

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

BADJI MOKHTAR ANNABA UNIVERSITY  
UNIVERSITE BADJI MOKHTAR ANNABA



جامعة باجي مختار - عنابة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم : العلوم الاقتصادية

مخبر الدراسات الاقتصادية LAREE

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل الانتقال من نموذج  
التمويل الاستداني إلى نموذج اقتصاد السوق - حالة الجزائر

الشعبة: نقود وتمويل

الطالب: سوامس رضوان

مدير أطروحة التخرج: سماش كمال الرتبة: أستاذ محاضر "أ" المؤسسة الجامعية: جامعة عنابة

أمام أعضاء اللجنة

الأستاذ الدكتور منصورى عبد الله	رئيسا	جامعة عنابة
الدكتور سماش كمال	مقررا	جامعة عنابة
الأستاذ الدكتور صالحى عبد القادر	عضوا	جامعة عنابة
الدكتور أولاد زاوى عبد الرحمان	عضوا	جامعة سوق اهراس
الدكتور بو عزيز ناصر	عضوا	جامعة قالمة
الدكتور شلبى عمار	عضوا	جامعة سكيكدة

السنة الجامعية: 2017/2018

---

## تصريح

أنا الممضي أسفله الطالب : سوامس رضوان ، أصرح بشرفي أن هذا العمل البحثي المتمثل في أطروحة الدكتوراه الموسومة : "العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل الانتقال من نموذج التمويل الاستداني إلى نموذج اقتصاد السوق- حالة الجزائر " هو عمل أكاديمي خاص بي ، كما أنه غير مقدم لا جزء منه ولا كله لأية مؤسسة علمية أخرى بهدف نيل شهادة أكاديمية أو غير ذلك . وأتحمل المسؤولية كاملة عن كل ما جاء في مضمونه.

المعني

سوامس رضوان

الإمضاء

## الملخص

تندرج هذه الدراسة في إطار الدراسات حول تمويل المؤسسات ، حيث تعتبر العلاقة بين البنك والمؤسسة علاقة معقدة تركز على معلومات غير كاملة وغير تامة ، إذ لا تملك البنوك كل المعلومات حول المشاريع المقدمة من طرف المؤسسات كما لا تعلم المؤسسات بالاستراتيجيات المتبعة من طرف البنوك عند اتخاذ القرارات الخاصة بالقروض وطرق تقييم المخاطر.

تسمى هذه الظاهرة بعدم التماثل في المعلومات والتي كانت موضوع لعدة أبحاث من خلال عدة نظريات سمحت بتوضيح سلوك البنوك في مجال تمويل المؤسسات (Fraser et Al 2000). بحيث هيمن على النظام المالي إلى غاية منتصف الثمانيات نمط التمويل الغير مباشر والذي يشجع وساطة ميزانية البنوك ، ويعمل هذا النمط حسب اقتصاد الاستدانة . ولكن تغير هذا النظام تدريجيا بعد مجموعة من الإصلاحات المالية التي تهدف إلى ظهور نمط اقتصاد السوق المالي.

يهدف هذا البحث إلى تقييم الفرص التي يتيحها السوق المالي (التمويل المباشر) مقارنة بالتمويل عبر القرض (التمويل غير المباشر) ، كما يهدف إلى تناول تأثير الإصلاحات المالية على العلاقة بين البنك والمؤسسة في الجزائر ، وبوصة القيم كنمط تمويل مكمل للتمويل البنكي ، ومعدلات المردودية المحققة من طرف المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر منذ فتحها سنة 1998.

تبين نتيجة الدراسة مدى صحة فرضية أن نشاط بورصة الجزائر قد تراجع ، حيث منذ الانطلاق الفعلي للبورصة سنة 1998 ورغم الديناميكية التي عرفتها السوق في البداية إلا أنها عرفت ركودا في نشاطها ، وذلك رغم الفرص التي وفرتها عملية الخصخصة. وبذلك تظل بورصة الجزائر من بين أصغر البورصات في العالم ، إذ بلغت رسملة البورصة سنة 2016 بالنسبة لخمسة قيم الأسهم المدرجة 31.5 مليار دينار (حوالي 290 مليون دولار).

من خلال كل هذه العوامل وبالنظر إلى واقع الجزائر فان التمويل المباشر لم يهيمن في الاقتصاد الجزائري، الذي لا يزال يوصف بأنه اقتصاد استدانة ، ويعني ذلك بأن البورصة لم تساهم في تعظيم قيم الشركات وثروة المساهمين.

**الكلمات الدالة:** العلاقة بين البنك والمؤسسة ، الوساطة المالية، التمويل المباشر وغير المباشر، لا تماثل

المعلومات، رسملة البورصة ، المنتجات المالية.

---

## Résumé

Cette étude s'inscrit dans le cadre des études sur le financements des entreprises , en effet la relation banque-entreprise est une relation complexe basée le souvent sur une information imparfaite et incomplète ,les banques ne possèdent pas toutes les information sur le projets présentés par les entreprises .De même ,les entreprises ne connaissent pas les stratégies suivies par les banques par rapport a la décision d'accord des crédits ,et les méthodes d'évaluation du risque.

Ce phénomène qualifiées ,d'asymétrie d'information a fait l'objet d'études de plusieurs auteurs à travers différents théories permettant de comprendre le comportement des banques dans le processus de financement (Fraser et Al 2001) . en effet le système financier et dominé jusqu'au milieu des années 80 par la finance indirecte qui privilégie l'intermédiation de bilan des banques.il fonctionne selon les principes d'une économie d'endettement. Cette organisation se modifie progressivement à la suite d'une ensemble de réforme financières qui favorisent l'essor d'une économie de marché financier .

L'objectif de cette étude est d'évaluer les opportunités offertes par le marché financier (la finance directe) , par rapport au financement par le crédit (la finance indirecte) . il est aussi question de mesurer d'autres paramètres, l'impact des réformes financières sur la relation banque entreprise en Algérie. la bourse comme mode de financement complémentaire au financement bancaire, et les taux de rendements réalisées par les entreprises Algériennes cotées en bourse depuis l'ouverture de la bourse en 1997.

L'activité de la bourse Enfin ,les conclusions de notre étude confirmant l'hypothèse que d'Alger c'est réduite .en effet créé en 1997.et malgré un certain dynamisme à ses débuts et la les opportunités de développement portées notamment par le processus de privatisation , 5bourse D'Alger reste une des plus petites place boursières au monde ,puisque en 2016 ,les 290valeurs cotées totalisent une capitalisation boursière de 31.5 milliards de Dinars (environ millions de dollars).

En conséquence le financement directe ne s'est pas imposé dans la réalité économique . algérienne qui demeure exclusivement une économie d'endettement. Cela veut dire que la bourse ne contribue pas à maximises la valeur des entreprises ,ni la richesse des actionnaires.

**Mots clés** : la relation banque entreprise, l'intermédiation financière , Le financement directe et indirecte , l'asymétrie d'information, la capitalisation boursière ,les produits financiers.

---

## ABSTRACT

This study deals with the Framework of the Studies in the Financing of enterprises .In fact, the relationship Bank-enterprise is a complex relationship based more often on imperfect and incomplete information, the banks do not possess all information on these projects by companies at the same, the companies do not Know the strategies followed by the banks in accordance to the decision to grant credit and risk evaluation methods.

This qualified phenomenon, of asymmetry of information has fiat the object of studies of several authors through different theories to understand the behavior of banks in the funding process (Fraser et Al 2001) .indeed, the financial system was dominating until the middle of the 1980s by the indirect finance which favors the intermediation of the bank's balance sheet. It operates according to the principle of an economy of indebtedness. This organization changes progressively to the result of a set of financial reform that promotes the growth of a market financial economy.

The objective of this study is to assess the opportunities offered by the Financial market (direct finance) ,compared to the credit financing (the indirect finance).It is also a question of measuring other parameters, the impact of the financial reforms on the relationship bank-enterprise in Algeria. the stock exchange as a complementary mode of financing ,and the rates of returns made by the Algerian companies listed on the stock exchange since the opening of the stock exchange in 1997.

Finally, our study has confirmed the hypothesis that the activity of Algiers stock exchange has reduced. In fact created in 1997 and despite certain dynamism in its infancy and development, opportunities brought in particular by the process of privatization, the Algiers stock exchange remains the smaller stock exchange in the world since 2016,the 5 values listed a total stock capitalization of 31.5 billion dinars (approximately 290 million of dollars).

Consequently the direct financing is not imposed in the Algerian economic realities which remain exclusively a debt economy. This means that the stock exchange does not contribute to maximize business value or shareholders wealth.

**Keywords:** relationship Bank-enterprise, Direct and indirect Finance, financial intermediation, Asymmetric information, the stock exchange, Stock capitalization, Finance product.

---

## الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى كل من شجعني ووقف إلى جنبي طيلة كل مسيرتي الدراسية والبحثية وأخص بالذكر زوجتي هدى والوالدين الكريمين حفظهما الله والدكتور بوقلقول الهادي و الدكتور منصورى عبد الله وغيرهم من الزملاء ، إلى كل هؤلاء كل التقدير والاحترام .

---

## الشكر والتقدير

الشكر لله والحمد لله على توفيقه لنا لإتمام هذا العمل المتواضع.

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان لأستاذي الدكتور سماش كمال الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث فكان نعم الناصح . كما أتوجه بالشكر إلى الدكتور بوقلقول الهادي ولكل أعضاء لجنة المناقشة ، وهذا لتفضلهم بقبول مناقشة هذه الأطروحة.

كما أتقدم بالشكر لكل من ساعدني سواء من قريب أو من بعيد لانجاز هذا العمل المتواضع.

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
02	عملية تحويل الأصول (المديونية) إلى سندات	01
03	مختلف أشكال التمويل حسب مساهمة Gurley et shaw	02
09	دور السوق المالي في انتقال الأموال	03
20	التمويل عبر السوق والتمويل عبر الوسطاء الماليين	04
34	تحليل تغيرات النقدية في مؤسسة لها نشاط موسمي	05
42	مخطط عملية التمويل الخاص بالقرض الايجاري	06
64	نموذج السوق	07
74	نموذج خط السوق	08
99	هيكل النظام المصرفي الجزائري حسب إصلاحات سنة 1988.	09
103	هيكل الجهاز المصرفي الجزائري حسب إصلاحات سنة 1990	10
141	تطور القروض القصيرة الأجل الممنوحة من طرف البنوك (2005-2008)	11
144	الاحتياج والقدرة على التمويل لأهم القطاعات خلال الفترة (2002-2012)	12
160	مختلف تقسيمات بورصة الجزائر	13
174	تسعير أسهم مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2010)	14
186	تطور عدد المكتتبين في أسهم فندق الأوراسي (2005-2008)	15
187	تغير أسعار أسهم فندق الأوراسي خلال سنة 2008	16
193	تطور الأموال الذاتية لشركة أليانس للتأمينات (2007-2009)	17
218	تطور رسملة بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2013)	18

## قائمة الجداول

الرقم الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
12	نمط اقتصاد الأسواق المالية ونمط اقتصاد الاستدانة	01
39	توزيع النفقات حسب طبيعتها	02
48	مفاهيم عقد الاختيار	03
85	عوائد السوق الأمريكي بالنسب بالنسبة لكل شهر	04
86	النتائج المحصلة حسب أيام الأسبوع	05
98	توزيع المؤسسات العمومية ذات الطابع الوطني حسب القطاعات سنة 1988.	06
109	الوضع النقدية خلال الفترة (1993-1991)	07
109	توزيع القروض البنكية حسب القطاعات (خاص وعمومي)	08
113	خطة إعادة الهيكلة المالية لـ 300 مؤسسة عمومية	09
121	نتائج عمليات الخصخصة خلال الفترة (2007-2003)	10
122	المؤسسات المعروضة للخصخصة حسب الفروع القطاعية لسنة 1998.	11
136	الودائع المعبئة من طرف البنوك وصندوق التوفير (2008-2005)	12
137	توزيع الودائع حسب القطاعات خلال الفترة (2008-2005)	13
138	القروض الممنوحة من البنوك العمومية والخاصة خلال الفترة (2005-2008)	14
140	القروض الممنوحة للاقتصاد خلال الفترة (2008-2005)	15
148	وضعية النقد والائتمان للجزائر (2011-2002)	16
151	وضعية بنوك الودائع في الجزائر	17
153	نسبة مردودية الأموال الذاتية للبنوك العمومية والخاصة خلال الفترة (2006-2008)	18
154	التمويل بالوساطة (البنوك والمؤسسات المالية) والتمويل بواسطة السوق المالي في الجزائر	19
156	المؤشرات النقدية للجزائر (بالنسب) (2011-2007)	20

164	خصوصيات الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	21
166	ميزانية مجمع صيدال (1995-1997)	22
167	نسبة الملاءة المالية وسيولة الأصول لمجمع صيدال (1995-1997)	23
168	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (1995-1997)	24
169	الموارد المالية لمجمع صيدال واستخداماتها (1995-1997)	25
171	تطور مؤشرات الجانب المالي لمجمع صيدال سنة 2001 و 2008	26
172	تطور الأرباح الصافية عن كل سهم والسعر المتوسط لأسهم صيدال و PER من سنة 2001 إلى سنة 2008	27
173	تقدير عوائد أسهم مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2010)	28
175	تسعير أسهم مجمع صيدال خلال سنة 2010	29
176	تطور مردودية أسهم شركة صيدال خلال سنة 2010	30
180	تسعير اسهم شركة رياض سطيف من (2004/01/05 إلى 2004/12/20)	31
181	تغير أسعار أسهم رياض سطيف (الأسعار المرجعية لسنة 2004)	32
185	أهم النسب الهيكلية لفندق الأوراسي (2011-2013)	33
186	رأس المال العامل لفندق الأوراسي خلال الفترة (2011-2013)	34
188	تقدير عوائد أسهم فندق الأوراسي خلال الفترة (2004-2010)	35
190	تسعير أسهم فندق الأوراسي خلال سنة 2010	36
191	نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة (سبتمبر 1999 إلى مارس 2000) (المتوسط الشهري)	37
191	بعض مؤشرات بورصة الجزائر (1999-2006)	38
193	تقييم مختلف الطرق المستخدمة في تقييم شركة أليانس للتأمينات	39
194	الأصول الصافية المقدره لشركة أليانس للتأمينات (2010-2015)	40
195	تسعير شركة أليانس للتأمينات خلال سنة 2012	41
197	أهم المتغيرات التي تم اعتمادها لتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال شركة رويبة.	42
198	التقييم حسب طريقة القيمة الحالية للتدفقات المالية	43
199	القيمة المضافة السوقية خلال الفترة (2011-2017)	44
200	تقييم أسهم الشركة بطريقة القيمة المضافة السوقية MVA	45
201	الأصول الصافية المقيمة لشركة رويبة.	46

202	رأس المال المصحح لسنة 2012	47
202	حساب القيمة الكلية لشركة رويبة خلال الفترة (2011-2017)	48
203	معدلات القيمة الحالية حسب طريقة الربح المرجح لـ Goodwill	49
204	تقييم المؤسسة حسب طريقة Bates	50
205	التقييم المتوسط لشركة رويبة	51
205	جدول حسابات النتائج لشركة رويبة (2009-2013)	52
206	تحليل الاحتياج إلى رأس المال العامل لشركة رويبة	53
207	التسعير الرسمي لمجموع الأسهم المدرجة في البورصة إلى غاية سنة 2015	54
208	تطور النتيجة الصافية للشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة (2011-2013)	55
211	القيمة الحالية لتدفقات الخزينة وقيمة الأموال الذاتية لشركة بيو فارم	56
212	التقييم حسب طريقة المضاعف المقارن	57
214	بعض المؤشرات المالية للشركات المدرجة في البورصة 2016-2017	58
219	رسملة البورصة كنسبة من الناتج الداخلي الخام (2000-2011)	59
219	عدد الشركات المدرجة في البورصة في بعض دول شمال إفريقيا	60

## قائمة الاختصارات و الرموز

المختصر	معنى المختصر
ANC	Actif net comptable
APT	Arbitrage Pricing Theory
BPA	Bénéfice par action
BPA	Bénéfice par action
BFR	Besoin en fond de roulement
CAF	Capacité d'autofinancement
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CML	Capital Market Line
COSOB	Commission d'organisation et de surveillance des opérations de Bourse.
DPA	Dividende par action
EBE	Excédent brut d'exploitation
FFJR	Fama,Fisher,Jensen,Roll
FBCF	Formation brut du capital fixe
FBCF	Capital Fixe Formation Brut du
FCF	Free cash -flow
MEDAF	Modèle d'équilibre des actifs financiers
MM	Modigliani et Miller
NYSE	New York Stock Exchange
OPA	Offre publique d'achat
OPE	Offre publique d'échange

---

Offre publique de retrait	OPR
Price Earning Ratio	PER
Rate of return	$R_t$
Rate of return	$R_t$
Return on equity	ROE
Return on investment	ROI
Société de gestion des bourses de valeurs	SGBV
Taux de rendement d'une action	$r$
Valeur d'une entreprise	$V$
Valeur résiduelle	VR
Earnings before interest and taxes	EBIT
Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization	EBITDA
Weighted average cost of capital	WACC

## فهرس المحتويات

أ	التصريح.....
ب	الملخص.....
ج	Résumé.....
د	Abstract.....
هـ	الإهداء.....
و	الشكر والتقدير.....
ز	قائمة الأشكال.....
ح	قائمة الجداول.....
ك	قائمة الاختصارات و الرموز.....
م	فهرس المحتويات.....
I	المقدمة العامة.....
1	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للوساطة المالية.....
1	المبحث الأول: الوساطة المالية.....
10	1- الانتقال من اقتصاد الاستدانة الى اقتصاد السواق المالية.....
14	المبحث الثاني: اقتصاد الاستدانة أو السحب على المكشوف.....
18	1- العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل اقتصاد استدانة.....
19	المبحث الثالث: اقتصاد الأسواق المالية.....
22	1- معدل الوساطة المالية.....
25	2-العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل اقتصاد السوق.....
28	الفصل الثاني: مختلف أشكال تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل نموذج الاستدانة.....

28	المبحث الأول: التمويل البنكي لدورة الاستغلال
28	أ- تمويل الأصول المتداولة
29	ب- ادراة النقدية والأوراق المالية
29	ت- مفهوم رأس المال العامل
30	1- الخصم
31	2- قروض النقدية العامة
36	المبحث الثاني: تمويل الاستثمارات عن طريق البنك
36	1- قروض المشاركة في الأرباح
37	2- القرض البنكي متوسط الأجل
38	3- قروض التأسيس أو الإنشاء
40	4- الفوترة بالوكالة
41	5- قروض الموردين
41	6- عمليات التمويل باللجوء إلى القرض الإيجاري
43	7- التمويل عبر السوق النقدي
43	8- التمويل بواسطة الأصول المالية
46	9- المنتجات المالية المشتقة
50	10- التمويل عبر شركة رأس المال المخاطر
51	المبحث الثالث: أخطار التمويل البنكي
52	1- خطر الائتمان
52	2- خطر السيولة
55	3- خطر سعر الصرف

56	..... 4- خطر سعر الفائدة
56	..... 5- خطر التشغيل
56	..... 6- الخطر القانوني
56	..... 7- خطر رأس المال
56	..... 8- الخطر النظامي
59	..... 9- تقدير وتقييم المخاطر البنكية بواسطة الأنظمة الخبيرة
59	..... 10- التحليل بواسطة التحليل التنقيطي (التحليل التمييزي)
60	..... 11- صياغة الدالة Z
60	..... 12- تنوع الزبائن واقتسام المخاطر

62	..... الفصل الثالث: نظرية تكوين الاصول المالية في ظل نماذج السوق
----	--

62	..... المبحث الأول: نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF)
----	--

64	..... 1- نموذج تقييم الأصول المالية
----	-------------------------------------

67	..... 2- بعض طرق اختبار نموذج تقييم الأصول المالية
----	--

68	..... المبحث الثاني: النظرية الموحدة الموسعة لكفاءة السوق
----	---

68	..... 1- المضاربة
----	-------------------

69	..... 2- السعر كإشارة أو التنبأت العقلانية
----	--

70	..... 3- نموذج التقييم عن طريق التحكيم (MEA)
----	--

72	..... 4- امكانية ظهور الفقاعات العقلانية
----	--

73	..... المبحث الثالث: توازن الأسواق المالية وتقييم الأصول
----	--

73	..... 1- النموذج الاقتصادي للسوق المالي
----	---

81	..... 2- التحليل التطبيقي لكفاءة المعلومات في سوق البورصة
----	---

83	..... 3- دراسة الأحداث (event studies)
----	--

87	..... نظرية الوكالة وحوكمة المؤسسات
88	.....المبحث الرابع: سياسة الاستدانة
94	..... 1- نظرية Modigliani
95	..... الفصل الرابع: تطور العلاقة بين البنك والمؤسسة في الجزائر (1986-2013)
95	.....المبحث الأول: الإصلاحات النقدية والبنكية خلال الفترة (1986-1990)
100	.....المبحث الثاني: مرحلة الإصلاحات وإعادة هيكلة البنوك التجارية (1990-1994)
105	..... أ- المؤسسات المالية الجديدة بعد الإصلاحات البنكية لسنة 1990
111	..... ب- تطهير الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية العمومية
114	.....المبحث الثالث: المرحلة الانتقالية (1994-2003)
114	..... 1- اتفاق التمويل القصير المدى (Stand-by)
115	..... 2- اتفاق التمويل الموسع (ماي 1995-أفريل 1998)
124	..... 3- واقع استقلالية بنك الجزائر حسب الإصلاحات من 2001 إلى 2003
133	.....المبحث الرابع: الهيكلة المالية للنظام البنكي خلال الفترة (2003-2013)
135	..... 1- الموارد المالية المعبنة من طرف البنوك
138	..... 2- القروض الممنوحة
145	..... 3- تطهير وإعادة هيكلة البنوك
152	..... 4- مردودية الأموال الذاتية للبنوك
157	..... 5- آثار الإصلاحات البنكية على العلاقة بين البنوك والمؤسسات
158	..... الفصل الخامس: بورصة الجزائر كبديل مكمل للتمويل البنكي
158	.....المبحث الأول: ظهور ونشأة بورصة الجزائر
161	..... 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
161	..... 2- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)

---

161	3- الوسطاء في البورصة.....
162	4- الجزائر للتسوية (Algerie Clearing).....
163	المبحث الثاني : آليات إدراج المؤسسات في بورصة القيم.....
164	1- تقييم سعر سهم مجمع صيدال.....
176	2- حالة أسهم شركة رياض سطيف.....
182	3- حالة شركة تسيير فندق الأوراسي الدولي.....
192	4- شركة أليانس للتأمينات.....
196	5- شركة رويبة.....
208	6- شركة بيوفارم.....
215	7- شركة دحلي.....
216	8- شركة سونلغاز.....
216	9- شركة الخطوط الجوية الجزائرية.....
217	10- شركة اتصالات الجزائر.....
218	11- بعض المقارنات في البورصات المغربية.....
221	-نتائج وتوصيات الدراسة.....
226	الخاتمة.....
230	قائمة المراجع.....
234	الملاحق.....

# المقدمة العامة

تطورت في العقود الأخيرة العلاقة بين البنك والمؤسسات الاقتصادية بفعل تطور الأسواق المالية، والتطورات التكنولوجية، والتجديدات المالية، وظهور اللأوساطة المالية وأنماط التحرير المالي. وبذلك تغيرت الاحتياجات التمويلية للمؤسسات، وازدادت المنافسة بين مؤسسات القرض و الأسواق المالية، واتسع مجال عرض الخدمات المالية والمنتجات المصرفية.

في هذا السياق، ظلت العلاقة التي تربط البنك بالمؤسسة رغم تعقدها علاقة تمويلية بالدرجة الأولى حيث تتنافس البنوك اليوم مع السوق المالي في مجال عرض التمويل المتوسط والطويل المدى كما تقترح خدمات تسمح لها بالتسيير الأمثل لنقدياتها. إذ تعتبر البنوك وسيطا هاما بين المؤسسات والأسواق المالية، من خلال إصدار الأوراق المالية وتوظيفها لصالح المؤسسات (الكبيرة، المتوسطة والصغيرة). وبذلك فهي تتحمل جزءا من خطر مقابلات القروض.

إن تحليل هذه العلاقة يركز على التمييز بين نمط الاستدانة ونمط الأسواق المالية، حيث يرجع أصل التمييز بين هذين النمطين من التمويل إلى أعمال الاقتصادي (JR.Hicks 1974) في كتابه أزمة الاقتصاد الكينزي، والذي قسم فيه المؤسسات الاقتصادية إلى صنفين: الصنف الأول منها، يلبي احتياجاته من خلال الاحتفاظ بجزء من الأصول سائلة، في حين يفضل الصنف الثاني تلبية حاجياته التمويلية باللجوء إلى الاقتراض، حيث سمي النمط الأول بنمط السوق المالي والنمط الثاني بنمط الاستدانة.

كما طور كل من (Gurley et Shaw, 1960) الإطار المفاهيمي للوساطة المالية انطلاقا من التمييز بين التمويل الأولي (استدانة أولية)، والتمويل الثانوي (استدانة أو إقراض ثانوي). فالوسطاء الماليون خاصة بنوك الودائع، يقومون بضمان، توفير مستوى مقبولا من السيولة، مع منح المدخرين مستوى مقبولا من التعويضات (أسعار الفائدة). حيث هناك من الباحثين من ركز على بعض الوظائف التي تمارسها البنوك على غرار وظيفة التحويل (Diamond et Dybvig, 1983)، وذلك من أجل حماية سيولة المودعين واستثمار هذه الودائع في استخدامات عالية المرادودية. وهناك من الباحثين من وضع مفهوم الوساطة المالية على غرار (G J Benston et C.W.Smith, 1976) و (D.W.Diamond, 1984)، وذلك من خلال آلية الاقتصاد في تكلفة المعاملات والمعلومات المرتبطة بمراقبة نوعية المشاريع الممولة. حيث أن

البنوك لا تعلم بصفة تامة الأخطار المرتبطة بالقروض الممنوحة ، في حين يعلم المقترضون باحتمال نجاح أو فشل مشاريعهم وبذلك يظهر نوع من حالات عدم التماثل في المعلومات ، أي يمتلك المقترضون حجما أكبر من المعلومات مقارنة بالبنوك (Fraser et Al 2001). كما يمتلك مسيرو المؤسسات كافة المعلومات حول مشاريعهم، ويؤدي لا تماثل المعلومات إلى صعوبة التمييز بين أفضل وأساء المقترضين . من جانب آخر ، و في إطار علاقة التمويل التي تربط الطرفين ، يمتلك مسيرو المؤسسات كافة المعلومات حول الوضعية المالية ، وفرص الأعمال المتاحة مقارنة بالبنوك ، في حين تجهل المؤسسات استراتيجيات البنوك في علاقتها بقرار منح القروض وطرق تقييم المخاطر .

في هذا السياق إذا كانت العلاقة بين البنك والمؤسسة ذات نوعية فإنها تساهم في التقليل من تكلفة جمع المعلومات الأزمة لمتخذ القرار في مجال تحديد علاوة الخطر وتقييم الوضعية المالية للمؤسسات المقترضة .

يبرز دور البنوك التجارية بالدرجة الأولى في حالة قصور المعلومات المتوفرة ، أي حينما تكون المعلومات متوفرة ، ولكن موزعة بطريقة غير متماثلة بين المقرضين والمقترضين، وتصبح حينئذا البنوك في وضع أفضل من الأسواق المالية ، وذلك بالنظر إلى مدة علاقاتها الطويلة نسبيا مع المؤسسات المقترضة ، مما يمنح للبنوك ميزة تنافسية تمكنها من منافسة الأسواق المالية من خلال اقتراح عقود ذات فعالية عالية تساهم في تنويع خدماتها المالية والمصرفية و في أنماط تسييرها لخطر التمويل البنكي.

من جانب آخر تعتبر العلاقة بين البنك والمؤسسة بمثابة علاقة وكالة (Relation d'agence) حيث اعتبر في هذا الشأن كل من (M.jensen et W.Meckling,1985) أن علاقة الوكالة بمثابة عقد بين المالك والمسير غير المالك التي تقوم بتفويض عملية اتخاذ القرار في المؤسسة ، أي هناك فصل بين وظيفة التسيير والرقابة داخل المؤسسة بحيث أن المسير يصبح هو المتفاوض والمفوض للحديث باسم المساهمين مع البنك لإبرام عقود القروض.

بالمقابل لقد تقلص دور الوسطاء الماليين (كممولين أساسيين ) تدريجيا ، وبازدياد تدخلهم على مستوى الأسواق المالية وخاصة من خلال التوظيف المالي في الحافطة و تسيير الخطر.

وفي هذا الشأن تطرق كل من (Allen et Santomero, 2001) إلى مختلف أنواع الأخطار التمويلية وكيفية معالجتها من خلال الدور المتزايد للأسواق المشتقة التي أصبحت تشكل أهم نسبة من حجم المعاملات المالية . حيث أصبحت المنتجات المالية المشتقة (كالسندات بمعدلات متغيرة والعقود الآجلة والخيارات المالية...الخ) تستخدم بشكل واسع من طرف بنوك الأعمال وشركات الاستثمار المالي للتغطية من بعض المخاطر المرتبطة بالمنتجات المالية التقليدية (أخطار القروض ومعدلات الفائدة). ولعل ما عرفه الاقتصاد الأمريكي من أزمة مالية في سنة 2007 بسبب القروض الرهنية عالية المخاطر (Subprimes) خير دليل على ذلك. فقد دفعت هذه الأزمة العديد من الحكومات إلى اعتماد معايير كفاءة رأس المال وفقا لتصريحات لجنة بازل كما قامت البنوك بتحسين أنظمة الرقابة والحوكمة لديها.

في ظل هذه المتغيرات المركبة وتبعاتها على الاقتصاديات التي انتهجت إصلاحات مالية و نقدية و منها الاقتصاد الجزائري ، تتناول الدراسة الحالية العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل الانتقال من نمط التمويل الاستداني أو ما يسمى بنمط السحب على المكشوف إلى نمط اقتصاد السوق . إذ يوفر السوق المالي بديلا تمويلا مكملا ، وأكثر مرونة وبأقل تكلفة مقارنة مع الوساطة البنكية . كما يوفر للبنوك إمكانية لرفع من قدراتها التنافسية من خلال تقديم خدمات جديدة وتسيير الخطر المرتبط بالأسواق المالية و الاستفادة من التجديدات المالية والتكنولوجية ، أو القيام بمراقبة المؤسسات أثناء إدراجها في البورصة من خلال عرض أسهمها أو سنداتها للاكتتاب العام على مستوى سوق القيم المنقولة.

