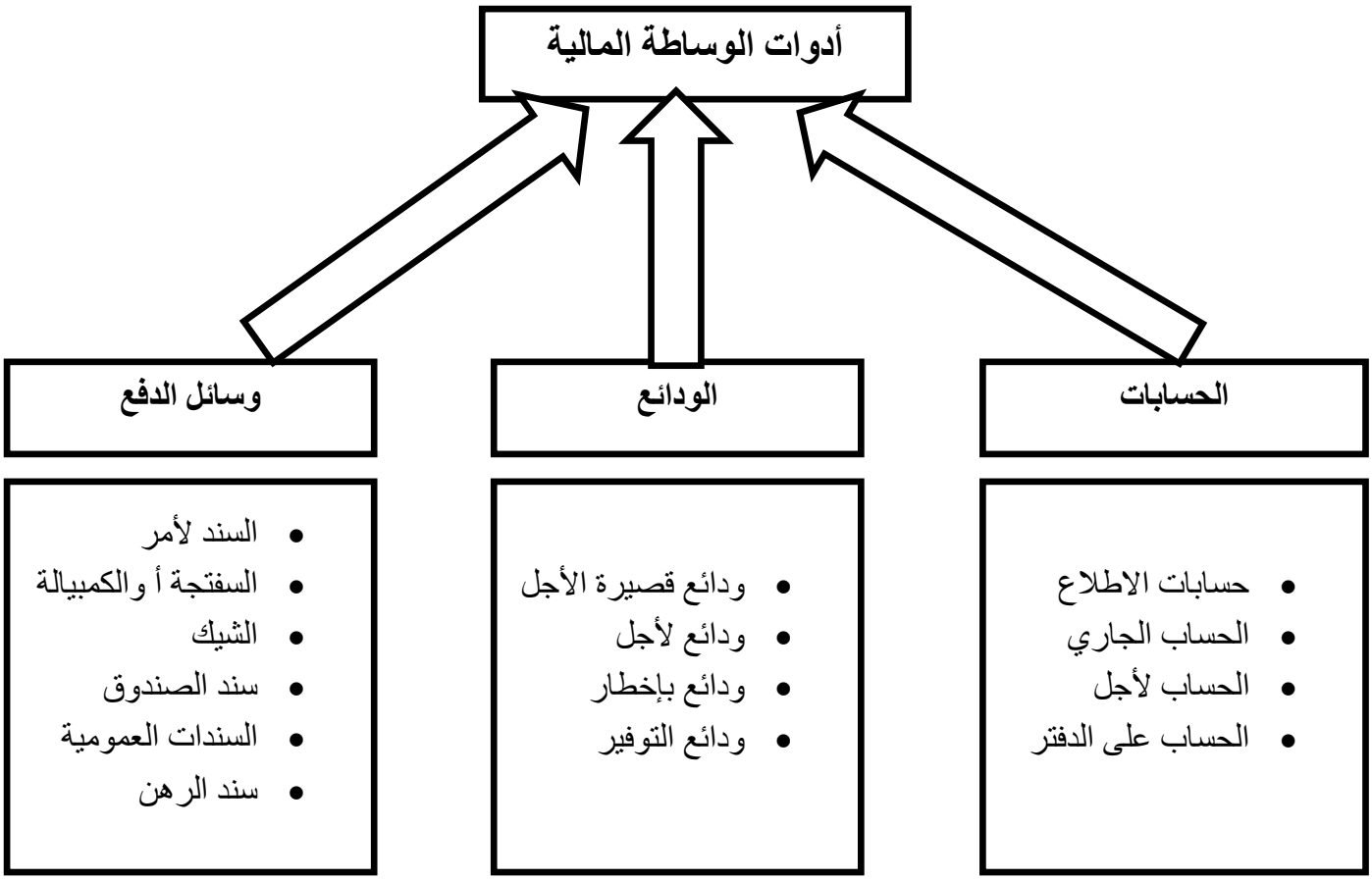
[1] عز الدين غزالي: الوساطة المالية ودورها في تشجيع الاستثمار، مذكرة لنيل ليسانس، غير منشورة، جامعة الوادي، 2007،2008،ص.7.

[2] د.أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال،محاضرات ومطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة-2003،ص.ص.66.67.

4. **الشركات المالية:** هي شركات مساهمة عامة، تتكون أصولها من الأوراق المالية بشكل رئيسي،والتي تتخصص عادة في تمويل عمليات البيع الآجلة والإقراض العقاري، ومن هنا فهي تحصل على معظم الأموال من إصدار السندات.[1]
5. **هيئات التوظيف الجماعي** هي عبارة عن هيئات أ ومؤسسات،تختص في التوظيف الجماعي في الأوراق المالية، التي تتكون أساسا من شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، وهي تقوم بالإضافة إلى توظيف الأموال المتجمعة لديها،من إصدار الأوراق المالية بتسيير المحافظ المالية ونشاطات مالية أخرى؛
6. **شركات التأمين:** هي أيضا من المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع الأموال، ممن يقومون بتأمين ممتلكاتهم وكذا التأمين على الحياة، مقابل التزامات معينة لأجال معينة أيضا، تقوم بتوظيف أموالها في الأوراق المالية، العقارات وتعرض جزءا منها للشركات وباقي المتعاملين الاقتصاديين الذين هم في حاجة لهذه الأموال.[2]

الشكل توضيحي لأهم أدوات الوساطة المالية

الشكل 05/ 10: أدوات الوساطة المالية.



المصدر: من إعداد الطلبة

(1) طاهر حردان: أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، سنة 2011، طبعة1، ص.36.37.

(2) ع، ر، قاسم شحاذة، د. غ. عوض الرفاعي د. س إبراهيم غوثي: البنوك وشركات التأمين، دار المستقبل للنشر والتوزيع، سنة2011، طبعة1، ص.38.

المطلب الثالث: أدوات الوساطة المالية ومجالاتها

إن الوساطة المالية عندما تتعامل مع أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي فإنها تستعمل العديد من أدوات الربط أ والفعل كالحسابات ومختلف وسائل الدفع المستعملة إلى غير ذلك وسوف ندرس في هذا الجزء كل هذه الأدوات التي تعبر عن تلك الوسائل التي تسمح بقيام العلاقة المالية بينها وبين الآخرين.

الفرع الأول: أدوات الوساطة المالية

1. **الحسابات:** الوساطة المالية باعتبارها حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، وبالتالي فهي تقيم علاقات مالية بين الطرفين، وتتجسد هذه العلاقات واقعيا،بفتح ما يسمى الحساب.

1.1. **تعريف الحساب:** يمكن تعريفه من الناحية العملية والقانونية،على أنه: عبارة عن معاهدة أ واتفاق بين البنك الذي يفتحه وبين الشخص الذي يفتح لصالحه،تنظم هذه العمليات المالية القائمة بينهما،سواء كانت إيداع أم سحب أ وأي عملية أخري بين الطرفين.[1]

2.1. **أنواع الحسابات:**

- **الحسابات للاطلاع:** ه وذلك الحساب الذي تتم فيه العمليات المالية،للزبون بدون قيود أ وشروط فلا وقت يفرض عند السحب ولا إشعار مسبق يطلب عند ذلك، ويمكن لصاحبه أن يسحب منه في أي لحظة، ويسمى أيضا بحساب الشيك.
- **الحساب الجاري:** يفتح لفائدة التجار لاستعماله في عملياتهم المهنية، ومن خصائصه الأساسية، إمكانية أن يكون مدين، وهذا يعني أن البنك يسمح له بالسحب على هذا الحساب، حتى ول و لم يكن به أي رصيد.
- **الحساب لأجل:** يتطلب هذا الحساب بعض الشروط والقيود عند استعماله،ولا يمكن لصاحبه التصرف فيه متى شاء، بل لا يمكن السحب إلا بعد انقضاء المدة المحددة، ويستفيد صاحب الحساب من الفائدة.[2]
- **الحساب على الدفتر:** هذا الحساب لا يتطلب استعمال الشيكات، فكل عمليات السحب والإيداع تسجل وجوبا في دفتر خاص يسلم لصاحب الحساب عند فتحه، لا يمكن أن يكون مدين ويمكن لصاحبه أن يستفيد من الفائدة.

2. **الودائع:**

تعتبر الودائع واحدة من أهم أنشطة الوساطة المالية، وهي واحدة أيضا من العمليات التي يمكن إجراءها على الحسابات المفتوحة لفائدة الأفراد وهنا نميز أربع أنواع لهذه الودائع.

1.2. **تعريف الوديعة:** تمثل الوديعة كل ما يقوم به الأفراد أ والهيئات بوضعه في البنوك بصفة مؤقتة، على سبيل الحفظ أ والتوظيف.

---

[1] أحمد هني: العملة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1991، ص.77.

[2] الطاهر لطرش: مرجع سق ذكره، ص.26.

2.2. أنواع الودائع:

- **ودائع قصيرة الأجل (تحت الطلب أ وجارية):** هذه الودائع هي دائما تحت تصرف أصحابها، يمكن اللجوء إلى سحبها كليا أ وجزئيا متى شاء ودون إشعار مسبق، وبالمقابل لا يستفيدون من الفوائد.
- **ودائع بإخطار:** حيث يمكن لصاحبها السحب بعد إخطار البنك لمدة معينة ثلاث أيام، أسبوع، شهر وهذا يعطي نوع من الحرية النسبية للبنك في استعمالها، فترة الإخطار تعطي للبنك المدة اللازمة لتأمين المبلغ وتدفع فائدة على هذه الودائع.
- **ودائع التوفير:** وهي تمثل مدخرات الأفراد التي يضعونها في حسابات التوفير، حيث يمكن السحب منها في أي وقت،فيحصل أصحابها على فوائد معتبرة.[1]

3.2. وسائل الدفع:

هنا سنتناول الأدوات المستعملة في أداء العمليات الاقتصادية والتجارية والائتمانية، بين الأفراد والمؤسسات ومختلف الهيئات.

1.3.2. تعريف وسائل الدفع : وسيلة الدفع هي تلك الأداة المقبولة اجتماعيا من أجل تسهيل المعاملات الخاصة، بتبادل السلع والخدمات وكذلك لتسديد الديون.

2.3.2. أشكال وسائل الدفع: تأخذ وسائل الدفع أشكال عديدة أهمها:

- **السند لأمر:** ه وأصلا ورقة تجارية تحرر بين شخصين، يتعهد بواسطتها شخص معين، بدفع مبلغ إلى شخص أخر في تاريخ لاحق؛
- **السفتجة أ والكمبيالة:** وهي مثلها مثل السند لأمر، فهي ورقة تجارية ولكنها تختلف عنه، فهي تظهر ثلاث أشخاص في أن واحد،وهي من جهة أخرى، عبارة عن أمر بالدفع لصالح شخص معين أ ولأمره.[2]
- **الشيك:** عبارة عن وثيقة، تتضمن أمر بالدفع الفوري للمستفيد بالمبلغ المحرر عليه،وقد يكون المستفيد شخص معروف ومكتوب اسمه في الشيك، وقد يكون غير معروف إذا كان الشيك لحامله؛
- **سند الصندوق:** وه والتزام مكتوب من طرف البنك بدفع المبلغ المذكور في السند (مبلغ القرض)، في تاريخ الاستحقاق، وقد يكون محرر باسم هذا الشخص أ ولأمره أ ولحامل السند؛
- **سندات عمومية قصيرة الأجل :** تشبه إلى حد كبير سند الصندوق، والاختلاف الأساسي الموجود بينهما،ه وفي الجهات التي تصدرهما أ وكذلك في كون السندات العمومية مضمونة من قبل الدولة،ويتم تداول هذه السندات من يد إلى يد.
- **سند الرهن:** وتسمى كذلك بالسندات المضمونة، هذا النوع من السندات يكون مدعوما بموجودات ثابتة تقدمها المؤسسة كضمان لحملة السندات،تلتزم بموجبها بدفع القيمة اسمية بإضافة الفوائد المستحقة.[3]

---

(1) بن الشيهب مريم وآخرون:مرجع سبق ذكره،ص.11.

(2) أحمد هني:مرجع سبق ذكره،ص. ص.72.75.

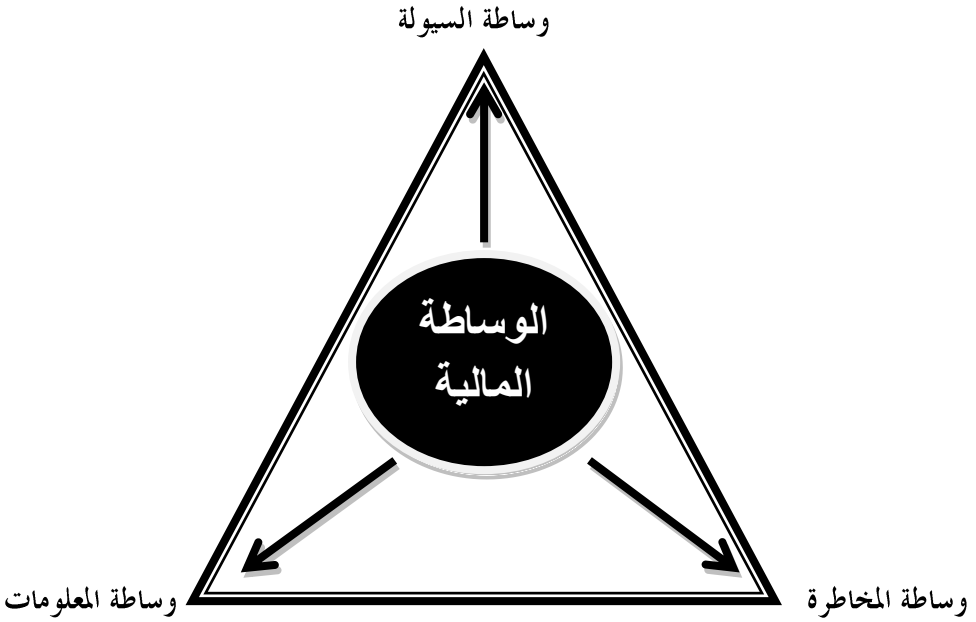
(3) فتحي خدريه وآخرون: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، مذكرة التخرج، غير منشورة، المركز الجامعي يحيى فارس المدية، 2007،ص.51.

الفرع الثاني: مجالات الوساطة المالية

1. **وساطة في مجال السيولة:** تتمثل هذه الوساطة في جلب فائض لسيولة من المعين وتحويلها إلى المحتاجين إليها مع الأخذ بالحسبان المطلوب من السيولة من أصحابها في أي وقت، وتقوم الوساطة في مجال السيولة على اعتبار أساسي ه وأن المديعين لا يطلبون ودائعهم.[1]
2. **وساطة في مجال المخاطرة:** هي تعبر عن دور الوسطاء المخاطرون فهم يتوسطون ما بين أفراد لهم أموال ولكنهم لا يرغبون في المخاطرة بها بأنفسهم، حيث أنهم لا يملكون مؤهلات التي تسمح لهم باستثمارها بنجاح وأفراد آخرين لهم مؤهلات ويتسمون بروح المخاطرة، ونأخذ كمثال عن وسيط البنك، فالبنك هنا ليس محايدا بل يتحمل المخاطرة مكان المدخرين الذين يرغبون في تحملها ويأخذ نضير ذلك مقابلا، فه ويضمن للمدخرين أموالهم بل يدفع لهم نسبة من الأرباح التي يحققها بأموالهم حتى يستقطبهم.[2]
3. **الوساطة في مجال المعلومات:** تعد المعلومات ركيزة أساسية لأي قرار استثمار، ويتمثل دور الوسطاء هنا بما يملكونه من خبرة وهيئات متخصصة في تمويل أصحاب الأموال والمستثمرين بالمعلومات حول المشاريع المتوفرة والعوائد المتوقعة منها والمخاطرة المرفقة بها وبتكلفة متواضعة.[3]

مثلث مجال الوساطة المالية.

شكل 10/06:مجالات الوساطة المالية.



المصدر: رحيم حسين-اقتصاد المصرفي ص2

---

(1) الطاهر لطرش: مرجع سبق ذكره، ص.76.

(2) رحيم حسين: الاقتصاد المصرفي،، مؤسسة شباب الجامعة إسكندرية، الطبعة الأولى، سنة 2008،ص. ص.22، 23.

(3) عواطي هناء وآخرون: دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تحسين الأداء البنكي، مذكرة تخرج، غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، سنة 2011، ص.ص.53، 54.

المطلب الرابع: معدل الوساطة المالية

يعتمد في حساب معدل الوساطة المالية في الاقتصاد على مؤشرات إحصائية تسمى المجمعات النقدية، وسوف نقوم بشرحها كما يلي:

الفرع الأول: تعريف المجمعات النقدية:

هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، وقد تم ترتيب هذه المجمعات حسب درجة السيولة التي تتمتع بها.

الفرع الثاني: أنواع المجمعات النقدية:

1. **القاعدة النقدية (La Base Monétaire) MO**:

تتشكل من النقود المركزية توجد في خصوم البنك المركزي باسم أوراق لحاملها أ وأوراق نقدية في التداول؛

MO :أوراق نقدية في التداول + احتياطات في ميزانية البنك المركزي + العملة المتداولة التي تصدرها الخزينة العامة.

2. **الموجودات النقدية: M1 (المتاحات النقدية)**

وه ومجمع يتمتع بسيولة عالية جدا، كما يوجد في البنوك التجارية ومراكز الشيكات السريعة، وحتى لدى الخزينة العمومية والبنك المركزي، وبالتالي تحصل على المجمع النقدي الأول الذي يشمل على وسائل الدفع التي تمكن الوحدات الاقتصادية من الاختيار المباشر والآني بين السلع والخدمات، كما يمكن من تسوية الناشئة عن التبادل كمجموع وسائل الدفع يقضي عدم الأخذ بالحسبان احتياطات البنوك نظرا لأنها غير معدة لشراء السلع والخدمات، ويطلق على هذا المجمع بالكتلة النقدية بالمفهوم الضيق، كذلك يمكن القول أنها كمية النقود التي يصدرها البنك المركزي لأداء مجمل المعاملات الاقتصادية (كالنقود الورقية الإلزامية والنقود المساعدة)، والودائع الجارية في البنوك التجارية كلها أصول نقدية تتمتع بسيولة عالية والمتمثلة في الودائع والاحتياط (كسندات وأدونات الخزينة)، وهي أقل سيولة من M2، إذن فمعدل الوساطة بين حصة البنوك والمؤسسات المالية من التمويل الخارجي لأعوان غير المالية وعلى هذا يتحدد معدل الوساطة في المعدل الضيق والمعدل الواسع.[1]

أولا: معدل الوساطة الضيق(Au Sens Stnit):

يعرف معدل الوساطة بمعناه الضيق على أنه نسبة القروض الموزعة من قبل مؤسسات القرض إلى مجموع التمويل الخارجي لأعوان الغير المالية، يقيس هذا المعدل الوساطة البنكية أ وحصة القروض الممنوحة من قبل البنوك من إجمالي التمويل الخارجي، وبالتالي فه ولا يأخذ بعين الاعتبار القروض الممنوحة من المؤسسات المالية الأخرى(بنوك الادخار، شركات التأمين) ودور شركات الاستثمار (هيئات التوظيف الجماعي) في تمويل الأعوان غير المالية، بمعنى حصر النشاط التمويلي للاقتصاد في قروض البنكية، وبالتالي إهمال التمويل الذي تحصل عليه الأعوان غير المالية على شكل الاكتتاب في الأوراق المصدر في سوق الأموال وإن عدم تضمن المعدل أعلاه للنشاط التمويلي للمؤسسات المالية غير بنكية يستدعي حساب معدل أوسع يفسر النشاط الحقيقي للوساطة المالية.

[1] نزار سعد الدين العيسى وآخرون: الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006،ص.25.

ثانيا: معدل الوساطة الموسع: (Au Sues Large)

يقيس هذا المعدل حصة التمويل الممنوح للأعوان غير المالية من قبل مجموع المؤسسات المالية سواء البنوك، شركات التأمين؛

M1 : النقود القانونية+ النقود الكتابية (الودائع لدى الطلب.

3. **الكتلة النقدية: M2**

بالإضافة إلى المجمع النقدي الأول نجد نوع أخر من الودائع المسجلة في ميزانيات البنوك التجارية، وهي ما تسمى بالودائع لأجل، وهي تلك الأموال التي يودعها الزبون في البنك مع امتناعه عن طلبها قبل انقضاء أجل معين، وكذا الودائع الادخارية أ والدفترية الموجودة لدى البنوك التجارية والتي يتم تداولها بواسطة دفتر بدلا من الشيك، ويتميز هذا المجمع بسيولة قل من M1، بحيث يمكن تحويل هذه الودائع إلى وسائل دفع ولكن ليس عند الطلب، وإذا تم ذلك فإنها تتنازل عن بعض التكاليف كالفوائد وغيرها، وه ومجموع وسائل الاحتفاظ المؤقت للقوة الشرائية يطلق عليها اسم الكتلة النقدية بالمعنى الواسع، أي أنه يعرف بالسيولة المحلية الخاصة وتشمل علىM1 مضاف إليه الودائع لأجل ودائع الادخار قصير الأجل وودائع التوفير الموجودة بالبنوك M1=M2+الودائع لأجل.

4. **سيولة الاقتصاد:**ويسمى المجمع النقدي الثالث، ويضم الودائع لأجل الموجودة لدى المؤسسات المالية وغير المصرفية، وهي تلك الودائع الموجودة لدى صناديق التوفير والاحتياط، وكذا سندات الخزينة العمومية والمكتتب فيها من طرف الخواص أ والمؤسسات الغير مالية نظرا لكون المؤسسات لا تنتمي إلى القطاع المصرفي فإنها غير مراقبة بشكل وثيق من طرف السلطات النقدية كما يطلق عليه اسم السيولة الكلية للاقتصاد في لحظة معينة؛
ويمكن القول أيضا أنها السيولة المحلية التي تشمل على(M2) السيولة المحلية الخاصة + الودائع الحكومية لدى البنوك وصناديق للتوفير[1]
ويمكن حساب هذا المعدل:

معدل الوساطة الموسع: نسبة التدفق الصافي للتمويل الممنوح للأعوان غير المالية بواسطة مجموع الوسطاء إلى التدفق الكلي للتمويل الخارجي للأعوان غير المالية أهمية، هذا المعدل ه وإظهار درجة الوساطة المالية في الاقتصاد وحصتها في تمويل الأعوان غير المالية، وبالتالي يمكن مقارنة حصة الوساطة بحصة التمويل المباشر عن طريق البورصة.

لكن محدودية هذا المعدل تتمثل في عدم إظهار تحول النشاط البنكي خاصة فيما يخص الاكتتاب في الأوراق المصدر من قبل الأعوان غير المالية في سوق المال، وهذا من أجل تعويض انخفاض الهوامش التي تحققها من القروض البنكية.

ومما سبق نجد أن معدل الوساطة يترجم في معدلين:

الأول: يقيس حصة القروض البنكية من التمويل الكلي.

الثاني: يقيس حصة التمويل الغير المباشرة في التمويل الكلي، وبذلك يؤخذ في الحسبان كل من البنوك، شركات التأمين، شركات الاستثمار.[1]

[1] د. بخراز يعدل فريدة: مرجع سبق ذكره: ص.51.

المبحث الثالث: اللاوساطة المالية

يتعامل في الأسواق المالية معظم، إن لم يكن جميع الجهات، في الاقتصاد بدءا بالأفراد والشركات ومرورا بالمؤسسات وانتهاء بالحكومات، وحتى الجهات الخارجية في حالات ليست بالقليلة، ولهذه الأسواق دور فعال في عملية تمويل النشاط الاقتصادي من خلال الدور الذي يلعبه الوسيط بين الوحدات الاقتصادية الفائضة والعاجزة،وهنا يمكننا تعريف اللاوساطة المالية على النح والتالي:

المطلب الأول: مفهوم اللاوساطة المالية

توجد عدة تعاريف للأسواق المالية ويمكن أخد تعريفين اثنين نوجزهما في ما يلي:

تعريف 1: تعني الأسواق المالية العديد من المؤسسات المالية وبيوت السماسرة المالية(الوسطاء الماليون) أ ومجموعاتها المختلفة، تلك التي توفر الخدمات المالية للمقرضين والمقترضين.[2]

تعريف2: السوق المالي ه والذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أ والمكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فيما بين المتعاملون في السوق؛[3]

الفرع الثاني: المتعاملون في الأسواق المالية

وهنا لدينا المتعاملون في الأسواق المالية حسب العمليات التي يؤدونها:

1. **عارض و الأوراق المالية:**

حيث تكون مهمة العارضين في هذه الأسواق هي عرض الأوراق المالية من أجل بيعها ويمثل هؤلاء بدرجة أساسية الشركات أ والمشروعات التي تعاني من عجز في مواردها المالية الذاتية عن تلبية احتياجاتها لممارسة عملها ونشاطاتها وتوسيع وتطوير هذه النشاطات، ولذلك تقوم إصدار الأسهم من أجل بيعها للجهات المختلفة حتى يتوفر لديها التمويل الذي تحتاجه، وكذلك تقوم بإصدار سندات تسهم في توفير هذا التمويل عندما لا تستطيع توفيره بالاعتماد على الأسهم التي تصدرها، أ وعندما تتضمن سياسية المشروع الاعتماد على السندات بجانب الأسهم في توفير احتياجاته التمويلية لأسباب متعددة، قد يكون من بينها الرغبة في عدم التوسع المساهمين في ملكية الشركة أ والمشروع وإدارته حتى تبقى الملكية والإدارة محصورة بعدد أقل من المساهمين، أ ولأية أسباب أخرى منها الإمكانية الأكبر للحصول على الموارد التمويلية المطلوبة عن طريق الأسهم، وغيرها من العوامل الأخرى، وكذلك تقوم الجهات الحكومية بإصدار الأوراق المالية كأذونات الخزينة والسندات الحكومية وغيرها من أجل بيعها في الأسواق المالية، وبالذات عندما تحتاج للموارد المالية نتيجة عجز إيراداتها عن تلبية متطلبات إنفاقها وكذلك تلجأ الحكومة، ومن خلال البنك المركزي إلى بيع الأوراق المالية عندما تقتضي حالة الاقتصاد وحاجاته لذلك، كما في حالة

---

(1) نزار سعد الدين العيسى وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص.22.

(2) غزي عبد الرزاق النقاش:التمويل والعمليات المصرفية الدولية،، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، ص.59.

(3) عبد المعطي رضا رشيد وآخرون: الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، 1998، ص.12.

التضخم من أجل معالجته وكذلك تدخل الجهات الأخرى المختلفة سواء كانوا أفراد مدخرين، مستثمرين أ وشركات أ ومؤسسات أ ووسطاء السوق كبائعين للأوراق المالية عندما يحتاجون للسيولة النقدية اللازمة لتمويل نشاطاتهم وتطويرها.[1]

2. طالبوا الأوراق المالية:

وهم الذين يقومون بطلب الأوراق المالية من الأسواق المالية والنقدية عن طريق شراؤهم لها من الأسواق هذه، وهؤلاء المشترون يمثلهم أساسا المستثمرين وبالذات الأفراد والمؤسسات والجهات المختلفة في الاقتصاد، والتي يتوفر لها فائض من الموارد المالية يزيد عن احتياجاتها التمويلية لنشاطها، بالتالي فإنها بدلا من تجميد هذه الموارد بعدم استخدامها خلال فترة تحقق الفائض، هذا وعدم الحصول على عائد منه بسبب ذلك تتجه إلى طلب شراء الأوراق المالية من السوق من أجل الانتفاع من هذه الموارد المالية الفائضة مؤقتا،أ ولفترة ممتدة من الزمن نتيجة هذا الاستخدام وتلاقي الانخفاض في القوة الشرائية للنقود،التي يمثلها الفائض عند الاحتفاظ به بصورة نقدية نتيجة التضخم الذي يتحقق في الاقتصاد، وبمعدلات قد تكون مرتفعة في حالات ليست بالقليلة، ومن ثم محاولة الحصول على العائد من الاستخدام هذا للفائض، والذي يمكن أن يعرض للخسارة التي يمثلها الانخفاض في القوة الشرائية للنقود والحصول على عائد صافي نتيجة لذلك.

وكذلك تقوم الجهات الوسيطة بشراء الأوراق المالية من الأسواق عندما تتطلب نشاطاتها وأوضاعها القيام بذلك من خلال توفر السيولة لديها، أ وشراء الأوراق المالية للاحتفاظ بها من أجل التعامل بها، أ والحصول على عائد منها وكذلك تقوم المؤسسات المالية وبالذات المصاريف التجارية بشراء الأوراق المالية عندما تتوافر لديها احتياطات من أجل الحصول على عائد، وهكذا تشارك جهات مختلفة أفراد ومستثمرين ووسطاء ومؤسسات مالية ومصرفية والحكومية في التعامل في الأسواق المالية والنقدية كمستثمرين للأوراق المالية، والذين يشكلون جانب الطلب فيها.[2]

إلا أن الأساس في عمليات الشراء والبيع في الأسواق المالية والنقدية تبقى متمثلة في الجهات المصدرة للأوراق المالية، والتي هي جهات العجز وبالذات المشروعات، والتي تمثل جانب العرض للأوراق المالية وفي هذه الأسواق، وأن الأساس في عمليات الشراء في هذه الأسواق هي جهات الفائض من الأموال، والتي يمثلها المدخرون والذين يستثمرون مدخراتهم من خلال تشكيل وتكوين الطلب على الأوراق المالية فيها.

3. الوسطاء:

إن عمل الوسطاء في الأسواق المالية يتركز على القيام بمهمة الوساطة،بين الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية أي بين الجهات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية وتوفر العرض منها في هذه الأسواق،وبين الجهات التي تقتني هذه الأوراق المالية وتوفر الطلب عليها أي بين البائعين الذين يمثلون جانب العرض في السوق والمشترين الذين يمثلون جانب الطلب فيه، وقد يتولى الوسطاء القيام بعمليات البيع والشراء في أن واحد عندما يتضمن ويقتضي نشاطهم ذلك.

---

(1) د. منير إبراهيم هندي: الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المصرفية، طبعة1994، عمان –الأردن، ص.32. وما بعدها

(2) د. منير إبراهيم هندي: المرجع السابق، ص.34.

وتلعب المؤسسات المالية الوسيطة دورا هاما في خدمة البائعين والمشترين،عن طريق توفير الإمكانية للجهات المصدرة للأوراق المالية، ومساعدتها على القيام بإصدار هذه الأوراق المالية وكذلك مساعدتها على تصريف الإصدارات من الأوراق المالية،هذه ويعمل الوسطاء على خدمة المستثمرين وبالذات الأفراد والجهات الأخرى التي تطلب من المؤسسات الوساطة المالية تنفيذ، أوامر الشراء أ وتقديم المعلومات والمشورة الفنية بخصوص التعامل في الأسواق المالية بيعا أ وشراء،وكذلك يقوم الوسطاء بتسهيل عملية التعامل في الأسواق المالية عن طريق التسهيلات التي تقدم من قبلهم. [1]

لهؤلاء المتعاملين سواء كانوا بائعين أ ومستثمرين،وفي بعض الحالات قد يقوم الوسطاء بشراء إصدارات الأوراق المالية من أجل بيعها،وفي هذه الحالة يقوم الوسطاء بعملية الشراء والبيع معا،ويتحملون مخاطرها والحصول على العائد الذي يمكن أن يتحقق نتيجة لذلك،والوسطاء الماليون قد يكونون شخص طبيعي (فرد) أ وشخص معنوي (الشركة، مصرف، مؤسسة...الخ) والوسطاء الماليون يمارسون مهام عديدة ويقومون بأعمال عديدة،ومتنوعة من خلال عملهم ونشاطهم في الأسواق المالية،ومن بين الأعمال التي يمكن أن يؤديها الوسطاء ما يلي:

- أعمال السمسرة.
- صناعة الأسواق.
- تغطية الإصدارات.

المطلب الثاني: المتدخلون في السوق المالي

توجد العديد من الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية،أي التي تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل من أجل الحصول على عائد،نتيجة هذا التعامل إضافة إلى توفير الموارد التمويلية لجهات العجز في الاقتصاد،من خلال هذه الأسواق المالية وأهم المتدخلين فيها ما يلي:

- **السماسرة:**

حيث يمارس هؤلاء دور الوسيط بين البائع والمشتري،حيث يتولى الوسيط توفير المشتري لمن يريد بيع الأوراق المالية،وتوفير البائع لمن يريد شراء الأوراق المالية مقابل عمولة معينة،وهذا يعني أن الوسيط(السمسار) ليس ه وإلا منفذ لعمليات البيع والشراء التي يرغب المتعاملين في السوق المالي القيام بها،أي أن عمليات البيع والشراء التي تتم من خلال السماسرة في السوق المالي،هي عمليات غير مباشرة بين البائع والمشتري،والتي تتم عن طريق السماسرة هؤلاء،إضافة إلى أنهم يوفرون النصح والثورة الفنية للمتعاملين مستندين في ذلك إلى قدراتهم وكفاءاتهم وخبرتهم ومعرفتهم بحالة السوق،ومن ثم فإنهم لا يحتفظون بأوراق مالية لديهم،وبالتالي فإنهم يتحملون خسارة أ ومخاطرة مرتبطة بتعاملهم كوسطاء في السوق المالية،ويحصلون على عمولة مقابل تعاملهم،وخدماتهم التي يقدمونها للمتعاملين من خلال السوق. [2]

---

[1] د. منير إبراهيم هندي:المرجع السابق، ص.35.

[2] د. فيلح حسن خلف: الأسواق المالية والنقدية، دار عمان، العبدلي للنشر والتوزيع، سنة2006، ص.111. وما بعدها.

- **المتعاملون:**

كل من المستثمرين (جهات العجز) والمدخرين (جهات الفائض) الأساس المهم للمتعاملين في الأسواق المالية،إلاأن واقع التعامل في هذه الأسواق المالية،يفوز معه التجار أ والمضاربين كمتعاملين أساسيين في هذه الأسواق،الذين تستند تعاملاتهم على شراء الأوراق المالية من أجل بيعها،بهدف الحصول على عائد نتيجة التعامل من خلال الفرق الذي يمكن أن يتحقق لهم (العائد)، بين سعر الشراء وسعر البيع،والمتعاملون الأساسيين في السوق المالية من التجار والمضاربين يمكن أن يكونوا كما يلي:

1. **مضاربين على الارتفاع**: أي على الصعود، عندما يتوقعون ارتفاع أسعار الأوراق المالية لاحقا، ولذلك فإنهم يقومون بشراء الأوراق المالية، عندما يكون سعرها منخفض ويتوقعون ارتفاع هذا السعر، ومن ثم يقومون ببيع الأوراق المالية التي سبق وأن اشتروها عندما ترتفع،في حالة تحقق توقعاتهم ويحصلون بذلك على عائد يرتبط بصحة ودقة توقعاتهم، ويتحملون خسارة في حالة عدم ارتفاع السعر وانخفاضه.[1]
2. **مضاربين على الانخفاض**: أي على الهبوط،عندما يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق المالية لاحقا، ولذلك فإنهم يقومون ببيع الأوراق المالية بالسعر المرتفع التي هي عليه،والذي يتوقعون انخفاضه،ومن ثم يقومون بشراء الأوراق المالية التي سبق وأن قاموا ببيعها بالسعر عندما ينخفض، في حالة تحقق توقعاتهم،ويحصلون بذلك على عائد يتمثل بالفرق بين سعر البيع الأعلى وسعر الشراء المنخفض، وارتباطا بصحة ودقة توقعاتهم،وينبغي الإشارة إلى أن توقعات التجار والمضاربين يفترض أنها تستند إلى قدراتهم وخبراتهم ومعلوماتهم عن اتجاهات السوق المبنية على معرفة الأوضاع السائدة في السوق، والظروف التي تحكم عمله واتجاهاته.

ومما سبق لا يعني عدم وجود تجار ومضاربين،يمكن أن يضاربوا على الارتفاع (الصعود) وعلى الانخفاض (الهبوط) في أن واحد، حيث أنهم قد يكونون مضاربين على ارتفاع وصعود أسعار أوراق مالية معينة، ويضاربون كذلك على انخفاض وهبوط أسعار أوراق مالية أخرى في السوق، وهؤلاء المضاربين على الارتفاع يولدون طلب على الأوراق المالية في السوق من خلال شراؤهم لها، والمضاربين على الانخفاض يولدون عرض للأوراق المالية في السوق من خلال بيعهم، وتقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية،وعندما يتحقق سعر توازني للورقة المالية في السوق وعندما يتساوى عرض الورقة المالية مع الطلب عليها في السوق، ومن خلال تناسب،أي تساوي تعاملات من يضارب على الانخفاض وعلى الارتفاع،يتحقق السعر التوازني للورقة المالية في السوق بتحقق استقرار التعامل في الأوراق المالية،وبذلك يتحدد سعرها بشكل يعبر عن قيمتها الحقيقية،عندما تكون السوق حرة تماما وغير مقيدة، أي لا توجد أي قوى يمكن أن تؤثر على العرض والطلب والسعر.[2]

---

[1] د. فيلح حسن خلف: المرجع السابق، ص. ص.112. 113.

[2] د. فيلح حسن خلف: المرجع السابق، ص.114.

المطلب الثالث: مقارنة بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد السوق المالي

يمكن التفرقة بين نوعين أساسيين من نماذج نظم التمويل اقتصاد استدانة (D'endettement économie) واقتصاد أسواق المالية (économie de marchés financiers)، ويرجع الفضل في تقسيم هذين النظامين إلى الاقتصادي " هيكس Hicks "،وذلك في كتابه الشهير "أزمة النظام الكيتزي" [1] "In Keynésien economicss the crisis " حيث بين في هذا الكتاب،أن هناك بعض المؤسسات وبعض الأفراد يتعمدون مباشرة على التمويل الذاتي أ وسوق الأوراق المالية،في حين هناك بعض منهم يعتمدون في الأساس على القطاع المصرفي.ولمزيد من المعلومات عن النماذج نظم التمويل قسم هذا المطلب إلى الفرعين الآتيين:

الفرع الأول: اقتصاد الاستدانة:

يمكن تعداد المميزات الأساسية لهذا النوع من الاقتصاد في:

- الاعتماد بصفة أساسية على الاقتراض المصرفي في التمويل.
- أسعار الفائدة ليست مرنة، تحدد إداريا.
- سيطرة الحكومة على الجهاز المصرفي والمؤسسات مالية.
- تتسم السوق النقدية وسوق الأوراق المالية بالضيق وقلة الاتصالات فيما بينها.

أطلق على هذا الاقتصاد اسم اقتصاد السحب الزائد (economy averdaft) [2] لأن البنوك تلعب دورا مهما في تمويل القطاعات الإنتاجية والنشاط الاقتصادي، عادة ما تتجه البنوك لإعادة التمويل من طرف البنك المركزي،الذي يعتبر المقرض الأخير لها، يوجد هذا النوع من الاقتصاد في وضع تضخمي وسيولة زائدة. [3]

---

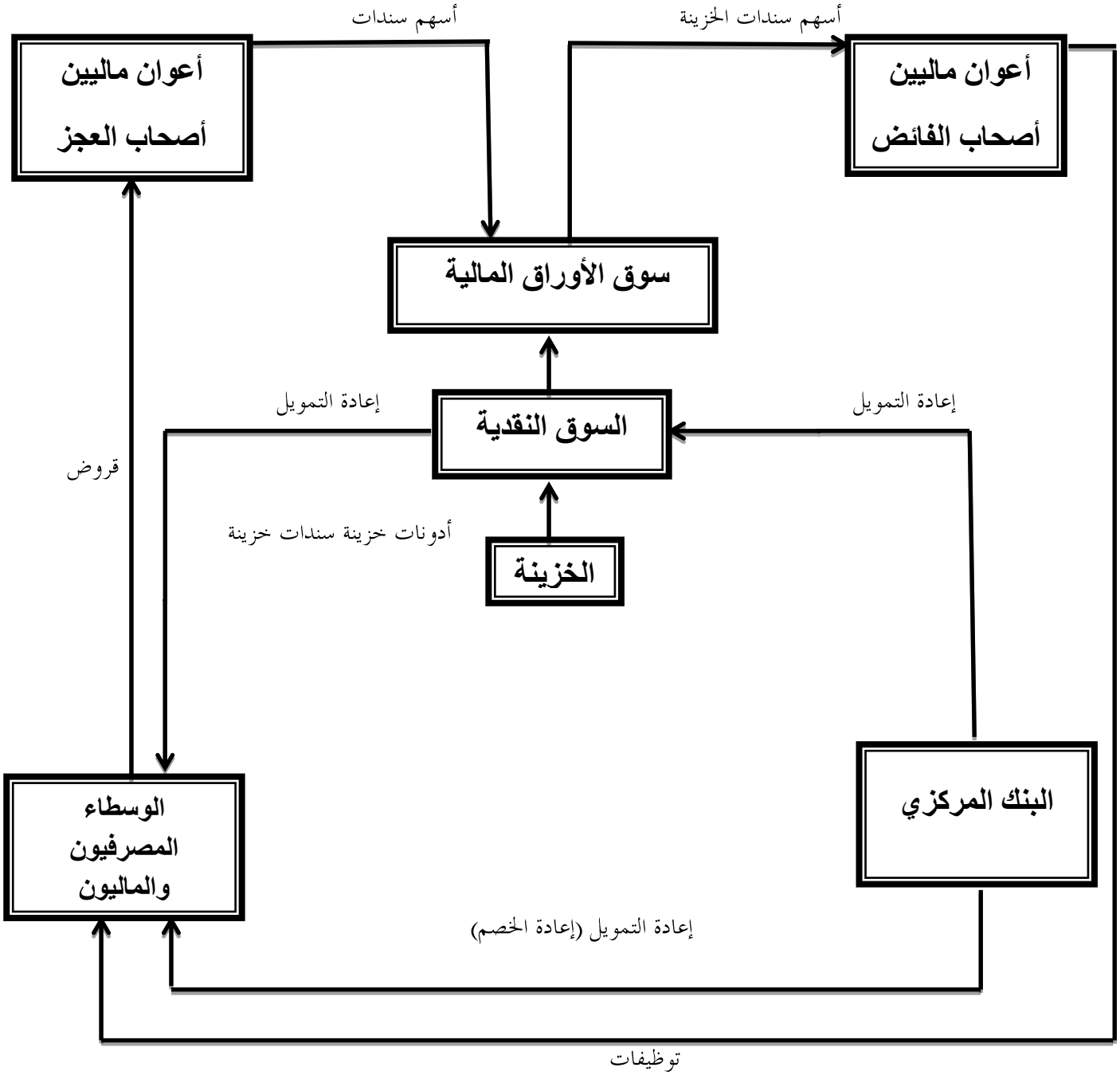
[1] Jean François Goux,Economie Monétaire & Financière Théories Institutions Politiques , Paris, Economies 3éme Edition 1998. P124.

[2] محمد الشريف ألمان: محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الدول الاقتصادية الكلية الأساسية، القطاع النقدي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية الجزء الثالث 2003، ص 126.

[3] Xairier braaley et Christan dexamps. Ap.citp.

يمكن تمثيل هذا النوع من الاقتصاد في الشكل التالي:

الشكل07 /10: سير اقتصاد الاستدانة.



Source: Jean, François Gausc, op, cit, p127

يتبين من خلال المخطط ملامح اقتصاد الاستدانة الذي تسيطر عليه الوساطة المالية، في حين أن سوق الأوراق المالية ضيقة تتداول فيها منتجات مالية تقليدية محدودة، كما أن إتباع السيولة يتم بتدخل البنك المركزي في السوق النقدية باستعمال أدوات رقابة نقدية تقليدية، مما يجعل من الضبط النقدي غير فعال يمكن القول على هذا تعبير "شو Shaw" ومكينون Mackimon أنه اقتصاد يتميز بالكبح المالي [1] على عكس هذا النوع من الاقتصاد، فإن هناك نوعا أخر له مميزات مغايرة تماما ألا وه واقتصاد الأسواق المالية وتلك النقطة التي يعالجها الفرع الموالي.

الفرع الثاني: اقتصاد الأسواق المالية

يتميز هذا الاقتصاد ب: [2]

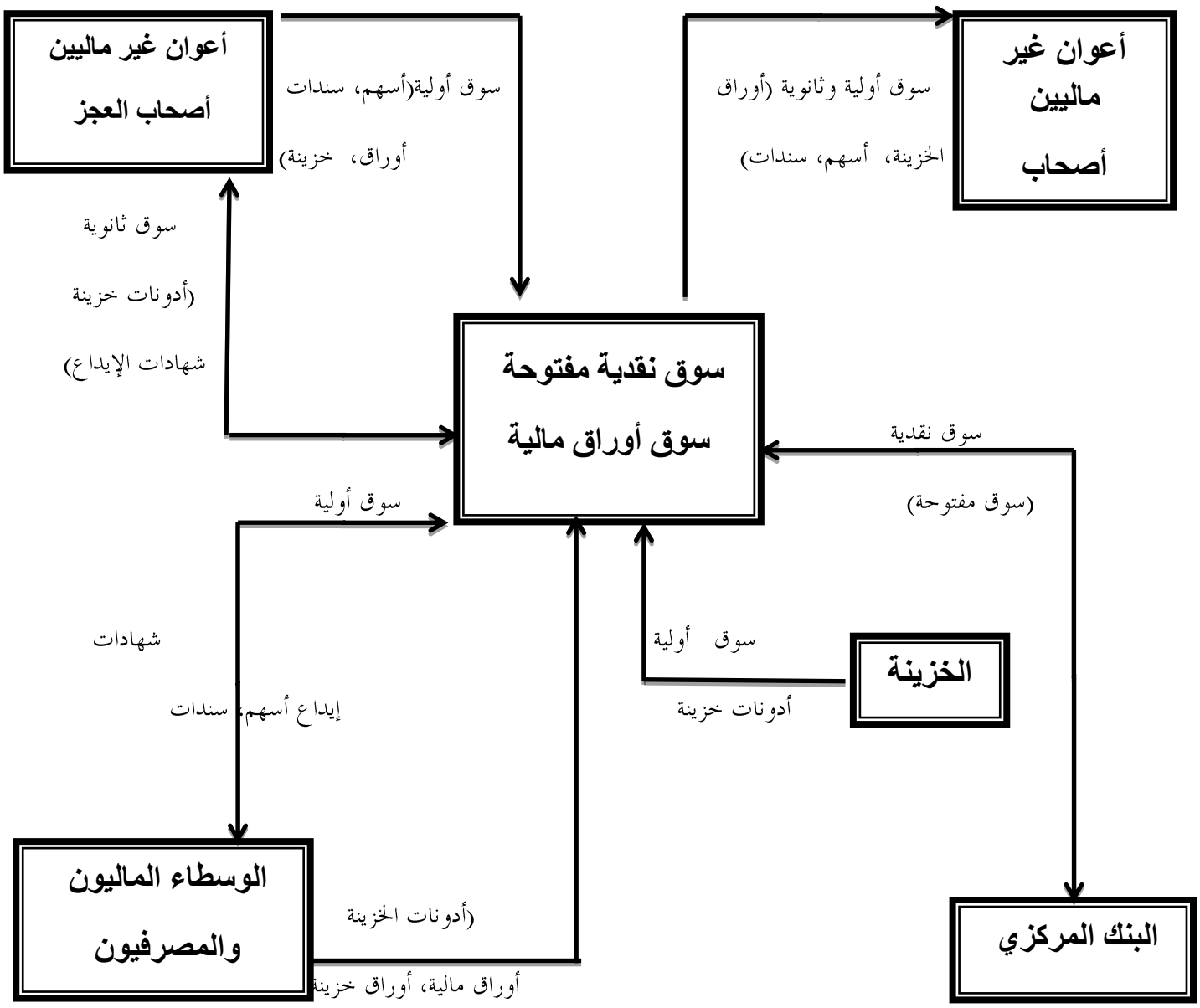
- هيمنة التمويل المباشر، في حين أن القطاع المصرفي لا يمول إلا بشكل هامشي.
- معدلات الفائدة المرنة تعكس التوازن بين عرض وطلب رؤوس الأموال.
- تتم عملية الضبط النقدي في السوق النقدية باستعمال تقنية السوق المفتوحة.
- استقلالية المؤسسات المالية والمصرفية فيما بينها واتجاه السلطة التنفيذية.
- الأوراق المالية المتداولة مشكلة أساسا من سندات الخزينة، الأمر الذي يعمل على تطوير سوق الأوراق المالية والنقدية.

[1] voir, Audrey, chouchane, verdier. Libéralisation financière et croissance économique « Le cas de l'Afrique subsaharienne » paris. Le harmattan .2001 p90.

[2] محمد شريف ألمان: مرجع سبق ذكره ص.ص. 125.126.

والشكل التالي يوضح سير هذا النوع من الاقتصاد:

الشكل10/08:سير اقتصاد السوق.



Sauce: jean, François. cousc. Op.cit. p126.

فمن خلال هذا المخطط يتبين بشكل جلي ملامح ومميزات اقتصاد الأسواق المالية أين تلعب فيه سوق الأوراق المالية والنقدية دورا أساسيا في التمويل وتوفير السيولة كما أن أدوات السياسة النقدية فعالة تتمثل أساسا في تقنية السوق المفتوحة يمكن من خلالها للبنك المركزي أن يتحكم بشكل جيد في الكتلة النقدية. ولكن يطرح هذا الاقتصاد العديد من المشاكل منها(2):

- تطور الإبداع المالي وتنوع تركيب الأوراق المالية جعل المدخرين خاصة في البلدان السائدة في طريق النم وغير قادرين على فهم خصائصها ومواكبة تطورها.

الفرع الثالث: أهم الفر وقات بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد الأسواق المالية

استنادا مما سبق يمكن تبيان النقاط الأساسية التي تميز اقتصاد الاستدانة عن اقتصاد الأسواق المالية في الجدول الموالي:

الجدول رقم 1: الفرق بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد الأسواق المالية

البيان	اقتصاد الاستدانة	اقتصاد أسواق مالية
- التمويل - معدلات الفائدة - الضبط النقدي - خلق النقود - المؤسسات المالية والمصرفية	- غير مباشر - غير مرنة محدد إداريا - تقنية إعادة الخصم - عملية داخلية - ليست مستقلة فيما بينها وتتحكم فيها الحكومة	- مباشر - مرنة تعكس توازن سوق رأسمال - تقية السوق المفتوحة - عملية خارجية - مستقلة فيما بينها وعن السلطة التنفيذية

المصدر: من إعداد الطلبة

خلاصة الفصل الأول:

تطرقنا في بداية هذا الفصل إلى التمويل المباشر والغير مباشر، وهذا وعرفنا الوساطة المالية على أنها الحلقة الرابطة بين الأموال الباحثة عن الاستثمار والاستثمار الباحث عن الأموال.

بتنوع مؤسسات الوساطة المالية يمكن لأغلبها اليوم الولوج إلى البورصات وممارسة دور الوسيط (اللاوساطة المالية)، إضافة لما توفره من أوراق مالية عبر طرح أسهمها فيها، هذا بالإضافة إلى تطور خدماتها (الوساطة الدولية).

كما يشمل تنوع الوساطة نوعية الخدمات التي يقدمونها والوسطاء يمكن أن تختلف أسماءهم وأشكالهم القانونية وذلك طبقا للقوانين التي تحكم البورصة، إلا أن وظائفهم متشابهة نوعا ما على مستوى كل بورصات العالم وتتلخص في:

- التفاوض على الأوراق المالية.
- حفظ الأوراق المالية.
- تقديم النصح والمشورة.

تسيير الحافظة لصالح العميل.

الفصل الثاني: ظاهرة الانتقال من الوساطة المالية إلى اللاوساطة المالية.

تمهيد:

المبحث الأول: دور الوسطاء الماليين في السوق المالي.

المطلب الأول: تعريف الوسطاء الماليين.

المطلب الثاني: دور الوسطاء الماليين.

المطلب الثالث: أنواع الوسطاء الماليين.

المبحث الثاني: ظروف التوجه نحواللاوساطة.

المطلب الأول: مؤشرات عملية الوساطة.

المطلب الثاني: صعوبات التخلي عن الوساطة المالية.

المطلب الثالث: أسباب اللجوء إلى اللاوساطة المالية.

المبحث الثالث: التكامل بين الوساطة واللاوساطة.

المطلب الأول: الاتجاهات الحديثة للوساطة المالية.

المطلب الثاني: عوامل نجاح اللاوساطة المالية.

المطلب الثالث: العلاقة التي تجمع بين الوساطة واللاوساطة.

خلاصة الفصل الثاني.

تمهيـــــــــــد:

تعمل حكومات الدول بصفة عامة جاهدة لكي تقوم سوق الأوراق المالية بأداء دورها بصورة سليمة، ولتحقيق ذلك لابد من توفر طائفة الوسطاء الماليين الذين يعملون على التقريب والتوسط بين طائفة المدخرين وطائفة المقترضين، ويعرف هذا الأسلوب بالتمويل الغير مباشر أ وما يعرف بالوساطة المالية، حيث تحول النمط التمويل لاسيما الدول المتقدمة والأسواق الناشئة من التمويل الغير مباشر إلى التمويل المباشر مما مهد لاستبدال وضعية اقتصاد الاستدانة (الوساطة المالية)، الذي ساد لقرون باقتصاد السوق المالي (اللاوساطة المالية)، ومن خلال المباحث التي تناولناها يمكن توضيح العلاقة بين هذه الفئات وذلك من:

المبحث الأول: دور الوسطاء الماليين في السوق المالي.

المبحث الثاني: ظروف التوجه نحواللاوساطة.

المبحث الثالث: التكامل بين الوساطة واللاوساطة.

المبحث الأول: دور الوساطة المالية في السوق المالية

الوساطة المالية تقوم وتعتمد أساسا على الوسطاء الماليين، الذين يعتبرون حلقة الوصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، يختلف الوسطاء الماليين من نقديين وغير نقديين يقومون بأعمال الوساطة مقابل عمولات .

المطلب الأول: تعريف الوسطاء الماليين Financial intermédiaires

فئة الوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أ والمقرضين أ والمصدرين للأوراق المالية.[1]

عادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي أ ومعنوي ويقوم بمجموعة من الأعمال، وعلى الرغم أن كل الوسطاء الماليين يقومون بنفس الوظيفة وهي قبول الأوراق المالية من المقترضين وإصدار الأوراق المالية الثانوية إلى المقرضين أ والمدخرين، إلا أنهم متشابهين ويمكن تقسيمهم إلى مجموعات حسب الصفة الغالية على أنشطتهم كالآتي:[2]

1. **الوسطاء الذين يتلقون الودائع**: حيث أن معظم الأوراق المالية الثانوية والتي هي مصدر للقروض التي يقدمها هؤلاء الوسطاء تأتي من الودائع سواء من الأفراد أ والمشروعات التجارية أ والصناعية أ والحكومية،ومثال لهؤلاء الوسطاء البنوك التجارية.

2. **الوسطاء التعاقديين**: حيث يدخل هؤلاء الوسطاء في تعاقد مع عملائهم بغرض الادخار لتوفير الحماية المالية ضد الخسائر المحتملة في ممتلكاتهم أ وحياتهم، وتعتبر شركات التأمين على الحياة والممتلكات وصناديق التقاعد، أمثلة لهذا النوع من الوسطاء.

3. **الوسطاء الثانويين**: ويطلق عليهم هذا الاسم لأنهم يعتمدون بدرجة كبيرة على مؤسسات مالية أخرى مثل: البنوك التجارية لتمويل قروضهم، ومثال هؤلاء الوسطاء شركات التمويل.

4. **وسطاء الاستثمار**: يقدم هؤلاء الوسطاء أوراق مالية سواء طويلة الأجل أ وقصيرة الأجل يمكن أن يحتفظ بها المستثمر لآجال طويلة أ ويبيعها إذا احتاج إلى أمواله، ومثال ذلك صناديق استثمار الأسهم، وصناديق استثمارالسندات، صناديق استثمار الأوراق النقدية طويلة الأجل. [3]

---

[1] حسين علي خريوش وآخرون: الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار ز هراء للنشر والتوزيع، مصر، طبعة 1998، ص29.

[2] محمد الصالح الحناوي: المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية مصر 1998، ص.ص. 204، 205.

[3] محمد الصالح الحناوي: المرجع السابق، ص 205.

المطلب الثاني: دور الوسطاء الماليين:

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة، والجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أ ومحتوي بشرط أن يكون مرخص بحسب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته.

1. **أعمال السمسرة:** من خلال هذه الخدمة يقوم السمسار هنا بتأدية خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها آلية العميل[1].
2. **صناعي الأسواق:** يقوم الوسيط بممارسة مهنته، وهي بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق ويقوم الوسيط بتنفيذ مهامه داخل السوق الثانوي سواء كان السوق نظامي أ والموازي، وذلك إما لصالح عملاءه أ ولصالحه الخاص، ويتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:
   - توفير السيولة اللازمة للسوق، وذلك عن طريق تفعيل السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب .
   - المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التداول وذلك بممارسة حقهم في البيع والشراء حسب ما تقتضيه مصلحة السوق المالي، وبما يحقق نوعا من الاستقرار في الأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.[2]
3. **متعهد وتغطية الإصدارات الأولية:** وتعني أن يقوم الوسيط بدور متعهد والإصدارات والتغطية سواء كان في صورة أسهم أ وسندات، ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى يتم القيام بهذا العمل، حيث أنه إذا لم يستطيع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هونفسه بشراء لحسابه الخاص وهذا لا يمكن إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار مثلا أ وشركة استثمارية.
4. **العمل في إطالة فترة استحقاق الدين:** لما كان الوسيط في الغالب عبارة عن مؤسسة مالية أ وشركة استثمارية، فإنه يستطيع إطالة فترة استحقاق الدين بعمل آلية محددة لعمليات الدفع، سواء كان ذلك بإطالة فترة استحقاق الدين أ والفائدة المترتبة عليه.
5. **تقليل المخاطر والنفقات:** غالبا ما يكون الوسطاء كما ذكرنا مؤسسات وشركات استثمارية وبالنظر لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات، فغالبا ما يعمل ذلك على تخفيض المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر[3] وعليه فقد قاموا بإنشاء مراكز البحوث لإتباع النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة عبر كافة أنحاء العالم وجمع المعلومات عنها، لاسيما التي قد تمس قطاع معين أ وصناعة ما، مما قد يؤثر على قرارات الاستثمار سواء كانوا أفراد أ وشركات أ وغيرهم من الأشكال يجب أن يحدد مسبق طبيعة العمليات المالية التي يريدها.

---

(1) حسين علي خربوش وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص30.

(2) وليد صافي، د.آنس البكري: الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، طبعة الأولى، سنة 2009، ص.ص. 35 . 36

(3) حسين علي خربوش وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص.ص.32.31.

6. **الإرشاد والنصائح:** إذ يمكن للمستثمر أن ينافس مع الوسيط مزايا وعيوب الشركات التي يريد الاستثمار في أوراقها، كأن يشتري ويحتفظ أ ويبيع أسهمها كما يمكن له أن ينصحه بالتخلي عن نوع معين من الأوراق الموجودة في محفظته. [1]

7. **التسيير:** حيث يقوم الوسيط بتسيير المحفظة المالية الكلية، على أن يقدم المستثمر المعني بصورة دورية كافة المعلومات على الصفقات المبرمة من بيع وشراء قيمة المحفظة والأرباح المحصلة وغيرها من المعلومات.