لقد كان لتراجع أسعار المحروقات في الجزائر منذ نهاية الثمانينات أثارا سلبية على الاقتصاد الجزائري ، منها زيادة حجم الاستدانة ولجوء الجزائر ابتداء من سنة 1991 إلى إعادة هيكلة القطاع المصرفي والمؤسسات العمومية وتم هذا الإصلاح بمساندة مالية و فنية بقرض من البنك الدولي في إطار برنامج تصحيح وتطهير المؤسسات والقطاع المصرفي، الذي اعترف بالعلاقة الوثيقة بين البنوك والمؤسسات الاقتصادية العمومية . وبموجب برنامج الإصلاح تحملت الخزينة خلال الفترة 1992-1993 ما يزيد على 275 مليار دينار من المديونية المصرفية المشكوك فيها والمستحقة على المؤسسات العمومية (أي ما يعادل 60% من إجمالي الائتمان المصرفي المستحق على الاقتصاد) . بذلك كانت البنوك الجزائرية قبل الإصلاحات تفتقر إلى

الإطار المؤسسي والخبرة للنهوض بوظيفة الوساطة المالية التي تتسم الفعالية ، فقد كانت تعاني من تركة الإقراض الإجباري للمؤسسات العمومية وتدخل الهيئات المركزية في مجال تسييرها وتنظيمها والتخصص في الائتمان القطاعي ووجود أنظمة احترازية غير كافية ، الأمر الذي أضعف من نوعية حوافظ هذه البنوك بدرجة كبيرة ، ولهذا لم يهيمن التمويل المباشر على الاقتصاد الجزائري ، الذي لا يزال يوصف بأنه اقتصاد يعتمد على السحب على المكشوف (overdraft economy) ، أي على مجموع القروض المتركمة على عاتق المؤسسات الاقتصادية العمومية بأسعار فائدة عالية.

تأسيسا على ما سبق، فإن الإشكالية التي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليها هي: ما طبيعة العلاقة بين البنك والمؤسسة في الجزائر في ظل الانتقال من نموذج التمويل الاستداني إلى نموذج اقتصاد السوق؟".

أما الأسئلة الفرعية المنبثقة عن هذه الإشكالية فيمكن عرضها في الآتي:

- هل يمكن اعتبار العلاقة بين البنك والمؤسسة علاقة وساطة مالية بحثة ؟
- ما هي طبيعة العلاقة بعد الإصلاحات المالية والنقدية وظهور بورصة القيم وما توفره من بدائل تمويلية متنوعة ومتجددة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة على ضوء المعلومات المتاحة لدى البنك والمؤسسة؟
- هل كان للإصلاحات المالية والنقدية التي تمت في الجزائر وقع على تغيير طبيعة العلاقة بين البنك والمؤسسة وعلى طبيعة القروض التي تمنحها البنوك و على أنماط توجيه الموارد المالية المتاحة ؟
- ما هو الدور الذي تلعبه بورصة القيم كمنظومة تمويل مكمل للتمويل البنكي على ضوء تجربة المؤسسات المدرجة في البورصة ؟

إن الإجابة عن الأسئلة المطروحة في مشكلة الدراسة مهمة ، خاصة في ظل عمليات إصلاح الاقتصاد الجزائري وزيادة المنافسة ما بين البنوك والسوق المالي لعرض بدائل تمويلية جديدة للمؤسسات الاقتصادية ، انطلاقا من ذلك يرى الباحث صياغة مجموع الفرضيات التالية:

- 1- لا تزال المؤسسات الاقتصادية خاصة العمومية منها تلعب دورا هاما في الاقتصاد الجزائري بحكم حجمها ومواردها المالية وما لذلك من تداعيات على مستوى علاقة الوساطة المالية التي تربط البنك بالمؤسسة.
- 2- توفر البورصة بدائل تمويلية جديدة للمؤسسات الاقتصادية وتساهم في تغيير العلاقة السائدة بين البنك والمؤسسة لتصبح علاقة تجارية بحثة تعتمد على تدفق واسع للمعلومات بين الطرفين.
- 3- الإصلاحات المالية والنقدية التي تمت في الجزائر كان لها وقع في تغيير العلاقة بين البنك والمؤسسة وفي أنماط التمويل المتاحة ، مما يوفر إمكانيات أوسع لنمو وتطور استثمارات المؤسسات العمومية والخاصة وتعظيم أرباحها.
- 4- يمكن أن تلعب البورصة دور أكبر كنمط تمويل مكمل للتمويل البنكي التقليدي كما توفر مجال أوسع لتمويل احتياجات المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر وبتكاليف منخفضة نسبيا مقارنة بالتمويل البنكي.

#### - أهمية الدراسة:

تكمن أهمية البحث في كونه يسלט الضوء على موضوع هام يهم المؤسسات والبنوك والخبراء في ظل التطورات التي تعرفها مختلف أنماط تمويل المؤسسات ، حيث سيتم التعرف من خلال النتائج المتوصل إليها على واقع العلاقة بين البنك والمؤسسة في الجزائر، ومختلف أنماط التمويل المتاحة في ظل الانتقال من نمط تمويل استداني إلى نمط يعتمد على اقتصاد السوق ، كما نحاول من خلال هذه الدراسة فهم العلاقة بين البنك والمؤسسة الجزائرية من خلال الدور المنوط بالبنوك كوسيط مالي ومتدخل على مستوى السوق المالي لصالح المؤسسات المدرجة في البورصة ومدى مساهمته في زيادة قيمة المؤسسة وثروة المساهمين.

بذلك فان هذه الدراسة تكتسي أهميتها كبيرة في كونها تسلط الضوء على علاقة معروفة في الأدبيات المالية بين البنك والمؤسسة لكن لم تلقى الاهتمام الكافي خاصة على مستوى طبيعة العلاقة في الدول النامية ، وإسقاطها على الواقع الجزائري. والمساهمة بذلك في إثراء الدراسات و

البحوث العلمية القليلة في هذا المجال ليستفيد منها الدارسين والمختصين وإطارات ومسيري المؤسسات والبنوك ، والمؤسسات المالية المختلفة، والمختصين، وكل الفاعلين في المجال المالي والمصرفي.

### - منهجية البحث:

يعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي لسياق تطور العلاقة بين البنك والمؤسسة عبر مختلف المراحل التي مر بها الاقتصاد الجزائري ، أي قبل وبعد عمليات الإصلاح المالي والبنكي التي شرع فيها وتطهير المؤسسات وإعادة هيكلة البنوك قصد التصدي لعمليات السحب على المكشوف المتراكمة بأسعار فائدة مرتفعة على عاتق المؤسسات العمومية ثم استعادة توازنها المالي تدريجيا ، وما لذلك من آثار على آلية العلاقة بين البنك والمؤسسة وعلى أنماط التمويل المتاحة خاصة بعد تطور دور الوساطة المالية البنكية في أعقاب نشأة البورصة.

إلى جانب ذلك، سيتم استكشاف واقع التمويل البنكي في الجزائر قبل وبعد الإصلاحات المالية والبنكية التي شرع فيها منذ بداية التسعينات إلى جانب عمليات إعادة هيكلة البنوك قصد التصدي لعمليات السحب على المكشوف المتراكمة بأسعار فائدة مرتفعة نسبيا على عاتق المؤسسات الاقتصادية العمومية . وما لذلك من أثر على آلية العلاقة بين البنوك والمؤسسات وعلى أنماط التمويل المتاحة خاصة بعد ظهور الوساطة المباشرة عبر سوق البورصة، أي تحديد معالم العلاقة على ضوء الانتقال من الوساطة البنكية التقليدية إلى وساطة السوق ، وأفاق تطور وعصرنة سوق البورصة ، على ضوء إمكانية إدراج مؤسسات جديدة تنتمي للقطاع الخاص لإنعاش سوق الأسهم وتوزيع عرض المنتجات المالية.

### - مجالات الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

- **المجال المكاني:** اقتصرت هذه الدراسة على المؤسسات المدرجة في بورصة القيم فقط ، وهي مؤسسة رياض سطيف ، ومجمع إنتاج الأدوية صيدال ومقره الدار البيضاء بالجزائر

العاصمة، وفندق الأوراسي الدولي ومقره الجزائر العاصمة ، ومؤسسة أليانس للتأمينات ومقرها الشراكة بالجزائر العاصمة ، ومؤسسة روبية ومقرها روبية بالجزائر العاصمة.

- **المجال الزمني:** تغطي الدراسة الفترة من سنة 1988 إلى غاية دخول شركة روبية للبورصة في شهر جوان سنة 2013.

- **الدراسات السابقة:**

تكتسي الدراسات السابقة أهمية بالغة في عملية البحث العلمي لأنها تفيد الباحث في تحديد إشكالية بحثه بدقة وتجنب التكرار ، لذلك سيتم عرض أهم ما تم الاطلاع عليه من الأدبيات والدراسات النظرية و الميدانية التي تناولت موضوع الدراسة من خلال ما يأتي:

في هذا المجال نشير أن عدة دراسات سابقة تناولت العلاقة بين البنك والمؤسسة من عدة أبعاد وجوانب سنحاول استعراضها وطرح الإشكاليات التي تم طرحها إلى جانب الفرضيات والنتائج التي تم التوصل إليها على ضوء هذه الدراسات.

تناولت رسالة الدكتوراه التي قامت بها Catherine Refait-Alexandre (2001) موضوع العلاقة بين البنك والمؤسسة ، عدم تماثل المعلومات وأثرها على خطر الإفلاس.

أبرزت هذه الدراسة دور عدم تماثل المعلومات على خطر إفلاس المؤسسات الاقتصادية خاصة تلك المدرجة في البورصة والتي تتعامل بشكل مكثف بالمعلومات في تسيير حوافظ استثماراتها.

كما تناولت الرسالة التي قام بإعدادها جمادي عثمان (2001) ، حول لا ضبط أسواق رؤوس الأموال وفعالية المؤسسات البنكية المغربية (تحليل قياسي جزئي) ، تداعيات إصلاح السوق المالي وأثاره على تمويل المؤسسات المغربية ، وذلك من خلال تناول تفاعلات ثلاثة عوامل هي الفعالية الإنتاجية التي تحدد فعالية البنوك وفعالية توجيه الموارد ومعايير منح القروض ، وفعالية المعلومات وأثار لا تماثل المعلومات بين البنوك والمؤسسات.

بين استخدام عينة المؤسسات تطور إنتاجية البنوك المغربية وفسرها بأنها نتيجة للتطور التكنولوجي .

تبيين من خلال هذه العينة كذلك انسحاب الدولة من مجال منح القروض مع عدم استخدام البنوك لمعايير الفعالية الاقتصادية عند اختيار الزبائن .

لقد تم تحليل لا تماثل المعلومات في إطار العلاقة بين البنوك والمؤسسات على نموذج الاستثمار بتكلفة التعديل ، والنواتج عن عملية تعظيم قيمة المؤسسات (معادلة EULER ) ، وتم إدراج متغيرين هما مستوى استنادة المؤسسات وعلاوة التمويل الخارجي. تبيين النتائج أن هنالك تراجع في مجال منح البنوك لقروض لصالح المؤسسات المستدانة.

كما تناولت الرسالة التي قامت بإعدادها : سهام زراولة (2005) موضوع العوامل المفسرة لتسيير العلاقة بين البنك والمؤسسة ، حالة المؤسسات المغربية الغير مدرجة في البورصة.

كان الهدف من هذا البحث هو تحديد العوامل التي تحفز المؤسسة على تسيير علاقتها مع البنك ، حيث تم إعداد إطار نظري قسم إلى جزئين متكاملين يتعلق الأول منها بالمقاربة العلاقتية وهي ممثلة في كل من نظرية الوكالة ونظرية الوساطة المالية ونظرية تبعية الموارد ، وبذلك فقد شمل الإطار النظري كل من محددات العلاقة وهي محددات معاملتية وهي تكاليف التحويل وعوامل المحيط (عدم اليقين) والتبعية. إلى جانب محددات علاقتية لها ارتباط بالثقة وتلبية احتياجات خاصة وغيرها، وبعد إتمام الجانب النظري مع الأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين المتغيرات المفسرة (المحددات المعاملتية والعلاقتية) والمتغير الواجب تفسيره (تسيير العلاقة) ، تم التطرق للدراسة الكمية والتي تمت على عينة تضم 187 مؤسسة مغربية من الحجم الكبير غير مدرجة في البورصة.

كما تناول الباحث موسى مهيري (2006) في موضوع رسالة دكتوراه دولة العوامل المفسرة للمقاربة العلاقتية بين البنك والمؤسسة مع دراسة حالة تونس ، حيث تناولت الإشكالية العوامل المفسرة للمقاربة العلاقتية بين البنك والمؤسسة في سياق الدول النامية وبالاعتماد على عينة من البنوك والمؤسسات التونسية .

وتم الاعتماد على منهجية قسمت إلى جزأين تناول الجزء الأول منها المقاربة النوعية للعلاقة تمهيدا للجزء الثاني من التحليل والذي اعتمد على الجانب الكمي مما سمح من معرفة العوامل الأساسية التي تحدد هذه الإستراتيجية.

بينت نتائج الدراسة أن الثقة والاستجابة لرغبات الزبائن والالتزام إضافة إلى مدة العلاقة تشكلان مكونات أساسية للعلاقة بين البنك والمؤسسة. كما أنه تم اكتشاف مجموعة من العوامل التي تؤثر في هذه المقاربة منها خصوصية المؤسسات والبنوك ومستوى المنافسة ، وفي الخلاصة تم عرض مجموعة من التوصيات الإستراتيجية والتنظيمية لتكييف هذه المقاربة داخل البنوك التونسية.

تناولت رسالة الدكتوراه لـ Sylvie Cieply (1997) الخصوصية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونظرية التمويل الجديدة مع دراسة عينة من المؤسسات الفرنسية، حيث اعتبرت أن هذا النوع من المؤسسات يبين خصوصيات في مجال التمويل من حيث حجم رأس المال وطبيعة الاستدانة التي تتميز باللجوء المكثف إلى القروض القصيرة الأجل ، كما تعتمد استثماراتها بالدرجة الأولى على المؤسسات الكبيرة الحجم ، من جانب آخر فإن قراءة سريعة في النظرية المالية توضح بأن هناك حالات من عدم الكفاية الجبائية و تكاليف الإفلاس لتبرير الخصوصية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

من جانب آخر فإن المقاربة التي تعتمد على وجود نزاع حول الوكالة وعدم تماثل المعلومات تشكل إحدى العوامل المفسرة لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن المؤسسات الصغيرة تتعرض إلى ظاهرة ترشيد القروض وزيادة عوامل لا تماثل المعلومات على مستوى سوق القروض.

قد بينت الاختبارات التي أجريت على مستوى مركزية بيانات الميزانية بالنسبة لسنة 1993 ، دور نزاعات الوكالة بين المسيرين والمدنيين في مجال الاستدانة ودور عوامل لا تماثل المعلومات بالنسبة للمؤسسات التي توظف أقل من 2000 عامل .

تبين بعد اختبار فرضية مخطط الأعمال (Small Business Capital) ، أنه لعبت الاستدانة خلال الفترة 1985-1995 دور هام في التأثير على طلبات التمويل ، كما تم التوصل إلى أن المؤسسات الصغيرة جدا أي تلك التي توظف أقل من 20 عامل تتأثر بشكل أكبر من صعوبة الحصول على تمويل على المدى المتوسط والطويل ، وقد تم التأكد من هذه النتائج من

خلال مقارنة مع مؤسسات أخرى توظف أقل من 100 عامل خلال فترة الكساد التي ظهرت سنة 1993.

كما تناولت رسالة الدكتوراه لـ (2011) Eric Nasica حول موضوع الوساطة المالية والنشاط الاقتصادي ، مساهمة في تحليل الجديديات في الاختلالات المالية ، والتي تمت مناقشتها في المعهد العالي للاقتصاد والتسيير بجامعة نيس الفرنسية . تناولت هذه الرسالة بالتحليل ظاهرة الاختلالات المالية والاقتصادية التي شهدتها العالم في منتصف التسعينات من القرن الماضي ، وقد بينت الدراسة الصعوبات التي واجهتها النماذج الاقتصادية الكلية الأكثر استخداما والتي تنصدها مجموع الأفكار الكينيزية الجديدة والاقتصاد الكلاسيكي الجديد.

لقد ركزت الدراسة على لا تماثل المعلومات المشاهدة على مستوى السوق المالي والذي يعتبر أحد أسباب الاختلالات والأزمات المالية ، ويقترّب هذا النموذج من النماذج النيوكلاسيكية التي تناولت موضوع المسرع المالي خاصة أعمال كل من (Bernanke, Gerther et Gilchrist, 1999).

أما الجزء الآخر من الدراسة التي تم الاستناد إليها فهي تتعلق بطبيعة المحيط الذي يتميز بظروف عدم اليقين وخاصة في مجال اتخاذ القرارات المالية ، ويقترّب هذا الاتجاه مع أعمال (Minsky, 1975, 1982, 1986).

كما تناولت رسالة دكتوراه ليدر الدين أيمن (2011) ، على مستوى جامعة ليون 3 موضوع تأثير تنويع الحسابات البنكية على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف البنوك - حالة لبنان.

تعرض البحث إلى ما تتميز به البنوك الحديثة من ميزة تنافسية في مجال منح القروض لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وبذلك فإن اعتماد هذه المؤسسات على التمويل البنكي يتميز بلا تماثل المعلومات بسبب طبيعة هذه المؤسسات.

يلجأ مسري المؤسسات إلى تنويع الحسابات البنكية بغرض التهرب من رقابة البنوك كعقد ضمان من خطر العلاقة القائم على بنك واحد و كإستراتيجية لتنويع الموارد البنكية ، حيث تساهم هذه الإستراتيجية في حصول هذه المؤسسات على شروط بنكية أقل صرامة.

تناول هذا البحث دراسة واختبار العلاقة المستديمة وتنوع الحسابات البنكية على شروط الحصول على قروض، فبعد عرض الإطار المفاهيمي تم اختيار عينة تتكون من 150 مؤسسة صغيرة ومتوسطة لبنانية ، وتمت دراسة من خلالها تأثير التمويل على العلاقة في حالة مسك عدة حسابات بنكية وتأثيره على تكلفة القروض ثم تأطير القروض والضمانات المطلوبة.

لكن لم تهتم هذه الدراسة بإمكانية حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على بدائل تمويلية أخرى باللجوء إلى التمويل المباشر (التمويل عبر البورصة) كأسلوب مكمل للتمويل البنكي.

كما تناولت الدراسة التي قام بإعدادها (Bertin CHABI (2003) ، تطبيقات نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) على الأسواق المالية الإفريقية مع دراسة حالة أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة القيم بنبروبي (كينيا). وتم تناول من الجانب النظري أهمية الانتقال من اقتصاد استنادة إلى اقتصاد الأسواق المالية ومقارنة تطور أسواق المال في الدول الصناعية المتقدمة مقارنة بالدول النامية ، مع العلم أن الأسواق المالية الإفريقية هي أسواق صغيرة الحجم وضعيفة الهيكلة نسبياً إلى جانب عدم استقرارها كما أن أنشطتها محدودة وبذلك فهي أسواق ناشئة ونائمة نسبياً (Tchemeni,1995). وبالتالي فمن المهم معرفة رد فعل هذه الأسواق في ظل ظهور العدد الهائل من الأدوات المالية الحديثة خاصة منها أدوات تسيير الأصول المالية (CAPM).

كما تمت دراسة حالة أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة القيم بنبروبي (كينيا) وبذلك كانت من بين أهم أهداف الدراسة هو تحليل طبيعة العلاقة بين الخطر النظامي ومردودية الأسهم على مستوى بورصة نبروبي بالنسبة لعينة تضم 50 سهم لمؤسسات لقطاعات اقتصادية مختلفة خلال الفترة من 1990/03/25 إلى 2003/10/16.

تناول مقال الدكتور (Doroteé Rivaut – Danset (1991) العلاقة بين البنك والمؤسسة كمقاربة مقارنة ، حيث عرض المقال تطور النظام المالي في أغلب دول منظمو التعاون الاقتصادي في أوروبا (OCDE) ، والتي عرفت تطورات مالية كبيرة منذ الثمانينات ، حيث يهدف المقال إلى توضيح بأنه على مستوى الدول الخمسة الصناعية الكبرى (الولايات المتحدة وبريطانيا واليابان وألمانيا وفرنسا) يمكن بناء نموذج ذو قطبين أو ما سمي بنموذج علاقة القرض

، النموذج الأول أو ما سمي بنموذج العقد ظهر بفعل ملاحظة العلاقات بين البنوك والمؤسسات الكبرى في الولايات المتحدة ، أما النموذج الثاني سمي بنموذج الالتزام والذي ظهر بفعل كثافة نشاط القرض في اليابان وما لذلك من تأثير على سلوك أصحاب الحوافز المالية على مستوى السوق المالي.

بذلك تركز العلاقة التي تربط المدين بالدائن على مجموعة من العمليات الموحدة ، مما يفترض وجود علاقة شخصية ودائمة بين الأعوان وما تتطلبه من تكلفة بناء المعلومات وبذلك تصبح عملية التفاوض غير لازمة.

بالمقابل فان ترتبط علاقة القرض بمفهومين هو الثقة وعامل الوقت مما يستلزم بناء علاقة طويلة المدى بين الطرفين.

دراسة أخرى ظهرت في شكل مقال لـ (Agnés Bédué et Nathalie Lévy (1997) حول موضوع العلاقة بين البنك والمؤسسة وتكلفة القرض ، بينت تداعيات العلاقة بين البنك والمؤسسة وتكلفة القرض من خلال تحليل مميزات وأنماط العلاقة بين المقرضين والمقترضين ، حيث بحث المقال في تحديد وضع مخطط تفسيري لمختلف علاقات التمويل الناتجة عن اختلاف تكلفة القروض البنكية بين مختلف المقرضين.

تم تحليل خصوصية العلاقة بين البنك والمؤسسة من خلال طبيعة عملية القرض وأشار إلى أهمية بناء المعلومة بالرغم أنها غير كافية لمراقبة وضعية المدين ، كما تم تناول مختلف المتغيرات التي تفسر الفروق في تكلفة الاستدانة البنكية بين المقرضين . وتم اختبار المتغيرات على أساس عينة من المؤسسات الفرنسية ، وعلى ضوء هذه الدراسة تم ترتيب المقرضين ودراسة مختلف تكاليف الاستدانة البنكية . كما سمح التحليل الاقتصادي القياسي من تحديد تأثير العلاقات بين البنك والمؤسسة على تكلفة الاستدانة البنكية.

بينت دراسة أخرى قام بها كل من (E.lehmann et D.Neuberger (2002) أنه يمكن تجاوز مشكلة لا تماثل المعلومات من خلال سيرورة القرض وذلك من خلال ربط علاقة مكثفة بين البنك والمؤسسة ، ومن خلال وجود عامل الثقة بين الطرفين، حيث تستفيد المؤسسة في هذه

الحالة من خلال الحصول على شروط تمويل مناسبة ويستفيد البنك من خلال تدفق مرن للمعلومات وحصوله على ميزة تنافسية مقارنة بالمنافسين.

من جانب آخر قام كل من C.D'Auria et al.(1999) بدراسة على أساس عينة تشمل 2000 مؤسسة ايطالية غير مدرجة في البورصة ،حيث توصلو إلى أنه تسمح علاقة القرض للبنوك بمواصلة عملية التمويل حتي في ظل الظروف الصعبة، كما تعتبر استدامة العلاقة بين الطرفين عامل محدد لأسعار الفائدة .

توصلت الدراسة إلى أن مساهمة البنوك في استئانة المؤسسة التي تربطها بها علاقات مكثفة سيساهم في تخفيض أسعار الفائدة ، بالمقابل إذا تجاوز حجم الاستئانة نسبة 80% فان كل زيادة في حجم الاستئانة سيبثعها زيادة في أسعار الفائدة.

بينت دراسة أخرى قام بها كل من D.W.Blackwell et DB.Winters(1997) من خلال دراسة عينة من 174 خط قرض منح لمؤسسات أمريكية غير مدرجة في البورصة أن هناك علاقة موجبة بين مجهود الرقابة البنكية ومعدلات الفائدة وعلاقة سلبية بين كثافة البنكية وأسعار الفائدة.

بذلك فان البنوك لها كفاءة أكبر من المقرضين المباشرين في مجال التقييم ومراقبة ومتابعة وضعية المقترضين.

دراسة أخرى قام بها كل من M.Petersen et R.Rajan,(1994) على عينة تتكون من 3400 مؤسسة أمريكية مدرجة في البورصة بينت حيادية العلاقة بين البنك والمؤسسة على أسعار الفائدة ، وعدم انخفاض تكلفة جمع المعلومات بسبب تكثيف العلاقة بين الطرفين .أي ليس هناك تأثير واضح لديمومة العلاقة بين البنك والمؤسسة (المقترضة) على أسعار الفائدة

#### - تعليق على الدراسات السابقة:

تم استعراض ثلاثة عشر دراسة سابقة تناولت واقع العلاقة بين البنك والمؤسسة وقد أجريت هذه الدراسات على عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة وغير المدرجة في البورصة في عدة مناطق من العالم.

يلاحظ أن أغلب هذه الدراسات تتشابه مع الدراسة الحالية في تركيزها على توضيح واقع العلاقة بين البنك والمؤسسة من الجانب المفاهيمي أي تفسير الانتقال من الوساطة المالية الغير مباشرة إلى نمط الوساطة المالية المباشرة من جانب هيمنة نمط التمويل الاستداني الذي ساد على مستوى أغلب الدول المتقدمة إلى غاية نهاية الثمانينات ثم الانتقال تدريجيا إلى نمط التمويل عبر آلية الأسواق المالية منذ منتصف التسعينات وما لذلك من تأثير على تكلفة التمويل وعلى العوائد الناتجة عن ارتفاع مردودية أسهم الشركات المدرجة في البورصة وعلى شروط التمويل والإجراءات التي تفرضها البنوك في مجال متابعة ومراقبة وضعية المقترضين.

#### - مساهمة الدراسة الحالية مقارنة بالدراسات السابقة:

نتناول من خلال هذه الدراسة العلاقة بين البنك والمؤسسة في إطار الانتقال من مفهوم الوساطة التقليدية أو نمط الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية (التمويل المباشر) ، وأثره على نمط التمويل وعلى تكلفة التمويل وشروط الحصول على التمويل بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية ، حيث يقترب الإطار المفاهيمي للوساطة المالية مع الدراسة التي قام بها كل من Gurley et (Show,1960) و (Hicks,1974) في إطار التمييز بين التمويل الأولي (استدانة أولية) ، والتمويل الثانوي (استدانة أو إقراض ثانوي) .

يكمن اختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في كونها تتناول واقع العلاقة على ضوء التحولات التي عرفها الاقتصاد الجزائري في ظل الانتقال من نمط تمويل استداني (هيمنة التمويل البنكي) ، إلى نمط التمويل عبر الأسواق المالية أي واقع التمويل بعد ظهور بورصة القيم وما لها من آثار على تعدد أنماط وخيارات التمويل المتاحة للمؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة مما يمكنها من إعادة تشكيل أموالها الذاتية والحصول على موارد مالية طويلة المدى.

على العموم فقد استفادت الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في إثراء أدبيات الدراسة أو الإطار المفاهيمي العام ، وبناء أدوات التحليل و الدراسة وتفسير النتائج المحصلة على ضوء حالة البورصة و مسار تحول الاقتصاد الجزائري إلى اقتصاد السوق.

## هيكلية الدراسة:

لمعالجة الموضوع تم تبويب البحث وتقسيمه إلى جانب نظري يتناول ثلاثة فصول يتناول الفصل الأول منه الإطار المفاهيمي للوساطة المالية المباشرة وغير المباشرة والفصل الثاني يدرس مختلف أنماط تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل نموذج الاستدانة . أما الفصل الثالث فيتناول نظرية تكوين الأصول المالية في ظل نماذج السوق.

أما الفصل الرابع من البحث فيتناول تطور العلاقة بين البنك والمؤسسة في الجزائر (1990-2013) ، أي منذ مرحلة الشروع في الإصلاحات الاقتصادية والمالية في ظل التحول نحو نمط اقتصاد السوق (بعد الإصلاحات البنكية لسنة 1990) ، ثم المرحلة التي تلت صدور التعديلات في مضمون قانون النقد والقرض سنة 2003 بما فيها تعديلات سنة 2010 وما لها من آثار على تغيير العلاقة بين البنك والمؤسسة واعتماد آليات تجارية بحثة ودراسة خطر التمويل .

أما الفصل الخامس فسنتناول فيه دراسة بورصة الجزائر كبديل مكمل للتمويل البنكي ، حيث ندرس حالة المؤسسات المدرجة في البورصة ووضعيتها المالية والمحاسبية قبل وبعد إدراجها في البورصة لتحديد الأرباح والعوائد والقيم المضافة التي تحققت أو الصعوبات التي واجهتها ، إلى جانب المردودية والعوائد المنتظرة بالنسبة للمؤسسات والتوزيعات لصالح المساهمين ، وكذا أفاق نمو بورصة القيم وعصرنتها على ضوء إمكانية توسع حجم رسملتها من خلال إدراج مؤسسات جديدة من القطاع العام أو الخاص ، و تأثيرها على رسملة السوق المالي بالنسبة لقسم الأسهم ، ومدى مساهمتها في رفع قيمة المؤسسات و ثروة المساهمين.

# الفصل الأول : الأطار المفاهيمي للوساطة المالية

**تمهيد**

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

و في الوقت الحالي غيرت الوساطة المالية من طبيعتها وأصبحت تضمن وظائف جديدة منها وظيفة التفاوض والسمسة والمضاربة وتحويل الأصول . لذلك فان الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية لا يلغي تماما دور البنوك ولكنه يطور النظام ويجله يساهم أكثر في زيادة فعالية النظام المالي ككل.

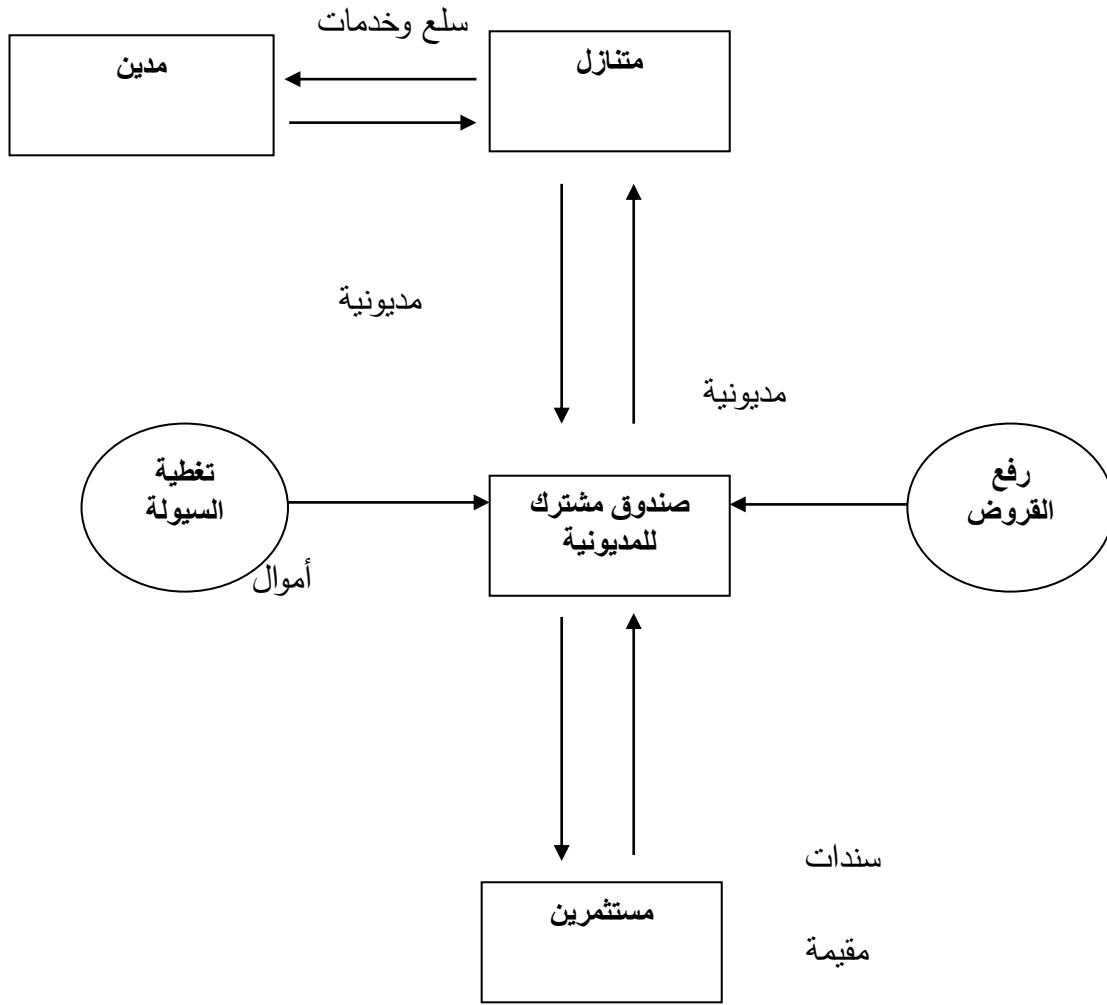
**المبحث الأول: الوساطة المالية**

تهدف الوساطة المالية إلى ضمان الربط بين أعوان غير ماليين يمتلكون تمويلية يطلق عليهم العارضين مع أعوان غير ماليين لهم احتياجات تمويلية يطلق عليهم الطالبين قصد تحقيق توازن بين الادخار والاستثمار. بالتوازي مع ذلك ، ساهم ظهور التجديدات المالية في ظهور أنماط تمويل وتوظيف جديدة ضمن ما يسمى بمؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، كما ساهمت في زيادة درجة استقطاب أو جاذبية الأصول المالية (الأسهم والسندات) ، حيث تتكيف التجديدات المالية مع معطيات السوق من خلال إيجاد توليفة مختلفة للسندات (C.de Boissieu,1986).