وتجدر الإشارة إلى أن المستثمرين خاصة من الجمهور، غالبا ما يقفون حياز أمام العدد الهائل من الأدوات المالية التي من الممكن أن يستثمروا فيها، كما أنهم يقفون كذلك اتجاه قرار حاسم يتمثل في الهدف من شرائهم أدوات مالية أخرى، أي هل يرغبون في تحقيق أرباح رأسمالية (يرجعون ارتفاع القيمة النقدية لتلك الأصول في المستقبل)، أ وتحقيق أرباح على الصفقات المبرمة كما أنه يمكن لأي مستثمر أن يجمع بين هدفين في حافظته المالية، عندئذ تصبح أهمية الوسيط أكبر بالنسبة للمستثمر، وعليه فإن هذا الأخير يلجأ للوساطة في اتجاه قراراته الاستثمارية لأسباب التالية:

- **تكلفة المعلومات:** إن شراء أسهم سندات مؤسسة أ وهيئة معينة يتطلب معلومات خاصة الوظيفة المالية لها، سمعتها وقدرتها على التسديد، وعادة ما يكون المستثمر بعيدا عن بعض المجالات الضرورية لمعرفة ذلك مثل التحليل المالي وغيره من التقنيات التي يتخصص فيها الوسطاء ويوفرونها للمستثمرين بأسعار أقل مما ل وبحث عنها بمفرده، فدور الوساطة وموظفوها يمتازون بمعرفتهم الجيدة وتخصصهم في عدة مجالات. [2]
- **تكلفة المعاملات:** إذ نجد أن المستثمرين في البورصة، والذي يتوفر على مبالغ محدودة يدفع نسبة عالية من المصاريف الخاصة بهذا النوع من الصفقات وعليه فإن الوسطاء يجمعون الكثير من الصفقات ويدفعون عنها المصاريف بصورة مشتركة، مما يخفض من تكلفة الصفقة الواحدة وهذا ما يشجع المستثمر على اللجوء للوساطة.
- **عجز المستثمر:** أي عجز على شراء ورقة مالية عندما يكون سعرها مرتفع جدا يعرف هذا المبدأ بوحدوية أ وعدم انقسام أ واشتقاق الأوراق المالية، فعندما يعجز المستثمر عن شراء ورقة ما بحيث الاستثمار فيها، يلجأ للوسطاء الذين لهم الحق في إصدار أوراق غير مباشرة بقيمة اسمية منخفضة وبيعها للمستثمرين، بذلك يمكن لهؤلاء المستثمرين شراء جزء من الورقة الأصلية التي يودون إضافتها لمحفظتهم بغرض التنويع أ وتحقيق الأرباح أ وتخفيض المخاطرة أ وغيرها من الأغراض.
- **التخصيص:** إذ أن المستثمر قد يحتاج إلى تقنية خاصة أ ومعارف عالية في تنفيذ بعض الصفقات أ والعقود، هذا ما يوفره بعض الوسطاء نظرا لتخصصهم الدقيق في نوع معين من العمليات المالية، مما يجعل المستثمرين يلجئون إليهم للاستفادة من تلك الخبرات، كما قد يتخصص الوسيط في التعامل بورقة مالية معينة عندئذ يعرف هذا النوع من الوسطاء بالمعلومات والإرشاد من جهة أخرى، فهناك مئات وربما آلاف من البدائل الاستثمارية بخصائص مختلفة وأنه من مهام الوسطاء مساعدة المستثمرين على تكوين حوافظهم التي تحقق لهم أكبر عدد من الأهداف المسطرة.

---

[1] جبار محفوظ: تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، طبعة 2002، ص.9.

[2] جبار محفوظ: مرجع سبق ذكره، ص .ص.11.10.

المطلب الثالث: أنواع الوسطاء الماليين:

يمكن تصنيف المؤسسات المالية إلى نوعين أساسيين هما: الوسطاء الماليين والمؤسسات المالية الأخرى.

شكل 10/09: المؤسسات المالية.

المؤسســـات الماليـــــة

الوسطاء الماليون	المؤسسات الماليةالأخرى
– البنوك التجارية وبنوك الادخار	– السماسرة وتجار الأوراق المال
– مؤسسات الادخار والإقراض	– بنوك الاستثمار
– شركات التأمين	– بنوك الرهن العقاري
– شركات الاستثمار	
– صندوق المعاشات	
– شركات التأجير	

المصدر: عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية " بنوك تجارية" أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004، ص13

1. **الوسطاء الماليون:** الوظيفة الأساسية للوسيط المالي هوقبول الأوراق المالية من وحدات العجز وإصدار أوراق مالية ثانوية مختلفة عن الأولى لإحداث الفائض المالي ويمكن إجراء التقسيم الحالي:

- **وسطاء الودائع:** تعتبر وسيط مالي لأن معظم الأوراق المالية التي تصدرها مقابل الودائع التي تتحصل عليها وحدات الادخار (الفائض) وتدخل تحت هذه الفئة البنوك التجارية، مؤسسات الادخار والإقراض وبنوك الادخار.
- **وسطاء بالتعاقد:** حيث يتم التعاقد بين الوسيط والعملاء لحماية الممتلكات أ والتأمين على الحياة، ومن أهم الأنواع نجد شركات التأمين عل ى الحياة والممتلكات وصناديق المعاشات الخاصة.
- **وسطاء الاستثمار:** حيث تقدم للجمهور الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، التي يمكن الإحتفاض بها طالما الاستثمار الأجنبي قائم أ وبيعها بسرعة إذا رغب العميل في ذلك.

2. **المؤسسات المالية الأخرى:** إن الفئة الخاصة بالسماسرة الأوراق المالية أ ومجمل تجار الأوراق المالية وبنوك الاستثمار وبنوك الرهن العقاري، لا يعتبرون وسطاء ماليين لأنهم لا يخلفون لأنفسهم أوراق مالية ثانوية، كما تفعل البنوك التجارية، إنما يقتصر دورها على نقل الأوراق المالية المصدر من المنظمات إلى المشتري.

- **سماسرة الأوراق المالية:** يعتبر الوسطاء بين المشتري وبائعي الأوراق المالية مقابل ذلك يحصل السماسرة على عمولة مقابل البحث على المشتري والبائع لهذه الأوراق.
- **تجار الأوراق المالية:** لا يقتصر دورهم عن المشتري والبائع للأوراق المالية لإتمام الصفقة بينهما، بل شراء هذه الأوراق لحسابهم، لذلك فهم يتحملون المخاطر المترتبة عن شراء هذه الأوراق والاحتفاظ بها على أمل إعادة بيعها وتحقيق ربح مناسب في المستقبل.

المبحث الثاني: ظروف التوجه نحواللاوساطة

نظرا لأهمية التمويل المباشر أدى إلى الانتقال من الوساطة إلى اللاوساطة المالية.

المطلب الأول: مؤشرات عملية الوساطة:

الفرع الأول: مؤشرات تطور الوساطة المالية:

لإظهار مدى تطور أ وتخلف الوساطة المالية في اقتصاد معين نستعين بالدراسات التالية، وهي دراسات تستعمل مؤشرات لتحديد درجة تطور الوساطة المالية.[1]

- **دراسات R-GOLD SMITH مؤشرات العلاقات المالية:**

هذه الدراسات الخاصة بتطور البنية المالية للدول المختلفة، بينت أن وجود معدلات نقدية(Taux de monétisation) ومستوى الوساطة المالية ضعفين، هي من العوامل الأساسية التي تشرح وجود نسبة علاقة مالية ضعيفة في هذه الدول حيث نسبة العلاقة المالية تساوي أصول المنشآت المالية (قروض) على الناتج الوطني الخامPNB أي:

$$\text{مؤشر R-GOLD SMITH} = \frac{\text{أصول المنشآت المالية}}{\text{الناتج الوطني الخـــــــام}}$$

إن حسب دراسة R-GOLD SMITH المؤشر الذي تقاس به درجة تطور الوساطة المالية في اقتصاد معين هي نسبة أصول المنشآت المالية لهذا الاقتصاد والناتج الوطني، فكلما كانت هده النسبة كبيرة ذل ذلك على تطور مالي ونقدي لهذا الاقتصاد والعكس إذا كانت النسبة ضعيفة .

[1] دعاشي صبرينة آخرون: تقييم أداء الوساطة المالية في الجزائر , مذكرة مالية , سطيف 2003، 2004

- **دراساتMc –kinnon** :

استعمل العالم النقدي النسبة التالية: Mc –kinnon

$$\text{Mc –binon} = \frac{\text{الكتلة النقدية}}{\text{الناتج الوطني الخام PNB}}$$

كمؤشر لقياس تطور الوساطة المالية للاقتصاد وكذا التطور النقد له، فالمستوى الضعيف لهذه النسبة بدل على عدم تطور الوساطة المالية والتخلف النقدي والمالي لهذا الاقتصاد، أ وما يسمى بالكبح أ والقمع النقديFinancière et monétaire répression

وحسب هذه الدراسة فإن المؤشر الذي يقيس درجة تطور الوساطة المالية للاقتصاد إلى الناتج الوطني الخام، ومستوى هذه النسبة هوالذي يحدد تطور أ وتخلف الوساطة المالية في هذا الاقتصاد.

دراسات "Townsend": في اقتصاد استدانة القروض الاقتصادية المرجحة في التمويل الاقتصادي وفي مقابلات الكتلة النقدية والقانونية مرجحة في التداول، أي أنها مرجحة في نسبة الكتلة النقدية، وإذا قاس درجة الوساطة المالية حسب **Townsend** يتم عن طريق النسبتين التاليتين:

$$\text{النسبة الأولى} = \frac{\text{قروض بنكية للاقتصاد}}{\text{الناتج الوطني الخامP}}$$

$$\text{النسبة الثانية} = \frac{\text{قروض بنكية للاقتصاد}}{\text{(قروض الاقتصاد + نقود قانونية)}}$$

إن ارتفاع مستوى النسبتين يدل على نشاط الوساطة المالية وقوتها لهذا الاقتصاد، إن ارتفاع النقود القانونية في النسبة الثانية يدل على انخفاض النقود الكتابية أ والبنكية في هذا الاقتصاد، وبالتالي وساطة مالية ضعيفة والعكس إذا كانت النقود القانونية في الاقتصاد منخفضة اي وساطة مالية نشيطة ومتطورة .

- **مؤشر التحويل البنكي أ والمالي:** ويمثل بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل التحويل البنكي} = \frac{\text{قروض طويلة أ ومتوسطة– ودائع لأجل}}{\text{القروض الإجمالية المستعملة}}$$

تعتبر الودائع لأجل كبيرة فهذا يدل على تحويل بنكي ضعيف لأن البسط يكون منخفض وبالتالي تكون النسبة منخفضة، فتكون القروض متوسطة وطويلة الأجل مغطاة بودائع لأجل كبيرة لأن البسط يكون منخفض، وبالتالي تكون النسبة منخفضة أ وضعيفة أي أن معدل التحويل البنكي أ والمالي ضعيف والعكس إذا كانت الودائع لأجل ضعيفة فتكون القروض متوسطة وطويلة الأجل مغطاة بودائع لدى الطلب ومعدل التحويل البنكي أ والمالي يكون مرتفع وقوي أ والمعدلات السابقة الذكر يدل على التطور المالي والنقدي ونشاط مرتفع للوساطة المالية مستوى ضعيف نسبيا للمؤشرات السابقة يدل على التخلف النقدي والمالي، أ وما يسمى بالكبح النقدي والمالي وساطة مالية ضعيفة النشاط .

الفرع الثاني: مؤشرات أداء الوساطة المالية:

1. الحجم:

1.1. مؤشرات الحجم النسبي:

$$\text{أ} = \frac{\text{أصول البنك المركزي}}{\text{إجمالي الأصول المالية}}$$

تبين هذه النسبة مكانة البنك المركزي في الاقتصاد، حيث كلما كانت مرتفعة يدل هذا على تدخل البنك المركزي بصفة كبيرة في النظام المالي ككل (يدل على تخلف نقدي للاقتصاد).

$$\text{ب} = \frac{\text{أصول البنك التجارية}}{\text{إجمالي الأصول المالية}}$$

تبين هذه النسبة مكانة البنوك التجارية في النظام المالي، حيث كلما كانت مرتفعة يدل هذا على ارتفاع حجم نشاط البنوك التجارية في النظام المالي (يدل على اقتصاد متطور).

$$\text{ج} = \frac{\text{أصول المؤسسات الماليـــــة}}{\text{إجمالي الأصول الماليـــــة}}$$

تبين هذه النسبة مكانة المؤسسات المالية في النظام المالي، حيث كلما كانت مرتفعة يدل على تطور نقدي للاقتصاد (توسع نشاط الوساطة المالية أي هناك وساطة مالية بنكية وغير بنكية) .

2.1. مؤشرات الحجم المطلق:

$$\text{أ} = \frac{\text{أصـــــول البنك المركـــــــــــــزي}}{\text{الناتج الإجمالي الداخلي PIB}}$$

تبين لنا النسبة مكانة البنك المركزي بالنسبة للاقتصاد ككل (تدخل مفرط للبنك في الاقتصاد)، أي التمويل النقدي التضخمي للنشاط التجاري .

ب = أصـــــول البنك التجـــــــــــــــاري / الناتج الإجمالي الداخلي PIB

تبين لنا هده النسبة مكانة البنوك التجارية بالنسبة للاقتصاد ككل (حجم البنوك التجارية كبيرة بالنسبة للاقتصاد ارتفاع حجم الوساطة البنكية في الاقتصاد)، أي ارتفاع الأموال القابلة للاقتراض لتمويل مشاريع الإنتاجية .

ج = أصـــــول المؤسسات الماليـــــــة / الناتج الإجمالي الداخلي PIB

تبين لنا هده النسبة مكانة المؤسسات المالية بالنسبة للاقتصاد ككل وهذا يدل على تدخل المنشآت المالية غير البنكية في تمويل النشاط الاقتصادي، أي أنه كلما كانت النسبة المرتفعة (ارتفاع الوساطة المالية غير البنكية).

2. النشاط:

أ = قروض البنوك التجارية للقطاع الخاص / الناتج الإجمالي الداخلي PIB

كلما كانت هذه النسبة مرتفعة يدل على وساطة بنكية نشيطة، أي ارتفاع التمويل البنكي للمشاريع التمويلية ذات المر دودية العالية أي مشاريع القطاع الخاص .

ب = قروض البنوك التجارية والمؤسسات المالية للقطاع الخاص / الناتج الإجمالي الداخلي PIB

تبين لنا هذه النسبة نشاط الوساطة المالية أي البنكية وغير البنكية، حيث كلما كانت النسبة مرتفعة يدل على كفاءة في منح القرض البنكية (القروض ككل في تمويل المشاريع الإنتاجية , الإنتاجية المربحة أي ذات مردودية عالية)، والعكس في حالة انخفاض النسبة .

3. فعالية النظام البنكي:

أ- الهامش الصافي لأسعار الفائدة= الإيراد من معدل الفائدة (j)مدين-الإيراد من معدل الفائدة (i) دائن / أصول البنوك التجارية

كلما كانت النسبة مرتفعة يدل على ربحية نشاط الوساطة البنكية، حيث كلما كان الهامش مرتفع هذا يؤثر سلبا على الاقتصاد (عدم وجود منافسة بين البنوك أي احتكار البنوك للسوق وبذلك فرض شروط القرض على زبائنها)، وكلما كان الهامش منخفض يؤثر إيجابا على الاقتصاد (وجود منافسة وبالتالي انخفاض في أسعار الفائدة المطبقة أي انخفاض تكلفة الخدمات البنكية المقدمة وبالتالي حصول البنك على الميزة التنافسية).

4. هيكل النظام البنكي:

أ- درجة تركيز البنوك التجارية= الأصول وأكبر البنوك التجارية / أصول البنوك التجارية

كلما كانت النسبة عالية يدل على درجة احتكار كبيرة(عدم وجود تنافس، أي انعدام الصفة التنافسية وهدا يعرقل تحديد الأسعار عن طريق ميكانيزمات السوق.

ب- درجة نقود البنوك الأجنبية: تبين هذه النسبة مكانة البنوك الأجنبية بالنسبة للاقتصاد ككل.

حصة البنوك التجارية = عدد البنوك التجارية / إجمالي البنوك التجارية

تبين هذه النسبة مكانة البنوك الأجنبية من حيث العدد

* حصة البنوك الأجنبية (الأصول) = أصول البنوك الأجنبية / إجمال أصول البنوك التجارية

المطلب الثاني: صعوبات التخلي عن الوساطة المالية

الوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوسطاء الماليون هي الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز والوحدات الاقتصادية ذات الفائض، أي بين مجموعتين من الأشخاص المقرضين والمقترضين، وهنا قد يتساءل البعض.

هل تستطيع كل مجموعة من المجموعتين القيام بالخدمات التي يقدمها الوسيط بنفسه دون الحاجة إلى تدخله ؟ وبعبارة أخرى هل الوساطة تكلفه إضافية يمكن الاستغناء عنها؟

- ومقدمها لا بد أن نتوقع منطقيا أن تكون الإجابة على هذا السؤال بالنفي، وإلا لما احتلت وظيفة الوساطة المالية هذه المكانة العالية ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، وفي الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات يجد الأفراد العاديين والمؤسسات أنه من الصعب، إن لم يكن من المستحيل قيامهم بها بأنفسهم، والكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها، وللتغلب على تلك الصعوبات نستطيع اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية، التي تتوسط لها لدى الجمهور ول وكانت مساهمتهم قليلة، إلا أنها تستطيع تجميع هذه المساهمات لتأمين في الأخير المبالغ المالية التي تحتاجها هذه المشروعات، وهي بهذا تقدم خدمات مختلفة ومفيدة إلى الطرفين[1] وننشأ اقتصاديات السلع في الوساطة من مبلغ الأموال المسيرة وذلك لأسباب:

أولا: كلما ارتفع حجم الصفقات المالية كلما انخفضت تكاليف شراء وبيع الأوراق، ومنه تكون نفقات الوساطة من السندات والأسهم نسبيا أقل أهمية إذا طبقت على 1000 ورقة، كلما ارتفع حجم الصفقات العمومية كلما انخفضت تكاليف شراء وبيع الأوراق.

ثانيا: الوساطة المالية يمكن أن تقضي على عدم قابلية بعض الأوراق الأولية للتجزئة، حيث تشتري مؤسسات الوساطة المالية هذه الأوراق المالية.

ثالثا: يمكن للوسيط تنويع محفظته باكتسابه لأوراق مصدرة من مختلف المقترضين ومنهم تخفيض الخطر، ويمكن القول من أن وجود الوسطاء الماليين في النظم المالية المعاصرة.

يترتب عليه بشكل أ وبآخر تحقيق وافرات اقتصادية تعمل على تخفيض حجم الضياع الاقتصادي الذي يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام الراغبين في الاستثمار وتهيئ أفضل الظروف التي في ظلها يوازنوا بين السيولة والرغبة، حيث أن التضحية التي يتحملها الفرد من جراء احتفاظها بثروته في شكل نقود أ وأصول مالية مباشرة جديا وراء عامل السيولة ستكون باهظة بالمقارنة بما يتحمله الفرد ل واحتفظ بثروته كلها أ وجزء منها على شكل أصول مالية مباشرة وهذه التضحية، أ وكما يطلق عليها البعض تكلفة أ والفرصة البديلة تتشكل بواسطة الإيرادات الداخلية أ والربعية التي تدرها ثروته ل وأحتفظ بها في صورة أصول مالية غير مباشرة.

[1] حسين بن هاني: "اقتصاديات البنوك والنقود"، الإسكندرية، طبعة الأولى، 2008، ص. 323 .

المطلب الثالث: أسباب اللجوء إلى اللاوساطة

إن إصلاح المنظومة المالية يكون محدود النجاح من حيث الأهداف المرجوة منه إذا لم يتم ضمن الإصلاحات الاقتصادية والمالية الشاملة، كما أن هناك اتجاها عاما في الاقتصاديات الحديثة تمثل أساسا في التوجه نح وطرق التمويل المباشر (على حساب طرق التمويل الغير مباشر)، أي اللجوء أكثر فأكثر إلى الأسواق المالية للتزويد برؤوس الأموال الضرورية لإنشاء وتوسيع الشركات أدى ذلك الوضع بالبنوك إلى تنويع أنشطتها ومنتجاتها.

- تميز الربع الأخير من القرن الماضي والسنوات الأولى من هذا القرن بندرة رؤوس الأموال في كافة أنحاء العالم تقريبا لاسيما بعد افتتاح الكتلة الشرقية، إذ أدى ذلك إلى زيادة فرص الاستثمار هناك الشيء الذي جعل مصادر التمويل التي كانت تتوجه إليها الدول النامية تنتج أكثر فأكثر خاصة في العشرية الأخيرة، كما تم ابتداع العديد من الأساليب والأدوات المالية الجديدة الكفيلة بجلب رؤوس الأموال وتسهيل عولمتها من جهة ثانية، وعليه فقد أصبح توزيع تلك الأموال على مختلف المحتاجين أ وباستعمال وسائل الاتصال الحديثة التي تتصف بالكفاءة على المستوى العالمي وتحت ضغط ظاهرتي ارتفاع تكاليف التمويل بوساطة بالنسبة للمؤسسات من جهة، وسعي أصحاب الفوائض المالية لتوظيف مدخراتهم في الأدوات والمشاريع التي تحقق لهم أكبر عائد ممكن من جهة أخرى .
- تحول نمط تمويل لاسيما في الدول المتقدمة والأسواق الناشئة من التمويل الغير مباشر إلى التمويل المباشر، مما مهد لاستبدال وضعية اقتصاد الاستدانة (اقتصاد السوق) الذي ساد لقرون باقتصاد السوق المالي.[1]

الفرع الأول: تحول نمط التمويل:

لقد لعبت البنوك الدور الأساسي في تمويل الاقتصاديات المختلفة على مدى القرون الأخيرة، غير أن التحولات المختلفة التي شهدتها الأسواق المالية في الثلاثين سنة الأخيرة جعلت المحتاجين لرؤوس الأموال يتجهون أكثر فأكثر لتلك الأسواق ليتزود دائما بما يحتاجونه من الأموال، لاسيما وأن الأدوات المتاحة في تلك الأسواق أصبحت متعددة ومتنوعة إلى درجة أنها أصبحت تلبي حاجات كافة الأنواع من المتعاملين تقريبا، وأن التعامل بها أصبح يتطلب كفاءات متخصصة من قبل الإدارات المالية للشركات والأطراف المتدخلة .

مصادر التمويل: من المعروف أن مصادر التمويل تتكون أساسا من ثلاث أنواع رئيسية:

- **التمويل الذاتي:** الذي يتم باستعمال الإهتلاكات، الأرباح المحتجزة، الاحتياطات المتجمعة.
- **رفع رأس المال:** وذلك بإصدار أسهم جديدة وتسويقها.
- **اللجوء إلى الاستدانة:** لتلبية احتياجات المؤسسة من رؤوس الأموال والتي قد تكون طويلة، متوسطة أ وقصيرة الأجل، ما يهمنا في هذه المعالجة هوالجانب أ والحالة التي تلجأ فيها المؤسسة إلى طرق التمويل باللجوء العالي للادخار، أي اللجوء إلى التمويل المباشر بتفادي الوساطة البنكية والحصول على احتياجاتها من رؤوس الأموال من الجمهور، تقوم المؤسسات بذلك بدافع أساسي هوضغط تكاليف التمويل، من جهة أخرى سنركز أيضا على مصير البنوك ومؤسسات الإقراض الأخرى بعد أن فقدت الكثير من مكانتها في السوق لصالح اللاوساطة المالية.

[1] جبار محفوظ: تحول نمط التمويل وضرورة إصلاح السوق المالية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 25جوان 2006، ص. 111.

الفرع الثاني: توسع اللاوساطة المالية:

يعود توسع اللاوساطة المالية أساس إلى زيادة لأهمية رأس المال الخاص في تمويل المؤسسات وتزايد وتنوع الإصدارات في الدول الغربية، حيث بدأ القائمون على تلك المؤسسات في التوجه أكثر فأكثر على تدعيم ذلك البند من بنود رأس مال مند منتصف السبعينات في الدول الأنجلوساكسونية، ومع مطلع الثمانينات في باقي الدول المتقدمة ففي فرنسا مثلا: تناقصت نسبة الوساطة البنكية خلال عشرية الثمانينات كثيرا لصالح التمويل المباشر وعليه فإن عملية التمويل قد أصبحت تتم أكثر فأكثر بين طرفين فقط.[1]

جدول رقم 02: تطور الوساطة المالية في فرنسا خلال فترة 1981-1986

السنـــــــــــة / طبيعة التمويل	1981	1982	1983	1984	1985	1986
التمويل بواسطة مؤسسات القروض(A)	317.3	406.8	390.4	353.6	373.5	221.6
التمويل بدون وساطة (B)	92	123	161.3	199.3	226.5	340.5
مبالغ التمويل إجمالي (C)	409.3	529.8	552.1	552.9	600	562
نسبة الوساطة المالية (D)	0.78	0.77	0.71	0.64	0.62	0.39

Source: conseil national du crédit (France) ,in: biacabe.p.d'une intermédiation financière à une autre: bcas de la désintermédiation, revue d'économie financière N° 4.mars 1988.p: 36

ويتضح جليا من الجدول السابق تناقص نسبة الوساطة البنكية في عملية تمويل الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة المدروسة، مما يثبت بما لا يدع مجالا للشك أن دور البنوك ومؤسسات الإقراض الأخرى قد تناقض فيما يتعلق بتمويل الاقتصاد، هذا يعني تزايد نسبة التمويل المباشر كما يكشف الجدول التالي:

جدول رقم 03: تطور اللاوساطة في فرنسا خلال 1981-1986

| سنة / البيـــــــــــ

ويثبت الجدول السابق بكل وضوح أن التغير كان لصالح اللاوساطة خلال عشرية الثمانينات، إذ مولت المؤسسات الفرنسية مباشرة بنسبة 22% فقط سنة 1981، وارتفعت هذه النسبة لتصل 61 بالمائة سنة 1986 وأدى هذا التوسع في التمويل المباشر، أي التمويل بواسطة الإصدارات ما عرف فيما بعد بتمويل الاقتصاد الوطني بواسطة التوريق.

- وقد أدى ظهور اللاوساطة في الجزائر مند أن أصدرت الشركة الوطنية للإنتاج وتسويق المحروقات (سونا طراك) ما مقداره 5 ملايير دينار من السندات في 1998 (ارتفع الطلب على هده الأخيرة الشيء الذي جعل السلطات العمومية أنداك توسيع من هذا القرض ليصل إلى 12مليار دينار).بعد ذلك أصدر كل من مجمع رياض سطيف مليون سهم، مجمع صيدال 2 مليون سهم وشركة تسيير فندق الأوراسي 1.2 مليون سهم، مما أتاح لها جمع المبالغ التالية نتيجة تلك الإصدارات: 2.3 مليار دينار، 1.6 مليار دينار، 480 مليون دينار على التوالي وبذلك استطاعت تلك الشركات أن تتزود من الادخار الوطني دون الاستعانة بوساطة بنكية.

المبحث الثالث: التكامل بين الوساطة واللاوساطة

تعتبر الوساطة والأسواق المالية طريقتان للتقرب بين العرض والطلب على رؤوس الأموال، فهما حلقتا وصل تنطلق من أصل واحد لعرض رؤوس الأموال ولديهما نفس الاتجاه (الطلب على رؤوس الأموال)، وهما يرتبطان بالعديد من الروابط التي تضمن تحقيق التكامل والاعتماد على مستوى سوق المال ككل، وأصل هذه الارتباطات هوتدخل البنوك في أسواق المال خاصة بعد أن رأت أن دورها في تمويل الاقتصاد يقل مقارنة بالأسواق المالية التي أصبحت تلعب دور أكثر أهمية في التمويل بسبب تأثير تطور الأسواق المالية على نشاط البنوك والعكس، وعليه بدأت البنوك بالتنويع في نشاطها من خلال الاستثمار في السوق المالي.

المطلب الأول: الاتجاهات الحديثة للوساطة المالية:

على الرغم من أن بعض التقسيمات لمؤسسات الوساطة المالية تذهب باتجاه تصنيفها إلى مؤسسات ودائعية وغير ودائعية وهوالاتجاه الذي يعزز طبيعة الوظيفة الأساسية التي تفرق بينهما وهي قبول الودائع من عدمه، إلا أن اتجاهات معاصرة تعكس لنا تداخل كبير بين هذين النوعين من مؤسسات الوساطة المالية ونشوء مؤسسات مالية شاملة للنشاط، ومن أهم الملامح البارزة لهذا الاتجاه المعاصر في السوق المالية.[1]

1. **النزعة المتنامية باتجاه الاندماج:** يمكن القول بأن ظاهرة الاندماج تجلت بشكل كبير وواضح في المصارف، وهوأحد المتغيرات المصرفية العالمية الجديدة التي تزايد تأثيره بقوة وبشكل خاص خلال النصف الثاني والتسعينات مع تزايد الاتجاه نح وعولمة البنوك كجزء من نظرية العولمة الاقتصادية، ويلاحظ أن الاندماج المصرفي يتزايد بشكل كبير نتيجة لمتغيرين آخرين أساسين من متغيرات العولمة اللذان أثرا ولا يؤثران بشكل كبير على عمليات الاندماج وهما:

-اتفاقيات تحرير الخدمات المصرفية التي تأتي ضمن اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات التي تتولى تطبيقها منظمة التجارة العالمية، حيث أن هذا التحرير زاد من حدة المنافسة في الأسواق العالمية، وبالتالي أخد بشكل ما يسمى بالكيانات المصرفية العملاقة التي تكون قادرة على المنافسة في السوق العالمية.

[1] عبد الحميد المطلب: العولمة واقتصاديات البنوك، دار الجامعية إبراهيمية، الإسكندرية، 2005، ص. ص. 151 , 152.

– معيار كفاية رأس المال بما لا يقل عن 8 بالمائة من قسيمة الالتزامات المصرفية ضمن اتفاقية بازل 1ق2 وهوما دفع الكثير من البنوك الصغيرة إلى الاندماج المصرفي مع بعضها البعض لزيادة قدرتها على التواجد والاستثمار في السوق المصرفية العالمية ولعل المؤشرات الدالة بقوة على ذلك، تلك البيانات التي تشير إلى أن قيمة عمليات الاندماج المصرفي في العالم بلغ حوالي 2.6 تريليون دولار عام 1998 بزيادة وصلت إلى 54 بالمائة عن العالم السابق، منها حوالي 1.62 تريليون دولار في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها تمثل 1400 صفقة اندماج و700 مليار دولار في الدول الأوربية بزيادة 30 بالمائة عن قيمة صفقات الاندماج المصرفي عام 1998، وخلال الخمسة والعشرين سنة الماضية انخفض في و.م.أ عدد المصارف التجارية من 1400 إلى 9000 وفي نهاية عام 2000 وجد أنه هناك 8315 مصرف تجاري انخفضت إلى 8200 مصرف تجاري بحلول عام 2002[1]

ومن ناحية أخرى نلاحظ عمليات الاندماج المصرفي لم تقتصر على البنوك والمؤسسات المصرفية المحلية على نطاق الدولة الواحدة فقط، أي تعدت المستوى المحلي إلى المستوى العالمي وكان أهمها ما أعلن عنه في عام 1998 عن اندماج بنكي "دويتش بنك ألماني " و" باتكرزتواش الأمريكي " وبلغت قيمة الصفقة 9.2 مليون دولار.[2]

2. الشركات القابضة للمصارف: Bank holding compagnies

باتجاه مواز لنزعة الاندماج بين المصارف فإن تنامي ظهورا لشركات القابضة (المالكة) للمصرف يمثل اتجاها معاصرا في تغيير نسبة ومؤسسات الوساطة المالية، وتمثل الشركة القابضة للبنك تنظيما إداريا يتم بموجبه الامتلاك أ والهيمنة على رأس مال المصرف أ وأكثر، وكذلك يمكن للشركة السيطرة على أسهم (رأس المال) مشروعات الوساطة المالية غير مصرفية أيضا نموذج حول مؤسسة الوساطة المالية شمولية النشاط، وتمارس هذه المؤسسات الوسيطة دورا واسعا في أسواق المال العالمية نتيجة إمكانياتها المالية وقدرتها على مواجهة المخاطر المتوقعة وتنوع محفظتها الاستثمارية، وقد ساعد ظهور وتنامي هذه الشركات القابضة للمصارف على الإسراع في الدخول نح والوساطة المالية غير المصرفية.

3. تعدد أنشطة الوساطة المالية:

إن خدمة الوساطة الدولية مثلا هي من الخدمات الرائدة التي بدأت تقدمها بعض المؤسسات المالية والموجهة للمستثمرين الذين يرغبون في تنويع استثماراتهم من خلال الاستثمار المباشر في الأسواق المالية الكبرى في العالم، تمكن العميل من التعامل مع الأسواق العالمية، وذلك بهدف زيادة عائداتهم، وتتيح الخدمة للمستثمر بيع وشراء الأسهم والسندات في كافة أسواق البورصة الموجودة على نطاق العالم وفي كافة المؤسسات العالمية، إضافة لذلك تقدم إدارة الوساطة الدولية مجموعة من الخدمات نذكر منها:[3]

- خدمات حفظ كاملة تشمل الحفظ الأمين للأسهم وتحصيل أرباح الأسهم والسندات وإضافتها مباشرة لحساب المستثمر.
- تقييم المحفظة بشكل منتظم و/أ وعند الطلب مع كافة التفاصيل المتعلقة بالموجودات والأرصدة النقدية.

---

[1] محمود محمد الداغر: " الأسواق المالية مؤسسات –أوراق – بورصات "، دار الشروق للنشر والتوزيع، طبعة الأولى، 2007، ص.53.

[2] عبد الحميد عبد المطلب: مرجع سبق ذكره، ص. 152.

[3] سامي إبراهيم السويلم: الوساطة المالية في الاقتصاد الإسلامي، مركز دراسات شركة الراجحي المصرفية الرياض، عن الموقع الإلكتروني: http: www.kaau.edu.sa/centers/spc/page090

- ورغم أن الأسواق الدولية تتيح فرص لعائدات عالية على الاستثمار، إلا أن هناك عنصر مخاطرة مرتبط بهذا السوق يشكل تهديدا للاستثمار، ولذلك لتأمين الاستثمار وزيادة العائدات من الضروري اختيار الشركات الناجحة للاستثمار فيها، وهناك العديد من العناصر التي يمكن أن تساعد في اتخاذ القرار لاختيار الشركة الناجحة ومن هذه العناصر:
  - تاريخ الشركة.
  - ربحية ونم والشركة.
  - نوع العمل الذي تمارسه الشركة ونوع المنتجات التي تقدمها.
  - قدرتها على المنافسة.
  - للمساعدة في اتخاذ القرار الأمثل فان "موظفي الاستثمار" في إدارة الوساطة الدولية بالمؤسسات التي تقدم هذه الخدمات الجديدة تتخذ كافة التدابير والخطوات اللازمة للتأكد من تنفيذ الأوامر وفقا لأفضل الأسعار السائدة حسب حجم الأمر.

المطلب الثاني: عوامل نجاح اللاوساطة:

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام السوق المالي، ولكن لنجاح السوق هناك عدة عوامل بعضها أساسي والبعض مكمل.[1]

أولا: العوامل الأساسية: تتلخص في النقاط التالية:

1. وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال.
2. إنشاء الأسواق للأوراق المالية داخل الدولة وتنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق، يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين، ويوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر المستثمر.[2]
3. توفر نظم المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.[3]
4. الحرية الكاملة في التعامل مع السوق فالمدخر يتعامل باختياريه, حيث السوق هي وعاء لاستقطاب المدخرات.
5. وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من الاستثمار.

ثانيا: العوامل المكملة:

1. الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الأسواق الدولية .
2. وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار والشركات المساهمة العامة.
3. ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد .
4. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة .

بالإضافة إلى عوامل نجاح اللاوساطة السابقة، فإن اللاوساطة تتمتع بمزايا ومنافع يمكن تلخيصها فيما يلي:

---

(1) حسني علي خربوش وآخرون: مرجع سبق ذكره، طبعة 1996، ص. 17.

(2) التميمي وسلام: الاستثمار بالأوراق المالية، عمان، الأردن دار الميسرة، طبعة الأولى، 2004.

(3) الحناوي وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص .33.

1. **تقليل درجة المخاطرة:** حيث تقوم المؤسسات المالية الوسيطة بدراسة الخطر وتحديد درجته بعد تحليله، والذي يمكن أن يرافق التعامل بالأوراق المالية في السوق، وذلك بالاستناد إلى المعلومات والخبرة والقدرة والكفاءة التي تتوفر لدى المؤسسات الوسيطة، وبالشكل الذي يقلل درجة المخاطرة الذي يتحملها المتعامل إلى أدنى قدر ممكن، إضافة إلى أنها تعمل على تنويع استثمارات المتعاملين بالشكل الذي يقلل من درجة المخاطرة التي يمكن أن يتحملها نتيجة تعاملهم في هذه السوق .
2. **توفير السيولة:** حيث تعمل مؤسسات الوساطة المالية وبالذات المصرفية منها على توفير القدر الكافي في السيولة اللازمة في لإجراء التعاملات من قبل المتعاملين، وتوسيعها عن طريق امتلاكها للأصول التي تمكنها من توفير السيولة هذه واللازمة لأداء التعاملات في الأسواق المالية وزيادتها.
3. **خفض التكاليف:** إذ تعمل مؤسسات الوساطة المالية على جعل تكاليف التعامل في الأسواق المالية والنقدية عند أدنى حد ممكن لها استنادا إلى المعلومات والخبرة والكفاءة والقدرات المتخصصة التي تتاح لديها، وبما يحقق استفادة المتعاملين منها.
4. **تحقيق أعلى عائد ممكن:** للمتعاملين في الأسواق المالية والنقدية، من خلال الاعتماد على خفض كلفة التعامل إلى أدنى حد ممكن، وكذلك من خلال اختيار الاستثمارات التي تحقق أقصى عائد ممكن واعتماد على الخبرات والكفاءات والقدرات والمعلومات المتوفرة لدى الجهات المتخصصة في المؤسسات المالية الوسيطة، وبالشكل الذي يشجع ويدفع المتعاملين على التعامل في الأسواق المالية والنقدية ومن خلال الجهات الوسيطة هذه ولا شك أن كل ما سبق، والمتمثل بتقليل المخاطرة وتكلفة وتوفير السيولة وزيادة العائد، كلها عوامل تبرر اللجوء إلى الوسطاء من قبل المتعاملين عند تعاملهم في الأسواق المالية والنقدية بسبب المزايا والمنافع هذه التي يحققها الوسطاء لهم عند تعاملهم في هذه الأسواق.

المطلب الثالث: العلاقة التي تجمع الوساطة واللاوساطة:

الفرع الأول: تأثير اللاوساطة على الوساطة المالية:

من خصائص السوق المالية المتطورة المردودية العالية، درجة السيولة العالية، درجة الأمان المرتفعة في الأسواق المنظمة، تنوع المنتجات المالية وبذلك تنويع المناظر، هذه الخصائص أدت بالبنوك التجارية مع التكيف مع الوضع الجديد وبذلك الانتقال تدريجيا في الدائرة البنكية التي أصبحت ذات مردودية منخفضة إلى الدائرة المالية أي التدخل في البورصة، والتي تعتبر ذات أكبر مردودية هدا التغيير في إستراتيجية البنوك أدى إلى ما يلي:

1. **إعادة تعبئة جانب الأصول:**

إن التغيير الأول الذي مس جانب الميزانية هوجانب الأصول[1]، إذا انتقلت البنوك من هيكل الميزانية تحكمه بالقروض البنكية بأسعار فائدة ثابتة إلى هيكل أصول ذات إيراد متغير، فالجدول التالي يوضح تطور نصيب القروض والسندات القابلة للتداول في ميزانية البنوك في الدول الصناعية:

[1] c-hbiales, intermédiation financière, P23- 1 -

جدول 04: تطور نصيب القروض والسندات القابلة للتداول إلى إجمالي الأصول في ميزانية بنوك الدول الصناعية الكبرى الفترة: 1979 – 1999 .

البيان	1980		1990		1995		1999	
	قروض	سندات	قروض	سندات	قروض	سندات	قروض	سندات
و.م.أ	63.3	18	62.9	18.9	58.9	20.1	63	20
اليابان	55.3	14.7	56.2	14.3	65.4	15.4	n.d	n.d
ألمانيا	83.6	10.2	81.2	12.1	77.7	15.7	48	23
بريطانيا	43.6	9.2	57.9	9.2	52.4	17.9	n.d	20
إيطاليا	35.7	20.4	45.6	13	42.4	10.9	54	15

المصدر: رمزي زكي العولمة المالية "الاقتصاد السياسي لرأس المال (رؤية من البلاد النامية)(القاهرة , دار المستقبل العربي 1999، ص 103.

ما يلاحظ من خلال الجدول أن حركة القروض والسندات القابلة للإيجار تسير بشكل عام في شكل عكسي، فانخفاض حصة القروض يترجم مباشرة بزيادة حصة الأوراق المتداولة، والتي شهدت زيادة النسبة خلال فترة: **1980– 1999** خاصة في ألمانيا 10.2 **%** سنة 1980 إلى 23 **%** سنة 1999، أما في بريطانيا فقد انتقلت النسب من 9.2 **%** إلى 20 **%** لنفس الفترة في حين تبقى القروض بالرغم من ذلك تشكل عموما نسبة معتبرة من الميزانية ومعضمها قروض موجهة لتمويل سوق الأوراق المالية .

2. أعادة تعبئة الخصوم:

التغيير الثاني الذي مس جانب الميزانية هوجانب الخصوم، فقد تم الانتقال من إيداعات لدى الإطلاع وإيداعات لأجل بفائدة ثابتة إلى إيداعات سندية بفائدة متغيرة، والجدول التالي يوضح تطور حصة الودائع والخصوم القابلة للتداول من إجمالي خصوم البنوك:

جدول 05: تطور حصة ودائع البنوك والخصوم القابلة للتداول إلى إجمالي الخصوم في ميزانية الدول الصناعية الكبرى 1980- 1999 الوحدة: **%**

البيان	1980		1990		1995		1999	
	قروض	سندات	قروض	سندات	قروض	سندات	قروض	سندات
و.م.أ	75.5	0.4	96.6	0.8	58.8	1.1	66	1.3
اليابان	71.8	2	71.3	3.9	71.3	4.8	n.d	n.d
ألمانيا	73.9	19.2	71.2	19	65.7	23.5	48	17
بريطانيا	46.3	12.2	44.2	18.7	36.9	22	29	15
إيطاليا	86.5	3.9	84.6	6.1	86	7.3	51	16

المصدر: رمزي زكي مرجع سبق ذكره، ص. 02.

– من خلال الجدول نلاحظ أن الودائع قد انخفضت ما بين 1999-1980 في جميع الدول خاصة ألمانيا حيث انخفضت نسبة الودائع من 73.9 % إلى 48 % خلال الفترة 1980-1999، وإيطاليا التي سجلت انخفاضا من 46.3% إلى 29% خلال نفس الفترة، في حين زادت حصة السندات في ميزانية البنوك في جميع الدول عدا الانخفاض النسبي الذي شهدته كل من ألمانيا وبريطانيا سنة 1999 كما يتوضح من الجدول السابق.

– فالانخفاض الذي شهدته القروض أدى إلى انخفاض هامش الوساطة المالية، بالتالي أرباح البنك، فكيف استطاعت البنوك توفير ذلك ؟.

3. استجابة الشروط البنكية لفترة سوق الإقراض:

أدى تطور الأسواق المنافسة للتمويل المصرفي إلى الضغط على معدلات الفائدة التي تستخدمها البنوك نح والانخفاض، سواء تعلق الأمر بالمعدلات المصرفية الدائنة، أي شروط الاقتراض المصرفي أ والمعدلات المصرفية المدينة، أي شروط الإقراض المصرفي.

فبالنسبة للشروط المدينة أ وشروط الاقتراض المصرفي والتي تعني معدلات الفائدة التي تستلمها البنوك مقابل منحها القروض لأعوان العجز التمويلي، فإنه بفعل المنافسة القوية التي واجهت البنوك في مجال النشاط الإقراضي، اضطرت إلى تكييف عروضها مع الاحتياطات الجديدة للعملاء من خلال اقتراح عليهم منتجات جديدة ول وأن ذلك أدى إلى تغيير موازين القوى بين البنوك والمؤسسات مثلا، وذلك لصالح هذه الأخيرة حيث جعلت البنوك شروطها المصرفية الحديثة متقاربة مع المعدلات السائدة في السوق المالية.

وبالنسبة للشروط الدائنة أ وشروط الإقراض المصرفي التي تعني معدلات الفائدة التي تدفعها البنوك في مقابل تجميع الموارد الادخارية مع العملاء أ وأعوان الفائض التمويلي، فإنه بهدف تجنب حركة هروب رؤوس الأموال نح والمصادر المنافسة للتمويل المصرفي، اضطرت البنوك إلى جعل شروطها الدائمة متقاربة مع ما هومتعامل به في الأسواق المالية وقد لوحظ أن حصة الموارد غير المكافأة .

– الودائع الجارية لم تتوقف عن الانخفاض، في حين ارتفعت نسبة الموارد المكافأة بشكل كبير إذ انتقلت حصة المنتجات المكافأة طبقا لشروط السوق في فرنسا والتي تتمثل في السندات وشهادات الإيداع من 5.6 % **عام 1980** إلى 40% **عام 1997**، ولتعبئة المزيد من الموارد الادخارية في ظل المنافسة المفروضة من قبل الأسواق الوطنية والمالية والدولية قامت البنوك بعرض معدلات فائدة مقاربة لمعدلات الفائدة على السندات التمويلية طويلة الأجل في السوق المالية

– ولقد كان لهذه الحركة المزدوجة للاستجابة لقوى السوق المتعلقة بالشروط المصرفية المدينة والدائنة، وزنا هاما فيما يخص مستوى المنتوجات المصرفية، بحيث أحدثت زيادة في الأعباء المصرفية التي تجلت في اتساع الفرق بين المعدلات المصرفية المدينة والدائنة، وهوما أدى بدوره إلى حدوث انخفاض كبير في النتائج المصرفية في العشرية الأخيرة.

الفرع الثاني: تأثير الوساطة على اللاوساطة:

من أجل التأقلم مع الوضع الجديد كان على البنوك أن تجد استراتيجيات جديدة من أجل إحداث التوازن، وكان ذلك من خلال إعادة الوساطة المالية والقيام بوساطة السوق، أي بالتدخل في سوق الإصدارات والسوق الثانوي.

1. دور البنوك في السوق الأولي:

أصبحت البنوك التجارية وصناديق الادخار وغيرهما تقوم بنفس الوظائف التي تقوم بها بنوك الاستثمار المتخصصة في السوق الأولي وتتجلى هذه الوظائف في: [1]

- **تقديم النصيحة:** اكتسبت البنوك التجارية خبرة كبيرة بتدخلها في سوق الأوراق المالية، حيث أصبحت تستطيع تقديم النصيحة للشركات التي تريد التدخل في سوق الأوراق المالية من أجل الحصول على التمويل، ومن أصعب النصائح التي يواجهها البنك في هذا المجال هوتحديد سعر السهم الذي تنوي الشركة بموجبه إصداره أ وبيعه بحكم اختلاف أهداف كل من الشركة والبنك، فالشركة تسعى إلى الحصول على أعلى سعر ممكن لأسهمها، بينما يرغب البنك في دفع سعر أقل عندما يتعهد بشراء وتسويق الإصدار، ومن ثم يعيد بيعها عند سعر أعلى.
- **تسجيل الوثائق:** تقوم البنوك التجارية بمساعدة الشركة على تسجيل الوثائق المطلوبة لدى هيئة البورصة، وعند إكمال الاكتتاب العام أ والخاص، وخلال مراحل تسجيل البيانات المطلوبة للحصول على الموافقة من قبل هيئة البورصة على البنك أن يقوم بأعمال أخرى تتمثل في:
  - الحصول على تقييم الوضع الائتماني للشركة من واحدة أ وأكثر من الشركات المهتمة بذلك.
  - الاستعانة بمستشار متخصص بالأوراق المالية والذي يصدر تقريرا من قانونية الإصدار.
  - اختيار الوصي الذي يكون مسؤولا فيما إذا كانت الشركة قد أتمت تطبيق شروط عقد الإصدار.
  - طبع الأوراق المالية وتجهيزها للتسويق، لكن مع تطور تكنولوجيا الإعلام الآلي أصبحت الأوراق المالية مجرد شفرات على أجهزة الإعلام الآلي.
- **ضمان إصدار الأسهم والسندات:** وتقوم البنوك بذلك بصفة مباشرة، حيث تشتري كامل الإصدار في وقت وتاريخ محددين وعند سعر معين، بعدها تقوم البنوك ببيعه بسعر أعلى أ وبطريقة غير مباشرة، وذلك عن طريق منح القروض أ وخطوط القروض للمستثمرين التأسيسيين بما في ذلك الاستثمار. [2]

لكن قد يتعرض البنك إلى مخاطرة كبيرة عند قيامه بضمان الإصدار، لذا فإن إحدى طرق تخفيض هذه المخاطر هوقيام البنك بإبرام عقد الشراكة مع بنوك أخرى تتعهد بالمساهمة في ضمان الإصدار وبيعه وتعرف هذه الطريقة بـــــ" **syndication** " والتي تعني بأن مجموعة من البنوك تتعهد كل منها بشراء جزء من الإصدار وإعادة بيع حصته من هذا الإصدار. [3]

وبذلك يمكن تمثيل دور البنوك التجارية في السوق الأولي في المخطط التالي:

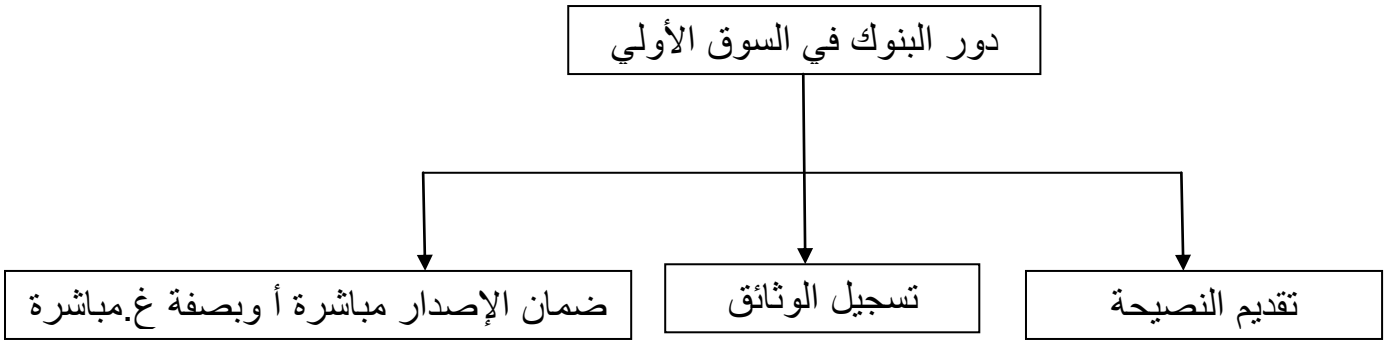
---

[1] عبد النافع الزرري، غازي فرح: الأسواق المالية، دار وائل للنشر، طبعة أولى، 2001، ص.ص.106.112

[2] François chesnais ,la mondialisation financière , genèse , cout et enyeud , paris , syrios .1997 –p80.

[3] عبد النافع الزرري غازي: مرجع سبق ذكره، ص. 110.

شكل 10/10: دور البنوك في السوق الأولي.



2. دور البنوك في السوق الثانوي:

بداية يتم استقراء الجدول التالي المقتبس من الدراسة التي قام بها كل من:

Gunther capelle et blancard – souheyran – couppey، على 13 دولة أوربية حول درجة هيمنة الوساطة المالية في هذه الدول. [1]

الجدول 06: تطور حصة الوساطة المالية في التمويل سنة 2000:

البيان	السندات المصدرة من طرف ANF	الأسهم المصدرة من طرف SNF	حصة كل من			حصة البنوك الى الإجمالي	حصة الوسطاء الماليون إلى الإجمالي
			البنوك	OPCUM	شركات التأمين		
بلجيكا	482	428	182	40	54	10	30.32
ألمانيا	1340	1559	691	355	159	23.83	41.56
فرنسا	1426	3158	661	440	456	14052	34.07
إيطاليا	1505	1171	287	399	186	10.72	32.58
إسبانيا	491	718	240	118	94	19.85	37.38
بريطانيا	1688	3638	638	569	1489	11.97	50.61
باقي دول أوربا	8985	14258	3100	2493	3517	13.97	38.74
المتوسط						16.29	37.89

.Source: gunther cappelle –blacard et jézabel coupey – soubeyran

[1] dunther cappelle, blacard et jézabel coupey , soubeyran , le financement des agents non financiers en , europe , le role intermédiaire demeure prépondérant économique et statistique , N° 366,2003 pp 63 – 95

ANF: الأعوان الاقتصاديين الغير الماليين.

SNF: المؤسسات غير المالية.

ويلاحظ من خلال الجدول أن البنوك والوسطاء الماليين يحصلون على 16.29 % و37.89 % على التوالي من الأوراق المالية المصدرة من طرف الأعوان الاقتصاديين غير الماليين والمؤسسات غير المالية، وهذا يعني أنه تقريبا 38 % من تمويل سوق الأوراق المالية كان من طرف الوسطاء الماليين، بما في ذلك البنوك بنسبة 16 % و22 % بالنسبة لشركات الاستثمار برأس مال متغير وشركات التأمين وذلك بشراء الأوراق المالية المصدرة من طرف المتعاملين الاقتصاديين غير الماليين أي عن طريق إعادة الوساطة.

* لهذا تعمل البنوك والوسطاء الماليين على توفير السيولة من خلال وساطة السوق، والتي تتمثل في:

- نشاط السمسرة: جمع وتنفيذ أوامر الزبائن مقابل العمولة.
- نشاط المتاجرة: شراء وبيع الأوراق المالية لصالح البنك.
- تجزئة الأوراق المالية: (تاجر جملة في العمليات المالية) لصالح صغار المدخرين مما يمكنها من التدخل في سوق الأوراق المالية النقدية.
- تسهيل شراء وبيع الأوراق المالية عن طريق الاستدانة.
- قبول الأوراق المالية كضمان لشراء أوراق مالية أخرى.

وهكذا أصبحت البنوك تجد ضالتها في سوق الأوراق المالية النقدية، من خلالها تستطيع إعادة التوازن للميزانية سواء بحصولها على الأموال أ وتوظيفها أ والحد من المخاطر، وبذلك أصبحت البنوك والمؤسسات المالية من أكبر المتدخلين على مستوى سوق الأوراق المالية.

ومنه نستنتج مما سبق بأن هناك علاقة تكاملية بين الوساطة واللاوساطة فهما حلقتا وصل تنطلقان من أصل واحد ولا يمكن أن تكون وساطة بدون اللاوساطة والعكس.

خلاصة الفصل الثاني:

مما نستخلص بأنه عندما تحول نمط التمويل من التمويل الغير مباشر إلى التمويل المباشر لتفادي الوساطة البنكية وبعد أن فقدت مكانتها في السوق لصالح اللاوساطة المالية، إلا أن الوساطة تحتاج إلى السوق المالي وكذلك فإن السوق المالي لا يتطور بدون وساطة وبذلك فإن العلاقة بينهما تكاملية وبالنظر إلى أهمية التمويل المباشر، أدى ذلك إلى ظاهرة الانتقال من الوساطة إلى اللاوساطة.

الفصل الثالث: واقع الوساطة واللاوساطة في بورصة الجزائر

تمهيد:

المبحث الأول: عموميات حول بورصة الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر.

المطلب الثاني: أسباب إنشاء بورصة الجزائر.

المطلب الثالث: نظام التسعيرة في بورصة الجزائر.

المبحث الثاني: التداول في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: هياكل بورصة الجزائر.

المطلب الثاني: تقييم أداء بورصة الجزائر.

المطلب الثالث: الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر.

المبحث الثالث: دور الوساطة واللاوساطة في تفعيل بورصة الجزائر.

المطلب الأول: مكانة الوساطة في الاقتصاد الجزائري.

المطلب الثاني: مكانة اللاوساطة في الاقتصاد الجزائري.

المطلب الثالث: العلاقة التكاملية بين الوساطة والسوق المالي في الجزائر.

خلاصة الفصل الثالث.

تمهيد:

في ظل الإصلاحات الاقتصادية والتطورات الحاصلة في مجال التمويل الدولي، ورغبة الجزائر في إنشاء سوق مالي يكون قادر على مواكبة هذه التطورات، ظهر مفهوم البورصة كمصطلح جديد على الجمهور في الجزائر، وأصبح لزاما على الدولة أن تطور هذا السوق ليواكب الأسواق المالية الدولية، ومن اجل فهم هذه التطورات على مستوى بورصة الجزائر اتبعنا الخطوات التالية:

- في المبحث الأول تعرضنا إلى عموميات حول بورصة الجزائر.
- وفي المبحث الثاني تعرضنا إلى التداول في بورصة الجزائر.
- أما المبحث الثالث فقد تعرضنا إلى دور الوساطة واللاوساطة في تفعيل بورصة الجزائر.

المبحث الأول: عموميات حول بورصة الجزائر

إن الحديث عن بورصة في الجزائر جديد لأن الالتزام الاقتصادي الذي سارت عليه من الاستقلال إلى آخر الثمانينات، يتعارض تماما مع النظام الاقتصادي الرأسمالي، الذي يقوم على مفاهيم أخرى كاقتصاد السوق والتنافس والاقتصاد الحر، وهي مفاهيم اقتصادية تتعايش مع مفهوم النظام المالي للبورصة، فلمسايرة الاقتصاد الرأسمالي وتطوير الاقتصاد الوطني وتمويله، دفعها إلى فتح بورصة للقيم المنقولة للاستغلال الادخار العام وتمويل الاستثمارات وتطوير المؤسسات.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 وسجلت في إطار البدء في الإصلاحات الاقتصادية سنة 1988 وفي الواقع هذه الإصلاحات الاقتصادية التي تنبئ بالانتقال إلى اقتصاد السوق، أصبحت ضرورة إلزامية لانطلاق بورصة القيم المنقولة وهي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الادخار وتوجيهه لتمويل التنمية الاقتصادية.[1]

وما يجب التذكير به، أن الأنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات الجزائرية التجارية المؤرخة في 1975/05/26، وذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد مند الاستقلال اختيار نظام مركزي ومنذ 1988/01/12، تم إحداث تعديلات لجزء من القانون التجاري، ونشر العديد من القوانين من بينها قانون88-01 المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، والقانون88-03 وكذا 88-04 والمتضمن للأمر رقم75-59 المؤرخ في 1975/09/26، الخاصة بالقانون التجاري والمتضمن النصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الاقتصادية، وبهذا أصبحت هذه الأخيرة تتمتع بالاستقلالية التشريعية، في شكل شركات ذات أسهم، أي أصبحت الدولة لا دخل لها في التسيير وفقا للمرسوم التنفيذي رقم08-01.

[1]- نوال حنيش وآخرون: دور الأسواق المالية في تفعيل عملية الخوصصة، مذكرة لنيل شهادة ليسانس، تخصص نقود، بنوك ومالية، المركز الجامعي بالمدية، سنة 2008، ص. 64.

الفرع الأول: المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

-المرحلة الأولى 1990-1992:

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها، وكذلك انشاء صناديق المساهمة ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى " شركة القيم لمنقولة" مهمتها تشكل على حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة، ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقد قدر رأس مالها ب 320000 دج، ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 8 أعضاء بحيث أن كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

- وقد عرفت هذه المرحلة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:
- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- مرسوم تنفيذي رقم 177- 91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.[1]

-المرحلة الثانية 1992-1999:

لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي، والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، ففي فيفري 1992م تم رفع رأس مالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المنقولة.

وبالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرة، إذ اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات، وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم 93-08 المؤرخ في 0993/04/23م المتمم والمعدل لأمر قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/253م المتعلق بسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاقة عملية تأسيس بورصة الجزائر، حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة

[1]- سايج فاطمة الزهراء وآخرون: الاستثمار المالي وأثره في تنشيط الاقتصاد الوطني، مذكرة تخرج، دراسة غير منشورة، تخصص نقود، بنوك ومالية، المركز الجامعي بالمدية، سنة 2008، ص.ص.83.82.

المطلب الثاني: أسباب انشاء بورصة الجزائر

الفرع الأول: أسباب الإنشاء

لقد جاء الإعداد لإنشاء سوق للأوراق المالية في الجزائر كمتطلب أساسي لبرنامج الإصلاح الاقتصادي بعد تنفيذ حزمة من الإصلاحات الاقتصادية والهيكلية وهدفها تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتحسين مناخ الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي.