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

وحتى نوضح أفضل عملية تحويل الأصول إلى سندات التي تندرج في إطار التجديدات المالية التي تؤثر على المنافسة بين الوسطاء الماليين نقترح الشكل التالي:

شكل رقم 01 : عملية تحويل الأصول (المديونية) إلى سندات (Titrisation)



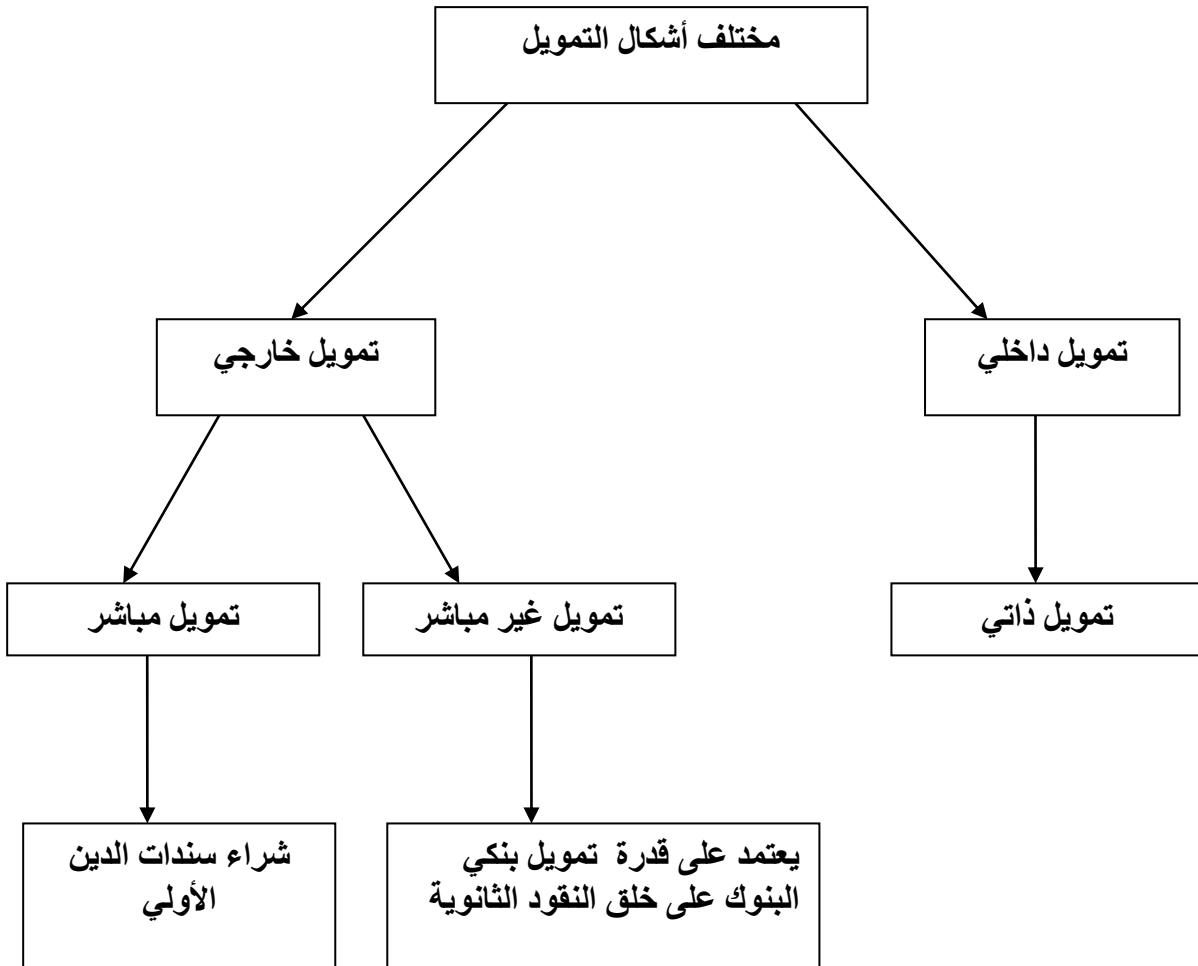
المصدر: (2000) Davis .

وتتمثل عملية تحويل الأصول إلى سندات في قيام المتنازل ببيع مديونية لإحدى الصناديق المشتركة للمديونية ، حيث تخرج عملية البيع من أصول المتنازل و تتم العملية بشكل يحاول من خلاله الصندوق حماية نفسه من أي احتمال إفلاس أحد المتنازليين.

يعرف كل من (2000) Allen et Gale الوساطة المالية على أساس وظيفة الوطاء ، والوسطاء هم أعوان يقومون بعرض سندات تتكيف مع طلب التوظيف الموجه من الأعوان غير الماليين ، و يقوم هؤلاء الوسطاء بالاكنتاب في سندات تستجيب للاحتياجات التمويلية لطالبي رؤوس الأموال أي المؤسسات . ويتضمن هذا التعريف كل ميكانيزمات الوساطة المالية ، سواء تعلق الأمر بالبنوك أو مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير أو شركات التأمين.

والاتجاه العام هو الأخذ بعين الاعتبار بما تم حيازته من طرف الوسطاء الماليين وما تم الاحتفاظ به كأصول مالية قابلة للتفاوض ، بحيث يتم إصدار هذه الأصول المالية من طرف أعوان غير ماليين أي مؤسسات ، ويظهر هذا الاتجاه اختلاف معدل الوساطة المالية عن مفهوم المعدل التقليدي أي بالاعتماد على التمويل بالقروض وهو ما يتطابق مع مفاهيم الوساطة المالية التي عرفها (1960) Gurley et Show في كتابهما بعنوان " Money in theory of finance " <sup>1</sup> على أساس وظيفة الوساطة المالية أي من خلال طرح تساؤلات عن نمط تمويل النشاط الاقتصادي ، ثم طورها بعد ذلك (2000) Allen et Gale.

### شكل رقم 02 : مختلف أشكال التمويل حسب مساهمة Gurley et Shaw



المصدر: Gilles Jacoub, la Monnaie dans l'économie, 3ème édition Nathan , 1998, P98

<sup>1</sup> Gurley et show (1960) , « Money in theory of finance », Brookings, université de Michigan.

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

وقد أعيد استخدام مصطلح الوساطة المالية الذي عرضه Gurley & Shaw ، أي الوساطة كآلية تعديل بين احتياجات وقدرات التمويل من خلال تدخل أعوان ذوي خصوصية. ودور الوسيط المالي هو جمع الادخار من مقرضين نهائيين من خلال إصدار سندات غير مباشرة قصد تمويل المقترضين النهائيين عبر حيازة سندات أولية<sup>1</sup>.

و تلغي الأسواق الحديثة مبدأ الفضاء والزمن فهي أسواق ليس لها وجود مادي أو فعلي . فعلى سبيل المثال يتم التفاوض على أسعار المواد الأساسية عن بعد وعلى أساس مرجعية تعاقدية أي خارج نظام المبادلات ، حيث نلاحظ على مستوى هذه الأسواق عدم وجود عنصري الفضاء و الزمن أي أنها عبارة عن معاملات آجلة تتم على مستوى سلع وخدمات ليست موجودة بعد (محاصيل أو منتجات مستقبلية أو مؤشرات).

في ظل هذه الظروف فان فعالية هياكل السوق المعولمة تتطلب ما يلي:

- تمركز كبير وسريع للمعلومات المتاحة

- تواجد كبير ومكثف لوسطاء مختصين

بالنسبة للوسطاء الماليين فقد شهدوا نموا وتطورا سريعين منذ القرن 20 ، ويرجع ذلك إلى ظهور وتطور بنوك الودائع بالتجزئة (Retail Banking) ، وهي بنوك تمتلك عددا كبيرا من الوكالات والفروع مما يمكنها من الحصول بسرعة على معلومات حول الوضعية المالية لبعض المقترضين.

تحتفظ البنوك أحيانا ببعض المعلومات التي تخص بعض المقترضين حيث يمكن تفسير هذه الميزة المعلوماتية بالعلاقة السابقة التي تربط البنك بالمقترض (Rajan(1992 و Peterson et rajan (1995 أو من خلال أولوياتها في الحصول على المعلومات بسبب تسييرها للحسابات الجارية للزبائن Nakamura

<sup>1</sup> LAGOUTE.C (2005), « le paradoxe des banques britanniques » revue d'economie ,N°77.

(1993)، وبالتالي يصبح الربح الذي تحققه البنوك بفعل حصولها على معلومات هامة أكثر تكلفة . وقد يخلق احتكار البنوك للمعلومات بعض التضارب في طبيعة علاقة البنك مع المقترضين ، و يكمن حل في هذه المشكلة في اعتماد البنوك المقرضة طريقة لا تستغل من خلالها ميزتها في الحصول على المعلومات Sharpe (1990) ، وأن يتوجه المقترضين نحو نمط التمويل عن طريق الأسواق (Rajan 1992) .

يعتمد هذا التحليل السلبي للربح الناتج عن الحصول على المعلومات على فرضية أساسية مفادها أن الميزة المعلوماتية لا تتغير مع الربح المعلوماتي ، من جانب آخر تفترض عملية إنتاج المعلومات في إطار علاقة مستدامة بين البنك والمقترضين تخصيص اعتمادات مالية عالية ، وتخص هذه التكاليف إلى الفترة التي استغرقها البنك في علاقتة مع المؤسسات والى فترة معالجة مصادر المعلومات والبيانات ، وبالتالي فإن الحصول على جانب من الربح قد يغطي نسبيا جزءا من التكاليف التمهيدية .

بينت بعض الدراسات التطبيقية أن سلوك البنوك قد يؤدي إلى تسرب جزء من المعلومات المنتجة وخصوصا إذا كانت المعلومات قابلة للتحويل ، وهو ما يطرح إشكالية التداخل بين المعلومات المنتجة والمحولة والتي أشار إليها (Grossman et Stiglitz 1980) في أبحاثهما.

لذلك نجد البنوك تحمل زبائنها معدلات فائدة مرتفعة قصد حماية نفسها من احتمال الوقوع أمام مقترضين سيئين . غير أن ذلك قد يؤدي إلى التأثير على أفضل المقترضين. وعلى اعتبار أن طلب المقترضين ذوي الأخطار العالية يكون أقل مرونة بالنسبة لأسعار الفائدة ، مما يدفع البنك إلى اختيار بصفة غير عمدية المقترضين ذوي الأخطار العالية ، ويكون في هذه الحالة مجبرا على رفع أسعار الفائدة. وقد يصل الوضع إلى الحد الذي يكون فيه ارتفاع الأخطار أكبر من ارتفاع أسعار الفائدة ويؤدي ذلك إلى توقف الوسطاء الماليون على رفع أسعار الفائدة.

في هذه الحالة لا يمكن للمقترضين ذوي الأخطار الضعيفة من إيجاد وسائل تمويلية مناسبة لمشاريعهم ، كما لا يمكن للمقترضين ذوي الأخطار العالية من إيجاد وسائل تمويلية لأنه تم تأطير القرض أي غلق السوق دون ترصيده ( المساواة بين العرض والطلب).

بناء على ما سبق ، يمكن أن نميز بين الأسواق الرسمية أو المنظمة والأسواق غير المنظمة ، النوع الأول يهدف إلى تركيز المعلومة المالية وتعميم المعاملات على نوع محدد من الأدوات المالية المتجانسة على مستوى سوق البورصة . أما النوع الثاني فيهتم بالمعاملات المالية التي تجري من خلال التفاوض المباشر بين مختلف الأطراف على غرار القروض العقارية ومختلف أنواع القروض البنكية التي تمنح للمؤسسات .

وفي كل الحالات ، يمكن أن تؤدي المنافسة الكبيرة بين مختلف الأعوان إلى درجات متفاوتة من التجانس في شروط المعاملات.

في هذا المجال يعتبر Calomiris et Hubbard, (1990) أن المؤسسات تمتلك كل المعلومات حول درجة الأخطار الخاصة بمشاريعها ، وبذلك فإن العلاقة بين البنك والمؤسسة هي علاقة معقدة تستند إلى معلومات غير تامة وغير كاملة . حيث لا تمتلك البنوك كل المعلومات حول المشاريع المقدمة من طرف المؤسسات ، كما لا تعلم المؤسسات بالاستراتيجيات المتبعة من طرف البنوك والتي تخص قرار منح القروض وطرق تقييم المخاطر.

تسمى هذه الظاهرة بعدم تماثل المعلومات أي امتلاك المقترض قدرا أكبر من المعلومات بالمقارنة مع الممولين (fraser et Al (2001). كما يمتلك مسيري المؤسسات كافة المعلومات حول مشاريعهم ، وهكذا يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى صعوبة التمييز بين أفضل وأساء المقترضين.

لتجاوز المشاكل المرتبطة بعدم تماثل المعلومات اقترح (Stieglitz et Weiss (1978) تأطير القروض البنكية ، أي تحديد عرض القروض المقترحة للمؤسسات .وبذلك كلما اتبعت المؤسسات سلوك استغلال الفرص المتاحة (السلوك الانتهازي) ، تفضل البنوك تحديد عرض القروض (تأطير القروض) ، وهو ما يتفق مع الفرضية الكينيزية أي أن العرض يخلق الطلب ويجب التعديل بواسطة الكميات أي حجم القروض عوض تكلفة القرض.

بذلك يبرز دور الوساطة المالية بالدرجة الأولى على مستوى الأسواق الغير الرسمية أو الغير منظمة بحيث يوفر الوسطاء مجموعة من المزايا يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- تحقيق اقتصاديات الحجم ، حيث يمكن توجيه الادخار نحو الاستثمار بتكاليف أقل .
- إمكانية التقسيم والتجميع ، حيث يقترب نظام الوساطة إلى حد بعيد من أنظمة التوزيع المادية ويمكن للوسيط تجميع عدة ودائع في قرض واحد يقسم إلى عدة سندات ذات قيمة صغيرة نسبيا يتم بيعها لعدة مكتتبين.
- تقليص خطر التنوع ، ذلك أن يتحمل المدخر أخطارا حينما يرتبط بمدىونية مع وسيط مالي يمتلك عدة مدنيين حيث له إمكانية تعديل الأسعار (معدل الإقراض) ، بطريقة تمكنه من تغطية اللاملاء المالية التي تلحق أحد الأطراف.

- تقليص خطر الخبرة : يمكن لأي مؤسسة مثلا مؤسسات القرض الايجاري تقدير خطر قيمة رهن عقار معين على قرض معين ، وبذلك لها إمكانية اتخاذ التدابير المالية اللازمة.

وعلى العموم فان الخبرة المكتسبة من أي وسيط مالي في إطار علاقاته مع باقي المقترضين تسمح له من تجنب تحمل تكاليف عالية بفعل مراقبة نوعية المشاريع ، أو مراقبة تغير أسعار الأسواق المالية وتكاليف المعلومات المتعلقة بالوضع المالية للبايعين والمشتريين للأصول المالية.

- يمكن للوسيط المالي القيام بتحويل الطبيعة القانونية للأصول المالية أي تحويل الأصول المالية الغير المباشرة التي تمول جانب خصوم الوسيط المالي إلى أصل مالي مباشر ، أي القيام بعملية تحويل المديونية الرهنية إلى مديونية عادية.

- تحويل الآجال ، هو سبب رئيسي لوجود الوسيط المالي . فعلى سبيل المثال عند منح قرض عقاري لمدة تتراوح من 15 إلى 20 سنة تستخدم شركات القرض العقاري مجموعة من الوسائل التمويلية تتراوح مدتها في المتوسط من 5 إلى 8 سنوات ، وإذا تتبعنا بعمق دور الوسيط المالي في مجال تحويل الآجال ، نكتشف بسرعة أن دور الوسيط بالإضافة إلى توفير السيولة للاقتصاد يمتد ليشمل إلى تزويد للمستثمرين الأولين بأصول مالية (غير مباشرة) وبدرجة تقترب من الأصول التي يمكن التفاوض بشأنها بطريقة مباشرة مع المقترضين الأولين. وبذلك يتحمل الوسيط المالي خطر معدل الفائدة أي إمكانية عدم تحقيق عملية إعادة التمويل طبقا لنفس الشروط المحصلة في مراحل سابقة<sup>1</sup>.

من جانب آخر وبالعودة إلى السوق المالي فان هذا الأخير يمكن تقسيمه إلى سوق أولي<sup>2</sup> أو سوق الاصدارات الجديدة . ويتعلق الأمر بمختلف المعاملات التي تتم على مستوى أصول مالية حديثة النشأة أو الجديدة والسوق الثانوي أو سوق تداول الأصول الموجودة أو القديمة ، وعليه فان وجود السوق الثانوي شرط ضروري لفعالية النظام المالي.

من جانب آخر فانه من بين العوامل التي تشجع على الادخار هو إمكانية توظيف الأصول المالية وتحويلها في مرحلة ما إلى سيولة (نقود) ، أو توزيع هذه الادخار على مختلف الأصول المالية (تنويع التوظيفات) أو تعديل سرعة هذه التوظيفات بدون تكلفة من خلال القيام بعمليات التحكيم.

<sup>1</sup> Robert Cobbaut, op.cit, P 22.

<sup>2</sup> للمزيد من التحليل بالنسبة لدور ونشاط الأسواق المنظمة يمكن الاطلاع على أعمال (Gillet et Minguet (1994)

ويرتبط شكل وكثافة تدخل الوسطاء الماليين ( سماسرة قيم منقول ، أعوان صرف ...الخ) بنوع السوق الذي تتم فيه المعاملات ، فدور الوسطاء الماليين في الأسواق المنظمة أقل أهمية من دورهم على مستوى الأسواق غير المنظمة.

فإذا تعلق الأمر بالأسواق المنظمة أي أسواق موجودة بواسطة الأوامر ، ويهدف تجميع الأوامر على مستوى هذه الأسواق إلى تحقيق سعر توازني ولذلك يكتفي الوسيط المالي في هذه الحالة بالقيام ببعض الوظائف التقنية على غرار تجميع وإيصال الأوامر.

في المقابل إذا تم توجيه سوق منظم بواسطة الأسعار فإن دور الوسطاء يتقلص في هذه الحالة على اعتبار أن عددا كبيرا من مكوني السوق (Market Makers) هم وسطاء أساسيين بالنسبة للمعاملات المعلنة سواء أسعار البيع (Bid price) أو أسعار الشراء (Ask price) وتضمن المنافسة بين مكوني السوق حصولهم على عوائد على أساس الفرق بين أسعار الشراء وأسعار البيع.

ويلتزم مكوني السوق في حالة عدم وجود مقابلات في السوق على القيام بدور مقابلات للأوامر بالنسبة للدول التي تطبق هذا النظام<sup>1</sup>. تهدف هذه العملية إلى توفير السيولة للسوق ، ويستخدم مصطلح السيولة في هذه الحالة بمعنى خاص جدا ويعرف على أنه اتجاه نظام تنظيم المعاملات ( الهيكلية الجزئية للسوق) نحو ضمان الحصول وبصفة فورية على مقابلات بالنسبة لكل أمر في السوق.

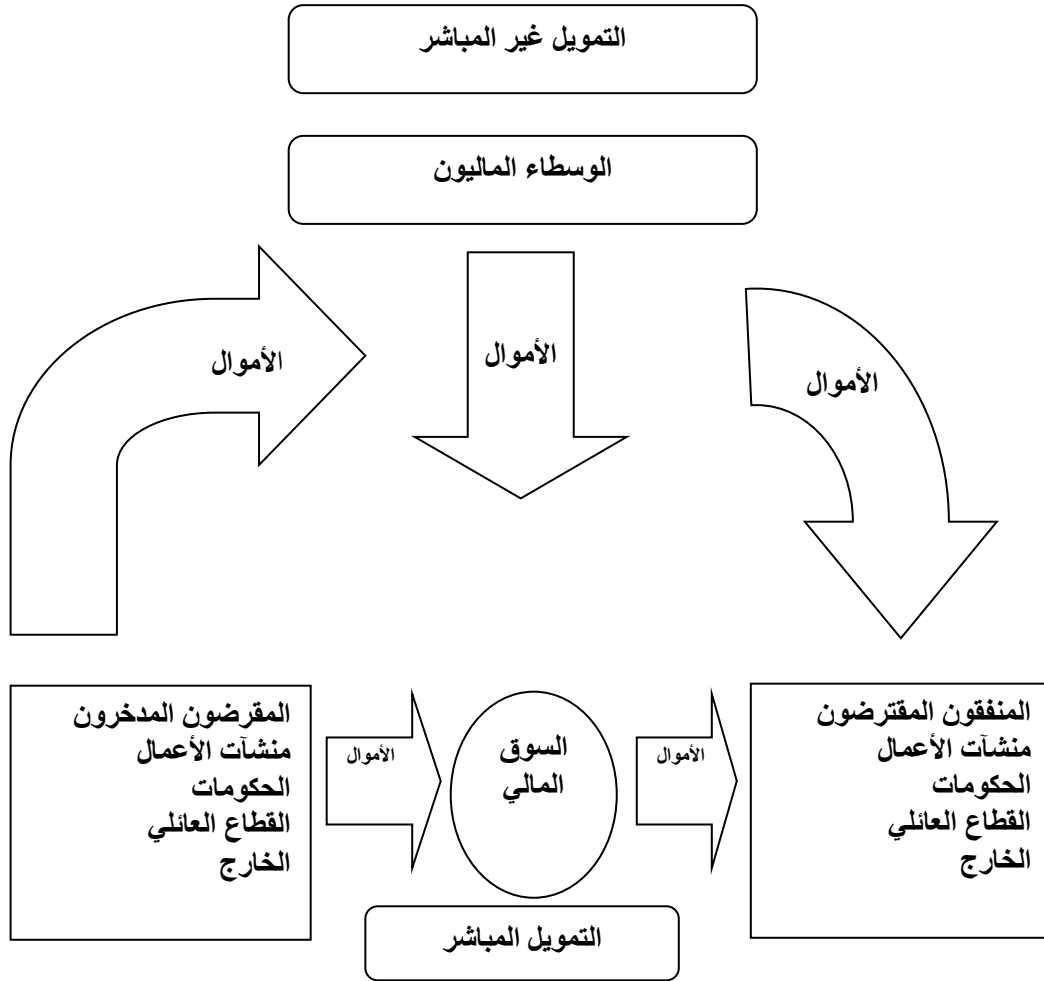
بذلك تساهم الأسواق المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية العالية ، أي استخدام الأموال في الأنشطة المربحة ، التي تحقق أعلى عائد وأعلى قيمة مضافة. وللسوق المالي أهمية خاصة كونه يساهم في تحويل الاستثمارات التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد<sup>2</sup>.

يبين الشكل الموالي دور السوق المالي في انتقال الأموال بين مختلف الأعوان الاقتصاديين:

<sup>1</sup>يتعلق الأمر بالدول الأنجلوساكسونية.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، دار المسيرة ، عمان الأردن ،ص 36

شكل رقم 3: دور السوق المالي في انتقال الأموال



المصدر: دريد كامل آل شبيب ، مرجع سبق ذكره ص.37.

يبين الشكل أعلاه دور السوق المالي وأهميته في تحويل الأموال بين مختلف القطاعات الاقتصادية ، بما في ذلك منشآت الأعمال أو المؤسسات ، إذ يساهم التمويل المباشر وغير المباشر للمنشآت والأفراد والحكومات في تغطية الفجوة المالية لهذه القطاعات واستغلال الفاض النقدي في توظيفات مالية أخرى.

في كل الحالات يلعب الوسطاء الماليون على مستوى الأسواق غير المنظمة دورا رئيسيا ، وذلك لما يتضمنه هؤلاء الأعوان من مزايا .

على الصعيد النظري لا يمكن فهم دور الوسطاء الماليين إلا عبر تفسير عدم كفاءة السوق خاصة عدم تماثل المعلومات التي تميز سوق القروض (1984), D.W Diamond, بمعنى آخر، تقود عملية عدم تماثل المعلومات إلى فشل نظام السوق بسبب ارتفاع تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على المعلومات ، ولذلك اقترن دور الوسطاء الماليين بعدم كفاءة السوق<sup>1</sup>.

كما يفسر<sup>2</sup> H .E Leland et D.H Pyle (1977) الوساطة المالية من خلال عدم تماثل المعلومات التي تميز سوق رؤوس الأموال ، حيث يعتبر هؤلاء الباحثين أن الوسيط المالي هو العون الوحيد القادر على معالجة مشكلة عدم تماثل المعلومات على مستوى السوق المالي ، ويمتلك الوسطاء الماليين القدرة على الحصول على المعلومات بفضل علاقاتهم المستدامة مع الزبائن كما بإمكانهم تنويع حوافظهم المالية والتقليل من الخطر البنكي.

لذلك فإن أحد أهم التفسيرات الاقتصادية لظهور الوساطة المالية هو الاهتمام بجانب تخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات المرتبطة بمراقبة ومتابعة المشاريع الممولة (1984) Benston et D.W Diamond (1976) G.J C.W Smith.

بينت دراسة أخرى قام بها كل من M.Peterson et R.Rajan,(1994) على عينة من المؤسسات الأمريكية المدرجة في البورصة بينت حيادية العلاقة بين البنك والمؤسسة على أسعار الفائدة ، وعدم انخفاض تكلفة جمع المعلومات بسبب تكثيف العلاقة بين الطرفين ، أي ليس هناك تأثير واضح لديمومة العلاقة بين البنك والمؤسسة (المقترضة) على أسعار الفائدة وتكلفة القروض.

## 1- الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية:

شهدت مرحلة الثمانينات مرحلة الانتقال من نمط التمويل عبر وساطة البنوك إلى التمويل المباشر أو التمويل بدون وساطة ، إضافة إلى ذلك عرفت سنوات التسعينات تدخل أعوان اقتصاديين جدد على مستوى الأسواق المالية في بعض الدول الناشئة خاصة على مستوى دول جنوبي شرقي آسيا. هذا وبلغت رسملة البورصات على مستوى الدول الناشئة سنة 1993 ما يقارب 9% من حجم رسملة البورصات العالمية .

<sup>1</sup> D.W Diamond « Financial intermediation and delegated monitoring », review of economic studies, 1984, vol 51, PP 393-414.

<sup>2</sup> Hayne Leland and David H pyle "Informational Asymmetries, Financial structure, and Financial Intermediation" journal of Finance , 1977, vol.32.

كما انتقل النظام النقدي الدولي من هيمنة التمويل غير المباشر ( الوساطة البنكية في السبعينات) إلى نمط التمويل المباشر في الثمانينات ، أي انتقل النظام المالي من نظام اقتصاد الاستدانة إلى نظام الأسواق المالية الذي تتحدد من خلاله الحركات الدولية لرؤوس الأموال.

من الناحية النظرية يرجع الفضل إلى J.Hicks من خلال كتابه (la Crise de l'économie Keynesienne) الذي صدر سنة 1974 في التمييز بين كل من اقتصاد الاستدانة (Overdraft economy) واقتصاد الأسواق المالية (Auto- economy). حيث قسم فيه المؤسسات الاقتصادية إلى صنفين : الصنف الأول منها يلبي احتياجاته من خلال الاحتفاظ بجزء من الأصول سائلة ، في حين يفضل الصنف الثاني تلبية حاجياته التمويلية بالافتراض.تعتبر النقود في ظل النمط الأول نقود داخلية ، كما أن دور القروض مهم بالنسبة للنشاط الاقتصادي ، بالمقابل يعتبر الادخار مهم بالنسبة لنمط الأسواق المالية للقيام بالعمليات الاستثمارية كما تتميز معدلات الفائدة بالمرونة نسبيا.