ومع سياسات الاستقرار الاقتصادي هناك انجازات وفقا لمؤشرات ومع سياسات الاستقرار الاقتصادي هناك انجازات وفقا للمؤشرات المالية، غير أن أوضاع الركود الاقتصادي لا تزال هي السمة الغالبة على أداء الاقتصاد وفعاليته المختلفة ومن ثمة ثاني أهمية إنشاء سوق الأوراق المالية كإحدى المتطلبات الأساسية لتنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات كما أن مكونات وطبيعة برنامج الإصلاح الاقتصادي تدفع إلى إنشاء سوق المالية فلهذا تذكر الدواعي والمبررات التالية:

1. **زيادة معدل النمو الاقتصادي:** لا شك أن تحقيق معدلات نمو اقتصادية متزايدة، يتطلب إزالة العوائق التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي، ولعل أهم تلك العوائق هو تصور مصادر التمويل ورأس المال الكافي لتمويل المشاريع الاقتصادية وخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.[1]

هنا تكمن أهمية إنشاء سوق للأوراق المالية التي تعمل على تعبئة الموارد المالية وتنمية المدخرات ومن ثمة تخصيصها للأنشطة الاستثمارية وبالتالي زيادة مستوى التشغيل وتخفيض البطالة وزيادة الدخل القومي، ومن ثمة زيادة معدل النمو الاقتصادي:

جدول رقم: تطور معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
معدل نمو	8	1.2	6	.2.2	1.1	3	2	7	7	2	4

يلاحظ من الجدول السابق أن معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي في تدبدب مستمر محققا معدلات نمو ضعيفة للغاية وأحيانا معدلات سالبة وهذا ما يعكس الأداء الضعيف للاقتصاد لاسيما وان النمو السكاني مرتفع بدوره إذ يقارب 2%.

وفضلا عن هذا فإن معدل التضخم تميز بارتفاع شديد خلال النصف الأول من عقد التسعينات بلغت أعلى مستوى عام 1993 ب 32.5% لتنخفض بعد ذلك عام 2000 إلى 0.34%.

[1] أمال دفوس وآخرون: الوساطة المالية واللاوساطة المالية في ظل التحول المالي، مذكرة لنيل شهادة ليسانس، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، سنة 2008، ص. 83.

2. تزايد دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية:

يهدف برنامج الإصلاح الاقتصادي إلى تمكين القطاع الخاص من قيادة التنمية الاقتصادية وزيادة حجم الاستثمار والتوظيف كما يشهد القطاع الخاص توسعا محتملا في السنوات القادمة نظرا لتوجهات السياسة الاقتصادية الرامية إلى تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي والإجراءات المتعلقة بخصخصة مشروعات القطاع العام.[1]

وهي إجراءات مسايرة للتطورات الاقتصادية العالمية في ظل العولمة الاقتصادية وتحرير أسواق رأس المال، حيث يترتب تزايد الاحتياجات التمويلية للقطاع الخاص بسبب انسحاب الدور الحكومي في النشاط الاقتصادي تتبنى سياسات مالية ونقدية انكماشية وبالتالي يعتمد بشكل أساسي في سد احتياجاته التمويلية على مصدرين:

-المصدر الأول: التمويل الحكومي:

وذلك عبر مؤسساته المالية والمصرفية المتخصصة كالبنك الوطني الجزائري، كالقرض الشعبي الجزائري.... غيرهم من البنوك والصناديق التي توفرها الدولة للقطاع الخاص وتشجيعه على الاستثمار ورغم محدودية التمويل الذي تمنحه هذه البنوك فإن ثمة اتجاها لتحويلها إلى القطاع الخاص.

-المصدر الثاني: التمويل من القطاع المصرفي:

رغم أهمية هذا المصدر وحجم الأموال التي يعبؤها مع ذلك لم يتمكن من التوسع في نطاق وحجم التسهيلات الائتمانية التي يوفرها للقطاع الخاص نظرا لهشاشة قاعدته الرأسمالية والصعوبات التي يواجهها في استرداد القروض وغياب مقومات الوساطة المالية الفعالة وكذا محدودية الخدمات المصرفية المقدمة وعدم قدرته على تطوير تلك الخدمات.

[1] امال دفوس:المرجع السابق، ص. 84.

3. محدودية القطاع المصرفي في جدب المدخرات المحلية:

إن المؤسسات المالية المصرفية تلعب دورا كبيرا في تنمية الوساطة المالية ورفع الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد، وبذلك جدب المدخرات المحلية وتعبئتها وإعادة تخصيصها على الأنشطة الاستثمارية المختلفة.

والجدير بالذكر أن مدخرات الدول النامية تتمثل بالمحدودية ومنها الجزائر وبالتالي فإن النسبة العالمية من أصحاب المدخرات يمتلكون مدخرات صغيرة، في حين أن المدخرات الكبيرة تنحصر في فئة قليلة ومنه يمكن القول أن هناك موارد مالية كبيرة تتمثل في المدخرات الصغيرة لا تجد طريقها إلى القنوات المالية والمصرفية ويمكن معرفة مدى قدرة هذه الأخيرة على اجتذاب تلك المدخرات وتطويقها وتخصيصها لمجالات استثمارية من خلال الجدول التالي:

جدول رقم: نسبة الودائع لدى البنوك التجارية إلى إجمالي العملة المتداولة.

الوحدة مليار دينار جزائري

	2000	2001	2002	2003	2004
سيولة محلية	484.8	577.2	664.7	781.4	874.3
ودائع لدى البنوك	460.3	554.9	642.2	718.9	1127.9
نسبة	1.05	0.104	1.03	0.99	0.77
نسبة نمو ودائع البنوك	29.66	20.55	15.80	21.67	44.25

المصدر: الصندوق الوطني للإحصاء

من خلال معطيات الجدول تبين أن هناك نمو غير مستقر في الودائع لدى الجهاز المصرفي زادت في عام 2004 بمعدل 44.25% بينما بقية السنوات زادت بمعدلات متفاوتة وهي لا تعكس الزيادة الحقيقية في حجم الودائع بقدر ما تعكس الظروف التضخمية التي سادت في التسعينات، كما لا تعتبر مؤشرا حقيقيا لمدى كفاءة البنوك في جدب المدخرات من الأفراد والشركات يلجأ الاقتصاديون إلى مؤشرات مالية ومن الجداول يتبين انخفاض كفاءة البنوك فيجدب تلك المدخرات خلال الفترة (1990-2002) حيث تجاوزت نسبة العملة المتداولة إلى إجمالي الودائع، أما الفترة اللاحقة فقد انخفضت إلى أقل من الواحد وبالتالي هناك انخفاض في قدرة البنوك التجارية والمؤسسات المالية على امتصاص السيولة النقدية واجتذاب المدخرات.

4. جدب الاستثمار الأجنبي وإعادة توطين الأرصدة المالية الجزائرية المهاجرة:

إن زيادة الاستثمار في الجزائر وتوسيع حجمه تتطلب وفرة المناخ الاستثماري المناسب والبيئة المناسبة له، ومن أجل جذب الاستثمار الأجنبي تبنت الحكومة في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي عدد من الإجراءات منها، إصدار قانون الاستثمار رقم 22 في 1991 زمن ناحية أخرى قامت الحكومة بإنشاء وإعلان عدن كمنطقة حرة تنشيط حركة تدفق رؤوس الأموال الوطنية لمجالات استثمارية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، وكذا

جعل هذه المنطقة كمركز تجاري رئيسي لخدمة التجارة العالمية غير أن المنافسة الدولية تعزز أهمية إنشاء سوق المالية منظمة في الجزائر كإحدى المتطلبات الأساسية.

ومما يزيد أهمية إنشاء سوق للأفراد المالية في الجزائر ووجود عدد من المواطنين الجزائريين المقيمين بالخارج يمتلكون كتلة ادخارية كبيرة نسبيا تبحث عن فرصة استثمارية داخل الجزائر، حيث أن بيانات ميزان المدفوعات تشير إلى أن حجم صافي تحويلات العاملين في الخارج إلى داخل الاقتصاد يصل إلى حوالي 102 مليار دولار سنويا وبالتالي فإن إنعاش ويعمل على تعبئة المدخرات المالية من خلال إصدار تداول الأوراق المالية.

5. التحكيم في السياسة النقدية:

تعد الأسواق المالية أداة مهمة من أدوات التحكم في السياسة النقدية من خلال هذه الأخيرة يمكن للبنك المركزي ومن اجل القيام بهذه المسؤولية وجب تفعيل السوق المالي في الجزائر فالبنك المركزي يشارك في الأسواق المالية من خلال عملية السوق المفتوحة ببيع وشراء الأدوات المالية وخاصة السندات الحكومية، وأدوات للتأثر على المعروض النقدي المكون من العملة النقدية المتداولة لدى الجمهور احتياطات المؤسسات المالية الودائعية ومن ثمة النقود والطلب عليها كاستخدام سعر الفائدة مثلا.

6. المساعد في سياسة الخصخصة:

تؤذي عملية الخصخصة أي تنشيط وتنمية سوق رأس المال وبالتالي فإن عملية تعبئة المدخرات وتضيفها للاستثمار لا يمكن أن تنتعش إلا في أسواق مالية يتم فيها تداول الأسهم والسندات ولقد أظهرت تجارب العديد من الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي أن وجود تلك الأسواق المالية يعتبر شرط مهما في نجاح برامج الخصخصة وتوسيع نطاق الملكية والوصول إلى تقييم حقيقي لأصول الشركات التي يراد خصخصتها أما مزايا التخصص تدرج في زيادة إيرادات الدولة والترويج للكفاءة الاقتصادي وتقليص تدخل الحكومة في الاقتصاد وإتاحة الفرصة للمنافسة والجدير بالذكر أن سياسة الخصوص تعتبر إحدى مكونات برنامج الإصلاح الاقتصادي من حيث شرعت الدولة في أوائل 1990 في إجراءات تطبيق سياسة الخصخصة وللإشارة نذكر أن برنامج الخصخصة واجه في الجزائر عدة صعوبات وهذا نظرا إلى النسيج الصناعي الضخم الذي شكلته الجزائر حقبة التسعينات.

المطلب الثالث: نظام التسعيرة في بورصة الجزائر

الفرع الأول: نظام التسعيرة:

سوق البورصة الجزائرية سوق تسير بأوامر أي أن تحدد الأسعار ينتج من القيام أثناء سير الجلسة [1]مقارنة مجموع أوامر البيع والشراء التي يعرضها المتداولون في السوق.

- طريقة التسعيرة المتداولة في البورصة هي ما يسمى ب " le fixing"، يكون السعر المحدد هو السعر الذي يسمح بعد مقارنة جميع أوامر الشراء أوامر البيع كلها بسعر نفسه وهو سعر التوازن، ويشرف على جلسات البورصة ممثل

(1) جلسة البورصة: هي الفترة التي تجري أثناءها الصفقات على القيم المنقولة المقبولة للتداول.

عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة حسب الإجراءات والقواعد التي تحددها الشركة ويجتمع كل المتداولين في قاعة السوق سدي ب " الصحن" ويمكن توضيح تسعيرة الـــ "fixing" من خلال المثال التالي: [1]

- **أوامر الشراء:** 325 ورقة مالية بسعر السوق، 25 ورقة مالية بسعر محدد ب 598، 100 ورقة مالية بسعر 597، 75 ورقة مالية بسعر 595، 150 ورقة مالية بسعر 594، 225 ورقة مالية بسعر 592، 75 ورقة مالية بسعر 590 و 150 ورقة مالية بسعر 588.
- **أوامر البيع:** 175 ورقة مالية بسعر السوق، 50 ورقة مالية بسعر محدد ب 590، 75 ورقة مالية بسعر 592، 75 ورقة مالية بسعر 594، 50 ورقة مالية بسعر 595، 125 ورقة مالية بسعر 597، 200 ورقة مالية بسعر 598
- ونقوم بتجميع أوامر البيع والشراء في الجدول التالي:

سجل الأوامر						التحويلات الممكنة		
الشراء			البيع					
الحجم الكلي	الحجم التراكم	السعر	السعر	الحجم المتراكم	الحجم الكلي	السعر	الحجم	Fixing
325	325	بسعر السوق	بسعر السوق	175	175			
25	350	598	588	175	-	588	175	
100	450	597	590	225	50	590	225	
75	525	595	592	300	75	592	300	
150	675	594	593	425	125	593	425	
-	675	593	594	500	75	594	500	
225	900	592	595	550	50	594	525	x
75	975	590	597	675	125	597	450	

من خلال الجدول نلاحظ أن السعر الذي يعظم المبادلات هو 595، حيث أن عدد أوامر الشراء التي تريد أن تشتري بهذا السعر هو 252 مقابل 550 أمر الذي يريد أن يبيع بهذا السعر.

إذن فالسعر المثبت هو 595 والكمية المتداولة 252.

[1] بصيري محفوظ: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجيستير، تخص بنوك ، نقود ومالية، سعد حلب بالبليدة، سنة 2007، ص- ص .58- 86.

الفرع الثاني: سير بورصة الجزائر

لإصدار أوامر البيع أو الشراء يجب على المستثمر فتح حساب السندات لدى أحد ماسكي الحسابات حافظي السندات، ويتعلق الأمر إما ببنك لمؤسسة مالية، أو بوسيط في عمليات البورصة، ويتطلب فتح حساب السندات شروطا تتعلق بهوية ومسكن صاحب الحساب مع التوقيع على استمارة فتح الحساب، ترافق هذه العملية بفتح حساب نقدي في حالة ما إذا كان المستثمر لا يملك حسابا لدى البنك من قبل ويعمل الحساب النقدي وحساب السندات في آن واحد

- خلال عملية الشراء يقيد في الجانب الدائن لحساب السندات عدد السندات المشتراة، ويقيد في الجزء المدين من الحساب النقدي مبلغ الصفقة وعكس ذلك عند عملية البيع.
- عند فتح حساب السندات وإيداع البورصة يتكفل ماسك الحساب حافظ السندات بإرسال هذا الأمر إلى الوسيط في عملية البورصة لتداوله.
- يمكن أن يجد الأمر مقابلة بحسب فرص السوق وبعد مقارنة العرض والطلب يمكن حينئذ تنفيذه كليا أو جزئيا كما يمكن ألا ينفذ إطلاقا.

ويسلم الشاري والبائع بعد انجاز الصفقة إشعارا بالتنفيذ يؤكد خصائص العملية وتنفيذها.

- تتطلب عملية تداول الأوامر في البورصة وتنفيذها تدخل العديد من الأشخاص واللجوء إلى استعمال وسائل مادية ويجب إذن سداد عمولة مقابل هذه الخدمة تدعى السمسرة.

وتفيد السندات حساب المؤتمن المركزي على السندات "algeriecleaning" المكلفة بحفظ وتداول القيم المنقولة لحساب المصدرين والوسطاء.[1]

المبحث الثاني:التدوال في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: هياكل بورصة الجزائر

لقد باشرت بورصة الجزائر نشاطها فعلا بعد طرح القرض السندي لسوناطراك ثم ها فيما بعد إدخال الشركات التالية: رياض سطيف، مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، اتصالات الجزائر، الخطوط الجوية الجزائرية وسونلغاز بالإضافة إلى الخزينة العمومية.

الفرع الأول: الشركات المدرية

1.القرض السندي لسوناطراك:

يعد قرار رئيس الجمهورية سنة 1998م بالمصادقة على القانون الأساسي لسوناطراك القرار الذي تم بمقتضاه تغيير شكل القانون للشركة، وتضع لقواعد القانون التجاري، كما قرر إلحاق أنشطة جديدة بها كالتكرير والبيتروكيمياء والتوزيع، وكل ذلك يعكس دراية الدولة بالأهمية الإستراتيجية لهذه المؤسسة في مجال الاقتصاد، ولقد كان رأس مال سوناطراك آنذاك قد وصل 245 مليار دج، وأن احتياجاتها المالية الخاصة بالاستثمارات للخمس سنوات القادمة

[1] بصيري محفوظ: مرجع سبق ذكره، ص، ص 87،88.

مقدرة ب 450 مليار دج، حيث تقدر احتياجاتها التمويلية السنوية [1] بحوالي 100 مليار دج مما دفعها للجوء إلى السوق المالي، ومن هذا المنطق فقد منحت اللجنة التأشيرة رقم 01 بتاريخ 1997/11/18 على المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ 05 ملايير دينار بسعر فائدة اسمي مقداره 13% لمدة خمس سنوات، لكن أثناء عرض السند كان الطلب أكبر منه الأمر الذي تطلب تعديل المذكرة الإعلامية لتشمل على الخصائص التالية:

- مبلغ القرض النهائي 12.125 مليار دينار
- علاوة الإصدار تقدم بنسبة 2.5% من القيمة الإسمية.
- تاريخ الاكتتاب من 10 جانفي إلى 25 فيفري 1998م.
- مدة اقرض 05 سنوات انطلاقا من 04 جانفي 1998.

وتم طرق ثلاث فئات من السندات بقيمة إسمية مختلفة تمثلت في 50000 دج، 10000 دج، 1000000 دج وذلك بغية اشتمال أكبر قدر ممكن من المساهمين وتوفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار، وتمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1998 أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 03-01-2003.[2]

وبعد تسديدها لقيمة السندات سنة 2003 خرجت من البورصة.

2. سهم رياض سطيف:

مؤسسة رياض سطيف هي شركة ذات أسهم تم تأسيسها في 2 أفريل 1990 إثر إعادة هيكلة الشركة الوطنية للسميد والمطاحن " سام باك" تقع ولاية سطيف هي مؤسسة متخصصة في إنتاج تحويل التجارة وتخزين المنتجات الصناعية الغذائية للمؤسسة، رأسمالها الإجمالي قدر بحوالي 04 ملايين دج مقسم على 04ملايين سهم بقيمة اسمية 100000دج للسهم ,وقد تم تحويلها بالكامل إلى الشركة القابضة للصناعات الغذائية يوم 18جانفي 1997م,كما قامت بالعديد من البرامج التنموية لتوسيع طاقاتها الإنتاجية التي مكنتها أن تكون واحدة من اكبر المؤسسات الجزائرية وقد دخلت رياض سطيف إلى البورصة

أصدرت بذلك 1000000سهم بسعر وحدوي قدره 2300دج وحددت فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر إلى 15 ديسمبر1995 وقد وقع الاختيار على الشركة الراشد المالي كوسيط مرافق في هذه العملية ولقد أسفرت على النتيجة التالية:

- قدر العدد الإجمالي للمكتتبين بحوالي 5186 مساهم من بينهم 5106 مكتتب طبيعي مالكين لعدد قدره 395844 سهم و 74 شخص معنوي مالكين لعدد قدره 604156 سهم.

[1] سايح فاطمة الزهراء: مرجع سبق ذكره، ص. 99.

[2] سايح فاطمة الزهراء: المرجع السابق ص .100.

3. سهم مجمع صيدال:

يرجع تاريخ إنشاء مجمع صيدال إلى سنة 1998 على إثر إعادة هيكلة المؤسسة العمومية صيدال وأصبحت بذلك تشرف على مراقبة 03 فروع للإنتاج ووحدتين للخدمات.

يتوفر مجمع صيدال على رأسمال إجمالي قدره 2500000000 دج مقسم على 1000000 سهم بقيمة اسمية وحدوية 2500 دج، ويمتلك هذا المجمع من المؤهلات ما يجعله رائدا في مجال الصناعة الصيدلانية فبالموازاة مع الأنشطة التي يقوم بها المجمع في ميدان البحث والإنتاج، فإنه أقام علاقات شراكة مع مخابر ذات مكانة عالمية وذلك تعزيزا لمركزه التنافسي على مستوى السوق الجزائرية، وهذا ما دفعه لوضع أهداف إستراتيجية في إطار مخطط أعماله لفترة 1998 حتى 2005. [1]

وتنفيذا لبرنامج الخصخصة المسطر من طرف الحكومة، تم اتخاذ قرار بفتح رأس مال المجمع بنسبة 20% أي ما يعادل 2 مليون سهم للجمهور عن طريق الدخول للبورصة من خلال لإجراء العرض العام للبيع وذلك انطلاقا من 15 فيفري 1999 إلى غاية 18 مارس 1999 بسعر وحدوي يساوي 800 دج وتمت العملية بمساعدة الوسطاء الماليين تحت إشراف الوسيط المالي من الشركة العامة أسفرت نتيجة الإصدار عن مساهمة الأشخاص الطبيعيين بنسبة 60% أي حوالي 12000000 سهم قلتها مساهمة الأشخاص المعنوية والتجارة بنسبة 20% أي حوالي 400000 سهم أما مساهمة البنوك ومؤسسات التأمين والوسطاء قدرت نسبته 15% أي حوالي 300000 سهم.

-4.سهم فندق الأوراسي:

تم إنشاء فندق الأوراسي سنة 1975 م وصنف درجة 5 نجوم، وأوكلت مهمة تسييره إلى شركة سوناتور إلى غاية 1977 م ليصبح بعدها تابعا لشركة ألتور، وكلف الديوان الوطني للملتقيات والمؤتمرات ONCC بمهمة تسيير وذلك في سنة 1979 م ليخضع هذا الفندق بعدها لإعادة عضوية عام 1983 م، أين أضفى عليه طابع مؤسسة اشتراكية وفي سنة 1991 م تحول إلى مؤسسة اقتصادية، شكلها القانوني شركة بأسهم رأسمالها الاجتماعي 400 مليون دج مقسم على 400 سهم مملوكة من طرف هيئات مختلفة.

- 40% صندوق المساهمة للخدمات.
- 30% صندوق المساهمة للصناعات المختلفة.
- 30% صندوق المساهمة للبناء.

وتنفيذ البرنامج الخصوصية وبهدف تنشيط بورصة الجزائر تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق يقدر ب 20% إلى البورصة، أي ما يقدر ب حوالي 1200000 سهم وذلك انطلاقا من 15 جوان إلى 18 جويلية 1999 م، ويقدر السعر الوحدوي للسهم بقيمة 400 دج، وتمت العملية بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الراشد المالي

[1] سايج فاطمة الزهراء: المرجع السابق، ص. ص.102.101.

- وأسفرت نتيجة الإصدار عن المساهمة للأشخاص الطبيعيين بنسبة 60% أي بحوالي 720000 سهم، تلتها مساهمة الشركة المعنوية والتجار بنسبة 20% بحوالي 240000 سهم، أما مساهمة البنوك، شركة لتامين والوسطاء فقد قدرت بنسبة 15% بحوالي 180000 سهم.
- المؤسسات المدرجة حاليا وسندات الخزينة:
- هناك ثلاث شركات أدرجت سنداتها في البورصة هي:

1. اتصالات الجزائر: تم إدراجها سنة 2007 وقامت بطرح سندات.
2. الخطوط الجوية الجزائرية: أدرجت سنة 2007 وقامت بطرح سندات.
3. شركة سونلغاز: التي كانت تطرح أوراقها المالية في السوق غير المنظم عن طريق لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ثم أدرجت سنة 2007.

بالإضافة إلى الخزينة العمومية التي طرحت يوم 11 فيفري 2008 سندات طويلة المدى بقيمة 145 مليار دج في البورصة في آجال التسديد تتراوح مابين 7 و 10 و15 سنة[1]

وبنسب فوائد ثابتة بنسبة 3.75% و4% و5% وقد أكد " كريم جودي" وزير المالية أثناء إشرافه على إطلاق أول جلسة لتداول سندات الخزينة العمومية أن هذه العملية الأولى من نوعها ستسمح بكبح الهاجس النفسي الذي حال دون اندماج المؤسسات الاقتصادية خصوصا الكبرى منها ببورصة الجزائر مما يسمح بعصرنتها وجعلها تتماشى مع التطورات الإقليمية والدولية في هذا المجال وهي فرصة للمؤسسات الاقتصادية لرفع قيمتها السوقية وإعطائها المكانة الحقيقية لها، من جهة أخرى تم تحديد أيام الاثنين والثلاثاء والأربعاء من كل أسبوع للتداول عل أسهم والسندات المطروحة على مستوى البورصة التي تضم محفظتها أكثر من 300 مليار دج موزعة على شكل أسهم طرحتها كل من مؤسسة صيدال وفندق الأوراسي بالإضافة إلى السندات التي تطرحها سونلغاز والخطوط الجهوية الجزائرية ومؤسسة اتصالات الجزائر والخزينة العمومية[2]

وفسر مراقبوا هذه العملية المتكاملة، على أنها خطوط اتخذتها السلطات العمومية من أجل إنعاش بورصة الجزائر التي ظلت تتراوح مكانتها منه إنشاؤها كخطوط لبعث الروح في نشاطها الراكد من جديد، خصوصا بعد الهزة التي تعرضت لها بعد سحب مجموعة رياض سطيف لأسهمها من التداول.

ومنه نستنتج أن بورصة الجزائر قد أنشئت عند الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق أين تضمنت هيئات عامة فيها، وقد خرجت منها كل من صيدال ورياض سطيف ولغرض إنعاشها من جديد دخلت الخزينة العمومية أين طرحت سندات لبعث الروح فيها مجددا.

---

[1] دون كاتب الحكومة تخصص 145 مليار لإنعاش بورصة الجزائر، تاريخ الإصلاح 27 أفريل 2008. الموقع .www.ennaharlorline.com/11/economie/3996/hotmail1-48k.

[2] المرجع السابق، ص .104.

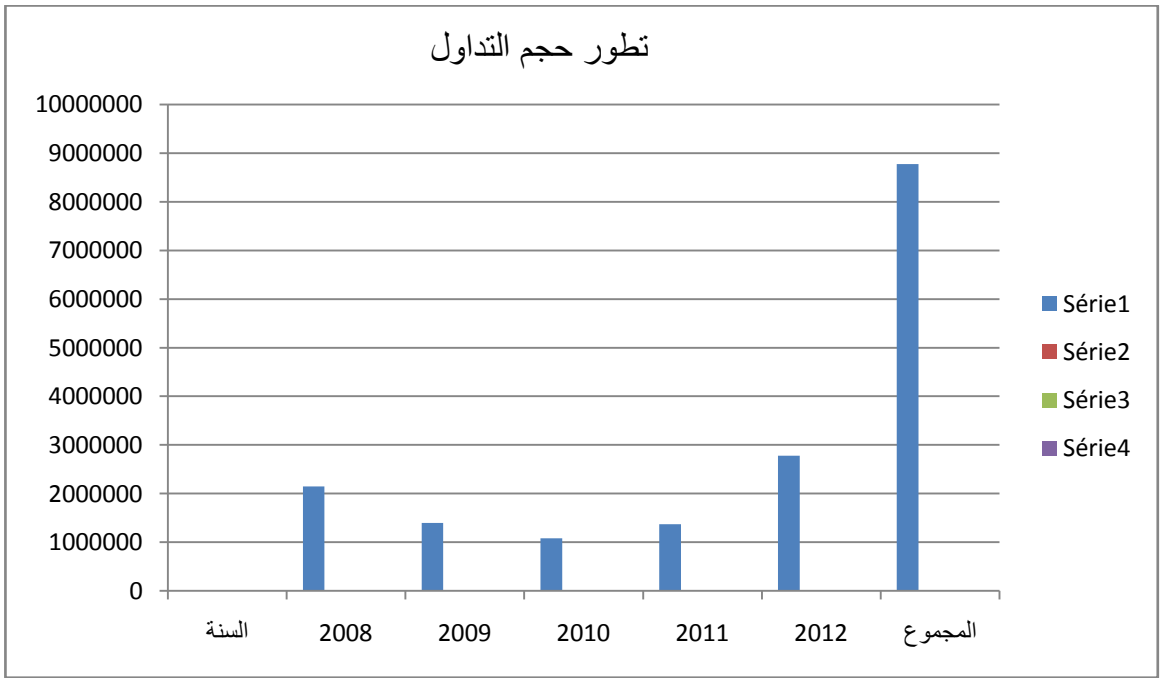
الفرع الثاني: تحليل نشاط الشركات المسجلة لسنة 2008/2012:

لمعرفة مدى تفاعل الشركات المدرجة في النمو الاقتصادي للبورصة قمنا بتحليل نتائج السنوات الأخيرة ولقد تحصلنا على النتائج التالية:

1. حجم التداول:

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	المجموع
حجم التداول	2146130	1398077	1081977	1369885	2779493	8775562
النسبة %	24.46	15.93	12.33	15.61	31.67	100

Source :www.bourseofalgerie.com



التعليق على النتائج:

من خلال الجدول الموضح أعلاه والرسم البياني يتم لنا ما يلي:

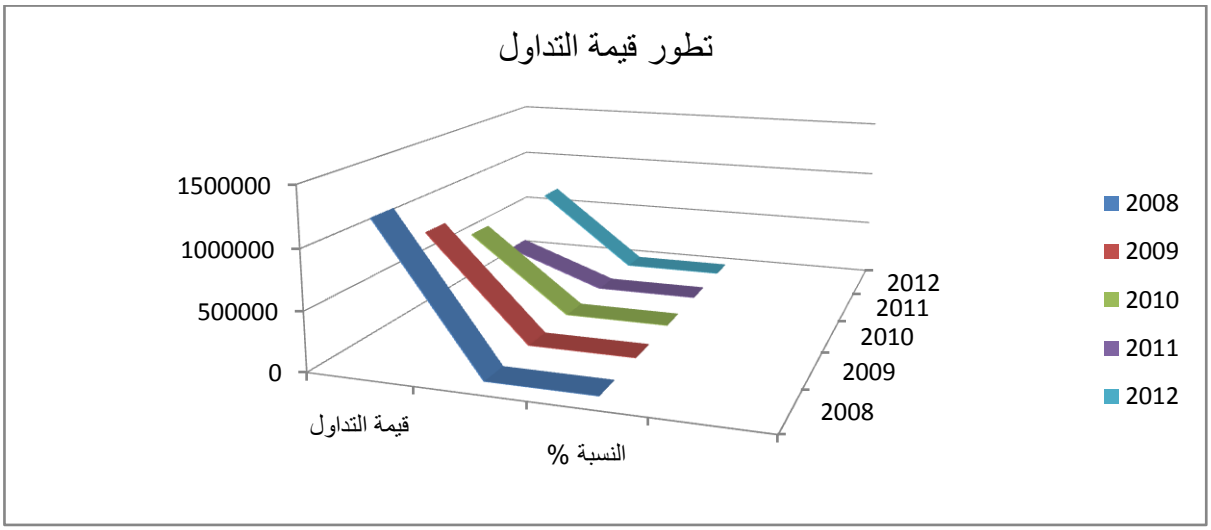
خلال سنة 2008 بلغت نسبة حجم التداول 24.46 % أما خلال سنة 2009 لوحظ انخفاض في حجم التداول ليصل إلى 15.93% وبقي في الانخفاض حتى سنة 2010 ليبلغ نسبة 12.33%ليشهد ارتفاع في سنة 2011 ويبقى في الارتفاع ليصل إلى سنة 2012 إلى غاية 31.67%.