ولكي نبين خصائص كل نمط من الأنماط التمويلية السائدة في ظل اقتصاد الأسواق المالية واقتصاد الاستدانة نقترح الجدول الموالي:

## جدول رقم 01: نمط اقتصاد الأسواق المالية ونمط اقتصاد الاستدانة

البيان	اقتصاد الأسواق المالية	اقتصاد الاستدانة
أساس التمويل	<p>*الادخار أكبر من الاستثمار (النظرية النيوكلاسيكية).</p> <p>*نسبة عالية من التمويل الذاتي للمؤسسات وتمويل خارجي مباشر.</p> <p>*يلعب القرض دورا مكملا ويتم الوساطة عبر السوق، مع تفضيل اللجوء إلى الأموال الذاتية</p> <p>تأسيس عمليات السوق وتطوير الشركات من نوع شركات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وشركات الاستثمار المالي.</p>	<p>*الاستثمار أكبر من الادخار (النظرية الكينزية).</p> <p>*نسبة ضعيفة من التمويل الذاتي للمؤسسات التمويل في هذه الحالة هو تمويل غير مباشر.</p> <p>*يلعب القرض دورا مركزيا ومرونة عرض القروض أكبر من الطلب.</p> <p>يمكن أن يساهم ذلك في النمو ولكن هناك آثار منها التضخم .</p>
الميكانيزم النقدي	<p>عرض النقود خارجي من خلال آلية مضاعف القروض</p> <p>العلاقة بين الأساس النقدي أكبر من الكتلة النقدية مما يؤدي إلى فعالية السياسة النقدية.</p> <p>عملية خلق النقود هي عملية خارجية ومباشرة من خلال تنفيذ الأصول وخلق النقود الخارجية</p>	<p>عرض النقود داخلي من خلال آلية قاسم القروض</p> <p>علاقة الكتلة النقدية أكبر من الأساس النقدي مما يؤدي إلى عدم فعالية السياسة النقدية.</p> <p>عملية خلق النقود عملية طويلة، وترتكز على عمليات القروض خاصة النقود الداخلية</p>
إعادة التمويل	<p>*ليس هناك استدانة للبنوك التجارية لدى البنك المركزي</p> <p>*مشكلة إعادة التمويل ليست أساسية واللجوء إلى البنك المركزي مؤقت.</p> <p>*اللجوء إلى إعادة التمويل يعبر ظرفي بالنسبة للبنوك وحق للبنك المركزي.</p>	<p>*هناك استدانة هيكلية للبنوك التجارية اتجاه البنك المركزي</p> <p>*مشكلة إعادة التمويل مطروحة واللجوء إلى البنك المركزي هو شبه ألي.</p> <p>*اللجوء إلى إعادة التمويل إلزام بالنسبة للبنوك التجارية، وكذلك بالنسبة للبنك المركزي.</p>

الخزينة العمومية ليست مستدانة ويجب تحديد عجزها بالنظر إلى ضيق السوق المالي	السوق النقدي مفتوح وهو خارج البنوك.استدانة عالية للخزينة العمومية والتي تمنح حجم كبير من الأصول القابلة للتفاوض وتشكل أساس سيولة الاقتصاد.	
*معدلات الفائدة أقل مرونة ، ويتم تحديدها إداريا ، وهي أقل تمثيلا لشروط سوق رؤوس الأموال. وبالتالي كل الأسواق الحقيقية والمالية يجري تعديلها بواسطة الكميات.	*معدلات الفائدة مرنة ويتم تحديدها بكل حرية ، وهي عامل مفسر للعلاقة بين العرض والطلب للأموال.وإذا أخذنا بعين الاعتبار بالفرضية الكينيزية لثبات الأسعار في القطاع الحقيقي فإننا نقع في مفارقة هي أن النشاط الاقتصادي يعدل بواسطة الكميات في حين أن النشاط المالي تعدله الأسعار.	معدلات الفائدة

المصدر : P.13, Ch bialès (2013)

يبين لنا الجدول أعلاه أهم مميزات كل نمط من أنماط التمويل حيث يعمل نمط اقتصاد الأسواق المالية من خلال التمويل الداخلي والموارد الذاتية واللجوء إلى السوق المالي في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي في حين يعتمد اقتصاد الاستدانة على اللجوء إلى القروض والى المكشوف البنكي كنمط تمويل مهيم ، كما يعتمد على معدلات فائدة أقل مرونة ، ويتم تحديدها إداريا، وهي أقل تمثيلا لشروط سوق رؤوس الأموال.

## المبحث الثاني : اقتصاد الاستدانة أو السحب على المكشوف

لقد طور بعض الاقتصاديين ، خاصة الفرنسيين منهم على غرار Maarek و V.Levy Garboua و J.Denizet<sup>1</sup> ، الإطار النظري لمفهوم اقتصاد الاستدانة<sup>2</sup> . وبينوا أن أهم ما يميز هذا النوع من الأنظمة المالية هو غلبة وهيمنة الوساطة المالية غير المباشرة ( أي القروض البنكية) على الوساطة المالية المباشرة (الأسواق المالية).

يرجع أصل التمييز بين هاذين النمطين من التمويل من أعمال الاقتصادي J.Hicks في كتابه "أزمة الاقتصاد الكينزي" الصادر في سنة 1974 ، والذي قسم من خلاله المؤسسات الاقتصادية إلى صنفين أساسيين: الصنف الأول منها يلبي احتياجاته من السيولة باحتفاظه بجزء من أصوله سائلة في حين أن الصنف الثاني يفضل سد احتياجاته التمويلية باللجوء إلى الاقتراض ، حيث سمي النمط الأول بنمط السوق المالي (Auto-economy) والنمط الثاني بنمط السحب على المكشوف أو ما يعرف بالنمط الاستداني (Overdraft economy).

من مزايا هذا التصنيف انه أدى إلى تحديد دقيق لطبيعة الأعوان الاقتصاديين المتدخلين على مستوى الأسواق المالية والبنوك . فعلى سبيل المثال ، تقتضي بعض الشروط التي تضعها السلطة المالية بأن يقتصر التدخل على مستوى الأسواق المالية على الأعوان الذين يمتلكون موارد مالية كافية (أصحاب فائض) ، وحد أدنى من رأسمال الاجتماعي فقط ، مما يعني إقصاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستوفي هذه الشروط من إمكانية اللجوء للسوق المالي.

إن هذا النمط من التمويل ، الذي يقوم على فكرة حياد النقود ، يرتكز على مبدأ عدم الفصل بين التسيير المالي والنقدي للاقتصاد . ولما كان التمويل الاستداني يتسم بهيمنة البعد الادراي للقروض فقد عرف أيضا باقتصاد الائتمان<sup>3</sup>.

يعمل النظام الاقتصادي القائم على الاستدانة تحت سلطة وإشراف البنك المركزي الذي تلجأ إليه المؤسسات البنكية لإعادة تمويلها بالسيولة مقابل سعر إعادة الخصم . وعليه فان المؤسسات البنكية في ظل هذا

<sup>1</sup>Jean pierre Fougère ,op.Cit .,P.72

<sup>2</sup> هو عبارة عن نمط تمويل يتم من خلاله الاستجابة للاحتياجات التمويلية للأعوان الاقتصاديين عن طريق الوساطة من البنوك.

<sup>3</sup> Jean Francois goux,Economie monétaire et financière , Edition Economica,1993 P.94.

النموذج تظل مستدانة هيكلية اتجاه البنك المركزي الذي تلجأ إليه بصفة شبه آلية حيث يفرض هذا الأخير معدلات فائدة ثابتة محددة إدارياً.

لا يقتصر دور البنوك التجارية في ظل هذا النظام على جمع الودائع ومنح القروض للمؤسسات الاقتصادية بل يمتد إلى خلق وسائل تمويلية جديدة عن طريق آلية القروض (خلق نقدي ثانوي)<sup>1</sup>.

يستخدم البنك المركزي هنا العديد من الأدوات لتعديل نشاط البنوك التجارية أهمها تقنية تأطير القرض الرامية إلى الحد من قدرة هذه الأخيرة على منح قروض إضافية للاقتصاد . كما يرتبط الطلب على القروض من طرف الأعوان الاقتصاديين ارتباطاً عضوياً بالشروط التي تفرضها البنوك التجارية وكذا بطبيعة القروض الممنوحة لأغراض تحقيق مستويات مقبولة من النمو الاقتصادي في القطاع الحقيقي من الاقتصاد . لذلك فإن التضخم يساهم في التخفيض من تكلفة رأسمال من خلال التخفيض من معدل الفائدة الحقيقي<sup>2</sup> (بعد خصم التضخم) .

في ظل هذا النظام يهيمن نمط التمويل غير المباشر أي في شكل التمويل عبر آلية القرض ، حيث يفترض هذا النموذج تدخل عدد من الوسطاء الماليين وربط علاقة ثنائية بين البنوك والذائنين ، حيث تقوم البنوك بعد تقييم الخطر بتمويل احتياجات المؤسسات بعد التنبؤ بتحقيق نتائج إيجابية.

يشكل القرض في ظل هذا النموذج من التمويل أهم نمط من التمويل للأنشطة الإنتاجية نظراً لضعف قدرات المؤسسات على التمويل الذاتي ، وبذلك فهي مجبرة على اللجوء إلى القروض البنكية ، كما يفترض التمويل الغير مباشر للنشاط الاقتصادي وجود عون اقتصادي يتكفل بربط العلاقة بين مختلف الأعوان الاقتصاديين ، حيث يطلق على هذه الآلية بالوساطة المالية ، وتتكفل البنوك التجارية بالقيام بالوساطة المالية حيث تجمع الادخار من الأسر وتقرض المؤسسات لتمويل أنشطتها الاقتصادية ، وبذلك يسمى الاقتصاد الذي يعمل بفضل وساطة البنوك باقتصاد الاستدانة أو اقتصاد القرض.

يجب التمييز بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد المديونية فمن غير الطبيعي أن يحقق اقتصاد الأسواق المالية توازنه من خلال المديونية الخارجية فالفرق الجوهرى بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد الأسواق المالية أنه في

<sup>1</sup> Dominique lacoue labarthe, Analyse Monétaire, Edition Bordas, 1980.P. 392.

<sup>2</sup> معدل الفائدة الحقيقي هو معدل فائدة يعبر عن قدرة شرائية حقيقية للأعوان الاقتصاديين ولحسابه ينبغي طرح معدل الفائدة الاسمي (أي معدل الفائدة المحدد في عقد الاستدانة).

الحالة الأولى يكون البنك المركزي هو المقرض الأخير ويعمل على ضمان الإحاطة بتمويل الاقتصاد ، بينما يكون تدخل المقرض في الحالة الثانية انتقائي<sup>1</sup>.

ومن هنا تبرز إحدى مفارقات اقتصاد الاستدانة الذي يسعى إلى تحقيق توازن دقيق بين هدفين متناقضين ، التزام البنك المركزي بتلبية احتياجات البنوك التجارية من السيولة ، من جهة ، التزامه بالتحكم في نمو الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد من جهة أخرى ، أي تكون الموارد الادخارية المتاحة في هذه الحالة أقل من الاستثمار أي أن التمويل المعتمد في هذه الحالة (حسب النظريات الكينيزية ) هو التمويل بالعجز.

وينبغي التمييز بين الوساطة المالية والوساطة البنكية حيث وان كان كل نمط من الوساطة يلعب دور تحويل السندات ، إلا أنه ينفرد الوطاء الماليين بوظيفة تغيير آجال السندات أي الحصول على الموارد على المدى القصير وتحويلها إلى توظيفات على المدى المتوسط والطويل ، وتمتلك هذه المؤسسات القدرة على التمويل من خلال عرض سندات طويلة الأجل أي إمكانية التدخل على مستوى السوق المالي .

وتتمثل هذه العملية في تحويل السندات لأجل بالنسبة للسندات المصدرة أو المحصلة ويتم التمويل في هذه الحالة على أساس التمويل المباشر أو الادخار المسبق.

أما بالنسبة للوساطة البنكية فهي تغيير جذري في طبيعة الأصول المالية أي تتمثل التقنية المعتمدة في خلق النقود من خلال آلية منح القروض وفقا لتقنية القروض تخلق الودائع ، ويتمثل الخلق النقدي في هذه الحالة في خلق وسائل تمويلية جديدة.

هناك عدة أعمال ودراسات خاصة أعمال كل من (1976) G.J Benston et C.W.Smith و أعمال (1984) Diamond تفسر دور الوطاء الماليين من خلال الاقتصاد في تكاليف المعاملات والمعلومات الخاصة بمراقبة نوعية المشاريع . حيث يؤدي لا تماثل المعلومات التي تواجهها البنوك والمؤسسات المقرضة إلى أنه من الصعب التمييز بين أفضل وأساء المقترضين.

وبالتالي يساهم الوطاء الماليين في التقليل من تكاليف المعاملات وذلك بصورة سلبية أو بصورة ايجابية حسب الوظيفة التي يقومون بها والمتمثلة في وظيفة التفاوض على السندات أو وظيفة تحويل السندات ، وذلك حسب العلاقات التالية:

<sup>1</sup> Xavier Ducreux ,économie d'endettement et économie de marchés financiers ,les cahiers français n°277,juillet – septembre 1996,extrait de la documentation française.

- وظيفة التفاوض على السندات ← في هذه الحالة يصبح الوسيط المالي مجرد سمسار ويمارس الوساطة المباشرة في السوق.

- وظيفة تحويل السندات ← الوسيط المالي هو عون مركزي في مجال التمويل غير المباشر ويمارس الوساطة في الميزانية.

وبالتالي توجد علاقات مترابطة بين الوسيط المالي والسوق المالي وذلك من خلال تأثيرهم على تكاليف الحصول على مصادر التمويل ، حيث كانت هذه العلاقة سابقا علاقة تكامل بين الطرفين وانتقلت منذ التحولات المالية التي عرفتھا مرحلة الثمانينات والتسعينات علاقة ترابط بين الطرفين ، ولكن لا ينبغي الاعتقاد أنه ستؤدي هيمنة الأسواق المالية إلى غياب دور الوسطاء الماليين.

يعمل النظام المالي في التحليل النيوكينزي في شكل وساطة مالية بين كل من الادخار والاستثمار ، ويقوم بخلق الادخار من خلال التمويل (التمويل الأولي للاستثمار) ، إضافة إلى توجيه الادخار عبر آلية التمويل النهائي للاستثمار .

يمكن للوسطاء الماليين القيام بمتابعة صارمة لمدى تنفيذ العقود وبتكاليف أقل من المؤسسات الغير مالية ، حيث يمارس الوسطاء الماليين هذه الوظيفة من خلال مراقبة المشاريع بخبرة عالية طبقا لقواعد الحذر .

يعتبر المفكرين النيوكلاسيكيون أن من مصلحة المستثمرين اللجوء إلى التمويل عبر الأسواق المالية لأنه أفضل ضمان للنمو الاقتصادي (نظرية كفاءة السوق) ، وهناك العديد من المفكرين الذين يبعدون العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي ويبرزون دور البنوك على غرار (1952) Cameron و Robinson و (1967) Devereux et G.W.Smith و (1988) Lucas و (1991) Bencivenga et B.D.Smith و (1994) و (1996) Levine ، كما أن هناك العديد من الدراسات التجريبية التي حاولت تفسير هذه العلاقة بطريقة أو بأخرى حيث بينت كلها أن هناك علاقة بين التمويل عبر السوق المالي والنمو الاقتصادي لكنها لم تثبت مدى ترابط هذه العلاقة.

## 1- العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل اقتصاد الاستدانة:

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

وبالتالي يهيمن في ظل هذا النمط من التمويل نمط التمويل الغير مباشر أي في شكل تمويل عبر آلية القرض حيث يفترض هذا النموذج تدخل عدد من الوسطاء الماليين وربط علاقة ثنائية بين البنوك والمقترضين ، حيث تقوم البنوك بعد تقييم الخطر البنكي بتمويل احتياجات المؤسسات بعد التنبؤ بتحقيق نتائج مالية ايجابية.

تتميز جل المؤسسات التي تنشط في ظل نظام الاستدانة بضعف رأسمالها الاجتماعي وعدم قدرتها على التدخل على مستوى السوق المالي - إن وجد- لتمويل احتياجات من رؤوس الأموال على المدى الطويل ، مما يجبرها على اللجوء إلى التمويل البنكي (التمويل الغير مباشر) بصفة شبه آلية.

تصبح حينئذ البنوك في وضع أفضل من الأسواق المالية وذلك نظرا إلى طبيعة علاقاتها الطويلة نسبيا مع المؤسسات المقترضة ، مما يمنحها ميزة تنافسية تمكنها من منافسة الأسواق المالية من خلال اقتراح عقود قرض وتنويع منتجاتها وخدماتها .بالمقابل لا تعلم المؤسسات بالاستراتيجيات المتبعة من طرف البنوك والتي لها علاقة بقرار منح القروض وطرق تقييم مختلف المخاطر ، ما يعني أنها قد ستواجه صعوبات في تسديد القروض المتراكمة لمدة طويلة بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف رؤوس الأموال التي تتحملها .

وبذلك حتى وان اعتبرنا أن فيه إمكانية للمؤسسات للتدخل على مستوى السوق المالي فان ضعف قدرتها على التمويل الذاتي يجعلها تلجأ بصفة تكميلية لطلب قروض بنكية ، وبذلك فان العلاقة بين البنوك التجارية والمؤسسات الاقتصادية في ظل هذا النموذج هي علاقة استدانة هيكلية أو في شكل سحب على المكشوف (overdraft economy)، حيث تأخذ هذه الاستدانة شكلين ، استدانة المؤسسات لدى البنوك التجارية من جهة واستدانة البنوك التجارية لدى البنك المركزي في طار عمليات إعادة التمويل من جهة أخرى ، إذ ليس بإمكان المؤسسات أن تستغني عن البنوك التجارية في تمويل عملياتها الاستغلالية والاستثمارية بسبب غياب أو ضعف البدائل التمويلية الأخرى (انعدام أو ضيق سوق القيم المنقولة ، ضعف التمويل الذاتي...الخ).

من جانب آخر لا تتأثر عملية إعادة تمويل البنوك وطلب تمويل المؤسسات بمعدلات الفائدة ، وبالتالي فإن أداة التعديل الوحيدة هي الأداة الكمية ، حيث يتم مراقبة نمو الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد من خلال عمليات تأطير القروض وبعض الأدوات النقدية الخاصة.

وقد ظهرت صعوبات أخرى في إطار العلاقة بين الطرفين بسبب انخفاض أرباح البنوك التجارية (التي أرغمت على تخفيض هوامشها) ، ووضعية الأزمات التي أصبحت تهيمن على اقتصاديات العديد من الدول والتي أدت إلى إفلاس العديد من المشروعات الاقتصادية خاصة في الولايات المتحدة في فترة الثلاثينيات من القرن الماضي.

### المبحث الثالث: اقتصاد الأسواق المالية

في البداية يمكن أن نعرف اقتصاد السوق بأنه نوع من النظام الاقتصادي أين يتحدد العرض والطلب على مختلف السلع والخدمات من خلال القرارات الفردية للأعوان الاقتصاديين (أسر، أو مؤسسات أو بنوك أو مؤسسات مالية).

وتضمن عملية تقاطع قوى العرض (السلع والخدمات التي يعرضها المنتجين) وقوى الطلب (احتياجات المستهلكين) طبيعة وكمية السلع والخدمات المتبادلة على مستوى السوق والسعر أو ما يسمى بسعر السوق ، كما يضمن قانون العرض والطلب تحقيق أقصى طاقات الإنتاج كما يضمن التشغيل الكامل للموارد المتاحة . ويفترض السوق توافر مجموعة من الشروط يمكن تحديدها فيما يلي:

- حرية المنافسة أي أن المنافسة هي منافسة تامة وكاملة.
- تعدد العرضيين والطلبين على مختلف السلع والخدمات موضوع التداول.
- حرية انتقال المعلومات.
- شفافية المعاملات أو المبادلات.

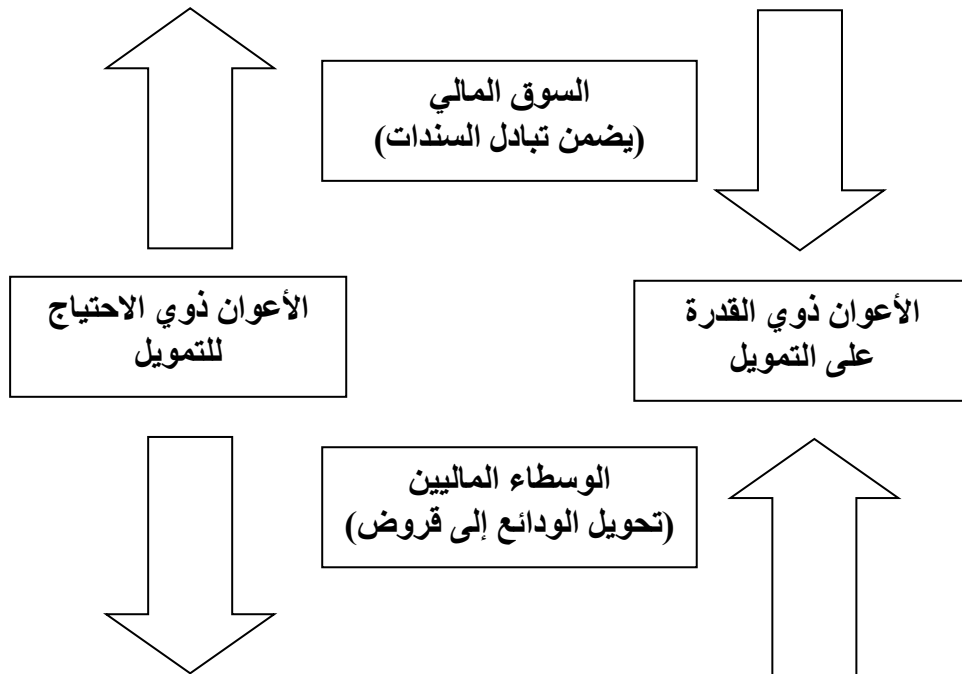
فان اقتصاد السوق هو امتداد طبيعي للنظام الرأسمالي المبني على الأسس التي وضعها المفكرين الكلاسيك وعلى رأسهم آدم سميث وريكاردو منذ القرن التاسع عشر والتي تركز على حرية انتقال عوامل الإنتاج (خاصة عنصري رأس المال والعمل).

ويعتبر هؤلاء أن المنافسة الحرة والملكية الفردية بين كل الأفراد تضمن تحقيق المصلحة العامة للمجتمع وهو حق طبيعي تمتد جذوره في طبيعة الأشياء المادية.

اقتصاد الأسواق المالية هو نظام مالي يتمكن من خلاله الأعوان الاقتصاديين بالحصول على مواردهم المالية من خلال إصدار سندات على مستوى السوق ، حيث يسمح نشاط السوق بالتقاء العارضين والطلبين على رؤوس الأموال بطريقة مباشرة ، أي بدون المرور عبر الوساطة البنكية ، حيث يمكن للبنوك أن تتدخل على مستوى السوق كمشتريّة أو كبائعة للأصول المالية.

حيث أن أبرز ما يميز هذا النمط من الاقتصاد من وجهة النظر التي تهتمنا في الدراسة ، هو هيمنة الأسواق المالية كمصدر أساسي لتمويل المؤسسات وإعادة تكوين سيولة البنوك التجارية ، ويعمل السوق المالي بتفاعل قوى العرض والطلب على مختلف الأوراق المالية المتداولة في الاقتصاد والتي تأخذ شكل أسهم وسندات خاصة وعمومية. ويمكن أن نوضح هذه العلاقة من خلال الشكل التالي :

شكل رقم 04: التمويل عبر السوق والتمويل عبر الوسطاء الماليين



المصدر: من إعداد الباحث نقلا عن آخرين.

يسمى هذا النمط من التمويل بالتمويل المباشر حيث تتدخل البنوك كمشتري أو كبايع للأصول المالية بدون تحمل الأخطار المرتبطة بالقروض الممنوحة ، وتحمل بالمقابل خطر انهيار السوق مما يلزمها على الاحتفاظ بعدد كبير من الأصول الأقل خطر (سندات الخزينة) ، ويضمن السوق المالي تبادل السندات من الأعوان ذوي القدرة على التمويل (المدخرين) إلى الأعوان ذوي الاحتياج للتمويل كما يتميز هذا النمط بارتفاع نسب التمويل الذاتي للمؤسسات خاصة الكبيرة الحجم ، ويعبر عنه من خلال العلاقة بين الادخار الخام للمؤسسات والتكوين الخام لرأس المال الثابت (FBCF). ولا تتحمل البنوك في ظل نمط اقتصاد الأسواق المالية الخطر المرتبط بالقروض الممنوحة للزبائن ، ولكن تتحمل خطر انهيار السوق بأكمله ، مما يجبرها على الاحتفاظ بكمية كبيرة من الأصول أو السندات المضمونة (سندات الخزينة).

ويسمح هذا النمط من الاقتصاد بمقابلة قدرات المؤسسات على تمويل الاستثمارات المحققة خلال الدورة المالية والمحاسبية.

في حالة تمكن المؤسسات من الاحتفاظ بمعدل مرتفع من التمويل الذاتي على المدى البعيد فسيؤدي ذلك إلى تحقيق أرباح إضافية يمكن أن توجه لإعادة تمويل استثماراتها الجارية مما يمكنها من تحقيق فوائض ادخارية توظفها على مستوى السوق المالي لتمويل أنشطتها التوسعية.

تحاول البنوك في ظل هذه الظروف تنويع أنشطتها من خلال الاحتفاظ بمجموعة من الأصول المتنوعة في محاولة للتوفيق بين عاملي المردودية والخطر، مما يبرر وجود في ميزانيتها سندات عمومية (خالية من الخطر) لضمان تسيير حذر لأصولها<sup>1</sup>.

كما أن مقابل وجود مخزون كبير من الدين العمومي هي الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد، ويعتبر معدل الفائدة في ظل هذا النظام سعر توازني بين العرض والطلب على رؤوس الأموال وتكلفة للموارد الإضافية ، ويقتصر دور البنك المركزي على شراء وبيع الأسهم والسندات على مستوى السوق النقدي كما يتمتع البنك المركزي باستقلالية كبيرة في تسيير وإدارة السياسة النقدية<sup>2</sup>.

ينصب انشغال الدولة في ظل هذا النظام على تنظيم أشكال المنافسة وإجراءاتها القانونية لضمان شفافية السوق وحرية تداول السلع والخدمات ، كما تدرج السياسة المالية للدولة في إطار السياسة الاقتصادية العامة

<sup>1</sup> Xavier Ducreux ,les cahiers Français N°277, Juillet-septembre 1996, extrait de la documentation française.

<sup>2</sup> Jean Francois goux, op, cit p.95.

التي تهدف إلى تمويل الاقتصاد بأساليب غير تضخمية في ظل نظام مالي يقوم على أساس التعديل وفقاً لآلية السوق.

ومما شجع على تطور أنماط التمويل عبر الأسواق المالية هو ظاهرة الأوساطة المالية والتي تعبر عن تراجع نشاط الوسطاء البنكيين وتترجم بتراجع نسبة القروض البنكية بالنسبة إلى مجموع التمويل الخارجي الذي تحصل عليه المؤسسات مقابل زيادة التمويل عبر إصدار أسهم أو سندات أو ما يسمى بالعرض العمومي للاذخار (OPE).

### 1- معدل الوساطة المالية:

في مجال التحليل النقدي تدرس الوساطة المالية في السياسة المالية أي أن أهمية الوساطة المالية مقارنة بالتمويل بواسطة السوق ، ويقصد به وزن القروض في التمويل الخارجي للأعوان الاقتصاديين الغير ماليين.

في هذا الشأن يتم حساب معدل الوساطة المالية والذي يقيس حصة التمويل الذي يجلبه الأعوان الماليين في مجموع التمويل المتاح لصالح الأعوان الغير ماليين ولكن هناك ثلاثة صعوبات تجعل هذا الحساب صعب نسبياً:

- تداخل التمويل المباشر مع التمويل الغير مباشر ، حيث يلجأ الوسطاء الماليين إلى السوق للحصول على موارد مالية وبذلك فإن حجم كبير من أنشطة السوق وسيولتها مرتبط بالعمليات التي تقوم به المؤسسات المالية.

- صعوبة تحديد بالتدقيق الوسيط المالي والاعون الغير مالي.

- حينما نأخذ بعين الاعتبار عند حساب معدل الوساطة المالية الأصول التي يتم إصدارها في السوق فمن الأفضل حياد تأثير التضخم المحتمل الذي تتعرض له الأصول المالية أو ما تسمى بالمقاربة بالحجم عكس المقاربة بالقيم.

باعتبار هذه الصعوبات يظهر نوعين من الوساطة المالية ، أحدهما بالمفهوم الضيق والآخر بالمفهوم الواسع ، وفي الحالتين العامل المشترك هو مجموع التمويل الذي يحصل عليه الأعوان الاقتصاديون الغير ماليين ، أي مجموع الأصول لأولية التي يتم إصدارها من طرف الأعوان الغير ماليين.

بذلك يقترب معدل الوساطة المالية بمفهومه الضيق من المقاربة حسب الطلب أما معدل الوساطة المالية بمفهومه الواسع فيقترب من المقاربة حسب العرض ، ويتم حساب المعدلين حسب التندفقات والأسعار السائدة ، بالنسبة للتدفقات يركز التحليل على المدى القصير ، أما الأسعار فتعتمد على التحليل على المدى الطويل.

#### أ- معدل الوساطة التقليدي (حسب القيم):

هو معدل الوساطة بمفهومه الضيق ونحصل عليه حسب المقاربة بالطلب (طلب التمويل) ، لأنه يساعد الأعوان الاقتصاديين الغير ماليين على القيام بطلب التمويل من أي وسيط مالي.

بذلك فان معدل الوساطة المالية هو العلاقة بين مجموع القروض المقدمة من مؤسسات القرض لصالح الأعوان الغير ماليين بالنسبة لمجموع التمويل الذي استفاد منه هؤلاء الأعوان.

أما معدل الوساطة بمفهومه الواسع أو المقاربة بالعرض فهو يجمع مجموع التمويل بالوساطة الذي حصل عليه الأعوان الغير ماليين سواء من طرف المؤسسات المالية أو مؤسسات القرض أو شركات التأمين أو مؤسسات توظيف القيم المنقولة (OPCVM).

يتم حساب معدل الوساطة المالية بمفهومه الواسع من خلال العلاقة بين مجموع التمويل الذي ساهمت فيه مختلف المؤسسات المالية إلى مجموع التمويل الذي حصل عليه الأعوان الغير ماليين ، وبذلك تأخذ بعين الاعتبار الموارد المالية التي تمنحها المؤسسات المالية لصالح الأعوان الغير ماليين

من خلال شراء سندات على مستوى السوق أي يمكن الحصول على نفس المستوى من الوساطة الكلية من خلال توليفة مختلفة من الوساطة عبر القروض ووساطة السوق<sup>1</sup>.

#### ب- معدل الوساطة حسب الحجم:

اقترح (1999) capelle-blancard في ورقة بحثية طريقة خاصة لحياض معدل الوساطة من خلال استخدام سلاسل مصححة مع عدم الأخذ عند حساب رسملة البورصة إلا التمويل الجديد ، لأنه لاحظ انه خلال العشرين سنة الماضية تضاعفت قيم السندات المصدرة على مستوى السوق النقدي والمالي أكثر من 20 مرة ، مقابل 12 بالنسبة للقروض التي تم منحها خلال نفس المدة، وبالتالي تخفي ارتفاع رسملة البورصة اتجاهين مختلفين ارتفاع حجم إصدار الأسهم وارتفاع أسعار الأسهم القديمة ولكن ما هو مهيم في السنوات الأخيرة هو

<sup>1</sup> Gunther capelle-blancard (1999)., « revue d'économie financière » N° 59 ,aout 1999.

الظاهرة الثانية أي ارتفاع أسهم السهم القديمة كما أن تراجع معدل الوساطة المالية البنكية يرجع بالدرجة الأولى إلى ارتفاع مؤشرات البورصة وبعاملي الخطر والمردودية. وبالتالي فإن الخطر الذي يتضمنه هذا النمط من التمويل يكمن في تغير تقديرات الأعوان الاقتصاديون أو سوء تقديرهم للخطر (Renversez, 2008).

يمكن أن نحدد أهم الأسباب التي أدت إلى هيمنة هذا النمط من التمويل فيما يلي:

- العولمة المالية والتجديدات المالية التي عرفتھا الدول الأنجلوساكسونية وأوروبا في السنوات الأخيرة.
- زيادة وتعقد ميكانيزمات عمل الأسواق المالية وطبيعة تقديرها للخطر المالي.
- عرض منتجات مالية معقدة وتجديد هيكل أصول البنوك.
- إمكانية تنويع الحوافز المالية إلى توظيفات خالية من الخطر وتوظيفات عالية الخطورة.
- تغير طبيعة التسيير المالي للمؤسسات والذي أصبح مصدر لتحقيق عوائد.
- تدخل هيئات التنقيط لتسهيل عمليات الاختيار.
- تطور وسائل الإعلام والاتصال في المجال المالي.
- تحرير الأنظمة المالية الدولية بعد انهيار نظام عيار الذهب.
- تدويل الأسواق المالية وزيادة إمكانية الاحتفاظ بمنتجات مالية دولية.

تلعب التجديدات المالية دورا بارزا في السنوات الأخيرة تحديدا في نهاية الثمانينيات وبداية التسعينات من القرن الماضي بفعل التحولات التشريعية التي عرفتھا الأسواق المالية ، إلى جانب ظهور أدوات مالية وخدمات مالية جديدة وظهر أشكال جديدة ومعقدة من تنظيم السوق حيث تساهم في توجيه أحسن للموارد المتاحة و ذلك من خلال تطوير مشتقات القروض و أنشطة شركات المضاربة (Hedge Funds) وأنشطة البنوك المتخصصة (private Banking) ومؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) وشركات الاستثمار المالي والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP) وشركات التأمين وغيرها.

وتساهم التجديدات المالية و المنتجات المالية المشتقة في زيادة درجة احتفاظ المستثمرين بالأصول المالية وذلك من خلال تخفيض تكاليف المعاملات أو المبادلات و تسهيل إستراتيجية التحكيم والتغطية من المخاطر وكذا تمويل الاستثمارات.

كما توفر التجديدات المالية فرص أكبر للمؤسسة للتدخل على مستوى السوق المالي مما يخفض تكاليف الحصول على المعلومات و يقلل من إمكانية للجوء إلى القروض البنكية (Thornton, 1994).

كما ساهمت ظاهرة اللّوساطة من زيادة حصة الأسواق المالية من مجموع عمليات التمويل حيث تتمثل هذه الظاهرة في التقليل من الحصة التي تحتلها الوساطة المالية من مجموع عمليات التمويل، كما تساهم في زيادة دور التمويل المباشر بدرجة أكبر من التمويل الغير مباشر (بواسطة الوسطاء الماليين) ، حيث يمكن قياس معدل الوساطة المالية من خلال القروض التي تقدمها مؤسسات القرض ، ويحسب على أساس العلاقة بين القروض التي تمنحها المؤسسات المالية لصالح المؤسسات الغير مالية ، ولكن لا تتناول هذه الطريقة (الضيقة) العمليات على الأوراق المالية التي تقوم بها البنوك والمؤسسات المالية الأخرى استجابة للاحتياجات التمويلية للأعوان الغير ماليين.

## 2-العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل اقتصاد السوق:

تتعامل المؤسسات الاقتصادية في ظل اقتصاد حر مع عدة بنوك في آن واحد (multibancarisées) وذلك من أجل تقليل من الأخطار المحتملة والتكيف مع ظروف المنافسة السائدة في السوق ، وتمويل عملياتها الاستغلالية والاستثمارية بالكمية والنوعية الملائمة لاحتياجاتها من رؤوس الأموال.

تتحدد طبيعة علاقة البنك بالمؤسسة بمدى توفر القرض والقدرة على التسديد على اعتبار أن للمقرض كل المعلومات حول المقترضين ، وفي هذا الشأن أشارت عدة أعمال أكاديمية<sup>1</sup> إلى أن طبيعة العلاقة بين البنك والمؤسسة تخفض من احتمال عقلنة القرض خاصة أعمال كل من (1995) Berger و Peterson et Rajan . et Udell (1998) .

حيث تم قياس العلاقة بين البنك والمؤسسة في سنة 2000 على أساس نهاية المدة وذلك من خلال العدد التسلسلي للسنوات الجارية التي تحصلت من خلالها المؤسسة على قروض من بنوكها الأساسي.

ولقد تم استنتاج أن طول العلاقة مرتبط مع زيادة حجم المؤسسة ، وضمن هذا الاتجاه فان تعدد علاقة المؤسسة مع البنوك له تأثيرين هما:

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

<sup>1</sup> Michel DIETSCH, (2005), «la place de la concurrence dans l'organisation et le fonctionnement du secteur bancaire », cycle de conférence : Droit, Economie et justice dans le secteur bancaire, Institut d'études politiques de Strasbourg, Avril, P.06.

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

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

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

في هذا الشأن إذا تمكنت المؤسسات من الاحتفاظ بمعدل مرتفع من التمويل الذاتي فان ذلك سيساهم في تحقيق أرباح إضافية كما يسمح ذلك من الوصول إلى التوازن من خلال الفصل الكلي لمختلف المقترضين (أي التوازن عند معلومة تامة) ، كما أن زيادة نسبة التمويل الذاتي قد ترفع من الخسائر في حالة فشل المشاريع الممولة خاصة تلك عالية الخطورة . و يوجه الربح الغير موزع لإعادة تمويل المؤسسة مما يسمح لها بتحقيق فوائض ادخارية تمكنها من التوجه للسوق المالي لتمويل توسيع أنشطتها . وتحاول البنوك في ظل هذه الظروف تنويع أنشطتها من خلال الاحتفاظ بمجموعة من الأصول المتنوعة في محاولة للتوفيق بين عنصري المردودية والخطر مما يبرر وجود في ميزانيتها سندات عمومية (أصول خالية من الخطر) لضمان تسيير حذر لأصولها<sup>1</sup>.

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

نشير في هذا المجال أن القطاع الذي حضي بالاهتمام الخاص بالنسبة للباحثين هو القطاع المصرفي ، وبذلك ورغم أهمية العلاقة بين المستهلك والمؤسسة في ميدان تطوير مناخ الأعمال ، فان هذا الجانب من التحليل لم يوله الباحثين أهمية في الدراسات التي تم إعدادها.

<sup>1</sup> Xavier Ducreux (1996), « les cahiers français» N°277,juillet, septembre, extrait de la documentation française.

تتطلب العلاقة بين البنك والمؤسسة مساهمة واسعة لكافة المتدخلين للحصول على نتائج أفضل وخدمات ذات نوعية في ظل توفر وتوزع المعلومات بطريقة متماثلة بين المقرضين والمقترضين ، وفي هذا السياق فان القدرة على الاحتفاظ بالعلاقة وتسييرها في إطار علاقة أكثر اندماجا مع البنك تشكل ميزة تنافسية للمؤسسات تساهم في توسيع مجال تدخل البنوك استجابة لمختلف الخدمات المالية والاستشارية إلى جانب الاستجابة للاحتياجات التمويلية للمؤسسات لتمويل دورة الاستغلال أو الاستثمار وتقديم كل الخدمات المالية والاستشارية والمرافقة المطلوبة و بكفاءة أكبر .

بعد التعرض لجانب الإطار المفاهيمي للوساطة المالية ومختلف الأنماط المتاحة للتمويل في ظل نمط الاستدانة أو السحب على المكشوف ونمط اقتصاد السوق ، سنتطرق في الفصل الثاني إلى مختلف أشكال تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل نمط الاستدانة حيث سنتطرق إلى أهم أنماط التمويل المتاحة في ظل هيمنة أنماط الاستدانة على اعتبار أنها تتسجم مع التحولات التي تعرفها اقتصاديات العديد من الدول التي تبنت إصلاحات هيكلية في اتجاه الانتقال من نمط يعتمد على الاستدانة الهيكلية إلى أنماط تعتمد على آليات اقتصاد السوق بمفهومه الليبرالي .

الفصل الثاني : مختلف أشكال تمويل المؤسسات الاقتصادية  
في ظل نموذج الاستدانة

**تمهيد:**

بعد ما تناولنا في الفصل الأول الإطار المفاهيمي للوساطة المالية سوف نتناول في هذا الفصل مختلف أشكال تمويل المؤسسات في ظل نمط الاستدانة ، وتتمثل هذه العملية في لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للقروض البنكية بحيث أن عجز المؤسسات الصغيرة على زيادة قدرتها على التمويل البنكي يجعلها غير قادرة على اللجوء إلى التمويل المباشر أو التمويل عبر عرض أصول مالية للاكتتاب العام من طرف الجمهور على مستوى السوق المالي، مما يجعلها مجبرة باللجوء إلى التمويل البنكي وسوف نستعرض أهم أشكال التمويل التي تقترحها البنوك التجارية لتمويل دورة الاستغلال والتقنيات المستخدمة لتمويل دورة الاستثمار بالتركيز على القرض الايجاري كتقنية تستجيب للوضع المالية لهذا النوع من المؤسسات.

**المبحث الأول: التمويل البنكي لدورة الاستغلال**

يخص هذا النوع من التمويل بالاستجابة لاحتياجات المؤسسة المتعلقة بالاستغلال أو الخزينة ، حيث لا يجب أن تتعدى مدة القرض 24 شهرا وهي قروض موجهة لتمويل الأصول المتداولة للمؤسسة وبذلك يتطلب هذا النوع من التمويل رؤوس أموال معتبرة لتمويل عمليات تموين المخزون والإنتاج والتخزين ثم البيع قبل أن يتم تسديد المبيعات من طرف الزبائن <sup>1</sup> .

أهم التقنيات المستخدمة لتمويل الاستغلال وهو تمويل قصير ومتوسط الأجل هو الخصم والفوترة بالوكالة إضافة إلى قروض الموردين وتسهيلات الصندوق والسحب على المكشوف لتمويل نقدية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أي توفير السيولة الأزمة لمواجهة احتياجاتها التمويلية الخاصة بدورة الاستغلال.

**أ - تمويل الأصول المتداولة:**

يجب على المؤسسة حسب قواعد الصرامة المالية التقليدية أن تحتفظ برصيد نقدي يعادل تماما المصروفات ، كما يجب عليها الاحتفاظ بقدر من المخزون السلعي يعادل احتياجات الزبائن(منتجات تامة الصنع) واحتياجات العملية الإنتاجية (شراء المواد الأولية) وتحديد حجم التوظيف في الذم وفقا لسياسة مثلى للائتمان على معلومات مؤكدة بشأن المبيعات الآجلة وبشأن العملاء الذين يشترون على الحساب.

<sup>1</sup> Hervé ghanned,(2002) « les modes de financement de l'entreprise »,éditions de vecchi,paris,P.25.

ولما كان الاستثمار في المخزون السلعي يمثل في أغلب المؤسسات جزء هاماً من الاستثمار في الأصول المتداولة ، فإنه من المتوقع أن تؤثر الكفاءة في إدارة المخزون على نتائج نشاط المؤسسة. إن وجود قدر ملائم من المخزون السلعي من شأنه أن يحمي إدارة المبيعات من أي انخفاض غير متوقع في حجم الإنتاج ويمكنها من الاستجابة لاحتياجات الزبائن.

### ب- إدارة النقدية والأوراق المالية:

يقصد بالنقدية النقود التي تحتفظ بها المؤسسة في خزينتها، وكذا رصيد الحساب الجاري في البنوك وقد ازداد اهتمام المؤسسات في السنوات الأخيرة بإدارة النقدية ، ويتجه الاتجاه نحو تخفيض الاستثمار فيها إلى أدنى حد ممكن ، ويرجع ذلك إلى ارتفاع معدل العائد الذي يمكن تحقيقه من الإدارة الجيدة للنقدية وتقادي الاحتفاظ بالسيولة إضافية غير متوقعة.

وتحسب نقدية المؤسسة الصافية على النحو التالي:

$$\text{النقدية الصافية} = \text{رأس المال العامل (FR)} - \text{الاحتياج إلى رأس المال العامل (BFR)}$$

الشكل الآخر من أشكال استثمار الفائض في النقدية الذي يمكن أن تلجأ إليه المؤسسات هو تكوين حافظة من الأوراق المالية (شراء أسهم أو إصدار سندات) ، وتدخل هذه العملية ضمن الأنشطة التمويلية المتاحة للمؤسسات.

### ج- مفهوم رأس المال العامل:

هناك مصطلحات ارتبطتا برأس المال العامل هما إجمالي رأس المال العامل و صافي رأس المال العامل ، والمقصود بإجمالي رأس المال العامل مجموع الأصول المتداولة التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال العام. وتتضمن هذه الأصول بالإضافة إلى النقدية ذاتها الاستثمارات والذمم والمخزون السلعي.

أما صافي رأس المال العامل فيمكن تعريفه بأنه الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة وغالبا ما يكون رقما موجبا. ويمكن قياس نقدية المؤسسة من خلال المقارنة بين سيولة الأصول (درجة السيولة) والتزامات الخصوم (درجة الوفاء) ، أما رأس المال العامل فيقدر بطريقتين:

تعتمد الطريقة الأولى على التحليل من أعلى الميزانية وبحسب رأس المال العامل كما يلي:

رأس المال العامل = الموارد الدائمة - الأصول الاستثمارية.

أما الطريقة الثانية فترتكز على التحليل من أسفل الميزانية ويحسب فيها رأس المال العامل كما يلي:

رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل.

## 1- الخصم (l'escompte):

هو تقنية تمويلية قصيرة الأجل تتمثل في حصول المؤسسة على نقدية فورية من خلال تسيير مديونية الزبائن.

تتمثل العملية من الناحية التقنية بقيام المؤسسة بالتفاوض على مجموع أوراق تجارية مع البنك بحيث تقوم بخصمها لدى البنك مقابل سعر خصم وعمولات يطلبها البنك في شكل آجيو ، حيث تسمح هذه التقنية التمويلية بحصول المؤسسة على السيولة الأزمنة في فترة قصيرة نسبيا وبتكاليف منخفضة كما تساهم في التقليل من احتياجات المؤسسة من رؤوس الأموال العاملة.

ولازالت هذه التقنية شائعة الاستعمال في عالم الأعمال وتلجأ إليها الكثير من المؤسسات خاصة تلك التي تعاني صعوبات على مستوى نقدياتها ، ويعتبر الخصم من وجهة نظر البنك قرضا يوفر حماية واسعة وهذا بحكم القواعد القانونية التي تضبطه ومدته القصيرة نسبيا.

أما الخصم من وجهة نظر المؤسسة فهو وسيلة مناسبة لاسترداد مستحقاته الآجلة على الزبائن وتستخدمه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل واسع ، وتعتمد هذه التقنية على إصدار سندات لأمر من طرف المؤسسة المقترضة لصالح البنك ويطلق على هذه التقنية بخصم الأوراق التجارية ، ويشكل الخصم اتفاقا متفاوضا بشأنه بين البنك والمؤسسة<sup>1</sup> يحصل بموجبه البنك على أوراق تجارية تتنازل عنها المؤسسة وعادة ما يتضمن هذا الاتفاق بنودا تحدد بعض الشروط الرامية إلى التقليل من خطر التمويل البنكي.

مع العلم أنه يتم حساب الاحتياج إلى رأس المال العامل على النحو التالي:

<sup>1</sup> يرتبط البنك و الزبون بعقد الحساب الجاري عند القيام بعمليات الخصم وبذلك يقوم البنك بتسجيل العملية في الحساب الدائن للزبون ويقوم بالمقابل بتسجيل العملية في الطرف المدين لحساب الزبون.

الاحتياج إلى رأس المال العامل (BFR) = الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة.

= (المخزون + مديونية الزبائن) - (ديون الموردين).

## 2- قروض النقدية العامة:

تتكون هذه القروض من القروض بواسطة الصندوق (crédit par caisse) ، والقروض الشاملة للاستغلال (crédit global d'exploitation) .

### 1.2- القروض بواسطة الصندوق:

القروض بواسطة الصندوق هي عبارة عن تسبيق على الحساب الجاري تلجأ إليه المؤسسات لأنه يمكنها من تسيير حساباتها المدينة ضمن حدود معينة ، وتعتبر قروض الصندوق من بين تقنيات التمويل الأكثر استعمالاً على الرغم من ارتفاع حجم أخطارها على البنوك بالمقارنة مع الخصم التجاري.

#### أ- تسهيلات الصندوق:

الهدف من هذه التسهيلات هو إعطاء نقدية المؤسسة مرونة أكبر وتمكينها من مواجهة الفروق الزمنية القصيرة الأجل على النقدية<sup>1</sup>.

كما تستخدم لتمويل دورة الاستغلال أي التكاليف الثابتة وتسديد بعض الفواتير لفترة محددة من الشهر مقابل الالتزام باسترجاع الرصيد الدائن خلال باقي الفترة من الشهر وذلك حسب العقد الذي يربط المؤسسة مع البنك.

#### ب- المكشوف البنكي:

يختلف مفهوم المكشوف البنكي في نظر البنك عن مفهومه في نظر المؤسسة ، فالمؤسسة تستعمل هذه التقنية للتعبير عن المساهمة في الصندوق لمدة متوسطة بدون التمييز بين الفترة الزمنية ونوع التمويل، أما بالنسبة للبنك فإن هذا المصطلح يعبر عن حساب مدين في أرصده ، ويستعمل المكشوف البنكي لتمويل العجز الذي تظهره المؤسسة على مستوى رأس المال العامل وبالتالي فهو يغطي احتياجات مالية قصيرة الأجل. وانطلاقاً من المفهوم التقليدي للمكشوف البنكي يمكن استخلاص تعريف أوسع له وهو " مخطط قرض قابل للتفاوض مع البنك مهما كان حجمه يهدف إلى تمويل جزئي أو كلي لاحتياجات المؤسسة من رأس المال العامل".

<sup>1</sup> Gilles Gobin, 1980, « les opérations bancaires et leurs fondements économique », Bordas, Paris. P 175.

## ج- قروض المتابعة (crédit relais) :

تمنح قروض المتابعة للمؤسسة قصد تمويل عمليات ظرفية خارج الاستغلال وتمكينها من التدخل على مستوى رؤوس الأموال بصفة محددة واستثنائية<sup>1</sup>، وذلك من خلال التنازل عن جزء من القيم الثابتة (الاستثمارات) أو القيم المالية (كزيادة رأس المال أو إصدار قروض سنوية).

يقدم هذا النوع من القروض مقابل شروط و ضمانات حقيقية ، حيث يجب على المؤسسة أن تقدم للبنك مخطط للتمويل<sup>2</sup> ، وبذلك يساعد هذا النوع من التمويل المؤسسة في تغطية جزء من احتياجاتها التمويلية بدون التأثير على أنشطتها الجارية.

## 2.2- القرض الشامل للاستغلال:

ورد ذكر القرض الشامل للاستغلال في تقرير مايو mayoux حول تطوير المبادرات المالية سنة 1978<sup>3</sup> ، وهو يعد من بين الابتكارات الهامة في ميدان تمويل الدورة الاستغلالية، ويستخدم لسد احتياجات المؤسسة المالية الناتجة عن الدورة الاستغلالية عن طريق صيغة جديدة في التمويل تعوض كل القروض الأخرى . وقد أدى تعميم هذا النوع من القروض في المعاملات إلى التقليل من التكاليف المرتبطة بالعملية الاستغلالية.

## أ- قروض النقدية المتخصصة:

تساهم قروض النقدية المتخصصة في تمويل مخزونات المؤسسة التي تشكل في الغالب عبئا ثقيلا على دورتها الاستغلالية، ومن أبرز الأمثلة على هذا النوع من القروض تلك الموجهة إلى تمويل الأنشطة الموسمية والقروض بكفالة.

## أ.1- قروض تمويل النشاطات الموسمية:

هي عبارة عن مساهمة بنكية تهدف إلى تمويل احتياجات النقدية للمؤسسات التي تمارس أنشطة موسمية ، حيث أن الطابع الموسمي لعمليات الشراء والإنتاج من شأنه أن يبرر حجم القرض لفترات زمنية محددة حسب تطور احتياجات المؤسسة.

تواجه المؤسسات التي تمارس أنشطة موسمية إحدى الحالتين: إما أنها تتحمل أعباء ونفقات كبيرة مرة واحدة في بداية الدورة الإنتاجية ، ولكن مبيعاتها تمتد على مدة طويلة من الزمن ، أو أن تحصل نفقاتها بشكل تدريجي

<sup>1</sup> Rouyer jerard, OP. Cit, P 86.

<sup>2</sup> Farouk benyakoub, (2000), « l'entreprise et le financement bancaire », casbah édition ,Alger.

<sup>3</sup> Blanche-sousi Roubi « lexique de Banque et de bourse », 3ème Edition DALLOZ. 1990. P 84.

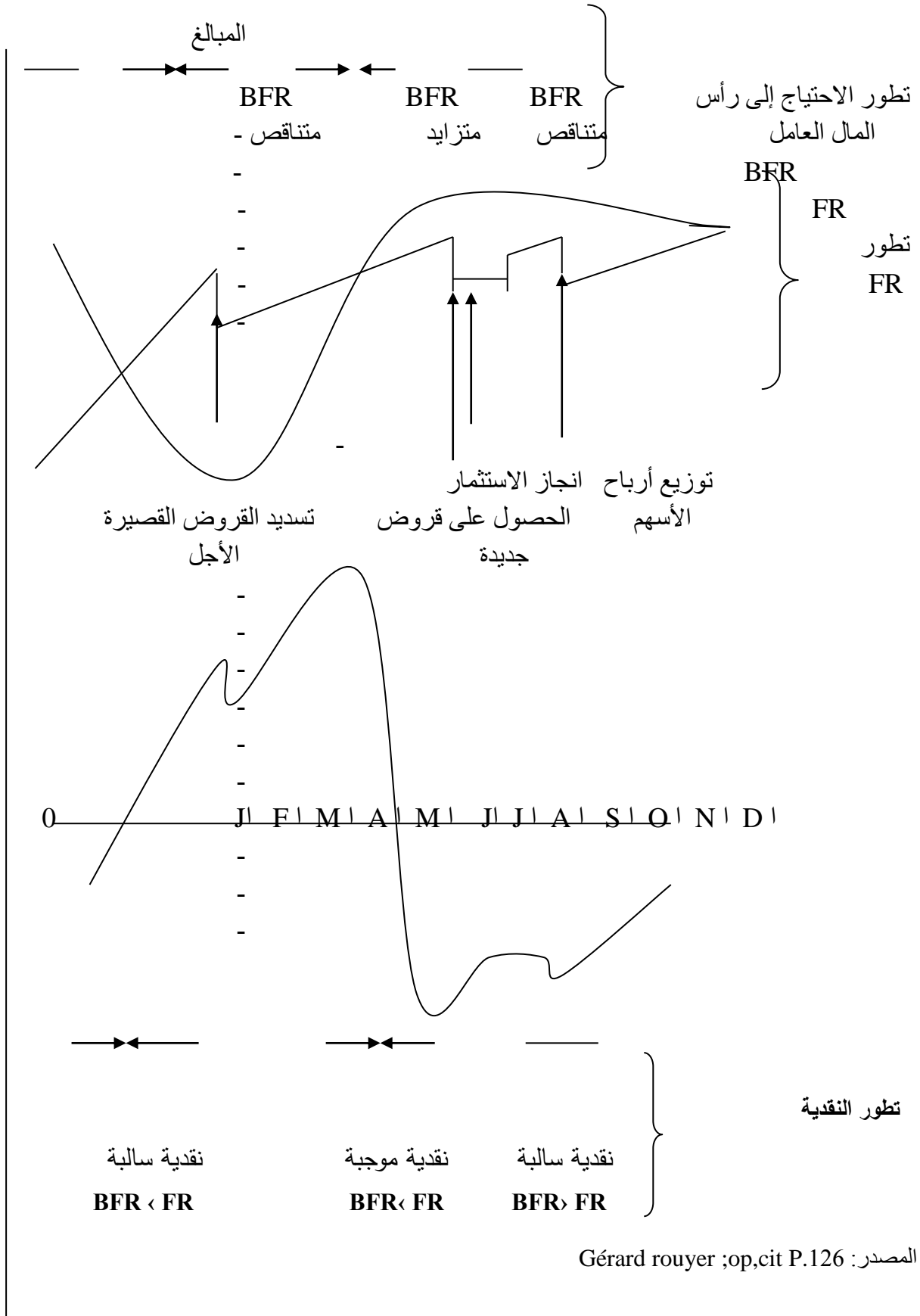
وتتمد على مدة أطول في حين أن بيع منتجاتها يحدث في دفعة واحدة في السوق وتغلق بعدها الدورة الاستغلالية ( وخير مثال على ذلك صناعة ألعاب الأطفال أو الألبسة الشتوية أو بعض الصناعات الغذائية).

وفي كلتا الحالتين نلاحظ أن المؤسسة تحتاج إلى الأموال الضرورية لتمويل المخزون خلال الفترة الممتدة بين عمليات شراء وإنتاج ثم بيع مختلف المنتجات المصنعة، فعلى سبيل المثال إذا كانت المؤسسة تعمل في صناعة السكر فإنها تقوم بشراء كميات هامة من قصب السكر مرة واحدة ، في حين أن بيع المنتج يمتد على مدار السنة.

وعلى اعتبار أن هذا النوع من التمويل لا يمول الدورة الموسمية إلا بشكل جزئي فهو وسيلة لتمويل المنتجات الجاهزة أو التامة الصنع والقابلة للبيع.

ولكي نبين التغيرات في النقدية التي تظهرها أي مؤسسة تمارس نشاط موسمي نقترح الشكل البياني التالي:

الشكل رقم 05 : تحليل تغيرات النقدية في مؤسسة لها نشاط موسمي



**ب.1- شكل القروض الموسمية:**

على العموم تأخذ القروض الموسمية شكل قروض الصندوق أو قروضا موسمية بواسطة الأوراق المالية يمنحها بنك واحد أو عدة بنوك.

القروض الموسمية بواسطة الصندوق هي عبارة عن تسبيقات على الحساب الجاري يمنحها البنك، وهي توفر للمؤسسة عدة مزايا منها تسهيل التسجيل المحاسبي بجعل حسابات الزبائن مدينة طيلة مدة الإنتاج بقيمة متغيرة طبقا لخطة النقدية التي تحددها المؤسسة.

**ب- القروض بكفالة (le Warrantage) :**

تمنح القروض بالكفالة مقابل السلع المخزنة على مستوى مخازن المؤسسة التي تعتبر كضمان للتسبيقات التي تمنحها البنوك ، وتسمح هذه الطريقة في التمويل للبنوك باسترجاع أموالها من خلال الاستفادة من الضمانات الحقيقية<sup>1</sup> و الإجراءات القانونية التي يوفرها هذا النوع من التمويل كما توضحه الفقرات التالية.

**ب. 1 - خصم القروض بكفالة:**

يستفيد البنك الذي يقوم بخصم الكفالة من المديونية المحصلة من الأطراف الممضية على الورقة التجارية ، كما يستفيد من حق حيازة السلع التي تم إيداعها في المخزن العام. ولكن لا تخلو هذه الطريقة من الأخطار المرتبطة بعدم سلامة الإجراءات القانونية الخاصة بالمخزن أو عدم مطابقة السلع المخزنة للمواصفات التقنية المتفق عليها.

**ب.2 - إجراءات تطبيق خصم قروض الكفالة:**

يتم خصم القروض بكفالة من خلال تظهيرها لفائدة البنك على أن تتوفر فيها بعض الشروط كأن تكون مؤرخة ومؤشرة بطابع بريدي وفق تسعيرة الأوراق التجارية ، ويقوم البنك بخصم القرض وباقي الأوراق التجارية وتسجيل هذه العملية في الحساب الدائن للمؤسسة بقيمة التسبيق بعد خصم عمولته (Les Agios).

**3.2- القروض بالإمضاء:**

من بين الأهداف التي يسعى كل مدير مؤسسة لبلوغها تحقيق مستوى صفر من النقدية، لأن ذلك يجنبه اللجوء إلى البنك في حالة العجز النقدي والحفاظ على الفائض، ويتم تحقيق ذلك من خلال التحكم في حجم

<sup>1</sup> Ammour Benhalima, 1997, "pratiques des techniques bancaires avec référence à l'Algérie", edition Dahleb, P 66.

المحصلات النقدية (encaissement) و المدفوعات النقدية (décaissement) ، وتوفير الموارد المالية اللازمة للتخفيف من تغيرات المركز المالي.

أما بخصوص الشكل الذي قد يأخذه هذا النوع من القروض فيتم تحديده بناء على التزام بين البنك والمؤسسة على ألا يسجل هذا الالتزام في ميزانية الطرفين (يسجل خارج الميزانية)<sup>1</sup>.

بعد أن تعرضنا إلى أهم تقنيات التمويل التي تستخدم لتمويل دورة الاستغلال للمؤسسة سنتناول فيما يلي التقنيات المعتمدة من طرف البنوك التجارية لتمويل العمليات الاستثمارية والمنتجات البنكية و المالية التي تناسب هذا النوع من عمليات التمويل.

### المبحث الثاني: تمويل الاستثمارات عن طريق البنك

لم تولي البنوك في السابق أهمية خاصة لهذا النوع من التمويل بسبب طبيعة مواردها (موارد تحت الطلب) وارتفاع درجة المخاطر المرتبطة بالعملية الاستثمارية خاصة مخاطر عدم التسديد، ولكنها بدأت في السنوات الأخيرة تهتم بهذا النوع من التمويل بالنظر إلى ما يوفره من فرص وأرباح هامة.

#### 1-قروض المشاركة في الأرباح:

يهدف هذا النوع من القروض الذي اشتهر في البلدان الأنجلوساكسونية إلى زيادة رؤوس الأموال التي تتميز بالخطر بدون تغيير الهيكل المالي للمؤسسة ، ويرجع سبب نجاح وتطور قروض المشاركة إلى الاحتياجات التمويلية الكبرى التي أظهرتها المؤسسات الاقتصادية وعدم كفاية مواردها المالية الذاتية<sup>2</sup>، وتتميز قروض المشاركة بالخصائص التالية:

- يمكن أن تمنح من البنوك التابعة للدولة أو البنوك الخاصة على حدا سواء.
- لا يمكن تسديد القرض إلا بعد حصول كل المدينين على حقوقهم.
- يمنح بمعدلات فائدة ثابتة.
- مدة القرض تتراوح بين 12 إلى 15 سنة.

<sup>1</sup> Gerge celce, 1983, "l'entreprise et la banque ,évaluation et financement bancaire de l'entreprise », paris centre de librairie et d'édition techniques, P.330.

<sup>2</sup> Gerard Rouyer,A Choinel ,OP ,Cit ,P 181.

تعتبر هذه القروض أداة هامة في يد المؤسسة تمكنها من الحصول على المدى الطويل على ما تحتاج إليه من أموال بشروط ملائمة ( معدلات فائدة منخفضة وتسهيلات في السداد) وقد لوحظ ميدانيا أن هذا النوع من القروض يرفع من حجم استدانة المؤسسة من خلال ظاهرة الرافعة المالية<sup>1</sup>، الأمر الذي أرغم المؤسسات على البحث عن السبل الكفيلة بالرفع من مردودية استثماراتهم.

## 2-القرض البنكي متوسط الأجل:

يعتبر القرض البنكي متوسط الأجل بمثابة مساهمة بنكية جديدة في مجال توزيع القروض المتوسطة والطويلة الأجل ، وهو يوجه لتمويل الاستثمارات على شكل قروض للمؤسسات ، وأبرز ما يميز هذه القروض خاصيتين أساسيتين ، الأولى أن مدة القرض تتراوح بين 5 إلى 7 سنوات بالنسبة للقروض الطويلة المدى والثانية أنه يستفيد من هذا القرض المؤسسات التي تعمل في قطاع الصناعة والخدمات الصناعية و الفنادق والأشغال العمومية.

وقد أدت مساهمة البنوك في هذا النوع من التمويل إلى إتباع سياسة تهدف إلى تلبية احتياجات أهم الزبائن بشروط مناسبة<sup>2</sup>.

## 1.2- أنواع أخرى من القروض متوسطة الأجل:

بالإضافة إلى أنماط التمويل السابقة تقترح البنوك التجارية على المؤسسات أنواع أخرى من القروض تمنح بشروط مختلفة (معدلات فائدة ثابتة أو متغيرة ) ، وهي تغطي أنشطة اقتصادية مختلفة ، ولعل أكثر هذه القروض شيوعا التدخلات المالية الخاصة والقروض الممنوحة للصناعات التقليدية.