حيث نستخلص من هذه الدراسة أن حجم التداول خلال السنوات 2088 إلى 2012 شهد تدبدب في حجم التداول من ارتفاع وانخفاض.

2. قيمة التداول:

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	المجموع
قيمة التداول	1218511 505.00	896650 652.00	670069 575.00	321222 985.00	673186 960.00	3779641 650.00
النسبة %	32.24	32.72	17.73	8.5	17.81	100

Source : www.bourseof algerie.com



التعليق على الجدول:

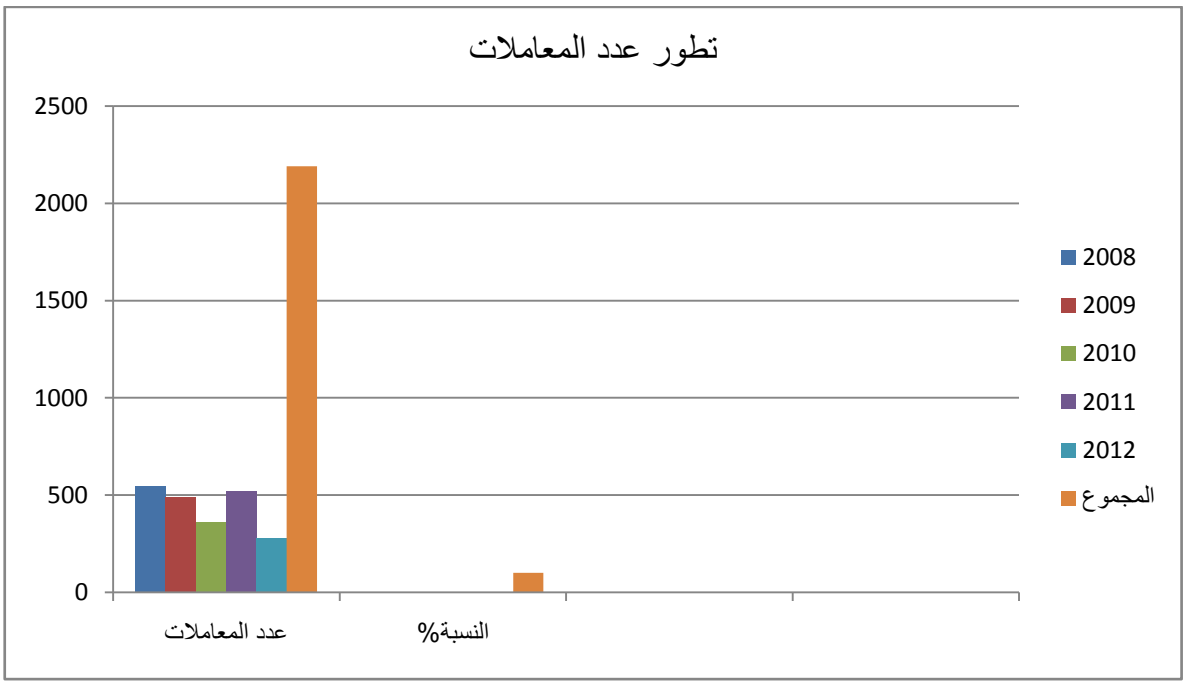
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه والرسم البياني أن قيمة التداول في السنة 2008 بلغت نسبة 32.24 % في حين تبقى على العموم مستقرة في نفس النسبة سنة 2009 إلى غاية حلول سنة 2010 حيث تعرف انخفاض في قيمة التداول لينخفض إلى نسبة 17.73 % في حين يبقى في انخفاض مستمر بحيث يصل سنة 2011 إلى نسبة 8.5 % ويرجع ويرتفع ليستقر في نسبة 17.81 %.

من خلال ما سبق نستخلص أن قيمة التداول لسنوات 2008- 2012 عرفت استقرار في السنتين الأوليتين حيث بلغت نسبة قيمة التداول خلال 2008- 2009 إلى 23.24 % إلى 23.72 %، في حين تتراجع في سنة 2010 وخلال سنة 2011 تعرف قيمة التداول أدنى انخفاض لها حيث تصل إلى نسبة 8.5 %، حيث تتميز قيمة التداول بين الاستقرار في بادئ الأمر في الانخفاض ثم ترتفع في السنة الأخيرة.

3. عدد المعاملات:

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	المجموع
عدد المعاملات	545	488	361	520	277	2191
النسبة%	24.87	22.28	16.48	23.73	12.64	100

Source : www.bourseof algerie.com



التعليق على النتائج:

من خلال الجدول الموضح أعلاه والرسم البياني نستخلص ما يلي:

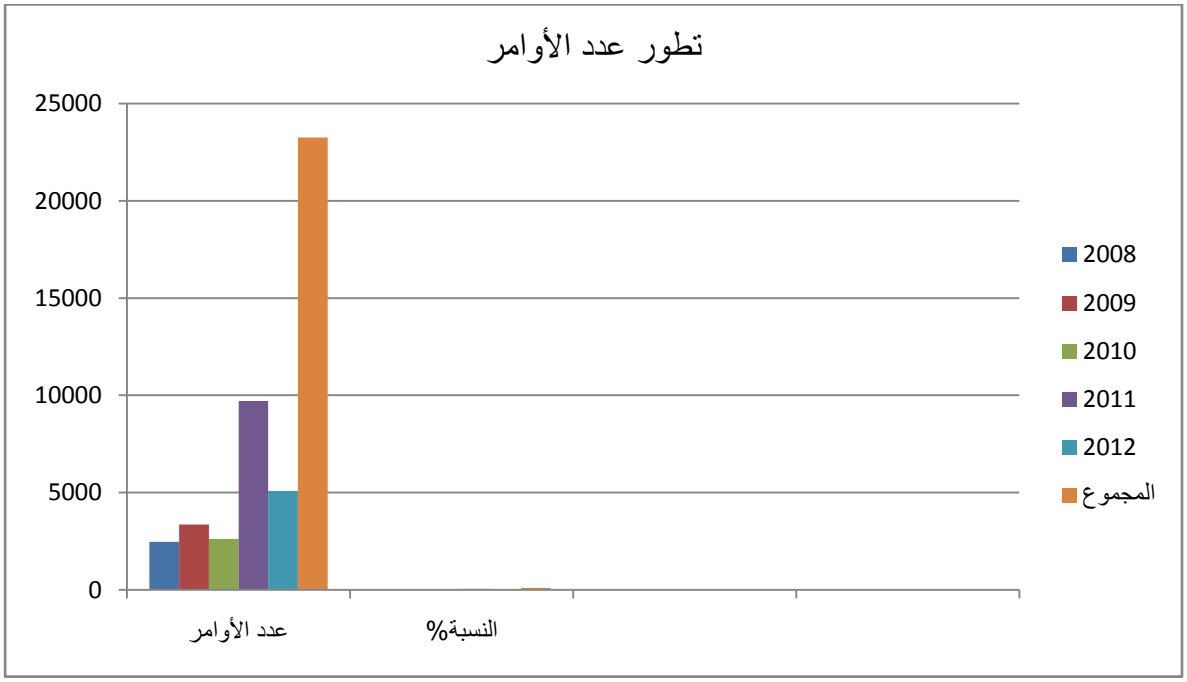
نلاحظ خلال سنة2008 أن عدد المعاملات بلغت نسبة 24.87% في حين تنخفض سنة 2009 إلى نسبة 22.28% وبقي يشهد انخفاضا في سنة 1010 بنسبة 16.48% فيرجع ويرتفع إلى سنة 23.73%في سنة 2011 ثم يرجع ويشهد انخفاضا في سنة 2012 ليصل إلى نسبة 12.64%.

من خلال ما سبق نستخلص أن حجم المعاملات من سنة 2012/2008 شهد ارتفاعا في حجم عدد المعاملات في سنة 2008 وهو أكبر نسبة مسجلة مقارنة مع السنوات الأخرى للدراسة وتبقى السنوات الأخرى تشهد تدبدب بين الارتفاع والانخفاض حيث تشهد سنة 2012 أدنى نسبة لعدد المعاملات.

4. عدد الأوامر:

N	2008	2009	2010	2011	2012	المجموع
عدد الأوامر	2483	3357	2632	9708	5078	23258
النسبة %	410.68	14.43	11.32	41.74	21.83	100

Source : www.bourseof algerie.com



التعليق على الجدول:

نلاحظ من الجدول أعلاه والرسم البياني أن عدد الأوامر في سنة 2008 بلغت نسبة 10.68 % في حين ارتفعت سنة 2009 إلى 14.43، في حين رجعت وانخفضت سنة 2010 إلى نسبة 11.32 %، في حين بلغت سنة 2011 إلى نسبة 41.74 % وهذا مؤشر جيد مقارنة بالسنوات السابقة في حين ترجع وتتناقص إلى 21.83 % في السنة الأخيرة.

ومن خلال ما سبق نستخلص أن عدد الأوامر خلال السنوات 2008-2012 عرفت الانخفاض والاستقرار والارتفاع حيث سجلت أكبر نسبة لعدد الأوامر سنة 2001 لتبلغ 41.74 %

المطلب الثاني: تقييم أداء بورصة الجزائر:

سنتعرض في هذا المطلب إلى نشاطات سوق القيم المنقولة وأداء بورصة الجزائر واهم العراقيل التي تواجهها وكيفية تطويرها.

الفرع الأول: نشاط سوق القيم المنقولة:

وهنا نقوم بتقييم سوق الأسهم، أداء البورصة وتقييم السوق السندية.

1. **تقييم سوق الأسهم:** لتقييم سوق الأسهم سوف نتعرض لعدد الأوامر المقدمة في السوق وحجم العرض والطلب وتطور الأسعار فيها.

1.1. **الأوامر المقدمة في السوق:** لدينا في الجدول التالي الذي يبين لنا عدد الأوامر المقدمة في بورصة الجزائر لسنتي 2004 و 2005.

جدول رقم: عدد الأوامر المقدمة لسنتي 2004 و 2005.

الأسهم	عدد الأوامر لسنة 2004		عدد الأوامر لسنة 2005	
	شراء	بيع	شراء	بيع
رياض- سطيف	23	66	5	1
مجمع صيدال	22	514	19	90
نزل الأوراسي	99	96	66	45
المجموع	144	676	90	136

المصدر: بصيري محفوظ، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجيستير، سنة 2007، ص 96.

من خلال الجدول نلاحظ أن عدد مجموع الأوامر لسنة 2004 بلغ 820 أمر مقابل 1545 أمرا سنة 2003 حيث سجل انخفاض في عدد الأوامر بنسبة 48%ن منها 676 أمرا بالبيع وتمثل ما نسبته 82% من مجموع الأوامر، أما في سنة 2005 فقد سجل ما مجموعه 226 أمرا منها 136 أمرا بالبيع وتمثل نسبة 60.17% من مجموع الأوامر المعروضة في السوق، وبمقارنة مجموع الأوامر في سنة 2005 مع سنة 2004 فنلاحظ وجود انخفاض قدرت نسبته ب 72.43%.

2.1. **حجم العرض والطلب:** لدينا الجدول التالي الذي يبين لنا حجم العرض والطلب لسنتي 2004 و2005.

الجدول رقم: حجم العرض والطلب لسنة 2004 و 2005.

الأسهم	طلب وعرض الأسهم لسنة 2004		طلب وعرض الأسهم لسنة 2005	
	الطلب	العرض	الطلب	العرض
رياض- سطيف	6397	9045	5000	4
مجمع صيدال	6776	72667	17373	17207
نزل الأوراسي	294100	22769	178005	11780
المجموع	307273	104481	200378	28991

المصدر: بصيري محفوظ، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجيستير، سنة 2007، ص 97.

- نلاحظ من خلال الجدول أن الطلب الإجمالي المعروض في السوق يفوق العرض الإجمالي في سنة 2004 حيث بلغ مجموع الطلب 307273 سهم مقابل 236607 سهم سنة 2003 حيث ارتفع بنسبة 30%، أما العرض الإجمالي فسجل انخفاض نسبته 33% حيث بلغ سنة 2004 حوالي 104481 سهم مقابل 156911 سهم سنة 2005.

- وفي سنة 2005 انخفض حجم الطلب بنسبة 34.8%حيث بلغ 200378 سهم للبيع مقابل 307273 سهم لسنة 2004، وأما العرض الإجمالي فقد انخفض بنسبة 72.25% ليبلغ 28991 سهم مقابل 104481 سهم سنة 2004.

ما يلاحظ من خلال الجدول أن الطلب الإجمالي يفوق العرض وذلك يحد من سيولة الأوراق المالية حيث يفضل أغلبية المستثمرين الاحتفاظ بالأوراق المالية بدل بيعها وبالتالي المساهمة بقدر كبير في تنشيط نشاط البورصة بدل إنعاشها.

3.1. **تطور الأسعار:**

لدينا الجدول التالي الذي يبين لنا تطور الأسعار لسنوات 2003، 2004، 2005.

الجدول رقم: تطور الأسعار خلال السنوات 2003، 2004، 2005.

	2003	2004	2005
رياض ــ سطيف	1050 - 945	1050 - 1000	-
مجمع صيدال	470 - 380	365 - 345	360 – 345
فندق الأوراسي	270 - 250	280 - 260	300 - 265

المصدر: cosob rapports annuels 2004 et 2005

من خلال الجدول أعلاه فإن أسعار الدنيا المسجلة في سنة 2003 كانت 945 دج و 380 دج و 250 دج بالنسبة للشركات المسعرة الثلاث: الرياض –سطيف، مجمع صيدال وفندق الأوراسي، 59% ، 53%، على التوالي مقارنة بأسعار الادخار التي كانت على الترتيب 2300 دج، 800 دج، 400 دج.

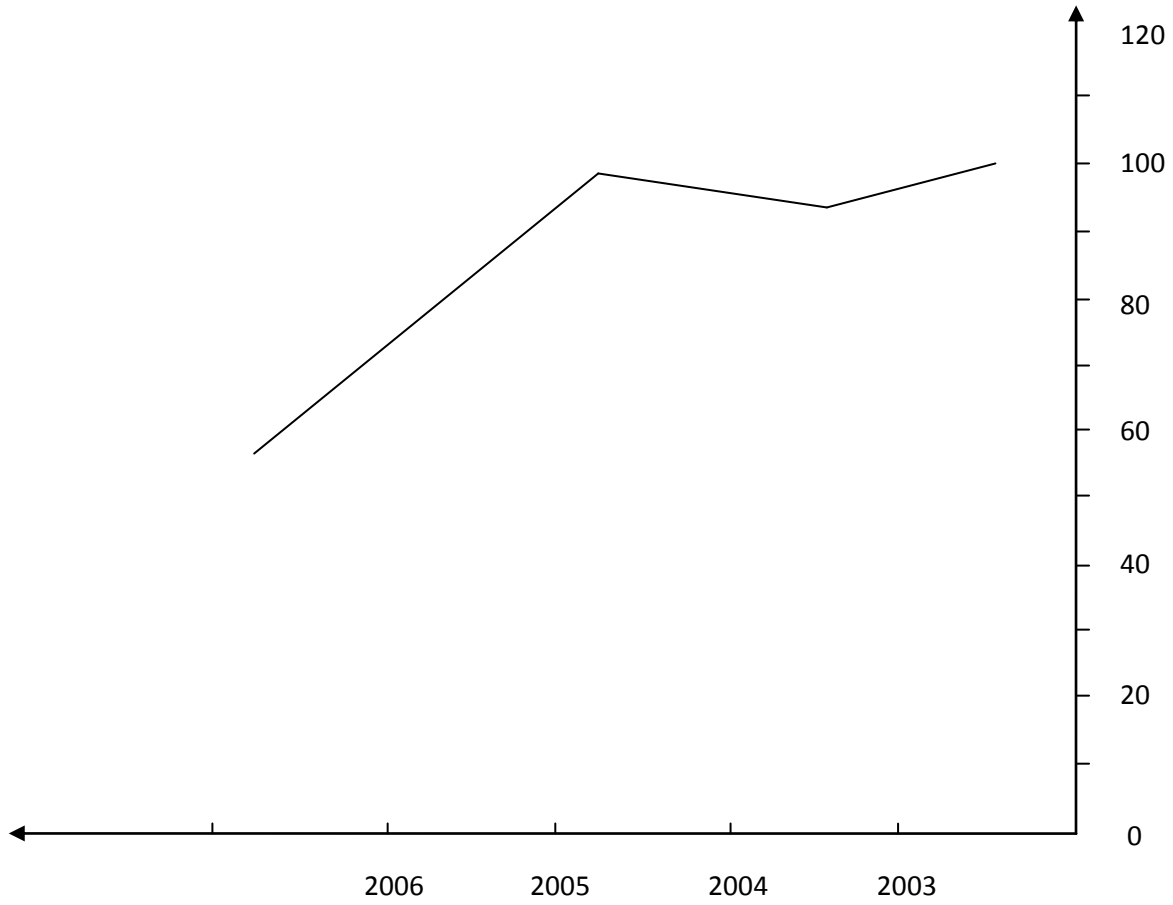
– أما في سنة 2004 كانت الأسعار الدنيا المسجلة 1000 دج و 345 دج و 260 دج بالنسبة للشركات المسعرة الثلاث، أي سجل انخفاض قدر بنسبة 56%، 57%، 35%، على التوالي مقارنة بأسعار الادخار.

– وأما بالنسبة لسنة 2005 كانت الأسعار الدنيا 0 دج و 345 دج و 265 دج بالنسبة لشركات المسعرة الثلاث أي سجل انخفاض قدر بنسبة 0%، 57%، 43%، على التوالي مقارنة بأسعار الادخار.

2. أداء بورصة الجزائر:

1.2. مؤشر أسعار الصندوق:

المنحنى رقم01: مؤشر أسعار الصندوق ببورصة الجزائر خلال الفترة2003 – 2006



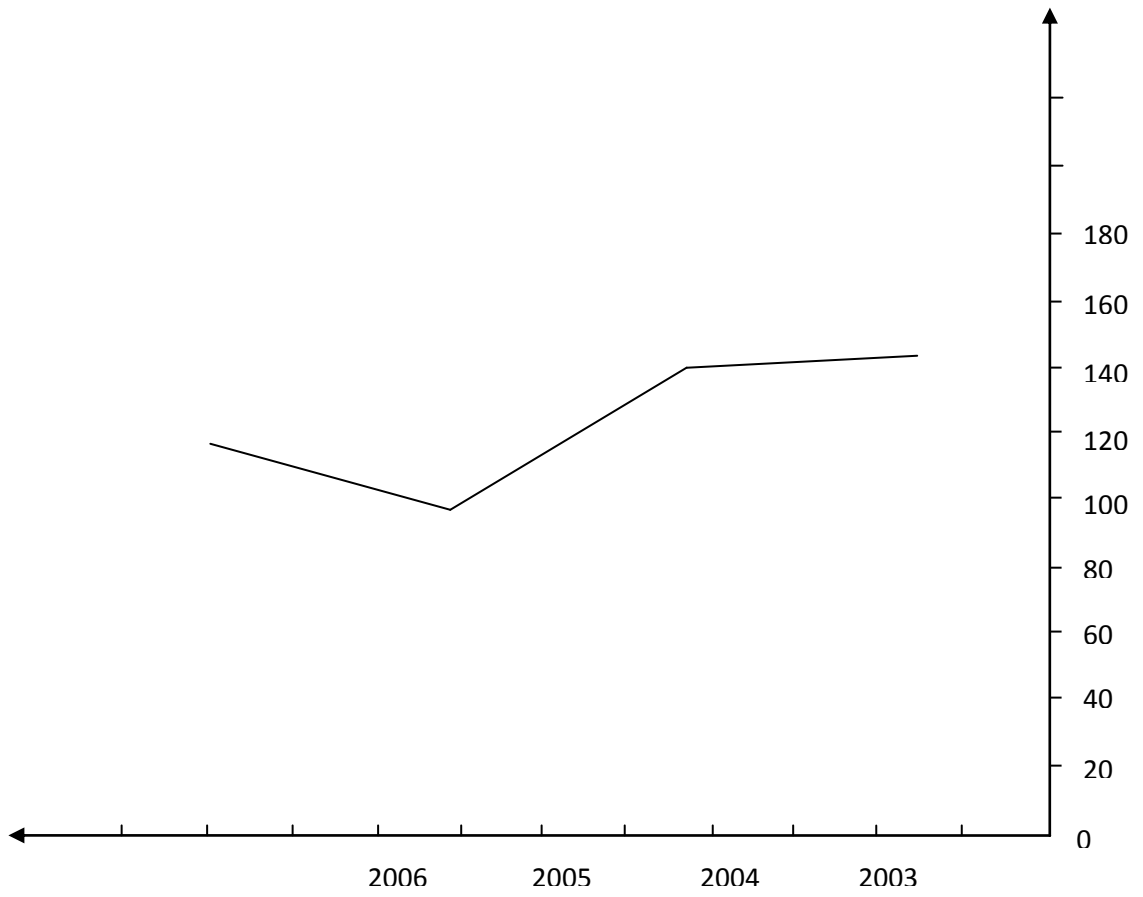
أظهر مؤشر أسعار الصندوق ببورصة الجزائر في نهاية عام 2003 ارتفاعا طفيفا بلغت نسبته 0.4%مقارنة مع العام الذي سبقه.

- أما في نهاية عام 2004 فقد انخفض بنسبة 2.3% مقارنة بالعام 2003 ثم ارتفع هذا المؤشر سنة 2005 بنسبة 5.2%مقارنة بالعام 2004.

لينخفض خلال عام 2006 بنسبة 35.1%مقارنة بنسبة 2005.[1]

2.2. أحجام السوق:

المنحنى رقم02: تطور القيمة السوقية خلال الفترة 2003 و 2006.



لقد بلغت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة في نهاية 2003 لتبلغ حوالي 143.6 مليون دولار، وبلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة ثلاث شركات حيث تعتبر هذه النسبة متدنية جدا مقارنة مع الأسواق العربية الأخرى.

- في سنة 2004 سجل انخفاض في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة بنسبة 2.3% مقارنة بالعام 2003 لتبلغ حوالي 140.3 مليون دولار، و لم يطرأ أي تغيير على عدد الشركات.

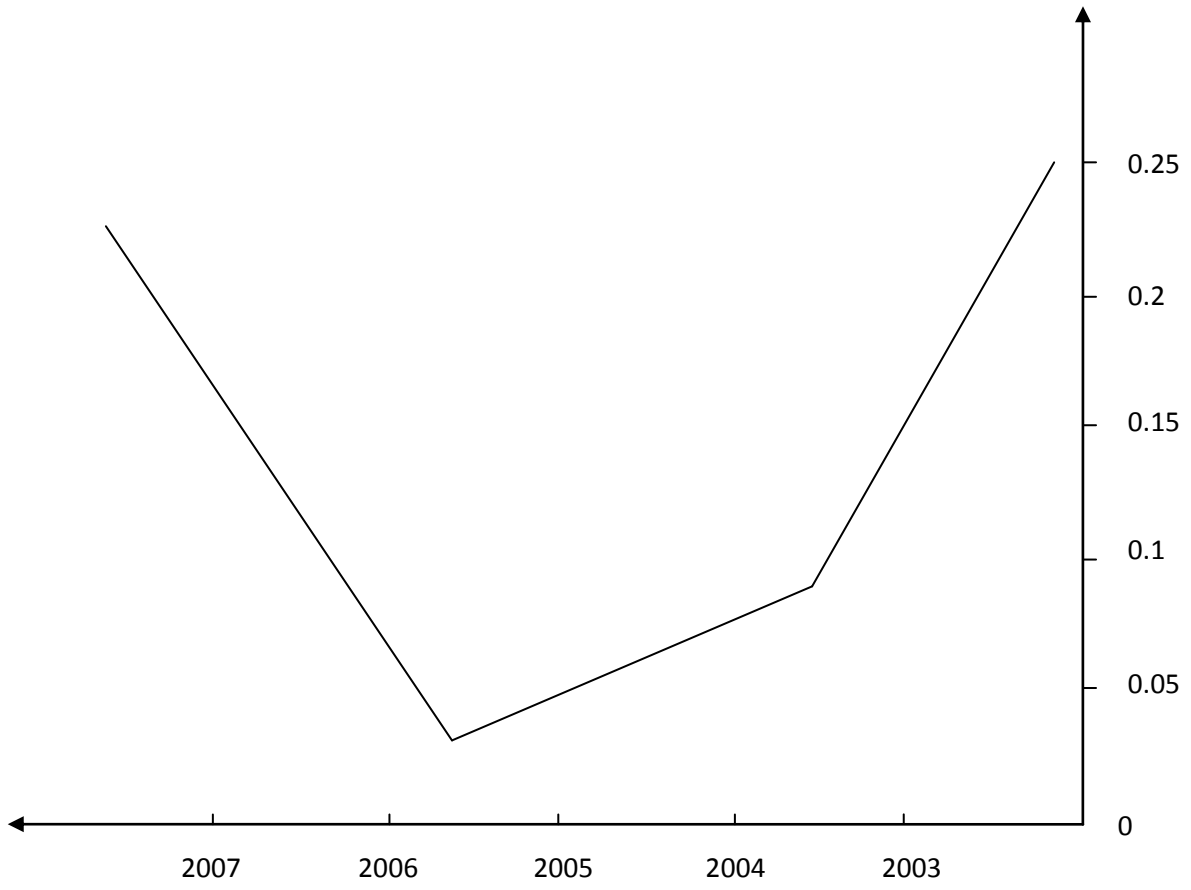
[1] محفوظ بصيري: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، دراسة حالة الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير التخصص، بنوكن نقود و مالية، جامعة سعد حلب بالبليدة، سنة 2007، ص. 95 وما بعدها.

أما في سنة 2005 فقد واصلت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة البالغ عددها 3 شركات انخفاضها بنسبة 35% مقارنة بالعام 2004 لتبلغ حوالي 90.8 مليون دولار.

- ثم ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في نهاية عام 2006 بنسبة 5.4% مقارنة بالعام 2005 لتبلغ حوالي 96 مليون دولار، وقد سجل في هذه السنة شركتين مدرجتين في البورصة بعد انسحاب شركة الرياض سطيف بعد المشاكل التي كانت تتخبط فيها حيث حالت دون بقائها في البورصة.

3.2. أحجام التداول:

المنحنى رقم03: القيمة السوقية لأسهم التداول.



- بلغت قيمة الأسهم المتداولة سنة 2003 حوالي 230 ألف دولار حيث بلغ عدد

الأسهم المتداولة 40 ألف سهم.

وفي سنة 2004 انخفضت أحجام التداول بنسب كبيرة إذ انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 47.1% مقارنة بالعام 2003 لتبلغ حوالي 120 ألف دولار، حيث انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 43.8% مقارنة بالعام 2003 ليبلغ حوالي 22 ألف سهم.

- أما في سنة 2005 فقد سجل انخفاض كبير في قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 60% مقارنة بالعام 2004 لتبلغ حوالي 48% ألف دولار، أما عدد الأسهم المتداولة خلال نفس العام انخفض بنسبة44% ليبلغ حوالي 12 ألف سهم.

- أما في سنة 2006 شهدت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ارتفاعا بنسبة 60.15%مقارنة بالعام 2005 لتبلغ حوالي 334 ألف دولار، وفي المقابل ارتفع عدد السهم المتداول خلال نفس العام بنسبة 41.71%ليبلغ حوالي 64 ألف سهم مقابل 12 ألف سهم تم تداوله خلال العام الماضي[1]

3. تقييم السوق السندية:

شهدت السوق السندية إصدارات معتبرة أثناء سنة 2005 حيث أصدرت 07 قروض سندية خلال السنة، ولقد تم رفع مبلغ 62.72 مليار دينار في سنة 2005 مقابل مبلغ 44.89 مليار دينار في سنة 2004 أي تسجيل ارتفاع بنسبة 40%.

ويرجع هذا التطور الكبير الذي شهدته السوق السندية إلى لجوء العديد من المؤسسات الكبرى إلى هذا السوق من أجل تمويل استثماراتها المستقبلية.

- **العمليات المنجزة:**

- **قروض سونلغاز السندية:** فقد أصدرت الشركة قرضين سنديين حيث أصدر الأول في شهر مارس من سنة 2005 والثاني بين شهري ماي و جويلية من نفس السنة، والهدف من إصدار هذين القرضين هو تمويل الاستثمارات المتصلة بإنتاج الكهرباء ونقل الكهرباء والغاز وتوزيعهما.

والقرض السندي الأول 10 ملايير دينار مخصص للبنوك والمستثمرين المؤسسين و هو يحتوي على جزأين:

- جزء أول مبلغه 01 مليار و 800 مليون دينار بنسبة 3.3 %ومدة إنضاج قدرها7 سنوات ويتعلق الأمر بإعادة فتح السند ب 07 سنوات والذي أصدرته الشركة في شهر ديسمبر من سنة2004.
- جزء ثاني مبلغه 03 ملايير و 300 مليون دينار بفائدة اسمية نسبتها 4.2%ومدة إنضاج قدرها 11 سنة.

وأما القرض السندي الثاني فكان مبلغه 15 مليار و 09 ملايين دينار، وكان هذا القرض موجه إلى الجمهور حيث شهد إقبالا منقطع النظير إلى درجة أن مدة الاكتتاب المقررة على مدى شهر كامل أقفلت بعد مدة 15 يوما من افتتاحها، وكان هذا القرض الذي تبلغ مدة إنضاجه 06 سنوات مقرون بنسبة سنوية تدريجية (3.%، 3.75%، 4.00%، 4.25%، 5.00%، 7.00%).