### أ- التدخلات الخاصة:

يرجع تطور هذا النوع من القروض إلى ظهور التجديدات المالية وتوسيع ميادين تمويل المؤسسات لتشمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات ، وتمنح هذه القروض بمعدلات فائدة مرتفعة نسبيا لمدة تتراوح من 2 إلى 15 سنة<sup>3</sup> ، وتتناسب قيمة هذه القروض مع حجم الودائع الادخارية التي تجمعها البنوك،حيث تشبه هذه الطريقة نظام الادخار السكني.

<sup>1</sup>يرتبط مفهوم الرافعة المالية بظاهرة الاستدانة حيث كلما ارتفع معدل الاستدانة ازداد الانحراف بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية أي المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة الحقيقي (Re - i) .  
<sup>2</sup>تتمثل هذه الشروط في منح البنوك معدلات فائدة منخفضة لأفضل زبائنهن عن كل عمليات الإقراض والتسيقات المقدمة.

<sup>3</sup> Gerard rouyer,OP,Cit .,P 183.

**ب- القروض الخاصة بالصناعات التقليدية:**

ترجع القروض المخصصة لقطاع الصناعة التقليدية في العادة لاختصاص البنوك الشعبية أو البنوك الفلاحية ، ولكن توسع مجال هذا النوع من القروض في السنوات الأخيرة ليشمل أيضا بنوكا تجارية أخرى ومؤسسات مالية غير بنكية.

وبالإضافة إلى تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل تقدم البنوك للمؤسسات أيضا قروضا متوسطة المدى مخصصة لأغراض إنشاء مؤسسات جديدة أو التوسيع في مجال نشاطاتها الحالية.

**3-قروض التأسيس أو الإنشاء:**

إن المؤسسين الأوائل لأي مشروع جديد يراهنون دائما على المستقبل ويمكن القول أن البنوك وكذا الموردين يشاركون هم أيضا في هذا الرهان على اعتبار أنهم مسئولون على تمويل جزئي للمشروع وعن الكفاءة التقنية للآلات والمعدات ، ولهذا فان الموردين قد يدرجون في العقد بندا خاصا يشير إلى الخدمات والضمانات المقدمة بعد البيع.

ومما لاشك فيه أن اهتمام المصرفي في هذه الحالة ينصب بالدرجة الأولى على جمع المعلومات عن طبيعة المستثمر ومدى الكفاءة التقنية في إدارة المشاريع.

وإذا كانت المشاريع المقترحة تتطلب مبالغ مالية هامة فان البنك يأخذ في الحسبان مدى مساهمة المستثمرين في تمويل هذه المشاريع ، وإمكانية دعمهم لأنشطة المؤسسة خاصة في حالة الشركات ذات الأسهم.

ويدرس البنك أيضا الإمكانيات المالية والبشرية والتقنية والتنظيمية للمشروع وظروف المنافسة ومركز المؤسسة ونفوذها في السوق قبل اتخاذ قراره النهائي بشأن قبول أو رفض طلب التمويل.

وغالبا ما تلجأ البنوك إلى دراسة الوضعية المالية للمؤسسات باستخدام بعض النسب المالية قبل منح القروض منها نسبة الاستقلالية المالية والقدرة على التسديد ويعطى مؤشر الاستقلالية المالية بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل الاستقلالية المالية} = \text{مجموع الديون} / \text{الوضعية المالية} \times 100$$

حيث يتمثل الوضع المالي الصافي للمؤسسة في قيمة الاهتلاكات المتراكمة والاحتياطات والحسابات الجارية المستقرة والسندات ونتيجة الدورة (قبل توزيع الأرباح).

### 1.3- خطة الاستثمار:

يقصد بخطة الاستثمار مجموع الدراسات التي تقوم بها المؤسسة لتحقيق برامجها التنموية ، وهي تشمل كافة النفقات التي تعتمدها المؤسسة القيام بها من لحظة نشوء النفقة إلى غاية انطلاق المشروع في الإنتاج. ويمكن تلخيص هذه النفقات في الجدول التالي:

#### جدول رقم 02: توزيع النفقات حسب طبيعتها

شرح توضيحي عن كل صنف من المصاريف	نوع المصاريف (التكاليف)
	- المصاريف الإعدادية.
* بالنسبة لهذا الصنف من المصاريف بإمكان المؤسسة القيام بعمليات شراء كما بإمكانها الحصول على عقد كراء لمدة لا تقل عن 30 سنة أو إيجار طويل المدى إلى حدود 99 سنة.	- مصاريف الدراسات والأبحاث.
	- مصاريف شراء براءات الاختراع.
	- مصاريف تدريب اليد العاملة.
* تتمثل في مصاريف الهندسة المدنية في تهيئة الأراضي ومد قنوات المياه وتوصيل الكهرباء وإنشاء البنايات التحتية.	- مصاريف شراء الأراضي.
	- مصاريف الهندسة المدنية.
* يضمن رأس المال العامل حجما من المخزونات يتطابق مع نسب التمويل الذاتي المبرمجة من طرف المساهمين في رأس المال أو الشركاء.	- تكاليف المخزون من المواد الأولية.
	- رأس المال العامل.
* بالنسبة لهذا الصنف من المصاريف فينتج نتيجة قيام بعض المشاريع بإعداد هامش لبعض الأخطار التي لم يتم التنبؤ بها ، ويمكن القيام بهذه العملية من خلال إبرام عقد	- العناصر الغير متوقعة.

يضم بند احتمال مراجعة الأسعار أو إدخال بعض التعديلات على المشاريع.	
--	--

المصدر: من إعداد الباحث نقلا عن كتاب Gerard rouyer, Op ;Cit ,P.

ويطلب كل مشروع استثماري إلى تمويل و خطة تمويل تقدر الاحتياجات التمويلية الحقيقية (دورة الاستغلال أو دورة الاستثمار) ، وإمكانية تغييرها في المستقبل.

### 2.3- خطة التمويل:

تحدد خطة التمويل بالتفصيل الموارد المالية التي تحتاج لها المؤسسة لتمويل خطتها الاستثمارية ، وتشمل هذه الموارد عناصر كثيرة منها رأس المال وقروض الموردين.

#### أ- رأس المال:

يتأكد البنك قبل منح القروض من نوع مشاريع الإنماء أو التوسع في أي مؤسسة وطبيعتهم ونوع المساهمين فيها وتواريخ تقديم مساهمتهم في المشروع ، فبمجرد إشعاره بإجراءات إنشاء المؤسسة يقوم البنك بالوساطة بين المؤسسة والمساهمين كلا حسب حصته المكتتبه في رأس مال المشروع الممول. فمن الناحية العملية يقوم البنك بفتح حساب للمؤسسة مع تجميده إلى حين إتمام إجراءات التأسيس ، وبعدها تحصل المؤسسة على الموارد المالية المطلوبة مقابل التزامها باحترام شروط البنك.

#### ب-دراسة خطة التمويل:

تمر دراسة خطة التمويل بعدة مراحل حيث يتأكد البنك في المرحلة الأولى من مخزون السلع والمواد الأولية وكذا من الطبيعة القانونية للمؤسسة والصفة التجارية وتسجيلها في السجل التجاري ، ثم يجمع البيانات عن المساهمين ومقدار مساهمتهم في رأس مال المؤسسة ، وفي الأخير يتأكد البنك من تاريخ منح القروض ومعدلات الفائدة وبرنامج تسديد الدين الأصلي وخدماته.

### 4-الفوترة بالوكالة (l'Affacturage):

تسمح هذه التقنية التمويلية القصيرة الأجل للمؤسسة بالتنازل عن جزء من مديونيتها لمؤسسة أخرى (Factor) مقابل الحصول على سيولة فورية ، حيث تسمح هذه التقنية من تخلص المؤسسة نسبيا من تسيير

مديونية زبائنها وبالتالي تجنب أخطار عدم التسديد. ولكن تساهم هذه التقنية في فقدان المؤسسة للعلاقات التي تربطها مع زبائنها من خلال نقل هذه الخدمات لمؤسسات أخرى.

### 5- قروض الموردين (le credit fournisseur):

يتم التفاوض على هذا النوع من القروض مع موردي المؤسسة ، وتسجل محاسبيا في خصوم الميزانية حيث يساهم الفارق الزمني بين فترات دفع ديون المورد في تخفيض احتياجات المؤسسة من رؤوس الأموال العاملة.

### 6- عمليات التمويل باللجوء للقرض الايجاري:

قبل التطرق إلى طبيعة هذه التقنية التمويلية سنحاول تعريف القرض الايجاري و خصائص هذا النوع من القروض وطريقة التمويل.

#### 1.6- تعريف القرض الايجاري:

القرض الايجاري هو عبارة عن عملية مصرفية و مالية تتم بموجب عقد قانوني تأجير أجهزة و أدوات إنتاجية من وحدة مالية تملكها إلى وحدة إنتاجية تستخدمها لفترة معينة مقابل أقساط محددة للتسديد، و لهذا العقد ثلاثة أطرف أساسية هما:

-المورد : و هو مالك الأصل؛

- الزبون أو المستأجر : و هو المستعمل للأصل، و الذي يدفع أقساط دورية لمالك الأصل.

- شركة الإيجار المالي أو الوسيط المالي: وهي الشركة التي تتكفل بتسديد العملية لصالح المورد و هناك مفهومين للقرض الإيجاري:

أ-المفهوم الأنجلوساكسوني : و الذي لا نجد فيه الخيار بين شراء الاستثمار و إرجاعه للبنك المؤجر، حيث يلتزم المستأجر بإرجاع الاستثمار للبنك المؤجر؛

ب-المفهوم الفرنسي : وهو المفهوم الذي لا نجد فيه الخيار بين شراء الاستثمار من عدمه.

#### 2.6- خصائص القرض الايجاري:

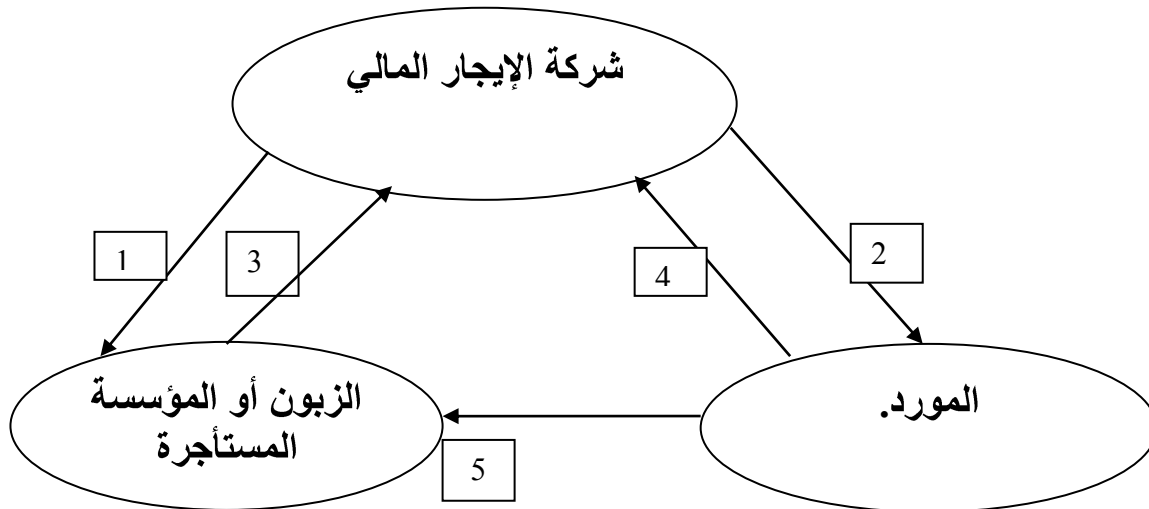
باعتبار القرض الإيجاري فن مالي ووسيلة للتمويل فإنه يمكن أن نستنتج الخصائص التالية:

- جانب التمويل:

-هو علاقة تمويلية: ذات أبعاد ثلاثة فنعبّر عنها بالمعادلة البسيطة التالية:

- المورد : أو المنتج للسلع الإنتاجية من أجهزة و آلات و غيرها ، حيث يعرضها على المستخدمين قصد تسويقها و زيادة بذلك مبيعاته و إنتاجيته منها؛
  - شركة الإيجار المالي أو الوسيط المالي :و هو المصرف المتخصص أو المؤجر الذي يبحث عن وسيلة لتوظيف مدخراته و الحصول على عوائد مرتفعة ، و هو يفضل التوظيف الائتماني طويل الأجل؛
  - المستأجر أو المشروع : و هو الذي يرغب في تطوير طاقته الإنتاجية و توسيعها، و هو يسعى للحصول على الأجهزة و الآلات التي تحقق له ذلك دون أن تتوفر لديه الموارد المالية الكافية لتمويل استثماراته.
- ويمكن تمثيل عملية التمويل الخاصة بالقرض الاجاري من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم 06 : مخطط عملية التمويل الخاصة بالقرض الاجاري



المصدر: موقع الشركة العربية للايجار المالي (ALC) .

- حيث تعبر العلاقة 1 بإبرام العقد بين شركة الإيجار المالي و الزبون أو المؤسسة المستأجرة.
- والعلاقة 4 إبرام عقد البيع بين المورد وشركة الإيجار المالي.
- والعلاقة 3 بتسديد الإيجار من الزبون لشركة الإيجار المالي.
- والعلاقة 2 بتسديد العملية من شركة الإيجار إلى المورد.
- والعلاقة 5 تسليم المعدات من المورد إلى الزبون أو المستفيد.

**7- التمويل عبر السوق النقدي:**

السوق النقدي هو سوق للديون قصيرة ومتوسطة الأجل أجال استحقاق الديون على مستوى هذا السوق تتراوح من بضعة أيام إلى بعض السنوات (سنة إلى سنتين و 10 سنوات كأقصى تقدير).

يتدخل على مستوى هذا السوق البنوك فيما بينها والبنك المركزي حيث تقوم هذه الأخيرة من الحصول على قروض واقتراض على بياض أي أن السوق النقدي هو مكان للتمويل ما بين البنوك ولعمليات السياسة النقدية وتدرجياً تحول هذا السوق إلى سوق للأصول المديونية القابلة للتفاوض، مما يسمح للمؤسسات للتدخل على مستوى هذا السوق للحصول على أوراق الخزينة أو سندات متوسطة الأجل قابلة للتفاوض<sup>1</sup>.

**8- التمويل بواسطة الأصول المالية:**

يتم هذا النوع من التمويل من خلال إصدار الشركات سواء عمومية أو خاصة أوراق مالية موجهة للاكتتاب العام من طرف الجمهور، ويشمل هذا النمط من التمويل الاستثمار في الأسهم والسندات وأذون الخزنة والأصول المالية المشتقة، حيث إذا أخذنا بعين الاعتبار أهمية السندات أو القروض السندية فيمكن للمؤسسات الخاصة أو العمومية أن تصدر سندات<sup>2</sup> للاكتتاب العام على مستوى السوق المالي، وتعتبر السندات بمثابة تمويل طويل الأجل يستجيب للاحتياجات المالية للمؤسسات خاصة ما تعلق منها بتمويل دورة الاستثمارات حيث تتغير قيمة السندات بتغير تصنيف وكالات التقييم المالية<sup>3</sup> لها تبعاً لكفاءة النظام المالي والبنكي للبلد.

تعتبر السندات مستند مديونية تصدرها المؤسسات أو الدولة لمدة تتجاوز 5 سنوات ويعطي الحق لحاملها في الحصول على القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في الحصول على عائد دوري في شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية تتحدد عند الاكتتاب وتعرف على أنها قسيمة (coupon)، ويحسب معدل القسيمة كعلاقة بين الفائدة المودعة وقيمة الاكتتاب ويكون عادة مرتفع عند تاريخ الإصدار.

<sup>1</sup> هناك أربعة أنواع من سندات المديونية القابلة للتفاوض: سندات الخزينة القابلة للتفاوض وشهادات الإيداع وأوراق الخزينة وسندات متوسطة الأجل  
<sup>2</sup> سمحت الجديبات المالية بظهور أنواع مختلفة من السندات بمعدلات ثابتة أو متغيرة أحياناً تصدرها المؤسسات الخاصة والعمومية والدولة.  
<sup>3</sup> من بين أهم مهام وكالات التقييم المالية (Les Agences de notation financières)، هو تقييم قدرة مصدر سندات الدين على الوفاء بالتزاماته، أي دفع الفوائد وتسديد رأسمال المقرض حسب الشروط المحددة.

هناك مجموعة من السندات تطورت بفضل التجديدات المالية منها سندات بمعدلات ثابتة وبمعدلات متغيرة أو قابلة للمراجعة، بعض السندات لا تمنح عائد في شكل قسيمة صفرية (obligation zéro coupon) والبعض الآخر تمنح عائد دوري ولكن ليس لديها تاريخ استحقاق.

يرتبط عائد السندات بالفرق بين سعر بيع السندات وسعر شرائها ، فحينما يتم شراء سندات على مستوى السوق الأولي ( سوق الإصدار) ، قد لا يتم الاحتفاظ بالسندات إلى تاريخ الاستحقاق ، وقد تباع على مستوى السوق الثانوي في هذه الحالة يبتعد سعر البيع عن سعر الشراء ويكون السعر مرتفعا في حالة انخفاض معدلات الفائدة أو منخفضا في حالة ارتفاع معدلات الفائدة.

يتيح هذا النوع من التمويل مجموعة من المزايا بالنسبة للمكتتبين منها التقليل من تكلفة التمويل مقارنة بالتمويل البنكي ، إضافة إلى تعرض المكتتبين لمخاطر أقل نسبيا من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم. كما يمنح هذا النوع من التمويل الفرصة للمؤسسة للمحافظة على استقلالية التسيير على اعتبار أنه لا يمنح الحق في التصويت في الجمعية العامة للشركة ، كما أن الأرباح أو العوائد المحققة لا تتغير تبعا لتغير مستوى الأرباح عكس حملة الأسهم.

أما بالنسبة للتمويل بواسطة الأسهم فيختلف نسبيا على اعتبار أن السهم هو مستند ملكية قابل للتداول له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وقيمة عند التصفية.

الأسهم هي سندات ملكية غير قابلة للتسديد وتمنح للمالك الحق في الحصول على أرباح يمكن أن تتغير بدورها حسب حصة المستثمر في رأس المال .

عادة يجري التمييز بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة، حيث أن الأسهم العادية هي أوراق مالية تتداول على مستوى السوق المالي ، وتعطي لصاحبها جملة من الحقوق ، أما الأسهم الممتازة فهي سندات ملكية تسمى كذلك بأسهم الأولوية أو الأفضلية ، وهي تشبه الأسهم العادية من حيث القيمة الاسمية ، والتي تتحدد عند الإصدار .

لحامل السهم الممتاز الأولوية على حامل السهم العادي في الحصول على نصيبه عند التصفية كما له الحق في التوزيعات السنوية التي تتحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم ، كما ليس من حق صاحب السهم الممتاز المطالبة بتوزيع الأرباح عند إقرار المؤسسة عدم توزيعها بعد طرح الاحتياطات أو الأرباح بعد التوزيع.

مع العلم أن المؤسسة ليست ملتزمة قانوناً بتوزيع الأرباح ، مما يمكن من احتجازها في شكل احتياطات بهدف زيادة قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، كما يساهم إصدار أسهم ممتازة من تخفيض نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة ، ويؤدي ذلك إلى تخفيض تكاليف الاقتراض ومن ثم الرفع من درجة الاستقلالية المالية.

حينما يتم إدراج الأسهم عند الإصدار تتم العملية على مستوى السوق الأولي (سوق القيم الجديدة) ثم يعاد بيع الأسهم على مستوى السوق الثانوي (سوق القيم القديمة) ، وبذلك فإن نجاعة السوق الثانوي تعتبر عاملاً أساسياً لجذب المستثمرين لسوق الأسهم.

نشير كذلك أنه يتطلب تنشيط سوق الأسهم تنشيط قسم السوق الثانوي ، حيث يصبح سوق أكثر سيولة وله إمكانية جلب مستثمرين جدد<sup>1</sup>، ويمكن إيجاد بسهولة مقابلات عند البيع أو عند الشراء واللازمة للقيام بالمعاملات على مستوى السوق. إن سوق الأسهم مهم لتمويل المؤسسات خاصة تلك التي تنشط في قطاعات ذات كثافة تقنية وتكنولوجية عالية ، والتي لها القدرة على النمو والتوسع ، حيث لا تجد هذه المؤسسات الموارد المالية الكافية للقيام بأنشطتها على مستوى القطاع المصرفي التقليدي<sup>2</sup>.

يقاس معدل عائد السهم من خلال العلاقة بين الاستثمار الأولي والعائد المحقق من طرف المستثمر ، حيث لا يعتمد العائد على التوزيعات المحصلة ولكن على فائض القيمة المحقق حينما يتم التنازل عن الأسهم من طرف مالكيها.

حتى يتم إدراج المؤسسة في البورصة عادة يتم اللجوء إلى وسيط مالي بنكي والذي يعتبر حلقة الربط بين المؤسسة وباقي المتدخلين على مستوى السوق للقيام بعمليات بيع الأسهم للجمهور. بالنسبة لأسهم المؤسسات الغير مدرجة في السوق فإنه يتم تداولها على مستوى سوق يومي يلتقي من خلاله مباشرة المشتريين بالبائعين وهو بذلك سوق حر وغير رسمي (marché de gré à gré) .

عموما تمثل الاستثمارات في الأوراق المالية ما يقارب 20% من استثمارات البنوك التجارية وتأتي في المرتبة الثانية بعد القروض من حيث الأهمية ، ويرتبط الاستثمار في الأوراق المالية في البنوك بالسياسات التالية:

<sup>1</sup> من أهم المستثمرين على مستوى السوق المالي نذكر المستثمرين المؤسسين على غرار شركات التأمين وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد والبنوك.  
<sup>2</sup> Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN, 2004, « Monnaie, Banque, Finance », PUF, P.24.

- حجم الأموال الموجهة للإقراض وحجم الأموال المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية ، حيث تفضل معظم البنوك التجارية توجيه الأموال للقروض لارتفاع العائد الخاص بها وسرعة دورانها.
- تحديد المستوى المقبول من المخاطر ، حيث تتعرض الأوراق المالية التي يستثمر فيها البنك أمواله إلى نوعين من المخاطر هما:
- مخاطر عامة (منتظمة): وهي مخاطر تتعرض لها كافة أنواع الأوراق المالية بصرف النظر عن طبيعة الشركة المصدرة لهذه الأوراق وتتبع هذه المخاطر من العناصر المؤثرة على كفاءة السوق المالي.
- مخاطر عامة ( غير منتظمة): وترجع لأسباب متعلقة بالشركة مصدرة الورقة المالية مثل عدم قدرة الشركة على سداد قيمة الورقة أو الفوائد.
- التنويع: حيث أن قيام البنك التجاري بتنويع محفظة استثماراته في الأوراق المالية يحقق له درجة أقل من المخاطر ويمكن أن يتم التنويع من خلال:
- تنويع جهة الإصدار ، أي من خلال الاستثمار في أوراق مالية صادرة من شركات متعددة.
- تنويع تاريخ الاستحقاق: بتوزيع الأموال المستثمرة في الأوراق المالية على أوراق مالية متنوعة آجال الاستحقاق ، بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا هذه الأوراق وتقليل مخاطرها ، فعلى سبيل المثال تتميز الأوراق المالية قصيرة الأجل بدرجة سيولة عالية وعائد منخفض عكس ما يتوافر في الأوراق المالية طويلة الأجل.

## 9- المنتجات المالية المشتقة:

المنتجات المالية المشتقة هي منتجات ثانوية تغطي كل العمليات على المشتقات، أي الأصول المالية التي تسند إلى أدوات أخرى (مشتقة) أي أصول مالية أقوى ، وتتعدى إلى المواد الأولية والعملات الأجنبية و معدلات الفائدة و إلى مؤشرات أخرى كمؤشر السوق المالي.

كما يطلق على المنتجات المالية المشتقة بالأدوات المالية الثانوية أو أدوات التغطية، حيث أن نشأت هذه الأدوات يرتبط بتجنب أو تغطية الأخطار.

تتضمن هذه المنتجات كل الأدوات المالية الثانوية ، شريطة أن تكون قابلة للتفاوض على مستوى السوق المالي ، وبالتالي يمكن أن تكون موضوع للمقاصة.

فعلى سبيل المثال توجد في كندا منتجات مشتقة للمنتجات الزراعية والعملات والمعادن النفيسة والأسهم ومؤشرات البورصة والسندات الحكومية ووثائق القبول البنكية. وتهيمن على أهم المعاملات بالنسبة لهذا النوع من المنتجات كل من البنوك ومؤسسات المضاربة.

وأهم الأسواق الآجلة على المستوى الدولي نذكر سوق شيكاغو المالي<sup>1</sup> (CME) في الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى سوق لندن المالية.

الأدوات المالية المشتقة هي أدوات جديدة حيث أن حاملها لا يكون مالكا في حصة بالشركات وإنما له الحق في شراء أو بيع أسهم محددة في تاريخ محدد وبسعر محدد.

لا يشترط على مشتري الخيار التزام بيع أو شراء وإنما يستطيع أن يستخدمه في أي وقت ، وسوف نتناول كل نوع من الأدوات المالية المشتقة بشيء من التفصيل فيما يأتي:

### 1.9 - العقود الاختيارية:

وهي عقود تعطي حاملها أو مشتريها الحق أو الاختيار - وليس الالتزام - في تنفيذ عملية شراء أو بيع أصل أو ورقة مالية معينة أو سلعة معينة في المستقبل أو عدم تنفيذ ذلك مقابل قيام مشتري هذا العقد بدفع علاوة أو مكافئة لطرف آخر يسمى مانح أو محرر عقد الاختيار للحصول على هذا الحق<sup>2</sup>.

وهناك بعض المفاهيم الواجب الإشارة إليها في عقود الاختيارات وهي<sup>3</sup>:

المشتري أو حامل عقد الاختيار والبائع أو محرر عقد الاختيار وسعر الممارسة أو التنفيذ والعلاوة وسعر السوق وتاريخ التنفيذ وغيرها من المفاهيم التي نلخصها من خلال الجدول الموالي:

<sup>1</sup> بلغت حجم رسملة سوق شيكاغو المالي في أكتوبر سنة 2006، 30 مليار دولار أمريكي والذي كان يسمى بـ "Chicago Board of Trade" ثم أصبح "Chicago Mercantile Exchange"

<sup>2</sup> John Hull, «introduction to futures and options Markets», prentice-Hall, second Edition, 1995, P.172.

<sup>3</sup> محمود عبد السلام عمر، المشتقات، البنك المركزي المصري، المعهد المصرفي، ماي 1996، ص، ص 8-9.

جدول رقم 03 : مفاهيم عقد الاختيار

مشتري أو حامل عقد الاختيار Buyer	وهو الطرف الذي يقوم بشراء الحق في الشراء أو بيع الأصل موضوع الاختيار.
بائع أو محرر عقد الاختيار Writer	وهو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد - شراء أو بيع الأصل موضوع العقد-في حالة طلب المشتري التنفيذ للعقد.
سعر الممارسة أو التنفيذ Exercise or striking price	وهو السعر المحدد سلفا لتنفيذ عقد الاختيار أي سعر الشراء أو سعر بيع السلعة محل العقد قبل تاريخ الاستحقاق المتفق عليه.
العلاوة Premium	وهو ما يدفعه المشتري لحق الاختيار للبائع مقابل الشراء، وغالبا ما تحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد أو وفقا لدرجة تذبذب الأصل أو العملة أو الورقة المالية موضوع العقد.
السعر السوقي Market Price	وهو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ التنفيذ أو في آخر يوم في فترة العقد.
تاريخ التنفيذ Exercice Date	وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.
تاريخ الانتهاء Expiration Date	وهو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

المصدر: من إعداد الباحث نقلا عن آخرين.

ويمكن تناول أنواع عقود الخيارات فيما يلي:

- من حيث نوع العقد:

\* اختيار الشراء Call Option:

وهو عقد يعطي للبنك أو المستثمر مشتري عقد الاختيار الحق في شراء الأصل أو السلعة موضوع الاختيار من طرف آخر وهو محرر الاختيار وذلك بسعر معين متفق عليه في تاريخ العقد.

ج - العقود الآجلة والمستقبلية :

هي عبارة عن التزام بيع أو شراء كمية معينة من المواد الأولية أو العملات الأجنبية أو السندات ، بسعر متفق عليه وفي تاريخ محدد أو حسب رزنامة زمنية محددة.

ويمكن أن تستند العقود الآجلة إلى مؤشر بالإضافة إلى استنادها إلى الأصول المالية والغير مالية.

د- عقود التبادل :

هي عقود يتم إبرامها بين طرفين متفقين على القيام بعملية التبادل في تاريخ محدد وحسب قواعد محددة مسبقا مقابل القيام بدفع المبالغ الخاصة بالدين.

ومن بين أهم العقود نذكر العقود الخاصة بمعدلات الفائدة وعقود الصرف ، والعقود الخاصة بالعملات الأجنبية.

فعلى سبيل المثال تؤدي العقود الخاصة بمعدلات الفائدة إلى تبادل دفع معدلات الفائدة بطبيعة مختلفة ، أي بمعدل ثابت بالنسبة لعملة معينة وبمعدل متغير بالنسبة لعملات أخرى.

في هذا الشأن تضمن العمليات الخاصة بالصرف (العمليات الآجلة) كل العمليات المقيمة بالعملات الأجنبية حسب معدل صرف محدد مسبقا.

أما العقود الخاصة بالعملات الأجنبية فهي تخص تبادل في فترة زمنية معينة وحسب قواعد محددة مسبقا ، أي الأصل الخاص بعملتين مختلفتين في تاريخ لاحق مقابل تسديد في تاريخ لاحق كل من قيمة الأصل والفوائد.

هـ- عقود ضمان المعدلات (أو اتفاق المعدلات المستقبلية):

هي عبارة عن عقود تهدف إلى حماية المستثمر من خطر تغير معدلات الفائدة ، حيث يلتزم الطرفين بتسديد في تاريخ محدد الفرق بين المعدل المتفق عليه في العقد ، ومعدل الفائدة السائد في السوق عند تاريخ الاستحقاق.

**و- عقود Swaps :**

يسمح هذا النوع من العقود من تبادل ديون بمعدلات ثابتة مقابل ديون بمعدلات متغيرة ، أو ديون بالعملة الأجنبية ديون بالدولار مثلا مقابل ديون باليورو .

كما يوفر هذا النوع من العقود للمؤسسات من الاقتراض بالدولار أو باليورو حسب شروط كل قرض حيث تتفاوض بعد الحصول على القرض على عقد Swap مع مؤسسات أخرى لها احتياجات من نفس العملات وبشروط أكثر يسرا ماليا.

**2.9- بعض الأخطار المرتبطة بالمنتجات المالية المشتقة:**

نشير في البداية أن أصل نشأت ونمو المنتجات المالية المشتقة إلى اهتمام المؤسسات المالية والبنوك بتغطية مختلف أنواع المخاطر المالية التي تتعرض لها والتي نختصرها فيما يلي:

- خطر المعدل.
- خطر الصرف.
- خطر تغير أسعار المواد الأولية.
- خطر القروض (ومقابلاتها).

حيث تستخدم المشتقات لأغراض تغطية مختلف هذه المخاطر وذلك للتقليل من خطر تعرض المؤسسة أو البنك لمخاطر تغير أسعار الصرف أو تغير معدلات الفائدة ، ويتم ذلك عادة من خلال تغطية المخاطر بالنسبة لبعض المعاملات ، وكذلك من خلال استخدام إستراتيجية تغطية المخاطر المتعلقة بقائمة مراكزها المالية ككل ، وتقيد المشتقات ذات العلاقة كمشتقات مقتناة لأغراض المتاجرة.