- **القرض السندي للخطوط الجوية الجزائرية:**

الخطوط الجوية الجزائرية أصدرت في مارس 2004 أول قرض سندي في السوق المالي الوطني بمبلغ 4.4 مليار دينار موجهة لتمويل أسطولها الجوي.

ويمكن أن نوجز مختلف خصائص السند القرضي الأول فيما يلي:[2]

---

[1] بصيري محفوظ: المرجع السابق، ص. 102 وما بعدها.

[2] بصيري محفوظ: المرجع السابق، ص .103.

مبلغ إصدار عدد السندات المصدرة:

المبلغ الاسمي للقرض هو 4.400.000.000 مقسمة على 440.000 سند عادي بقيمة اسمية 10.000 للسند، هذا القرض أصدر على مرحلتين:

- **القرض الأول**: بمبلغ 1.800.000.000 دج يحمل فائدة اسمية (3%)، حيث أن هذه الأصول تعوض سنويا بالتسلسل بسعر 450.000.000 دج (01 أفريل 2005، 2006، 2007، 2008).
- **القرض الثاني**: بمبلغ 2.600.000.000 دج يحمل فائدة اسمية (3.75%) لمدة 5 سنوات أي حتى 01 أفريل 2009.

الفائدة من هذه العملية بالنسبة للمستثمر:

- وفقا للمادة 26 من قانون المالية لسنة 2004 فإن الأصول المصدرة الأقل من 5 سنوات معفاة من الضرائب.
- الأصل المكتتب فيه له عائد أفضل من التطبيقات التتابعية الموجودة في السوق وتمنح الأمان أفضل في التوظيف.
- القرض السندي يشكل كضمان من الضمانات لفائدة الكتل السندية الأخرى.
- في حالة الحاجة إلى السيولة، يحق للمكتتبين مفاوضة أصولهم في أي وقت لدى الوسطاء المعتمدين.
- الاكتتاب ليس محدد بسقف، إذ يستطيع المكتتبون شراء ما يشاءون.

والفائدة من هذه العملية أنها تساعد في تطوير الاقتصاد على المستوى الكلي، حيث أن برنامج اقتناء الطائرات هو إستراتيجية للاقتصاد الوطني وقد تم تحويله للعرض العمومي للادخار حيث ساهمت هذه العملية في:

- المساهمة في إنعاش وتكوير السوق المالي الجزائري.
- منح المستثمرين فرص توظيف مساحاتهم النقدية في السوق الوطني وبالتالي المساهمة في تمويل الخزينة بجزء من فوائضهم.
- منح ديناميكية جديدة بين الأعوان الاقتصاديين.
- المساهمة في الحد من ارتفاع الدين الخارجي للبلد والحد من التضخم.
- تدعيم نشاط بنك الجزائر في مجال التسوية وذلك بتوفير السيولة اللازمة(العملة الصعبة) لعملية شراء الطائرات، ثم عادت شركة الخطوط الجوية الجزائرية إلى السوق المالية في سنة 2005 بإصدارها قرض سندي مبلغه 12 مليار و 320 مليون دينار وسمحت الأموال المرفوعة للشركة بتمويل عملية اقتناء طائرات جديدة، أو كان هذا القرض موجه للبنوك والمستثمرين المؤسسين على مدة إنضاج قدرها 06 سنوات وبنسبة فائدة سنوية قدرها 4% .

- **قرض سيفيتال السندي:**

تعتبر سيفيتال الشركة الأولى من القطاع الخاص التي تلجأ إلى السوق السندية من أجل رفع رأسمالها لتمويل قسم من مخطط تطويرها على مدى السنوات الثلاث القادمة، وتمثل سيفيتال مجموعة صناعية مندمجة يقوم نشاطها في الوقت الراهن على تكرير الزيت والسكر، ولها سمعة واسعة في سوق المواد الغذائية الأساسية.

لقد تم إصدار السندات على دفعتين:

- الدفعة الأولى من السندات تستحق بعد 05 سنوات ونسبة فائدة اسمية قدرها 3.75% مع خيار التحصيل المسبق في السنة الثالثة.
- أما الدفعة الثانية فتستحق بعد 6 سنوات بنسبة فائدة اسمية قدرها 4.00% مع خيار التحصيل المسبق في السنة الرابعة.

الهدف من العملية:

الهدف من إصدار القرض السندي بملغ 05 مليار دينار هو تمويل جزء من استثمارات سيفيتال، حيث أن التوقعات المحتملة من هذه العملية خلال فترة خمس سنوات القادمة هي تحقيق فائض يفوق 90 مليار دينار ويستعمل في تمويل:

الاستثمارات في إطار تقوية وضعها وإحكامه في السوق وتكامل نشاطها في هذا الميدان(عملية سحق حبوب الصوجا، وعملية التوزيع).

تطوير البيئة التنافسية في سوق التغذية الزراعية الجزائري الذي سينعكس لاسيما على مستوى احتياجات سير أصول المجمع ابتداء من سنة 2008.

تطوير نشاط الأطباق الزجاجية.[1]

- **قروض اتصالات الجزائر السندية:**

أصدرت اتصالات الجزائر قرض سندي مبلغه 06 ملايير و 500 مليون دينار، وكانت هذه الأموال موجهة إلى تمويل اقتناء تجهيزات جديدة تهدف أساسا إلى عصرنة شبكتها الخاصة بالهاتف النقال، وقد اشتمل هذا القرض المخصص للبنوك والمستثمرين المؤسسين على جزئين: جزء أول بمدة إنضاج قدرها سنتين ونسبة فائدة اسمية قدرها 2.75% .

جزء ثاني بمدة انضاج قدرها 03 سنوات ونسبة فائدة اسمية قدرها 3.00%.

- **قروض المؤسسة الوطنية للحفر السندية:**

- المؤسسة الوطنية للحفر هي فرع من فروع سونا طراك تتدخل في مجال القطاع شبه البترولي وقد لجأت هذه المؤسسة إلى السوق السندية من خلال إصدار قرض سندي 08 ملايير دينار، وقد اشتمل هذا القرض المخصص للبنوك

[1] بصيري محفوظ: المرجع السابق، ص .105.

وللمستثمرين المؤسسين على جزئين: جزء أول مبلغه 4 ملايير و 80 مليون دينار بنسبة فائدة اسمية قدرها 3.00%ومدة إنضاج قدرها 05 سنوات.

جزء ثاني مبلغه 03 ملايير و 920 مليون دينار بنسبة فائدة لسمية قدرها 3.50%ومدة إنضاج قدرها 06 سنوات.

المطلب الثالث: لمحة عن الوسطاء في الجزائر

سيتم التطرق إلى لمحة عن بورصة الجزائر بالإضافة إلى الوسطاء الماليين فيها وشروط اعتمادهم والعوائد التي يتحصلون عليها.

الفرع الأول: لمحة عامة عن بورصة الجزائر

بعد الاستقلال تبنت الجزائر النظام الاشتراكي الذي يعتمد على التخطيط المركزي للاقتصاد، كما تميزت بسيطرة القطاع العام، حيث كانت كل احتياجات المالية تغطى بفضل الخزينة التي كانت تخصص التمويل المباشر للقروض طويلة الأجل عن طريق بنك الجزائر للتنمية BAD، أما القروض قصيرة الأجل فقد أسندت للبنوك التجارية والحصيلة النهائية كان يتحملها البنك المركزي كدين على الجزائر، إن هذه الوضعية المتدهورة التي عرفتها الجزائر في فترتي الثمانينات والتسعينات أجبرتها على إعادة هيكلة مختلف قطاعاتها الاقتصادية لتتمكن من السيطرة عليها، لتعلن بعد ذلك انتقالها من الاقتصاد الحر، والذي كفت من خلاله خزينتها عن تمويل المشاريع الاقتصادية الاستثمارية والإنتاجية، كما منحت الاستقلالية للعديد من المؤسسات الوطنية، هذا الانسحاب للدولة خلق فراغا كبيرا لعدة مؤسسات إذ وجدت نفسها في وضعية حرجة جدا رغم التمويل البنكي لها، الأمر الذي أدى إلى التفكير الجدي في إنشاء سوق مالي منظم يعمل على توفير التمويل اللازم لهذه المؤسسات، وتم إنشاء هذا السوق المالي المنظم، أي البورصة.[1]

لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

تم تأسيس هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، وتتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء، حيث يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربعة سنوات ويعين أعضاء اللجنة بقرار من وزير المالية لمدة أربع سنوات حسب التوزيع الآتي:

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي ويختار لكفاءته في المجال المالي أو البورصة.
- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين قيما منقولة.
- عضو يقترحه الصف الوطني للخبراء المحاسبين.

[1] سعيدي فاطمة الزهراء: محاضرات في الأسواق المالية، المركز الجامعي المدية، 2006، 2007.

- تستفيد اللجنة من إعانة تسيير تمنح إياها من طرف ميزانية الدولة و تتقاضى أتاوى على الأعمال والخدمات التي تؤديها.[1]

- **مهام وصلاحيات اللجنة:**

- تمارس اللجنة مهام وصلاحيات يمكن إيجازها فيما يلي:

أولا: مهامCOSOB: تتمثل مهامها فيما يلي:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

ثانيا: صلاحيات اللجنة: تتمتع اللجنة بثلاث صلاحيات وهي: التنظيم والرقابة والتحكيم.

- **السلطة التنظيمية:** تسن اللجنة الأنظمة المتعلقة خصوصا بما يلي:

- التزامات المصدرين في الإعلام أثناء إصدارهم قيما منقولة باللجوء العلني للادخار، أو الدخول في البورصة أو التعرض للعروض العمومية.
- اعتماد الوسطاء في عملية البورصة وكذا القواعد المهنية المطبقة عليهم
- شروط تداول ومقايضة القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- القواعد المتعلقة بمسك الحساب وحفظ السندات.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم المتصل بالسندات.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.

- **سلطة المراقبة والرقابة:** حيث تسمح هذه اللجنة من:

- احترام المتدخلين في السوق للأحكام التشريعية والتنظيمية.
- الشركات التي تلجأ علنيا غلى الادخار مغرمة بإعلام الجمهور من خلال النشرات الرسمية.
- السير الحسن للسوق.[2]

- **السلطة التأديبية والتحكيمية:** تنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة.

وقاضيين يعينهما وزير العدل ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي، حيث تختص هذه الغرفة فيما يلي:

- في المجال التحكيمي، تختص هذه الغرفة بالنظر في كل نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، وتتدخل فيما يلي:
- بين الوسطاء في عمليات البورصة.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم.

---

[1] الجريدة الرسمية، المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، المادة 51، 37، 36، 35.

[2] المرسوم التشريعي المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق ببورصة القيم المراد 41، 40، 37، 35 و 46.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة والآمرين بالسحب في البورصة وأما في المجال التأديبي فتختص هذه الغرفة بالنظر في أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.[1]

- **شركة إدارة بورصة القيم (SGBV):**

بموجب القانون رقم 03- 04 المؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 ه الموافق ل 17 فبراير سنة 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93- 10، تم تغيير اسم شركة التسيير بورصة القيم المنقولة إلى شركة إدارة بورصة القيم، وهي عبارة عن شركة ذات أسهم تسير المعاملات التي تجرىحول القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

- **هدف الشركة:** تتمثل أهداف الشركة فيما يلي:
  - التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
  - التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
  - تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
  - تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
  - تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
  - إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.[2]

الفرع الثاني : المتدخلون في بورصة الجزائر

المستثمرون:

تم تأسيس هذه الهيئات بموجب المرسوم الرئاسي رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 وهي هيئات خاصة تدعى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM) وتهدف إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة والمنتوجات المالية وتسييرها لحساب المدخرين الصغار ويميز المشروع الجزائري بين نوعين من المستثمرين هما :

- **شركة الاستثمارات ذات رأس مال متغير (SICAN):** هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهمها تماشيا مع طلبات الاكتتاب،ويصبح كل مستثمر يشتري أسهمها مساهما وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة وله الحق في التصويت في الجمعيات العامة والحق في الإعلام، والحق في أن تدفع له حصة من الأرباح.
- **الصندوق المشترك للتوظيف (FCP):** هو ملكية مشتركة لقيم منقولة لا يتمتع بالشخصية المعنوية ويصدر حصصا، وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم، وتتولى شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص وفي صالحهم دون سواهم.

---

[1] لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، المرجع السابق.

[2]- SGBV :Société de Gestion de la Bourse de Valeurs Mobilières.

- **الوسطاءفي عمليةالبورصة (IOB):** الوسطاء في عمليات البورصة هم عبارة عن شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين معتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومن أجل الحصول على الاعتماد هناك مجموعة من الشروط التي أن تتوفر فيهم:

– الحيازة على رأسمال أدنى محدد من طرف الـ COSOB.

– الحيازة على التنظيم والوسائل التقنية الملائمة لمباشرة نشاطهم

– امتلاك عمال ذوي شرف ولديهم المؤهلات اللازمة.[1]

–أنواع الوسطاء:

هناك صنفان من الوسطاء في عملية البورصة القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

– الوسيط ذو النشاط غير المحدود: إضافة إلى قيامه بإنجاز الأوامر في البورصة ، يمكن أن يمارس النشاطات الآتية:

– التفاوض لحساب الغير.

– الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.

– التسيير الفرضي للمحافظ بموجب عقد مكتوب.

– تسير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

– توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية.

– ضمان إنجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.

– التفاوض للحساب الخاص.

– حفظ القيم المنقولة وإدارتها.

– إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.[2]

الفرع الثالث: شروط اعتماد الوسطاء في بورصة القيم المنقولة

لقد حددت لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة شروط اعتماد الوسطاء، سواء كانوا أفراد أو مؤسسات.[3]

1. شروط اعتماد الأشخاص الطبيعيين:

يجب على كل شخص طبيعي مزاولة نشاط الوساطة في عمليات البورصة أن يتقدم بطلب إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مع توفر الشروط التالية:

– أن يكون عمره 25 سنة فما فوق عند تقديم الطلب.

– أن يتمتع بالأخلاق الحسنة.

---

(1)- IOB: les Intermédiaire en Opération de Bource.

(2) فاطمةالزهراء سعدي: محاضرات في الأسواق المالية، تخصص نقود وبنوك ومالية معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المدية، 2007- 2008.

(3) فاطمة الزهراء سعيدي: آليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخوصصة، رسالة ماجيستير تخصص مالية، جامعة سعد حلب بالبليدة دفعة 2006.

- أن تتوفر فيه شروط الكفاءة أي إما أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو أن يكون تابع بنجاح تكوين التجارة والتسيير في القيم المنقولة، وكسبوا تجربة مهنية تسمح لهم بمزاولة عملية الوساطة.
- أن يكون حائز على محل واضح للتعيين إما ملكية خاصة أو إيجاره.

ولابد من تقييم مبلغ مالي قدره 500.000 دج ويمكن للجنة أن تحدد مبلغ اكبر من هذا إذا اعتبرت أن طبيعة النشاطات الممارسة تتطلب ضمان اكبر.

2. شروط اعتماد الأشخاص المعنويين:

- يجب على الأشخاص المعنويين تقديم مبلغ مالي قدره مليون دج.
- حيازة محلات ملائمة لضمان أمن مصالح الزبائن وكذلك حيازة مقر الشركة في الجزائر.
- أن يكون لديها على الأقل مسير مسئول مكلف بالإدارة تتوفر فيه شروط التأهيل فيما يخص تسيير الأوراق المالية.[1]

طبيعة الوسائط المعتمدة في البورصة الجزائرية:

بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توفرها في الوسطاء سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو أشخاص معنويين، إلا أن الرجوع إلى طبيعة الوسطاء المالية المعتمدة في البورصة الجزائرية (COSOB) يؤكد أن القانون لا يسمح للأشخاص الطبيعيين أن يمارسوا الوسائط المالية، إلا أن المتتبع للوسائط المالية في الجزائر خمس شركات وساطة مالية معنوية فقط على الرغم من أن مبدأ القانون صدر في جويلية1996، بمعنى أن اقتصار عدد الشركات على خمس لا يتناسب مع طول الفترة الزمنية، وما يمكننا استخلاصه:

- أن الإطار التشريعي بطيء، حيث أن القانون المنظم للوسطاء قد صدر في 1996 إلا أن شركات الوساطة المالية لم تعتمد إلا في 1999/07/27.
- إن تركيبة الوساطة مكونة من بنوك وشركات تامين وهي كلها ملك للدولة بمعنى هذا أن القطاع الخاص مستبعد.
- أن كل هؤلاء الوسطاء أشخاص معنويين لا يوجد فيهم شخص طبيعي كما ينص عليه القانون المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ومعنى هذا أن الشخص الطبيعي الوسيط غائب إلى يومنا هذا.[2]
- أن كال هؤلاء الأشخاص وسطاء في عملية البورصة في المرحلة الراهنة ممثلين في الهيئات المالية والنقدية بنوكا وشركات تأمين عمومية إضافة على ضعف القدرة الادخارية للعائلات يعطى الانطباع بأن هيئات الوساطة في البورصة قد تهتم أكثر بتكوين محافظة مالية للبنوك التي تتبعها، ويخشى في حالة عدم تعريض شركات المساهمة التي تطلع حاليا بمهام الوسطاء في عمليات البورصة للتنافس فيما بينها بالقدر الكافي أن تضييع مصالح المتعاملين الآخرين وخاصة منهم الجمهور العريض.

---

[1] سعيدي فاطمة الزهراء: المرجع السابق.

[2] سعيدي فاطمة الزهراء، المرجع السابق ص .

المبحث الثالث: دور الوساطة واللاوساطة في تفعيل بورصة الجزائر:

المطلب الأول: مكانة الوساطة في الاقتصاد الجزائري

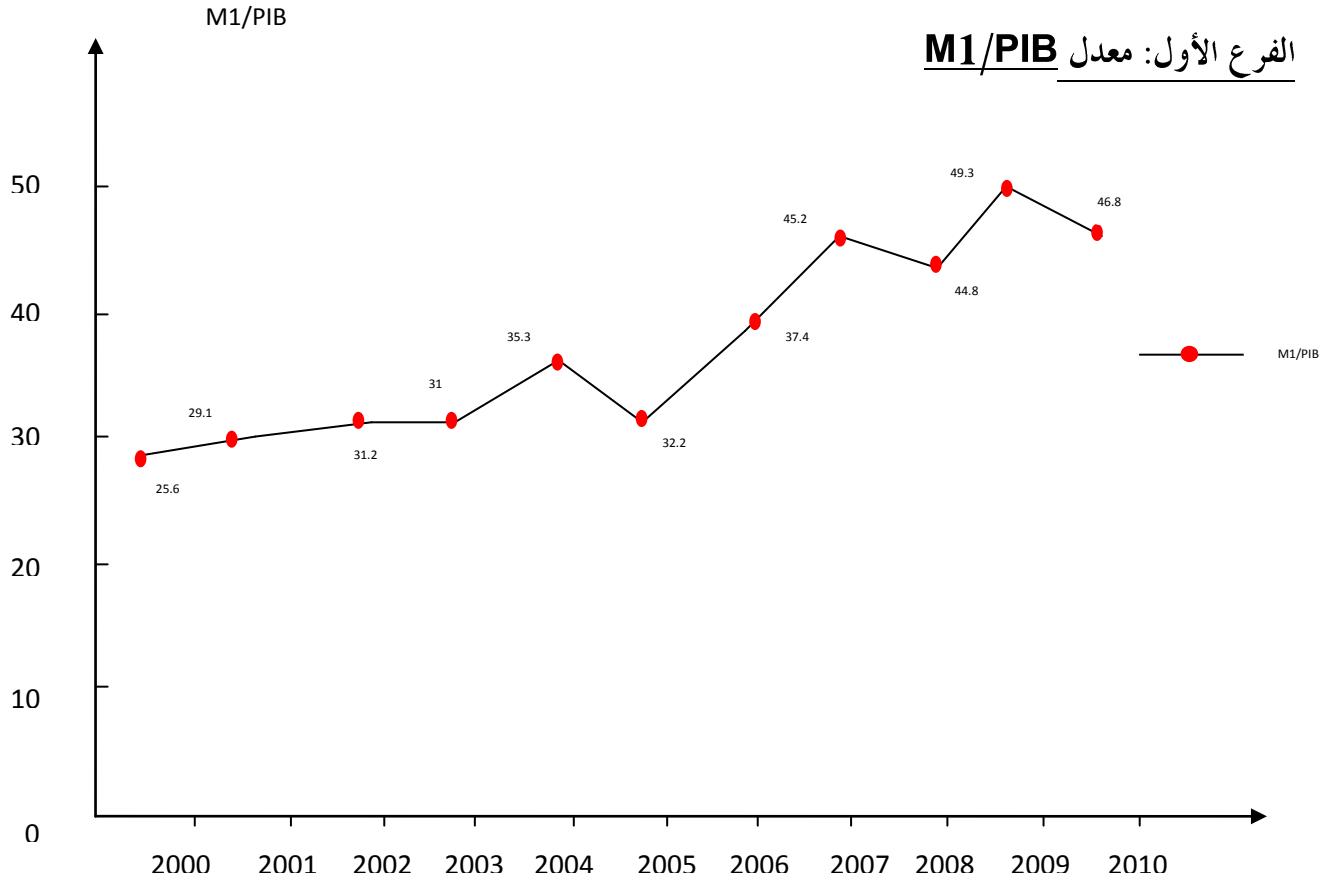
في هذا المبحث سنقوم بدراسة العلاقة بين الوساطة المالية والنمو اعتمادا على معطيات اقتصادية ومالية في الفترة ما بين 2000_ 2010 نستطيع من خلالها معرفة حجم تأثير الوساطة المالية على النمو في الجزائر.

الجدول رقم 16: حجم تأثير الوساطة المالية على النمو في الجزائر.

Année	M1/PIB	M2/PIB	Crédit à l'économie/PIB
2000	25.6	49.3	21.2
2001	29.1	58.4	25.3
2002	31.2	63.9	27.9
2003	31	63.7	26.2
2004	35.3	61	25.1
2005	32.2	55.2	23.7
2006	37.4	57.9	22.5
2007	45.2	64	23.5
2008	44.8	62.7	23.6
2009	49.3	71.5	30.8
2010	46.8	67.7	27.1

المصدر: تقرير البنك المركزي الجزائري 2011.، بتصرف.

الفرع الأول: معدل M1/PIB

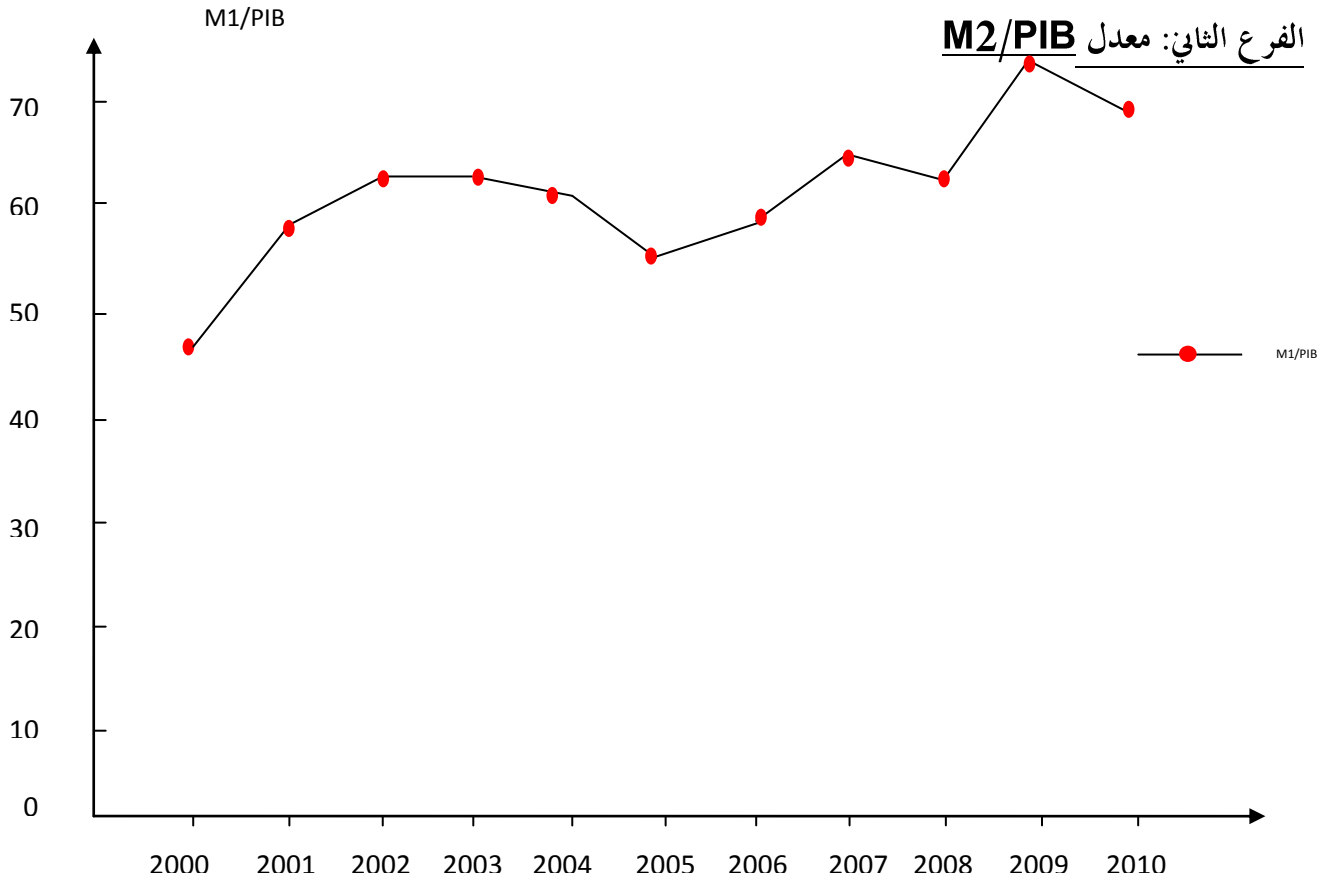


يمثل هذا المنحنى مؤشر السيولة النقدية الأولية الاقتصاد ونلاحظ من المنحنى البياني الموضح أعلاه أن هذا المؤشر تزايد خلال الفترة 2000- 2010 ما عدا خلال السنوات 2004، 2008 و 2010 حيث تشهد تراجعا طفيفا ، وتفسير هذا التزايد هو فترة الوفرة المالية للجزائر من خلال ارتفاع أسعار المحروقات في العالم التي تعتبر مصدر أهم مداخيل الدولة الجزائرية، ما ساعدها على وضع الخطط التنموية خصوصا برنامج الإنعاش الاقتصادي 2001- 2009.

فارتفاع النسبة من 25.6% سنة 2000 إلى حدود 50% سنة 2010 يمثل مدى مساهمة الوساطة المالية بمفهومها الضيق أي مساهمة البنك المركزي والبنوك التجارية في الناتج الوطني الخام وهي نسبة مكانة البنك المركزي والبنوك التجارية في الاقتصاد.

نبقى الى أن نسبة عالية من هذا المعدل أثار تضخميه.

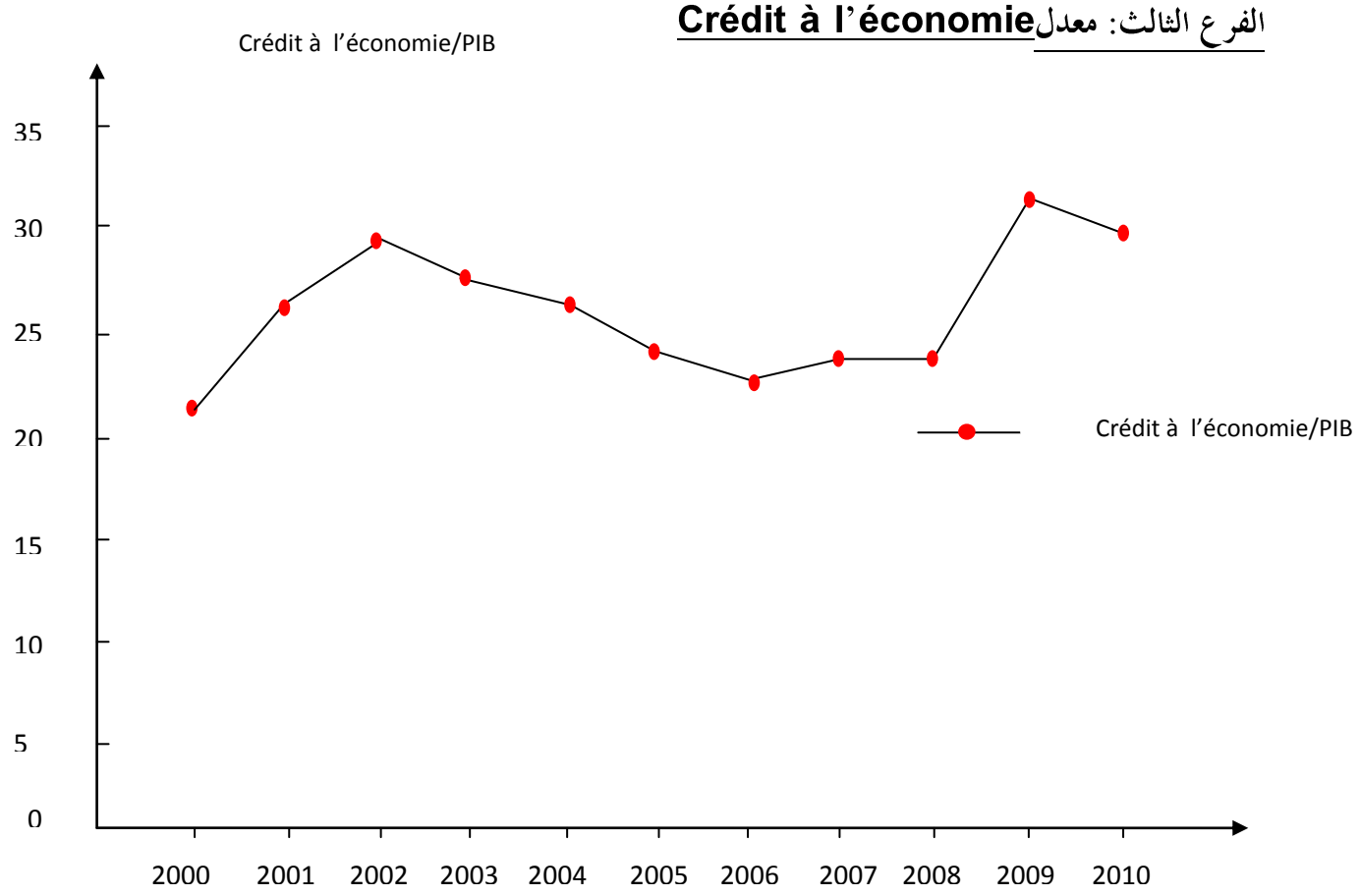
الفرع الثاني: معدل M2/PIB



تمثلM2/PIB مؤشر السيولة النقدية الثانوية للاقتصاد ، تتزايد هي الأخرى خلال الفترة 2000- 2010 ماعدا السنوات 2004، 2008، 2010 التي شهدت فيها تراجعا طفيفا، ولأن M2 تمثل مجموع M1 مضافا إليها حساب للوساطة المالية على النمو الاقتصاد، فالحسابات لأجل هي المعيار الذي يؤكد دور الوساطة المالية في أي اقتصاد.