**10- التمويل عبر شركة رأس المال المخاطر:**

رأس المال المخاطر هو تقنية تمويلية تعتمد على التمويل من أعلى الميزانية أي من خلال المساهمة في الأموال الذاتية ، ظهرت هذه التقنية في السبعينات في الولايات المتحدة مع شركات تعمل في مجال التكنولوجيا.

ويفتح هذا النوع من التمويل آفاق جديدة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث يعد بديلا هاما لأسلوب التمويل المصرفي الذي يعتمد على القروض ، وتقوم شركات رأس مال المخاطر بمشاركة أصحاب المؤسسة في رأسمال دون ضمان العائد ولا المبلغ الأصلي.

تختلف عملية التمويل حسب المراحل التي توجد فيها المؤسسة وهي ثلاثة مراحل رئيسية :

- رأسمال الإنشاء.
- رأسمال التنمية والتطوير.
- رأسمال تحويل الملكية.

في هذه الحالة تختلف احتياجات المؤسسة باختلاف مراحل إنشائها وهي أصعب مرحلة بحيث يتم تغطية نفقات البحث والتطوير والتجديد وغيرها ثم مرحلة النمو والتوسع وهي مرحلة الدخول في عملية الإنتاج والحصول على تدفقات مالية من شأنها تغطية بعض التكاليف الثابتة مقابل تمويل خارجي لتغطية التكاليف المتغيرة ، ثم مرحلة تحويل الملكية وفي هذه الحالة يتم تمويل الملاك الجدد للمؤسسة أو تمويل مؤسسة مالكة لرأسمال في مؤسسة أخرى عبر حصص الأسهم.

### المبحث الثالث : أخطار التمويل البنكي

بعدما تناولنا لمختلف أنماط تمويل المؤسسات سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مختلف أخطار التمويل البنكي . إذ يعرف الخطر بأنه مدى انحراف أو تشتت القيم الفعلية للإيرادات أو تدفقات الأموال عن متوسط القيم المتوقعة ، وهو ما يمكن قياسه بالانحراف المعياري أو التباين<sup>1</sup>. ومن الطبيعي أنه كلما زادت درجة المخاطرة التي يتعرض لها البنك في إدارة أصوله وخصومه كلما أثر ذلك على هدف البنك الأساسي وهو تعظيم ثروة الملاك أو القيم السوقية للأسهم ، وبالتالي تتوقف كفاءة البنك وقدرته على تحقيق أهدافه على التقليل من هذه المخاطر .

كما يرتبط مفهوم الخطر بنقص الرؤية اتجاه النتائج المستقبلية ، بالنسبة لحالة القروض فالمشكلة تتعلق بصعوبة معرفة بطريقة مؤكدة قيمة الخسائر الناتجة عن عدم تسديد الالتزامات<sup>2</sup>، وتتمثل مخاطر التمويل البنكي فيما يلي:

<sup>1</sup> Shelagh Heffernan,1996,"Modern banking in theory and practice "edition Wiley,london.P.164

<sup>2</sup> في حالة ما إذا كانت الأموال الذاتية للبنك غير كافية، فإن الديون تتحمل عملية فقدان القيمة، أي أنه ليس للبنك الوسائل الكافية لضمان قيمة الالتزامات لدى المدينين ، أي لا ملاءة البنك.

**1- خطر الائتمان:**

يأتي هذا الخطر من احتمال عدم قدرة المقترض على سداد أصل القرض أو فوائده، أو عدم قدرة الشركة المصدرة للأوراق المالية التي (استثمر فيها البنك) على سداد قيمة الأوراق أو عوائدها ، ويرتبط هذا الخطر بجودة محفظة القروض والاستثمارات في الأوراق المالية وغالبا ما ترتفع درجة الخطر في القروض عن الأوراق المالية<sup>1</sup>.

يمكن السيطرة على هذا الخطر جزئيا عن طريق دراسة الملاءة المالية للعميل المقترض ومدى قدرته على السداد كضمان أولي لسداد القرض، والحصول على أصول أو أوراق مالية أو بضاعة كضمان ثانوي للقرض ، وكذلك من خلال دراسة الحالة المالية للشركات المصدرة للأوراق المالية التي يرغب البنك في الاستثمار فيها . إلا أنه لا يمكن السيطرة على جزء آخر من خطر الائتمان يتمثل في عدم السداد الناتج عن الظروف الاقتصادية العامة أو الكوارث الطبيعية.

ونشير في هذا المجال أنه يجب التمييز بين التمويل الذي يربط تسديده بنجاح المشروع (قرض سكن أو قرض استهلاكي) ، والالتزامات التي ترتبط تسديداتها بالتدفقات المالية المحصلة للمشروع الممول (قروض نقدية أو قروض استثمار أو إيجار...الخ).

**2- خطر السيولة:**

ينتج هذا الخطر عن عدم قدرة البنك على سداد الخصوم والالتزامات في آجال استحقاقها، نظرا لعدم موائمة إدارة البنك بين آجال استحقاق كل من الأصول والخصوم. وتحسب البنوك نسبة السيولة بطريقتين:

$$\text{نسبة السيولة} = \text{رأس المال العامل} / \text{رقم الأعمال (بالأيام)}.$$

تمكن هذه الطريقة من معرفة المدة الزمنية لتغطية رقم الأعمال لاحتياجات المؤسسة من رأس المال العامل.

$$\text{نسبة السيولة} = \text{الأصول الجارية} / \text{الديون قصيرة الأجل} \times 100$$

<sup>1</sup> Timothy W.koch,S.Scott Mac Donald,2006,"Bank management "،7<sup>th</sup> edition previous.P.121

تشتد البنوك التجارية على المؤسسات الاقتصادية أن تتجاوز هذه النسبة لديها 100% ، وترتبط المتاعب التي يمكن أن تتعرض لها البنوك على مستوى نقدياتها ارتباطا وثيقا بصعوبة تقدير احتياجات البنك من السيولة نتيجة السحب غير المتوقع للودائع ، وتعطى نسبة السيولة العامة بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول السائلة}}{\text{مجموع الودائع}}$$

وتتألف الأصول السائلة من عمولات القروض والأموال التي يقرضها البنك من الغير . والمصرفي الناجح هو ذلك الذي يستطيع أن يحقق توافقا دقيقا بين عاملي السيولة والربحية ليحافظ في الوقت نفسه على سلامة مركزه المالي.

إن تدهور المركز المالي للبنك من بين الدوافع الأساسية التي تجعله يلجأ إلى البنك المركزي للحصول على سيولة إضافية (في أغلب الأحيان مقابل معدلات إعادة خصم عالية). يصنف خطر السيولة في نوعين من المخاطر هما:

#### أ- خطر السيولة المرتبط بالتمويل:

يأتي مصدر خطر السيولة من عدم قدرة البنك في الظروف العادية على الحصول على السيولة الكافية لسداد التزاماته ، أي الحصول على ودائع جديدة أو قرض جديد أو عدم قدرته على تسيير أصوله.

#### ب- خطر السيولة المرتبط بالسوق:

ينتج هذا النوع من الأخطار من حدوث حركة سحب مفاجئة على الودائع مما يؤدي الى عدم تحكم البنك في عمليات السداد دون حدوث خسائر متوقعة.

#### ج- خطر الملاءة المالية (Risque de solvabilité):

ينتج خطر الملاءة المالية من جهل البنك لمرد ودية أصوله ، من جهة وافتقاره للمعلومات الكافية حول المدخرين من جهة ثانية ، ويحسب خطر الملاءة المالية وفقا للعلاقة التالية:

<sup>1</sup> Revue Banque N° 578, Février 1997, P 50.

نسبة الملاءة المالية = مجموع الأموال الذاتية / مجموع خطر التمويل.

تعمل البنوك على التقليل من الخسائر المرتبطة بهذا النوع من الأخطار عن طريق إتباع إستراتيجية تقوم على تنويع الأخطار بما يتناسب مع حافظة المديونية (سواء كانت ديون مشكوك في تحصيلها أو ديون معدومة).

قد تقوم بعض البنوك بالتخصص في خدمة فئة محدودة من الزبائن للتقليل من أخطار الملاءة المالية ولحماية البنك من الصدمات الخارجية<sup>1</sup> (تغير أسعار الصرف أو معدلات الفائدة في الخارج).

من جانب آخر فإن اهتمام البنوك هو البحث المستمر عن تحقيق مردودية عالية مما يجبرها على الاستثمار في أصول عالية المخاطر، وتنويع استثماراتها لتجاوز الظروف الاقتصادية الطرفية ، وحتى تجبر البنوك على تنويع حوافظها تفرض لسلطة النقدية عليها الالتزام بمعامل تقسيم المخاطر والذي

يحدد سقف التزامات البنوك اتجاه كل زبون ، حيث لا يتجاوز نسبة معينة من الأموال الذاتية للبنك (15% بالنسبة للبنوك الأوروبية) ، وكل التزام يتم تحويله إلى معامل مرجح بنفس طريقة حساب نسبة الملاءة<sup>2</sup>.

#### د-الخطر الخاص بالتحويل:

ينشأ الخطر الخاص بالتحويل من طبيعة نشاط البنوك التجارية ، وقد عرفه Bryand وآخرون بأنه نشاط يعبر عن مدى قدرة البنك على تحويل بعض أصوله الأولية (الأسهم أو السندات) إلى أوراق غير مباشرة (ودائع لأجل أو ودائع ادخارية) حتى يستجيب لاحتياجات ورغبات المستثمرين.

لقد أشار كل من [1983] Diamand et dybvig إلى أنه إذا كانت الاحتياجات الحقيقية للمستهلكين غير معروفة بدقة فإن عقود الإيداع التي تعرضها البنوك على الزبائن تمكنهم من حماية أنفسهم من خطر

<sup>1</sup> Revue Banque N° 578 ,février 1997,P.50.

<sup>2</sup> Nicolas venard, 2001, « économie bancaire »,édition Bréal ,P 147.

السيولة ، كما تظل مردودية المشاريع الاستثمارية مرهونة بمدى قدرة المؤسسات على الحصول على قروض طويلة الأجل في الوقت الذي يفضل فيه المستهلكون الاحتفاظ بالأصول سائلة.

إن نشاط التحويل يضعف البنك ويجعله عرضة للآزمات من حيث سيولته وملاءته ، كما يؤثر على دوره كوسيط مالي في السوق ، وقد خلصت الدراسات التي قام بها كل من Diamand et Dybvig إلى أن البنوك تحتل وضعية مركزية في السوق (Domino) إذا تميز الطلب على السيولة بعدم اليقين ومشاريع المؤسسة عالية الخطورة.

### ت- خطر السوق أو خطر السعر:

ينتج هذا الخطر من انخفاض قيمة بعض عناصر الأصول أو الخصوم سوقياً، فالبنك يتعامل في أصول وخصوم تتأثر بصورة كبيرة بسعر السوق وخاصة عندما تتغير أسعار الفائدة بين كل من الأصول والخصوم من خلال الحالتين التاليتين:

- استثمار البنك في أصول (قروض أو أوراق مالية) ذات سعر فائدة متغير مع ثبات سعر الفائدة على الخصوم ، وبالتالي يؤدي أي انخفاض لسعر الفائدة في السوق إلى تعرض البنك لخسائر.
- استثمار البنك في أصول ذات سعر فائدة ثابتة وخصوم ذات سعر فائدة متغيرة مع اتجاه سعر الفائدة السوقي إلى الارتفاع.

وتختلف قدرة البنك على السيطرة على هذه الأخطار باختلاف نوعها حيث تنقسم إلى:

#### أ- أخطار عامة:

تنتج هذه الأخطار نتيجة تحرك كافة أدوات السوق مرة واحدة ، كما تحدث بفعل اتخاذ قرارات اقتصادية أو ظروف عامة وبالتالي لا يمكن التحكم في هذا النوع من الخطر.

#### ب- أخطار خاصة:

تنتج نتيجة تغير أسعار أداة معينة دون غيرها لأسباب ترتبط بمصدر هذه الأداة ، على غرار انخفاض الأرباح أو عوائد المحفظة المالية أو مؤشر الأوراق المالية المرتبط بصناعة معينة تعاني من ظروف كساد. ويجب أن تنتبأ إدارة البنك بمثل هذه الأخطار وتتحكم فيها عن طريق تنويع الاستثمارات.

### 3- خطر سعر الصرف:

يرجع سبب هذا النوع من الأخطار إلى التغيير في معدلات سعر الصرف للعملة الأجنبية مقابل العملة المحلية مما يؤثر على الإيرادات والتكاليف المرتبطة بالاستثمارات بالعملة الأجنبية ، ويزيد احتمال هذا الخطر مع زيادة حجم الاستثمارات بالعملة الأجنبية أو تركزها في عملية واحدة<sup>1</sup>.

#### 4- خطر سعر الفائدة:

يتعرض البنك لمخاطر سعر الفائدة حينما يتعرض لحالة عدم توازن من حيث الحجم أو آجال الاستحقاق بين الأصول و الخصوم الحساسة لسعر الفائدة ، مما يؤدي إلى احتمال حدوث خسائر للبنك عند تغير أسعار الفائدة سواء بالارتفاع أو بالانخفاض وبالتالي التأثير على صافي قيمة الأصول في الميزانية وهو ما يسميه البعض بخطر الفجوة<sup>2</sup>.

#### 5- خطر التشغيل:

ينتج خطر التشغيل عن قصور نظام المعلومات والرقابة في البنك عن التنبؤ بالأخطار المختلفة الأخرى ، مما يؤدي إلى تجاهل حدوثها وتكبد البنك لخسائر نتيجة لذلك وقد يرجع هذا القصور إلى أسباب فنية مرتبطة بنظام المعلومات نفسه أو أسباب إدارية أو تنظيمية.

#### 6- الخطر القانوني:

هي أخطار تأتي من صدور أحكام ولوائح أو قوانين تتعارض مع مصالح البنك وتؤثر على قدرته في إدارة الأصول والخصوم مثل الأحكام التشريعية وكذا الغرامات التي يفرضها البنك المركزي نتيجة ارتكاب البنك لتجاوزات في اللوائح والقوانين.

#### 7- خطر رأس المال:

ينتج هذا الخطر من انخفاض القيمة السوقية لأصول البنك عن الخصوم نتيجة لحدوث خسائر لسبب من الأسباب السابقة وبالتالي عدم قدرة البنك على سداد مستحقات العملاء ، مما يجبره على استخدام رأسماله في سداد الفروق بين الأصول والخصوم.

#### 8- الخطر النظامي:

قد يؤدي إفلاس أحد البنوك إلى فقدان ثقة المودعين في النظام البنكي ، وقد يؤدي ذلك إلى خطر سحب الودائع من البنوك الأخرى. كما أن إفلاس أحد البنوك يحمل البنوك الأخرى ارتفاع في تكلفة الموارد المالية

<sup>1</sup>Joel Bessis,1998,"Risk Management in Banking",London,wiley,PP.10-11.

<sup>2</sup> Joseph F.Sinky jr.op cit P 302.

المتاحة ، وإذا تعلق الأمر بمؤسسة مالية كبيرة الحجم فهناك خطر ارتفاع المعدلات بسبب زيادة عرض السندات المباعة ، وقد يؤدي ذلك إلى ظهور خطر السيولة مما يهدد سلامة كل النظام المالي.

كما ينقل الخطر النظامي الأزمة من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية تؤثر على الاقتصاد الحقيقي من خلال تأثيراتها على البنوك وعلى سلوك المودعين.

يحدث الخطر النظامي إذا أدى إفلاس مؤسسة مصرفية مهمة<sup>1</sup> (أو مجموعة من المؤسسات) مهما يكن مصدر الحادث إلى إفلاس متتالي لمجموعة من المؤسسات، مما يؤدي إلى وضعيات تصدع وانكسار حادة في النظام المصرفي والمالي بفعل أثر العدوى ويكون ذلك بسبب عوامل نفسية (سلوك الذعر للمتدخلين و/أو المودعين) أو تقنية (وسائل الدفع والأسواق النقدية) ، إذ أن البنك المركزي معني بالضرورة بها نظرا للارتباط الوثيق بين السياسات النقدية والاستقرار المالي، إذ أن وجود نظام مالي قوي وسليم يستوجب وجود سياسة نقدية فعالة ، حيث يظهر الخطر النظامي أزمة نظامية من خلال أمرين:

- الاختلال المبدئي في أحد الأنظمة ( سوق رأس المال، السوق المصرفي، وسائل الدفع) من خلال لعبة رد الفعل المتسلسل لينتشر إلى النظام المالي بمجمله.

- الاختلال المالي ليشمل الاقتصاد ككل.

فالأزمة النظامية تحدث عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك، أو تعثر البنوك ، إلى قيام البنوك بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك في إطار خطط إنقاذ مالي. كما كاد أن يحدث في المكسيك في ديسمبر 1994 لولا تدخل كل من صندوق النقد الدولي والولايات المتحدة الأمريكية التي أنقذت الموقف وجنبت البلدان المجاورة الوقوع في هذه الأزمة بفعل أثر العدوى.

من جانب آخر وحتى تتجنب بعض الدول المشاكل المالية الناتجة عن الأزمات المالية انشئت فرنسا مثلا سنة 2003 هيئة بعد ظهور الفضائح المالية الناتجة عن الأنترنت سميت بسلطة السوق المالي (AMF)<sup>2</sup> ، وصدر تشريع يدعم المسؤولية الجنائية للمسيرين و يسمح بمراقبة النظام المالي بطريقة أكثر صرامة وتحليل البيانات وتقديم التقييط المالي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> قد يؤدي إفلاس أحد البنوك إلى التأثير على استقرار النظام المالي في مجمله ، مما يدفع البنوك إلى عقلنة القروض rationnement du crédit والتخفيض من العرض والطلب الإجمالي.

<sup>2</sup> Fournier j.,Emonet c.,Sayegh-Geurmas L.,(2007), «la réglementation des marché financiers européens», édition economica ,gestion poche,P23.

<sup>3</sup> Berk J.,deMarzo P.,(2008), « finance d'entreprise »,pearson education ,France ,P.947.

**1.8 - خصائص المخاطر النظامية:**

تتميز المخاطر النظامية بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي المخاطر بما فيها المخاطر البنكية ، ويمكن أن نختصر هذه الخصائص فيما يلي:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام .
- شمولية هذه المخاطر ، إذ لا يقتصر تأثيره على شركة معينة أو قطاع معين أو نشاط معين.
- تتحدد هذه العوامل بالظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية و الإضرابات العامة أو حالات الكساد أو التضخم أو الحروب أو ارتفاع معدل سعر الفائدة .
- تمس المخاطر النظامية المؤسسات في مبيعاتها وأرباحها و تكون درجة المخاطر النظامية مرتفعة في الحالات التالية:
- في الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران .
- في الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من التكاليف الإجمالية أي التي يكون درجات الرفع التشغيلي فيها مرتفعة .
- في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة السكك الحديدية و غيرها .

عموماً يمكن القول أن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي التي تتأثر مبيعاتها و أرباحها و أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي العام و كذلك بنشاط سوق الأوراق المالية.

**2.8 - البنوك والخطر النظامي.**

نظراً لطبيعة عمل البنوك كوسيط مالي في عملية التمويل فإنه معني بإثارة المخاطر النظامية ، سواء كمصدر لها ، ناشر لها أو كضحية لهذه المخاطر.

من الممكن أن يكون البنك سبب في ظهور الأزمات من خلال وظيفة الوساطة المالية ، ويرتبط ذلك بالمخاطر التي تتعرض لها البنوك - من مخاطر سيولة ومخاطر القرض بالأخص- والتي يمكن أن تثير أزمة عدم ثقة في النظام المصرفي وبالتالي تهافت المودعين على البنوك لسحب ودائعهم مما قد يؤدي إلى حدوث أزمة نظامية وعلاوة على ذلك وحتى في غياب الذعر والخوف لدى المودعين وحالات الإفلاس يمكن أن تنشأ أزمة نظامية انطلاقاً من النظام المصرفي.

**9- تقدير وتقييم المخاطر البنكية بواسطة الأنظمة الخبيرة:**

يمكن تعريف الأنظمة الخبيرة على أنها برامج ذكية تفوق الخبرة البشرية ، وهذا يعني أنه من بين أهم

خصائصها هي الاستنتاج والتعمق والاستنباط والتزود المستمر بالمعلومات من أجل الوصول إلى حلول مناسبة لمشاكل معينة.

ومن بين الأمثلة الشائعة للأنظمة الخبيرة المطبقة في المجال المالي نجد (Taxadvisor) في مجال المراجعة المحاسبية ، و (Finex) في مجال التحليل المالي ، ( Event) في تشخيص النمو بالمؤسسة ، وبالتالي فإنه بإمكان أن يكون نظام الخبرة أداة فعالة لإيجاد الحلول التي تطرح على مستوى دراسة ملفات طلب القروض.

**10- التحليل بواسطة التحليل التنقيطي (التحليل التمييزي):**

ظهرت هذه الطريقة في الولايات المتحدة في فترة الستينات وتسمى بطريقة القرض التنقيطي ، وتعتمد في عملها على نموذج خطي يعطي لكل مؤسسة نقطة خاصة بها ، ليتم مقارنتها مع النقطة الحرجة التي تفصل بين قراري قبول الإقراض أو رفضه.

طريقة التنقيط هي إحدى الأساليب الإحصائية<sup>1</sup> التي تساعد البنوك على مواجهة خطر القرض ، ويمكن تعريفها بأنها طريقة تحليل إحصائي تسمح بإعطاء نقطة خاصة بكل زبون ، وتعتبر هذه النقطة على درجة الملاءة المالية ، وبذلك فهي من طرق التنبؤ الإحصائي تهدف إلى معرفة الحالة المالية للمؤسسة ، كما تساعد مؤسسة الإقراض على مراقبة احتمال عجز المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم ، وتعتمد هذه الطريقة على تقنية إحصائية تركز على التحليل الخطي التمييزي الذي يعمل على تصنيف المؤسسات إلى مؤسسات سليمة وعاجزة ، ولا يمكن لهذا التحليل أن يعمل دون إعداد نموذج يعمل من خلال معالجة قاعدة واسعة من المعلومات والبيانات المالية والمحاسبية لعدة مؤسسات.

<sup>1</sup> يمكن التحليل الإحصائي من تحديد مصدر تعثر الزبائن على ضوء تحليل عينة تاريخية ، وبناءا على نتائج التنقيط يمكن للبنك من معرفة هل أن الملف المقدم حاليا يقدم نفس خصائص القرض المتعثر خلال فترات سابقة.

يتم من خلال هذه الطريقة استخراج المتغيرات الأكثر دلالة على الملاءة المالية للمؤسسة من بين المتغيرات الكلية المدروسة ، مع ترجيح المتغيرات المستخرجة بمعاملات حسب درجتها التمييزية وذلك بهدف الوصول إلى علاقة خطية تمكن من تحديد النقطة النهائية (Z) لكل مؤسسة ثم توضع تلك النقطة في سلم التنقيط لمقارنتها مع النقطة الحرجة لهذا السلم والمحسوبة مسبقا ، ومن هذه المقارنة يسهل على البنك اتخاذ قرار منح القرض للزبون من عدمه ، وهو ما يجعل طريقة التنقيط من أنجع الطرق المستخدمة في مجال اتخاذ القرارات البنكية.

وعلى ضوء تحديد الخصائص الإحصائية لفئة المقترضين يمكن للبنك أن يقدر كل من :

- علاوة الخطر التي من شأنها أن تغطي احتمال تعثر أحد المدينين ( الأمل الرياضي للخسائر).
- هامش الربح على القروض من خلال تقييم الأموال الذاتية الآزمة والاهتمام بتحقيق مردودية<sup>1</sup>.

#### 11- صياغة الدالة (Z) :

بعد اختبار المتغيرات الداخلة في بناء النموذج ، يتم ربطها بمعاملات ترجيحية تمثل كل منها المساهمة النسبية للمغير ، حيث يقترن بها للتمييز بين مجموعة المؤسسات ، وبعد تحديد قيم تلك المعاملات يكون بالإمكان وضع دالة التنقيط على الشكل التالي:

$$Z = a_1R_1 + a_2R_2 + \dots + a_nR_n + b \dots \dots \dots (46)$$

حيث نرسم بـ:

Z : النقطة النهائية (Score)

a<sub>n</sub> : معامل الترجيح.

R<sub>n</sub> : النسبة الداخلية في النموذج.

b : ثابت.

#### 12- تنوع الزبائن واقتسام المخاطر:

يعتبر التنوع أحد أهم الأساليب التي يعتمد عليها البنك التجاري في إدارة المخاطر الائتمانية وذلك نظرا للدور الذي يلعبه في التقليل من المخاطر التي يتعرض لها البنك نتيجة تركيز تعاملاته مع عميل وحيد أو قطاع معين

<sup>1</sup> Nicolas Venard, 2001,op,cit .P.101.

من النشاط الاقتصادي ، ويترجم التنوع من خلال تنوع محفظة القروض على مجموعة كبيرة من الزبائن والقطاعات بشكل يقلص من تعرضها للمخاطر البنكية.

ويمكن للبنوك أن تطبق التنوع بصور مختلفة منها:

- وضع حد أقصى للائتمان الممنوح لكل عميل ولكل قطاع.
- تنوع القروض وفقا لتواريخ الاستحقاق.
- تنوع القروض على أساس الموقع الجغرافي للنشاط الذي توجد فيه.
- تنوع النشاط حسب الضمانات المقدمة (قروض بضمانات حقيقية أو بضمانات شخصية).

كما يمكن للبنك التقليل من احتمالات التعرض للمخاطر الائتمانية بالاشتراك مع بنك آخر مقابل طلب ضمان مشترك ، ويعتبر هذا الإجراء ضروريا إذا كانت قيمة القروض كبيرة نسبيا، ومن مزايا هذه الإستراتيجية أن يتم إسناد عملية تقييم ملف القرض والضمانات البنكية لعدة إطارات من بنوك مختلفة.

بعد ما تطرقنا في الفصل الثاني إلى مختلف أنماط تمويل المؤسسات في ظل نمط الاستدانة إلى جانب الأخطار المرتبطة بالتمويل سواء البنكي أو الأخطار النظامية الخاصة بالتمويل المباشر من الأسواق المالية ، سننتقل فيما يلي إلى نظرية تكوين الأسعار المالية في ظل نماذج السوق ومختلف النماذج والنظريات المرتبطة بها.

## الفصل الثالث: نظرية تكوين الأصول المالية في ظل نماذج السوق

## تمهيد:

بعد ما تناولنا في الفصل الثاني مختلف أشكال تمويل المؤسسات في ظل أنماط الاستدانة وتبعاتها على تكاليف التمويل والأخطار المرتبطة به ، سوف نتناول من خلال هذا الفصل كيف ينشأ توازن السوق المالي بالنظر إلى خصوصية سلوك الأعوان الاقتصاديين أي كيف تتكون الأسعار المالية في ظل نماذج السوق ، بحيث إذا حقق كل المستثمرين على مستوى السوق المالي اختياراتهم بالنسبة للحفاظ المالية بواسطة النموذج العادي لـ Markowitz ، وإذا كان هذا السوق يتمتع بالمنافسة التامة والكاملة ، فيمكن الربط بين الخطر والمردودية الخاصة بالأصول المالية ، و سمي هذا النموذج بالنموذج الخاص بسعر الخطر أو نموذج تقييم الأصول المالية<sup>1</sup> (MEDAF).

## المبحث الأول: نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF)

في البداية نشير إلى أن W.Sharpe قام بتطوير نموذج تسيير الحوافظ المالية لـ Markowitz بناء على متغير واحد من شأنه أن يؤثر على مردود القيم المنقولة ، وعرض هذا النموذج حسب المعادلة التالية :

$$\hat{R} = \alpha_i + \beta_i \hat{A} + \varepsilon_i \dots \dots \dots (1)$$

حيث نستخدم الرموز التالية :

$\hat{R}$  : ترمز إلى العائد على القيم المنقولة.

$\hat{A}$  : ترمز لقيمة المؤشر الاقتصادي المرجعي.

$\varepsilon_i$  : ترمز إلى نسبة خطأ التقدير.

حيث تم اختيار عدة نماذج تخص هذه الفرضيات ، وقد تم التوصل إلى أنه أحسن النتائج تتحقق في حالة إخراج النموذج أي حينما يتم اعتبار أن I هو مؤشر لسلوك سوق البورصة نفسه.

ونموذج الانحدار الذي يسمح باختيار هذه المتغيرات هو نموذج السوق الذي نحصل عليه حسب العلاقة التالية:

<sup>1</sup> MEDAF : le modèle d'évaluation des actifs financiers ou Capital Asset pricing Model (CAPM).

$$\hat{R}_i = \alpha_i + \beta_i \hat{R}_M + \hat{\epsilon}_i \dots \dots \dots (2)$$

و للحصول على تقدير ينسجم مع المعطيات السابقة ينبغي استخدام مؤشر لسوق البورصة يستجيب لثلاثة شروط التالية :

1- يجب أن يكون شاملا أي أن يتم حسابه بناء على كل الأصول المالية العالية الخطورة المدروسة على مستوى السوق<sup>1</sup>.

2- أن يكون مؤشر للعائد وليس فقط مؤشر سعري ، أي يجب أن يأخذ بعين الاعتبار كل المداخل السائلة الموزعة ( العوائد الموزعة والفوائد).

3- يجب أن يكون مؤشر مرجح وليس وسط حسابي بسيط.

إن قراءة قيمة المعامل  $\beta_i$  مهمة جدا ، حيث تقيس تباين مردود القيمة  $i$  .ويقيس التباين تأثير تغير  $R_M$  على  $R_i$ .

إذا كانت  $\beta_i$  أقل من الواحد فان فيطلق على قيمة  $i$  بأنها دفاعية ، أي أنه يتم تحميل التغير في  $R_M$  بطريقة منتظمة في تغير  $R_i$  وذلك لأسباب نظامية.

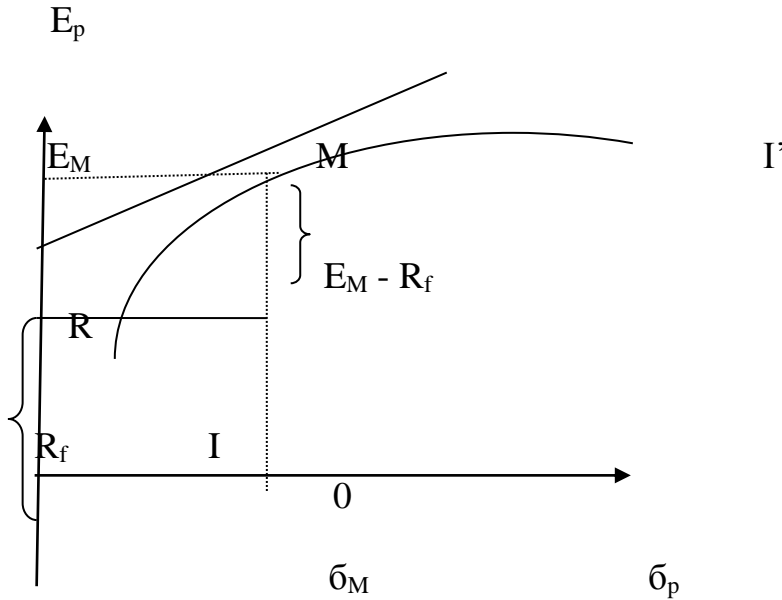
أما إذا كانت قيمة المعامل  $\beta_i$  أكبر من الواحد الصحيح فيطلق على قيمة  $i$  بأنها هجومية ، أي أنه تم تحميل التغير في قيمة  $R_M$  بطريقة مكثفة في تغير قيمة  $R_i$  .