أما عن تفسير تزايد هذا المؤشر فكما سلف الذكر بسبب ارتفاع أسعار المحروقات في العالم والوفرة المالية التي شهدتها الجزائر ، وإذا ما دققنا في حجم الحسابات لأجل لوجدنا ها بالتأكيد تابعة للقطاع العام (خاصة شركة سونلطراك والتي أصبحت تودع مدخراتها في البنوك الجزائرية العامة) ولوجدنا أن حصة القطاع الخاص في هذه الحسابات ضئيلة جدا

الفرع الثالث: معدل Crédit à l'économie



يمثل هذا المعدل درجة مديونية الاقتصاد، ونلاحظ أنها تتحرك وفق حركة عشوائية حيث تتزايد خلال فترات وتتراجع خلال فترات أخرى ن أما إذا حللنا تطور المعدل من سنة 2000 حتى 2010 بصفة عامة نجد هذا المعدل في ارتفاع من 21.2% إلى 2702% لكن هذا المعدل يبقى غير كافي للقول بان الوساطة المالية لها دور في تمويل الاقتصاد الوطني ، حيث أن نظاما ماليا كالمتبع في الجزائر واعتماده على القطاع البنكي حتى وان وصل المعدل إلى 50% أو60% فهذا لن يؤثر في العلاقة وسيبقى التأثير المسجل في الجزائر منخفضا.

المطلب الثاني: مكانة اللاوساطة في الاقتصاد الجزائري:

لتقييم أداء السوق المالي في الجزائر اعتمدنا على أهم مؤشرات البورصة انطلاقا من سنة2000 حتى سنة 2004.

1.تطور بورصة الجزائر:

السنوات	عدد الصفقات	الحجم	القيمة دج
2000	4559	323.990	720.039.160
2001	2898	361.445	532.217.905
2002	2071	80.611	112.060.345
2003	393	39.693	170257.700
2004	30	5.710	3.368.560
المجموع	11007	845.847	1494.023.360

Source SGUB/bourse d'Alger.

من خلال الجدول نلاحظ أن تطور البورصة الجزائرية أخذ في الانخفاض من2000 إلى 2004 ونلاحظ ذلك من خلال عدد الصفقات التي كانت مرتفعة نوعا ما من4559 صفقة سنة 2000 لينخفض إلى 2898 في سنة 2001 ويبقى في الانخفاض حتى سنة 2004 حيث يصل إلى 30 صفقة ونفس الشيء بالنسبة للقيمة والحجم.

من خلال ما سبق نستنتج أن بورصة الجزائر ما زالت في الانخفاض المستمر بدون تطور ملحوظ.

2.تطور مؤشرات بورصة الجزائر:

السنوات	عدد الاوراق المالية	الرسملة البورصية(a) مليار دج	التغير%	PIB(b)مليار دج	الرسملة البورصةPIB% (معدل الرسملة)	الحجم الاجمالي للتداول (C)	معدل السيولة (C/B)%
2000	3	21.495	12.10	4098.8	0.52	72.00	1.76
2001	3	14.720	-31.52	4241.8	0.35	53.32	1.26
2002	3	10.990	-25.34	4455.4	0.25	11.20	0.25
2003	3	11.100	01.00	51240	0.22	1.72	0.03

من خلال الجدول نلاحظ أن عدد الأوراق المالية المسعرة في البورصة محدود جدا لا يتجاوز 3 أوراق مالية، وكما نلاحظ أيضا أن الرسملة البورصية ضعيفة جدا كما أنها في انخفاض مستمر ابتداء من سنة2000 حيث بلغت خلالها 21.495 مليار دج لتصل سنة 2003 إلى 11.100 مليار دج غير أن هذا الانخفاض كان بمعدلات متغيرة بحيث نجد أن الرسملة البورصية لسنة 2001 انخفضت 31.52% عن الرسملة البورصية لسنة 2000، وكذلك انخفضت بمعدل 25.34% منه سنة 2002 عنه في سنة 2001 ليصل معدل الانخفاض إلى 1% سنة 2003 عن سنة 2002.

- إن قيمة الرسملة البورصية على الناتج الداخلي الإجمالي الخام (نسبة البورصية) في انخفاض مستمر بحيث بلغت سنة 1999، 0.59% لتصل سنة 2003 إلى 0.22% وهذا الانخفاض يدل على غياب الثقافة البورصية في المجتمع الجزائري، كما أن معدل السيولة ضعيف جدا خلال فترة وجود البورصة في الجزائر وهذا يدل على ان البورصة خاملة وذات سيولة منخفضة.

المطلب الثالث: العلاقة التكاملية بينالوساطة والسوق المالي في الجزائر.

مقارنة ببين الخصائص والاداء التمويلي للإقتصاد:

على المستوى الجهوي يمكن القول أن بورصة الجزائر لم تتعدى رسملة بورصتها التي بلغت 97.2 مليار دولار ما نسبته 0.072% من الناتج الداخلي الخام.

بالإضافة إلى ذلك لم تتحسن أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حيث بلغ عدد الشركاء المدرجة شريكتين، رغم ذلك وبصفة عامة تواجه متاعب كثيرة تحول دون تحقيق التنمية في هذه الدول، حيث ينظر بهذه المعوقات كأساس لبحث تطوير هذه الأسواق.

الجدول التالي يوضح أهم المؤشرات المتعلقة ببورصة الجزائر خلال سنة 2007.

جدول رقم: أهم المؤشرات المتعلقة ببورصة الجزائر خلال سنة 2007.

	عدد الشركات المدرجة	رسملة البورصة (مليار دولار)	أحجام التداول (مليون دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	عدد أيام التداول	متزوسط التداول اليومي	معدل دوران السهم
بورصة الجزائر	02	97.2	0.206	0.035	105	0.00196	0.218

المصدر: إعداد الطلبة بالاعتماد على صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية2007.

عدد الشركات المدرجة ضعيفة نسبيا:

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فكلما زاد عدد المؤسسات المدرجة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وهذا العامل يؤثر بشكل كبير على المتغيرات الأخرى خاصة رسملة السوق التي ترتفع كلما زاد حجم وعدد الشركات المدرجة، ورغم أن عدد الشركات المدرجة في الجزائر لا يتعدى شركتين، وبشكل عام يبلغ متوسط عدد الشركات المدرجة 300 شركة في بورصات الأسواق الناشئة و 750 شركة في البورصات المتقدمة.[1] هذا الضعف في عدد الشركات المدرجة يعود بشكل رئيسي إلى:

- أغلب المؤسسات في هذه الدول الصغيرة الحجم وذات طابع عائلي يفضل أصحابها اللجوء إلى التمويلات المصرفية، هذه الوضعية تعكس عدم رغبة أصحاب هذه المؤسسات في تقاسم السلطة مع مساهمين آخرين.
- رفض كشف الوضعية الحقيقية للمؤسسات أمام الجمهور سواء بسبب العوامل الثقافية أو بسبب غياب الشفافية في التسيير، فلوائح البورصات تشترط على المؤسسات نشر أوضاعها وعملياتها المالية بصفة دورية ما في حين أن مهنة الضرائب غير منظمة بما فيه الكفاية وتعاني من نقص في كمية ونوعية المعلومات بسبب التهوب الضريبي.
- أغلب الوسطاء المعتمدين في هذه البورصات من بنوك وفروعها هي مؤسسات تميل إلى الاستثمار لحسابها الخاص مما عطل وظيفة الوساطة المالية وبالتالي عرقلة تطور السوق المالية.

نقص السيولة في السوق:

من أهم وظائف السوق المالية توفير السيولة التي نساعد على جلب المستثمرين ويمكن رصد ما تتميز به بورصة الجزائر من ضعف في السيولة من انخفاض أحجام التداول السنوية واليومية وانخفاض معدل دوران السهم أما بالنسبة لأحجام التداول في بورصة الجزائر فهي ضعيفة جدا بسبب النقص الكبير لعدد الشركات المدرجة واقتصار أيام التداول على يومين في الأسبوع.

[1] محمد براق: السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأورومتوسطية، جامعة سطيف 8- 9 ماي 2004.

دور الوساطة في دعم وتنشيط البورصة:

يمكن أن تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا كبيرا في دعم وتنشيط البورصة بشكل خاص والسوق المالي بشكل عام وذلك عبر مجموعة من القنوات يمكن إجمالها فيما يلي:

- إقناع المؤسسات بمزايا الإدراج في البورصة ومساعدتها على الدخول في أحسن الظروف وبالقيم المالية المناسبة.
- إدخال قيم المؤسسات للبورصة والمساهمة في ترويجها.
- طرح أسهمها في البورصة للاستفادة من مداخيلها في تطوير وزيادة رأسمالها من جهة، ومن جهة أخرى لزيادة عمق السوق .
- المساهمة في نشر ثقافة البورصة لدى عامة الجمهور عبر جميع القنوات المتاحة (إعلانات، مزايا وحوافز، فضاءات مفتوحة لتعريف الجمهور...الخ)
- المساهمة في تسيير وإدارة شركة بورصة القيم وكذا هيئة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.[1]

معوقات عمل بورصة الجزائر:

يرى الخبراء أن الجزائر قادرة على إنشاء بورصة تتماشى مع المتطلبات الاقتصادية المعاصرة، وعلى الرغم من ذلك ثمة مجموعة من العوائق لا تزال تعيق تطور البورصة وأداء مهامها، ومن أهم هذه العراقيل نجد:[2]

أ. العراقيل الاقتصادية:

1. الوضعية التي عاشتها المؤسسات الاقتصادية العمومية والاختلافات التي عرفتها جعلت منها مؤسسات غير ناجحة وغير قابلة للخوصصة.
2. عدم رغبة المؤسسات الخاصة في التعامل داخل هذه السوق، كما أن توفير حاجات التمويل عن طريق البنوك لهذه المؤسسات يجعلها في استغناء عن سوق المالية.
3. مطالبة المؤسسات المدرجة بتقديم الوثائق المحاسبية بصفة دورية ومستمرة إلى مصلحة الضرائب.
4. الاستقطاب الذي تمارسه السوق الموازية للمؤسسات والعائلات لاستثمار أموالهم مقابل عوائد سريعة ومغرية دون تحصيل ضريبي.
5. تدهور العملة الوطنية، أدى إلى تآكل مداخيل العائلات وبالتالي إلى ضعف الادخار.

ب. **العراقيل السياسية:** من المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة مما ساهم في عرقلة نشاطها، فالمستثمر يبحث دائما عن الأمان والمردودية بالدرجة الأولى وهو ما يتطلب محيطا يتميز بالاستقرار السياسي.

---

[1] عيجولي خالد: وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة لنيل ماجيستيرــ جامعة الجزائر، ديسمبر 2006، ص. 147.

[2] بوعاملي ياسين: الخوصصة ودور السوق المالية في تفعيلها، دراسة بعض التجارب المغاربية، رسالة ماجيستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر 2009-2010.

ت. **العراقيل الاجتماعية والثقافية:** تعتبر ثقافة البورصة مهمة من أجل قيام السوق مالية متطورة، فغياب هذه الثقافة لدى الأفراد يؤذي إلى توجيه مدخراتهم نحو التوظيفات البنكية أو اكتنازها، وقد أدى التأخر في إنشاء بورصة الجزائر بالإضافة إلى النقص الإعلامي في هذا المجال جعل أغلبية الفئات الاجتماعية تجهل أهمية هذه السوق في الاقتصاد الجزائري، والمصلحة الممكن تحقيقها من وراء التعامل فيها، وحتى المؤسسات التي تعودت على القروض البنكية تفتقر إلى ثقافة البورصة والمزايا التي توفرها هذه الأخيرة.

ث. **العراقيل القانونية:** إن أغلبية المؤسسات الخاصة في الجزائر هي شركات ذات مسؤولية محدودة (SARL) أو شركات أشخاص (SNK) بينما لوائح البورصة لا تتيح الدخول إلا لشركات المساهمة.

خلاصة الفصل الثالث:

لقد تعرضنا في هذا الفصل إلى بورصة الجزائر حيث قمنا بتحليل أداءها وخلصنا إلى النتائج التالية:

تعتبر النظم والأطر التشريعية لبورصة الجزائر ضعيفة وغير ممكنة في تسييرها.

- تعتبر النظم والأطر التشريعية لبورصة الجزائر ضعيفة وغير متحكمة في تسييرها.
- بورصة الجزائر تعتبر سوق ناشئ بمقارنته مع الأسواق المالية العربية الأخرى.
- إن هناك جملة من العراقيل حالت دون تطوير بورصة الجزائر وأبرزها النظام المالي الجزائري الذي تعرض لعدة اهتزازات خلال الفترات السابقة نظرا لوجود عدة ثغرات أدت إلى التلاعب بأموال المستثمرين والمودعين في البنوك الجزائرية.
- ساعد الوساطة المالية نسبيا في تطوير أداء بورصة الجزائر من خلال أنها ذات فعالية في الجمع بين المدخرين والمستثمرين وتحديد أي الاستثمارات أكثر ربحية.

الخاتمة العامة:

من خلال الموضوع دراستنا للوساطة المالية واللاوساطة المالية (الأسواق مالية) تبين الدور الأساسي للمؤسسات المالية في تمويل الاقتصاد الوطني، وذلك بنقل رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجزالمالي، وبالتالي توفير السيولة اللازمة للتمويل، واستمر ذلك قرون من الزمن وفي العشريتين أو الثلاثة الأخيرة تغير الأمر بعض الشيء، حيث تجددت مصادر التمويل وبدأت الأسواق المالية تلعب دورا كبيرا في تمويل الاقتصاد، حيث أن المحتاج للتمويل يلجأ مباشرة إلى الأسواق المالية دون اللجوء للوساطة المالية، وذلك لارتفاع تكاليف هذه الأخيرة وكذا العائد المحصل عليه في الأسواق المالية مرتفع مقارنة بالفوائد المحصل عليها من البنوك،ونتيجة لذلك فقدت الوساطة المالية جزء من مكانتها من سنة إلى أخرى، هذا ما أدى بالبنوك إلى إعادةالنظر في أعمالها ولنقل تكيفت مع الأوضاع الجديدة والتطورات الحاصلة في مجال الأعمال بالاتجاه للعمل في الدائرة المالية (الأسواق المالية) ذات المردودية المرتفعة، إضافة إلى تطوير نشاطاتها وخدماتها المصرفية لاستقطاب رؤوس ، وتوصلنا في هذه الدراسة المتواضعة إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية حول هذا الموضوع.

النتائج النظرية:

- الوساطة المالية تعتبر الحلقة الرابطة بين الأموال الباحثة عن الاستثمار والاستثمار الباحث عن الأموال.

- الوساطة المالية تعتبر صانعة للتمويل، ويعتبر ذلك من أهم النتائج التي تحققها، وذلك بالاقتراض لفترات طويلة،فوجود الوساطة الماليةيتيح لأصحاب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت.

- أصبحت الوساطة المالية تحتل مكانة في الاقتصاديات العالمية المختلفة وتحول نمط التمويل من التمويل غير المباشر (الوساطة) إلى التمويل المباشر(اللاوساطة)، مما مهد استبدال وضعية اقتصاد الاستدانة الذي ساد لقرون باقتصاد السوق المالي.

- تعتبر الوساطة واللاوساطة حلقتا وصل تنطلق من أصل واحد لعرض رؤوس الأموال ولديها نفس الاتجاه.

- هناك علاقة تكاملية بين الوساطة واللاوساطة فلا يمكن أن تتطور الوساطة بدون اللاوساطة.

النتائج التطبيقية:

من خلال دراسة الوساطة واللاوساطة في الجزائر توصلنا إلى:

- إن قيمة الرسملة البورصية على الناتج الداخلي الاجمالي الخام في انخفاض مستمر، وإن دل هذا على شيء إنما يدل على غياب الثقافة البورصية في المجتمع الجزائري.
- معدل السيولة ضعيف جدا وهذا يدل على أن بورصة الجزائر خاملة وذات سيولة منخفضة.
- زيادة مؤشرات السيولة خلال السنوات الأخيرة، كما شهدت تراجعا طفيفا وهذا بسبب الوفرة المالية للجزائر من خلال ارتفاع أسعار المحروقات.

– انخفاض قدرة البنوك التجارية و المؤسسات المالية على تحويل فائض السيولة الناتج عن الوفرة المالية إلى إستثمارات حقيقة قادرة على الرفع من تراكم رأس المال وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي.

– مساهمة الوساطة المالية في تطوير الاقتصاد الجزائري من خلال مساهمة البنوك التجارية في الناتج الوطني الخام ضعيف، مما يدل على ضعف مكانة الوساطة في العملية التنموية.

– فشل بورصة الجزائر في نقل الإقتصاد الجزائر إلى إقتصاد يعتمد على مدخرات الأفراد.

– عدم تكيف البنوك الجزائر مع التطورات الحاصلة في مجال التمويل، عدم ظهور البنوك الشاملة وبنوك الأمين.

مما سبق تعرفنا على الدور الذي تلعبه البورصة في انعاش وتطوير الاقتصاد القومي من خلال تأثيرها على كل الجوانب، هذا الأمر لم نلحظه في الاقتصاد الجزائري، كما أدت هذه الدراسة إلى اكتشاف بعض المعوقات التي وقفت أما تطور البورصة الجزائرية وهذا ما فرض وضع اقتراحات وتوصيات تساهم في تفعيل وكذا تطوير البورصة الجزائرية، من أهمها:

- تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية.
- أنه من الضروري السعي إلى تحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد، ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداول.
- كما أن العامل الديني يعتبر محدد لسلوك العديد من العائلات وهو مايستدعي البحث عن أداة مالية جديدة التي لا تتعارض والنظام القيمي للعائلات وذلك من أجل الاستفادة من الادخار.

قائمة المراجع

كتب العربية:

1/التميمي و سلاح، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة، الطبعة الأولى، عمان الأردن، سنة2004.

2/احمد أبو الفتوح علي الناقة،نظرية النقود و الأسواق المالية ،الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع الفنية، مطابع المعمورة بحري الإسكندرية، سنة 2001.

3/احمد هني، العملة و النقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة1991.

4/جبار محفوظ ،البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، سنة 2002

5/جبار محفوظ،تنظيم و إدارة البورصة ،الجزء الثالث، دار هومة الجزائر، طبعة2002.

6/حسن بن هاني، اقتصاديات البنوك و النقود، الطبعة الأولى، الإسكندرية، سنة2008.

7/ حسن على خربوش و آخرون، الأسواق المالية، مفاهيم و تطبيقات، دار زهران للنشر و التوزيع، مصر، الطبعة سنة 1998.

8/رحيم حسن الاقتصاد المصرفي، مؤسسة شباب الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية سنة2008.

9/طاهر حردان، أساسيات الإستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى سنة2011.

10/الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبعات الجامعية، بن عكنون، الطبعة السادسة، الجزائر سنة2007.

11/عبد الحميد عبد المطلب، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، سنة2005.

12/عبد الرزاق غازي النقاش، التمويل و العمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى سنة1998 .

13/عبد الفتاح عبد السلام و محمد صالح الحناوي، المؤسسات المالية البورصة و البنوك التجارية، الدار الجامعية، السكندرية سنة 2003.

14/عبد المعطي رضا أرشد و آخرون، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، دار زهران للنشر و التوزيع ، سنة1998.

15/عبد النافع الزرراي و غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الاولى،سنة2001.

16/فريدة و بخراز يعدل، تقنيات و سياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، بن عكنون الجزائر، سنة 2008.

17/حسن حسني فلاح و مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، سنة2003.

18/د.فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، دار عمان العبدلي للنشر و التوزيع، سنة2006.

19/قاسم شحادة و د/ غ.عوض الرفاعي، د/س.إبراهيم غوتي، البنوك و شركات التأمين، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى سنة 2011 .

20/محمد صالح الحناوي، المؤسسات المالية البورصة و البنوك التجارية، الدار الجامعية ، مصر، سنة1998.

21/محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات الأوراق (البورصات)،دار الشروق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن سنة 2007.

22/د.منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة و المستقبلية، المعهد العربي لدراسات المصرفية، عمان، الأردن، طبعة1998.

23/منير شاكر و إسماعيل عبد الناصر، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، الأردن،سنة 2008.

24/نزار سعد الدين العيسى و آخرون، الاقتصاد الكلي مبادئ و تطبيقات، دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، سنة 2006.

25/د.وليد صافي و د.أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، سنة2009.

كتب الفرنسية:

1. Dunther capelle blancard et zezahel couppy_soubeyran le financier des agents non financiers en Europe. Le Role des Intermédiaire demeure prépondérant économique et statique. W 366,2003.
2. François chesnais la mondialisation financière gorése. cout et enyense paris. Syrio.1997.
3. Jean.françois goux. Economie monétaire & financière « théories institutions politiques » paris Economica 3éme édition 1998.
4. IOB : les intermédiaires en opérations de bourse.
5. SGBV : Société de Gestion de la Bourse de valeurs mobilières.
6. Voir audrey chouchane verdies libération financière et croissance économique « le cas de l'Afrique subsaharienne paris l'harmattan 2001.
7. Xavier brealey et christian des comps. op.cit.

مذكـــــــرات :

1/أمال دفوس و آخرون، الوساطة المالية و اللاوساطة المالية في ظل التحول المالي، مذكرة تخرج ليسانس، دراسة غ منشورة، تخصص مالية جامعة منتوري، قسنطينة سنة2008.

2/خالد عيجولي، وظيفة الوساطة في البورصة و دورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006.

3/ صابرينة دعاشي و آخرون، تقييم أداء الوساطة المالية في الجزائر، مذكرة تخرج مالية، دراسة غ منشورة، سطيف سنة 2003-2004.

4/عز الدين غزالي، الوساطة المالية و دورها في تشجيع الاستثمار، مذكرة تخرج، دراسة غير منشورة جامعة الوادي، سنة 2007-2008.

5/ عبد القادر بوعزة، الأثير الجبابي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علم التسيير، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، سنة 2003-2004.

6/فتحي خذرية و آخرون،مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ليسانس، دراسة غ منشورة،المركز الجامعي يحي فارس، المدية، سنة 2007.

7/هناء عواطي و آخرون، دور التكنولوجيا المعلومات و الاتصالات في تحسين الأداء البنكي، مذكرة تخرج ليسانس علوم تجارية، تخصص محاسبة، دراسة غ منشورة، سنة 2011.

8/ياسين بوعاملي، الخوصصة و دور السوق المالية في تفعيلها، دراسة بعض التجارب المغاربية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، الجزائر سنة 2009.

9/فاطمة الزهراء سعيدي، آليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخوصصة، رسالة ماجستير،تخصص مالية، جامعة سعد حلب، بالبليدة، دفعة 2006.

10/منيرة بيباس، دور الوساطة المالية في ظل تطور الأسواق المالية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص نقود مالية و بنوك، دراسة غ منشورة، سنة 2006.

11/ مريم بن الشيهب و آخرون، الوساطة المالية للبنوك التجارية في ظل الاقتصاد المعاصر، المعهد الوطني المتخصص، دراسة غ منشورة سنة 2008.

12/محفوظ لبصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير تخصص بنوك نقود و مالية، سعد حلب بالبليدة سنة 2007.

13/ نوال حنيش و آخرون، دور الأسواق المالية في تفعيل عملية الخوصصة، مذكرة لنيل شهادة ليسانس تخصص بنوك نقود ومالية، المركز الجامعي لمدية ، سنة 2008 .

المواقع الالكترونية:

1/سامي إبراهيم السويلم، الوساطة المالية فني الاقتصاد الإسلامي،مركز دراسات الراجحي المصرفية،الرياض،عن الموقع الالكتروني: http//www.kaau.edu.sa/couters/bpc/

2/دون كاتب الحكومة تخصص145 مليار دينار لإنعاش بورصة الجزائر،27افريل2008،عن الموقع الالكتروني: http/ennaharlorline.com.11/economie13996/htm

المحاضرات و الندوات:

1/ دكتور احمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال،محاضرات و مطبوعات جامعية، منتوري قسنطينة، سنة2003.

2/محمد شريف ألمان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية، القطاع النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الثالث،الجزائر، سنة2003.

3 /محمد براق، السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في الوطن العربي،الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين و تفعيل الشراكة العربية الاورو المتوسطية،جامعة سطيف، سنة2004.

المجلات:

1/عبد الحميد عبد المطلب، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، سنة2005.

الجريدة الرسمية:

1/الجريدة الرسمية للمرسوم التشريعي رقم10/93المؤرخ في 23 ماي 1993.

2/المرسوم التشريعي المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2001

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	ش.ت.ف الأوراسي	654950	141575	52 324 895,00 دج	2386	959
	صيدال	1285878	195341	152 091 620,00 دج	9501	1403
	المجموع :	2275426	361445	533 217 905,00 دج	13639	2898

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2002

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	ش.ت.ف الأوراسي	324949	27320	6 827 460,00 دج	907	402
	صيدال	325698	47915	23 839 055,00 دج	5289	1564
	المجموع :	876337	80161	112 060 345,00 دج	7328	2071

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2003

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	ش.ت.ف الأوراسي	244855	25356	6 535 120,00 دج	361	174
	صيدال	72448	6148	2 714 740,00 دج	767	165
	المجموع :	393525	39693	17 257 700,00 دج	1546	393

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2004

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	ش.ت.ف الأوراسي	316907	17444	4 743 175,00 دج	198	92
	صيدال	79727	1781	616 490,00 دج	539	31
	المجموع :	412076	22183	8 432 615,00 دج	826	141

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2005

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	ش.ت.ف الأوراسي	189785	8242	2 358 995,00 دج	111	32
	صيدال	34580	5245	1 829 205,00 دج	109	32
	المجموع :	229369	13487	4 188 200,00 دج	226	64

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2006

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	اتصالات الجزائر	18919	2550	25 678 500,00 دج	60	12
	ش.ت.ف الأوراسي	511964	49285	18 121 870,00 دج	421	89
	صيدال	136418	14266	5 633 480,00 دج	264	54
	سونلغاز11	95122	9899	99 956 460,00 دج	484	78
	المجموع :	767643	76010	149 391 910,00 دج	1235	234

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2011

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	اتصالات الجزائر	17653	4111	41 228 دج 120,00	95	21
	ش.ت.ف الأوراسي	170657	7718	3 659 دج 945,00	249	36
	سند دحلي	23816	1700	16 430 دج 000,00	475	32
	صيدال	254162	29804	20 044 دج 240,00	474	155
	سونلغاز11	4975	539	5 401 دج 120,00	33	5
	سونلغاز14	133084	14607	73 045 دج 310,00	347	49
	المجموع :	1369885	252954	321 222 دج 985,00	9708	520

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2012

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	ش.ت.ف الأوراسي	161995	7048	3 110 دج 255,00	327	46
	سند دحلي	33666	9228	88 468 دج 030,00	490	98
	صيدال	434447	15031	10 195 دج 255,00	1196	58
	سونلغاز14	242761	109128	548 680 دج 065,00	176	36
	المجموع :	2779493	167827	673 186 دج 960,00	5078	277

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2007

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	اتصالات الجزائر	368383	61071	610 492 980,00 دج	1064	64
	ش.ت.ف الأوراسي	554805	35064	14 181 015,00 دج	438	103
	صيدال	156345	730	312 400,00 دج	1052	10
	سونلغاز11	144351	20250	202 034 720,00 دج	608	100
	المجموع :	1365861	130443	960 417 115,00 دج	3948	410

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2008

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	اتصالات الجزائر	233917	36528	365 759 080,00 دج	506	100
	ش.ت.ف الأوراسي	1227420	21101	9 016 275,00 دج	480	89
	صيدال	229619	31002	12 398 570,00 دج	462	114
	سونلغاز11	126413	28293	284 129 900,00 دج	356	78
	سونلغاز14	66287	25546	127 738 450,00 دج	75	15
	المجموع :	2146130	184110	1 218 511 505,00 دج	2483	545

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2009

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	اتصالات الجزائر	209676	45047	454 795 910,00 دج	547	87
	ش.ت.ف الأوراسي	466114	9179	4 130 550,00 دج	413	69
	سند دحلي	67738	300	3 000 000,00 دج	813	6
	صيدال	282714	25521	9 761 345,00 دج	513	91
	سونلغاز11	111122	7810	78 107 200,00 دج	332	48
	سونلغاز14	118959	42554	212 770 000,00 دج	330	112
	المجموع :	1398077	143563	896 650 625,00 دج	3357	488

حصيلة النشاط للشركة المسجلة لسنة : 2010

الشركة المسجلة	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول	قيمة التداول	عدد الأوامر	عدد المعاملات
	اتصالات الجزائر	106320	18374	183 940 170,00 دج	296	61
	ش.ت.ف الأوراسي	320030	9382	4 222 500,00 دج	392	41
	سند دحلي	44071	1130	11 216 900,00 دج	719	13
	صيدال	324374	18038	7 763 465,00 دج	459	84
	سونلغاز11	72598	15561	156 491 630,00 دج	248	62
	سونلغاز14	145230	49483	247 519 000,00 دج	294	67
	المجموع :	1081977	117729	670 069 575,00 دج	2632	361