وبذلك نكتشف و بطريقة آلية بأن المعامل  $\beta$  أخذ أهمية مركزية في التحاليل المالية المعاصرة ، وهو مؤشر للمخاطر التي تتضمنها القيم المنقولة.

ويمكن تمثيل ذلك بيانيا من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> يتم إعداد هذا المؤشر على اعتبار أنه توجد الأصول المالية عالية الخطورة في محيط اقتصادي ومالي يمثل كل الأصول الحقيقية بما فيها رأس المال البشري الذي يمكن أن يكون موضوع لمعاملات اقتصادية، مع العلم أن جزء فقط من الأصول المالية مدرجة في البورصة وبذلك تدمج في عملية الحساب.

شكل رقم 07: نموذج السوق



المصدر: Robert Cobbaut, op., Cit P.226

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن النقطة I تمثل حافظة مالية Z ، حينما تكون  $X_i=1$  ، وتمثل النقطة M الحافظة المالية من النوع Z إذا كانت  $X_M=1$ .

### 1 - نموذج تقييم الأصول المالية:

من خلال نموذج (SML) لاحظنا أن المعلم الوحيد المؤثر على القيمة  $i$  هو تباين العائد الخاص بلقيمة المنية مع حافظة السوق ، ويمكن تحديد هذا التباين من خلال نموذج السوق الذي تم شرحه سابقا ، في نموذج تقييم الأصول المالية يتم تحديد قيمة  $\sigma_i$  من خلال منحنى انحدار  $R_i$  على المحور  $R_M$  والمسمى بالخط المميز للقيمة  $i$  ، والاحتمالات المرتبط بمختلف قيم  $R_M$  وذلك حسب ما هو موضح في الشكل رقم.....

ونعبر عن ذلك من خلال العلاقات التالية:

إذا افترضنا أن،

$$Pr(\dot{R}_M) \text{ و } Pr(\dot{R}_i / \dot{R}_M) \text{ ونعلم أن :}$$

<sup>1</sup> Robbert Cobbaut, op ;cit,p.230.

$$\Pr(\hat{R}_M, \hat{R}_i) = \Pr(\hat{R}_i / \hat{R}_M) \cdot \Pr(\hat{R}_M)$$

ونعلم كذلك أن :

$$\sigma_{iM} \equiv \sigma(\hat{R}_i / \hat{R}_M) = \sum \Pr(\hat{R}_i, \hat{R}_M)(\hat{R}_i - E_M) \dots (3)$$

تعتبر هذه العلاقة الأخيرة هامة جدا لبناء نموذج تقييم عملي وحقيقي، حيث تركز هذه الأخيرة على فرضية أنه نمتلك قدرات تقدير تحدد بـ  $\hat{R}_M$  أي انطلاقا من  $\hat{R}_i$  ووفقا لشروط  $\hat{R}_M$ . من جانب آخر نمتلك نموذج قياسي قابل للتجربة وهو نموذج السوق والذي يسمح بشرح العلاقة بين كل من  $R_M$  و  $R_i$  وإذا تجاوزها مستوى خطأ التقدير على اعتبار أن أمله الرياضي سلبي نحصل على العلاقة التالية :

$$\hat{R}_i = \alpha_i + \beta_i \hat{R}_M \dots (4)$$

و

$$E_i = \alpha_i + \beta_i E_M \dots (5)$$

وإذا أدرجنا هاتين العلاقتين في المعادلة ..... نحصل على ما يلي:

$$\sigma_{iM} = \sum \Pr(\hat{R}_i, \hat{R}_M)[(\alpha_i + \beta_i \hat{R}_M) - (\alpha_i + \beta_i E_M)](\hat{R}_M - E_M) \dots (6)$$

$$\sigma_{iM} = \sum \Pr(\hat{R}_i, \hat{R}_M)[\beta_i(\hat{R}_M - E_M)](\hat{R}_M - E_M) \dots (7)$$

$$\sigma_{iM} = \beta_i \sum \Pr(\hat{R}_i, \hat{R}_M)(\hat{R}_M - E_M) \dots (8)$$

$$\sigma_{iM} = \beta_i \sigma_M^2 \dots (9)$$

أي أن :

$$\beta_i = \sigma_{iM} / \sigma_M^2 \dots (10)$$

وتبين المعادلة السابقة أن هناك علاقة بين نموذج السوق، أي علاقة تطبيقية بين كل من العائد على القيم المستثمرة وعوائد الحافظة على مستوى السوق.

وبناء على ذلك تم تحديد الإطار المفاهيمي لنموذج تقييم الأصول المالية أو ما يسمى بنموذج MEDAF

أي من خلال المعادلة التالية :

$$E(\hat{R}_i) = R_f + (E(\hat{R}_M) - R_f) \beta_i \dots \dots \dots (11)$$

نكتشف من خلال هذه المعادلة أن تقدير المعامل  $\beta$  حسب نموذج السوق كافي لجعل النموذج التقييم عملي،حي أن هذا المعامل يمتلك بعض الاستقرار حسب عنصر الزمن، ويشترط لتطبيق هذا النموذج إمكانية إعداد تقديرات بشأن تقييم مجموع السوق المالي أي عبر المعامل  $R_M$ ، ولذلك سنتمكن من الناحية المنهجية من ربط العلاقة بين تقييم السوق المالي وتقييم الأصول الفردية.

إن الأمل الرياضي لتحقيق عائد للقيمة  $i$  يساوي عائد الأصل الخالي من الخطر يضاف إليه الأمل الرياضي لعلاوة الخطر الخاصة بالقيمة  $i$ . هذه الأخيرة هي نتاج الأمل الرياضي لعلاوة الخطر الفردية للسوق مقدرة بمعامل يقيس مدى مساهمة القيمة  $i$  في الخطر الكلي الخاص بالحافظة في السوق وإذا عوضنا قيمة  $\beta_i$  بقيمتها في المعادلة السابقة نحصل على ما يلي:

$$E_i = R_f + (E_M - R_f) \sigma_{iM} / \sigma_M \dots \dots \dots (12)$$

وعليه تصبح المعادلة النهائية كما يلي:

$$\sigma_{iM} / \sigma_M = \rho_{iM} \sigma_i \sigma_M / \sigma_M = \rho_{iM} \sigma_i \dots \dots \dots (13)$$

### 1.1- تفسير المعامل بيتا Beta:

أثبتت مجموع الاختبارات حول نموذج MEDAF بأنه نموذج يربط كل المتغيرات التي تم تقديرها ، ولكن لا يمكن ملاحظة من الناحية العملية تتبأت الأعوان الاقتصاديين ، وما يمكن ملاحظته فعلا هي المردوديات التي تحققت خلال فترات سابقة بالنسبة لمجموع الأسهم موضوع الدراسة.

وحتى يمكن ربط العلاقة بين التنبآت وما تحقق فعلا نقترح العلاقة التالية :

$$R_{i,t} - R_0 = \alpha_i + \beta_i(R_{M,t} - R_0) + e_{i,t} \dots \dots \dots (14)$$

حيث أن  $e_{i,t}$  هو متغير عشوائي حسب العلاقة  $E(e_i) = 0$

$$\text{cov}(e_i, R_M) = 0 \text{ و}$$

وبالنسبة لكل القيم  $\text{cov}(e_{i,t}, e_{i,t-1})$

حيث أن  $k \neq 0$

$$\alpha_i = 0 \text{ و}$$

وإذا أخذنا بعين الاعتبار الأمل الرياضي لطرفي هذه المساواة فسنجد العلاقة الأساسية لنموذج MEDAF ويمكن تعديل العلاقة السابقة من خلال الملاحظات التي يتم أخذها على مستوى السوق.

حيث يشكل الانحدار الخطي :

$$R_{i,t} - R_0 \text{ المتغير التابع.}$$

$$\text{و } R_{M,t} - R_0 \text{ المتغير المستقل.}$$

مما يسمح لنا باختبار مدى إمكانية الحصول على قياس دقيق للمعلم  $\alpha_i$  بشكل يختلف عن الصفر الصحيح كما تسمح لنا هذه العملية من إعداد تقديرات لمختلف معالم بيتا المتعلقة بالسندات والتي تعتبر أساسية لتكوين الحافظة المالية ( وذلك رغم أن نموذج MEDAF لا يعتبر أن بيتا ثابتة).

## 2- بعض طرق اختبار نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF):

من بين أهم طرق اختبار نموذج تقييم الأصول المالية نذكر نموذج Black, Jensen et Scholes

### 1.2 - طريقة Black, Jensen et Scholes

نشر كل من Black, Jensen et Scholes عمل مقبول من الناحية المنهجية حيث تمت دراسة مجموع السندات التي تم تداولها على مستوى سوق نيويورك (NYSE) خلال الفترة الممتدة ما بين 1926 و 1965 وذلك من خلال اعتماد طريقة الانحدار بالنسبة لكل المعاملات بيتا والمتعلقة بالسندات المتوفرة خلال الفترة

الممتدة ما بين 1926 و 1930، آخذين بعين الاعتبار سوق الحوافظ المالية للسندات المتداولة على مستوى سوق نيويورك المالي وباستخدام المر دودية الإضافية أو علاوة الخطر بالنسبة لمعدل سندات الخزينة. تم بعد ذلك ترتيب السندات حسب الاتجاه التناقصي للمعامل بيتا  $\beta$  وذلك بعد تجميع الحوافظ المالية.

## المبحث الثاني : النظرية الموحدة الموسعة لكفاءة السوق

تعتبر النظرية الموحدة لكفاءة السوق شكل متطور من النظرية الموحدة الموسعة وتهدف إلى عرض فرضيات أكثر قبولا للواقع الملاحظ وتقوم في الوقت نفسه على الاحتفاظ بخصوصية العقلانية التي تعتبر احد أهم ركائز الأفكار النيوكلاسيكية في المجال المالي.

### 1 - المضاربة.

يعبر نشاط المضاربة إحدى أهم وظائف النظام المالي حيث عرفه (1936) N.Kaldor<sup>1</sup> بأنه عملية شراء أو بيع سلعة مع التنبؤ بإعادة بيعها أو شرائها في تاريخ لاحق ، وبذلك فإن أهم دافع للقيام بهذه العملية هو ترقب تغيير الأسعار مقارنة بالأسعار الجارية ، أي لا مجال للبحث عن الربح المحقق من خلال استعمال هذا الأصل.

يتطلب القيام بالمضاربة القيام بالتحليل الذي يركز على تحليل وإنتاج المعلومات ، حيث يمكن تمثيل ذلك من خلال مثال بسيط ، يمتلك كل الأعوان الاقتصاديين في الفترة صفر نفس المعلومات I ، والتي على أساسها يتم حساب القيمة الأساسية والتي لا تختلف إلا من خلال الضجيج الأبيض (un bruit blanc) ، والتي لها أمل رياضي يساوي  $P_0$ .

في الفترة واحد قد يكتسب أحد الأعوان معلومة إضافية والتي على أساسها يتم إعداد تقييم أساسي جديد  $P_s$  ، شريطة أن تتحقق العلاقة  $P_s$  أكبر من  $P_0$  ، وبالتالي إما يقومون بعملية بيع أو شراء الأصول ، سعر التوازن الذي ينتج عن العملية يسمى بـ  $P_1$  حيث يتوسط كل من  $P_0$  و  $P_s$  .

<sup>1</sup> Robert Cobbaut,op .,cit ;P.292.

تصبح المعلومة الإضافية في الفترة الثانية معلومة عامة أي أن  $P_2 = P_s$  ويتحصل بذلك هؤلاء الأعوان على عائد على رأس المال أو عائد المضاربة ، وهي عملية تساهم في تحسين كفاءة النظام الاقتصادي على تعبئة الموارد المتاحة.

يرتكز هذا التحليل على فرضية التنبآت العقلانية أي أن الأسعار ترتكز على كل المعلومات ولا تختلف عن القيمة الأساسية إلا من خلال الضجيج الأبيض (le bruit blanc).

## 2- السعر كإشارة أو التنبآت العقلانية :

إن أهم ما قدمه هذا التحليل هو فرضية أن بعض الأعوان الماليون لا يمتلكون كل المعلومات وبالتالي ليس باستطاعتهم معالجة المعلومات المتاحة ويكتفون بمتابعة الأسعار ، وبالتالي فإن أهم فرضية يمكن الإشارة إليها في هذا الشأن هو أنه على ضوء التنبآت العقلانية فإن التوزيعات الاحتمالية المدرجة في الأسعار تعتبر معلومة مشتركة بالنسبة لكافة الأعوان ، أي ليس باستطاعة الأعوان الغير متحصلين على المعلومة من حساب الأمل الرياضي المشروط لتكوين طلبهم أو عرضهم على مستوى السوق<sup>1</sup>.

اعتبر Jensen (1978) أن كفاءة السوق مشروطة بمجموعة من المعلومات  $\Omega_t$  حيث لا يمكن تحقيق أرباح اقتصادية من خلال المضاربة على أساس مجموعة من المعلومات  $\Omega_t$  ، وبالتالي فإن المردودية مستقلة عن العوامل الأخرى ، كما لا يؤدي تقدير المردودية بالضرورة إلى تحقيق مردودية أكبر. قدم في هذا المجال Jensen في نهاية السبعينات مقولة مشهورة محتواها كان كالتالي:

“I believe that is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the efficient market hypothesis, that hypothesis has been tested and with very few exceptions, found consistent with the data in a wide variety of markets<sup>2</sup>”.

معناه حسب Jensen لا توجد فرضيات في مجال الاقتصاد لها دلالة من الناحية التطبيقية أكثر من فرضية كفاءة السوق ، حيث تم اختبار هذه الفرضية وتم اكتشاف استثناءات صغيرة ، كما أن المعطيات تتوافق إلى حد كبير مع عدد كبير من الأسواق.

لقد أعاد النظر Fama في سنة 1991 في تفسيره لتأثير المعلومات السائدة في الأسواق على الأسعار وفي تقسيمه للمعلومات المتاحة خاصة ما تعلق منها بالاختبار القوي والنصف قوي ، وهكذا تم تغيير الاختبار

<sup>1</sup> Fama, E.F (1991)., « efficient Capital Market II »,Journal Of finance,46,1575-1617.

<sup>2</sup> Jensen .M,(1978), « some anomalous evidence regarding market efficiency » ,journal of Financial economics,6,95-101.

الضعيف ليشمل إلى جانب مجموعة المعلومات التاريخية للأسعار والمردودية معلومات حول التغيرات المالية والاقتصادية السابقة والتي يمكن أن تسمح بتقدير المردودية على غرار معامل الربحية إلى السعر (tests de prévisibilité) ، وبذلك أصبح يسمى الاختبار الضعيف باختبار تقدير المردودية .

من جانب آخر تركز نظرية كفاءة الأسواق المالية على مبدأ عقلانية سلوك الأعوان الاقتصاديين وعلى عقلانية تنبأ بهم ، ويرتبط شرط كفاءة السوق باتجاه الأفراد نحو تعظيم منافعهم (Lucas (1978) و Grossman et shiller (1981) وانطلاقاً من هذا الشرط تعرف قيمة السهم على أنها مجموع القيم الحالية للعوائد المستقبلية التي تم التنبؤ بها من طرف الأعوان الاقتصاديين . ويمكن أن نعبر عن فرضية التنبآت العقلانية حسب العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$X_t^a = E(X_t / I_{t-1}) \dots \dots \dots (15)$$

حيث نرسم بـ

$X_{t-1}$ : هي التنبآت التي تمت خلال الفترة t-1

$I_{t-1}$ : هي مجموع المعلومات المتاحة خلال الفترة t-1

E: هو معامل الأمل الرياضي.

يكون الأعوان الاقتصاديين تنبأ بهم من خلال الاستعمال العقلاني للمعلومات المتاحة ، أي ترتبط تنبأ بهم بمدى استعمالهم للمعلومات بشرط أن تكون صحيحة وذلك لإعداد نموذج يمكنهم من الاقتراب من التنبآت التي تم إعدادها<sup>2</sup>.

### 3- نموذج التقييم عن طريق التحكيم (MEA) أو (APT) Arbitrage pricing theory:

يمكن أن نفترض بأن مردودية السندات هي علاقة خطية بالنسبة لعدة عوامل وليس لعامل واحد كما هو الحال بالنسبة لتباين مردودية الحوافز المالية حسب نموذج MEDAF ، أو بمعنى آخر إذا استجابة سعر

<sup>1</sup> Robert cobbaud, op.cit., P.293.

<sup>2</sup> يعتبر السوق المالي في وضعية كفاءة إذا كانت كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بكل أصل مالي مدرج في السوق، مدمجة في سعر الأصل المالي، وحتى يمكن اختبار هذه الفرضية يجب أن تتوفر شروط أخرى منها سلوك عقلاني للمستثمرين وحرية انتقال المعلومات.

التوازن إلى قانون وحدوية السعر (أي غياب عوائد التحكيم) فيرتبط الأمل الرياضي لتحقيق عوائد للأصول المالية بطريقة خطية<sup>1</sup> بتباين عدد من العوامل العشوائية.

يمكن تمثيل النموذج الخاص بعدة عوامل خاصة ما تعلق منه بعوائد الأصول المالية حسب العلاقة التالية:

$$\check{R}_i = E(\check{R}_i) + \sum_{j=1}^M \beta_{ij} F_{\square j} + \epsilon_i \dots \dots \dots (16)$$

حيث تمثل  $\beta_{ij}$  : مدى تأثير الأصل  $i$  بالمعامل  $j$

و  $F_{\square j}$  : قيمة المعامل  $j$

و  $\epsilon_i$  : معامل خطأ عشوائي (الضجيج الأبيض)

من خلال تحويل العلاقات السابقة يمكن أن نحصل على نموذج عوامل بعامل واحد فإذا انطلقنا من

العلاقة :

$$\check{R}_i = \alpha_i + \beta_i \check{R}_M + \epsilon_i \dots \dots \dots (17)$$

نحصل على ما يلي:

$$E(\check{R}_i) = \alpha_i + \beta_i E(\check{R}_M) \dots \dots \dots (18)$$

$$\alpha_i = E(\check{R}_i) - \beta_i E(\check{R}_M) \dots \dots \dots (19)$$

وإذا قمنا بتعويض المعادلة الأخيرة في المعادلة الأولى نحصل على :

$$\check{R}_i = E(\check{R}_i) + \beta_i (\check{R}_M - E(\check{R}_M)) + \epsilon_i \dots \dots \dots (20)$$

حيث أن  $(\check{R}_M - E(\check{R}_M))$  هو المعامل الوحيد  $F_1$ :

$$\check{R}_i = E(\check{R}_i) + \beta_i F_1 + \epsilon_i \dots \dots \dots (21)$$

<sup>1</sup> حسب ما أوضحه كل من (Viala et Briys (1995) فإنه توجد معادلة خطية ايجابية للتقييم.

4- إمكانية ظهور الفقاعات العقلانية:

يستخدم مصطلح الفقاعات في الأدبيات المالية لتحليل أسعار المضاربة حينما يتعلق الأمر بحالة اختلاف الأسعار الملاحظة عن القيمة الأساسية ، وفي هذه الحالة يمكن الاعتقاد أنه بمجرد الحصول على بعض المعلومات يسلك بعض الأعوان نوع أو جزء كبير منهم نوع من السلوك اللاعقلاني .  
 إن سيرورة الفقاعات العقلانية تنتج عن اتجاه ارتفاع الأسعار بشكل رسمي ، وتم اعتماد هذا التحليل من طرف كل من Blanchard et Watson (1982) بناء على الشروط العامة لتوازن التنبأت العقلانية .

$$p_t = a E_t (d_{t+1} + p_{t+1}) \dots \dots \dots (22)$$

حيث نرسم بـ

$p_t$ : لسعر الأصل في الفترة  $t$ .

$d_t$ : المردود الخاص بالأصل في الفترة  $t$ .

$E$ : عامل الأمل الرياضي

$$a = 1/(1+r)$$

$r$ : هو معدل الفائدة بدون خطر

بعد معالجة هذا الشرط بـ  $n$  عاملي نحصل على المعادلة التفاضلية التالية:

$$p_t = \sum_{i=1}^n a^i E_t (d_{t+i}) + a^n E (p_{t+n}) \dots \dots \dots (23)$$

ونقبل هذه المعادلة جزء من الحلول من الشكل:

$$p_t = \sum_{i=1}^{\infty} a^i E_t (d_{t+i}) + B_t \dots \dots \dots (24)$$

$$= F_t + B_t$$

حيث أن:

$F_t$  : هو القيمة الأساسية للأصل<sup>1</sup>.

$B_t$ : هو الفقاعة ، أي كل سيرورة عشوائية تلبى الشرط التالي:

$$B_t = E_t (B_{t+1})/(1+r)^3 \dots \dots \dots (25)$$

وهو الشرط اللازم والكافي حتى يكون للأصل المردود المنتظر والذي يساوي  $r$ .

إذا اعتبرنا أن هذا النوع من الظواهر يقع نادرا جدا فان ينبغي الأخذ بعين الاعتبار أن السعر ليس له نقطة ثابتة وذلك حسب ما أشار إليه Artus (1995) وبالتالي يمكن اعتبار أن كل هذه التقلبات قد تفسر بشكل واسع سلوك الأعوان الاقتصاديين ولكن في حالات نادرة جدا ووفقا لشروط جد صارمة فقط.

ينتج عن تحليل نموذج Sharpe كعلاقة مباشرة بين عائد السندات وعوائد الحوافظ في السوق أو ما يسمى بنموذج السوق إعادة النظر في نموذج التقييم الذي يعتمد على معامل بيتا والذي أصبح منذ العشرين سنة الأخيرة المصطلح المركزي في تحليل القيم المنقولة.

### المبحث الثالث: توازن الأسواق المالية وتقييم الأصول

بعد أن استعرضنا سلوك الأعوان الاقتصاديين في مجال التوظيف المالي، سنتطرق في هذا المبحث إلى طريقة عمل السوق المالي<sup>2</sup> في ظروف عدم التأكد ، وتحديدنا سنقدم الطريقة التي تتكون من خلالها أسعار التوازن على مستوى السوق على اعتبار أن هذه الأسعار هي نتيجة لتقاطع تنبأت المؤسسات العارضة للأصول المالية ، وبشكل السوق المالي في هذا المجال المرجع الأساسي الذي تتحدد من خلاله سياسة المستثمرين وأنماط التمويل.

#### 1- النموذج الاقتصادي للسوق المالي:

كان الاعتقاد العام الخاص بنشاط الأسواق المالية إلى غاية نشر مقال Sharpe (1964) يرتكز على فرضية أساسية هي أن المستقبل معلوم ، وفي هذه الحالة فان سعر التوازن في السوق هو سعر فائدة حقيقي .

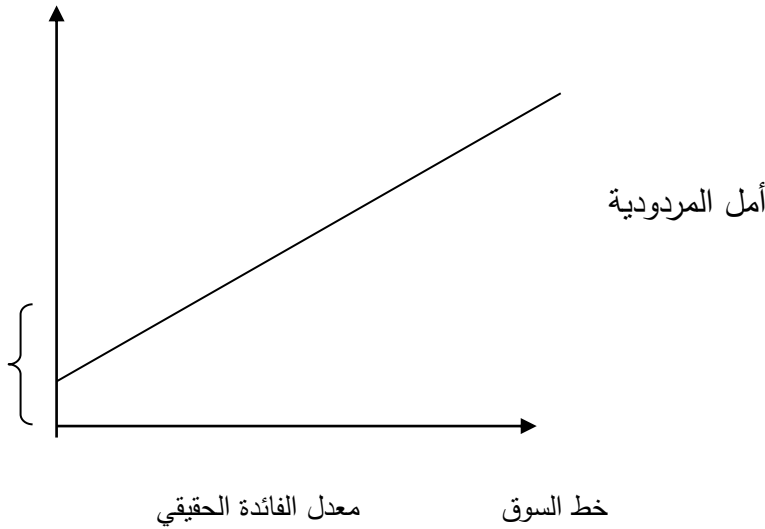
<sup>1</sup> أي القيمة الحالية للمردود المستقبلي المنتظر ، والذي يتحدد بدوره بواسطة عدة أساسيات منها الموارد والتكنولوجية والتفضيلات.  
<sup>2</sup> نستعمل مصطلحين مختلفين نسبيا هما سوق البورصة والسوق المالي ، حيث أن أحد القواعد التي يرتكز عليها التحليل النظري هو غياب إمكانية تقسيم سوق الأصول المالية.

وقد ظهر فيما بعد إمكانية ظهور علاوة الخطر والتي تهدف إلى تقريب معدل الفائدة المرجعي على أساس حجم الخطر الذي يميز أصل مالي معين ، وبالتالي يوجد بالنسبة لكل السوق خط للسوق<sup>1</sup> .

### 1.1 - خط السوق أو (Capital Market line CML)

اعتدت النظرية المالية ولمدة طويلة من الزمن على فرضية أساسية تتعلق بنشاط السوق المالي ، وتتمثل في اعتبار أن المستقبل معلوم وفي هذه الحالة ينتج سعر التوازن أو معدل الفائدة من خلال تفاعل إمكانيات إنتاج المؤسسات وتفضيلات المستثمرين للاستهلاك الحالي على حساب الاستهلاك المستقبلي. وتم اعتبار بعد ذلك أنه من الطبيعي القبول بعلاوة الخطر والتي تلعب دور تعديل المعدلات الأساسية انطلاقاً من أهمية الخطر الذي يميز أي أصل مالي ، وبالتالي يوجد بالنسبة لمجموع السوق خط سوق كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم 08 : نموذج خط السوق



المصدر : Robert Cobbaut,op,cit,P 221.

ولإثبات هذه الفرضية قام العديد من الاقتصاديين على غرار Mossin (1966) و Linter (1965) بالعديد من الدراسات في هذا المجال توازياً مع أعمال W.Sharpe وبذلك يتكون سعر أي أصل مالي من مكونتين هما:

<sup>1</sup> Robert Cobbaut ,op ;cit,P 220.

- سعر عنصر الزمن أو معدل الفائدة والذي يعتبر أصل خط السوق.
- سعر عنصر الخطر والذي يقيس خط السوق.

نذكر في هذا المجال أنه لم تكن هناك أي نظرية اهتمت بتحليل سعر عنصر الخطر قبل مساهمة Sharpe ولذلك تعتبر هذه المساهمة هامة جدا ، حيث اعتبر في هذا الشأن أن سلوك المستثمرين يتم من خلال المعايير التي حددها Markowitz.

وفي كل الحالات تعرف الأصول العالية الخطورة الموجودة ضمن الحافظة المالية طلب أكبر في سوق البورصة وبذلك فإن العائد المنتظر يمكن حسابه من خلال ضرب مردود السوق بالخطر المقدر بيثا  $\beta^1$ .

1.2: اختبار السلاسل الزمنية:

تعددت الدراسات حول اختبار السلاسل الزمنية في الخمسينات والتي تهدف إلى التغلب على قوى السوق ، وبالرغم من كل المحاولات لتحديد الأسعار المستقبلية والسابقة لأسعار البورصة إلا أنه لم تصل هذه التقديرات إلى نتائج صحيحة بالمطلق.

نتيجة لذلك بدأ بعض الباحثين يدرسون صعوبة تقدير تغير أسعار البورصة من خلال استخدام بعض التحليل التقنية ، وحسب بعض الباحثين الذين استخدموا هذه الطرق فإن أسعار البورصة تتطور حسب اتجاه ارتفاع يتبعه ارتفاع ثم انخفاض يتبعه انخفاض ، أي أنه وحسب نظرية الألعاب تشبه هذه العملية إلى حد بعيد لعبة وجهي العملة ، أي إعداد مجموعة كبيرة من الاحتمالات لظهور إما وجه العملة أو الظهر أو ما يسمى بالانجليزية بسلاسل (Run) ، وبناء على ذلك يمكن حساب مسبقا التوزيع الاحتمالي من السلسلة 1 و 2 أي N وجه و N ظهر على التوالي.

في حالة تغير أسعار البورصة نتيجة لظهور هذه الاتجاهات فسوف نلاحظ اتجاه نحو ارتفاع الأسعار (الأرباح) واتجاه نحو انخفاض الأسعار (انخفاض) لفترة أطول بكثير مما يتطلبه عامل الحظ.

ونشير في هذا المجال إلى أعمال Fama (1965)<sup>2</sup> والذي قام بحساب سلاسل (les runs) للأرباح ولخسائر التي حققها 30 سهم يضمها مؤشر دو جونز ، وبناء على الملاحظات التي تمت على أساس يوم و 9 أيام و 16 يوم ، كان العدد المتوسط لاتجاه عامل الحظ قد بلغ 760 runs للأرباح والخسائر اليومية ، في حين أنه لاحظ 735 runs بالنسبة للملاحظات من 4 أيام و 9 أيام و 16 يوم ، ويلاحظ أن العدد المتوسط

<sup>1</sup> Vishwanath S.R.(2000) « corporate Finance ,theory and practice » second edition response book,india.

<sup>2</sup> Fama.E ,(1965) « the Behaviour of stock Market prices » the journal of business .38 P 34-105.

الملاحظ من runs يقترب من الملاحظات حسب عامل الحظ ، والفروق الملاحظة ضعيفة جدا لدرجة أنه لا يمكن استغلالها ، أو بمعنى آخر انه إذا كانت هناك اتجاهات ملاحظة فهي صغيرة لدرجة أنه لا يمكن استغلالها بسبب ارتفاع تكاليف المعاملات.

الطريقة المستخدمة الأخرى تتعلق بمسح البيانات التاريخية ، وتعتمد هذه الطريقة على تحديد قواعد واضحة عند الشراء أو عند البيع أي شراء سهم حين ينخفض السعر بنسبة معينة بالنسبة لأقل سعر ملاحظ سابقا ، ثم بيعه وأخذ وضعية معينة على المدى القصير حين يتجه سعره إلى الارتفاع بنسبة معينة بالنسبة لأعلى سعر ملاحظ سابقا.

وفي كل الحالات يمكن تغطية الأرباح المحققة بناءا على معطيات تاريخية يمكن تغطيتها عن طريق تكاليف المعاملات خاصة حينما ترتفع عمليات البيع والشراء.

فإذا اعتبرنا أن معاملات المعادلة الخطية كانت كالتالي:

$$RT = a + b R_{t-1} + e_t \dots \dots \dots (26)$$

حيث أن  $T > 0$

و  $E(e_t) = 0$

و  $cov(R_{t-1}, e_t) = 0$

حيث تم تقدير هذه المعالم بواسطة طريقة الانحدار، حيث أن المعامل  $b$  هو معامل الارتباط فإذا لم يساوي الواحد الصحيح فيعني ذلك أنه يمكن تقدير  $R_t$  ونفس الشيء إذا كان  $a \neq 0$ .

وقد توصل Fama (1965) إلى نتيجة مفادها أن معامل الارتباط من الدرجة الأولى هو ايجابي بالنسبة للمردوديات اليومية والخاص بـ 23 سهم من بين 30 سهم التي تكون مؤشر دو جونز (وهي تختلف عن الصفر بالنسبة لـ 11 سهم ، ويقيم تمتد من -0.123 إلى 0.118).

و تم التوصل إلى نفس النتائج تقريبا من طرف باحثين آخرين خلال الستينات بالنسبة للمردوديات الشهرية لعدة حوافظ مالية مما يعني أن هناك إمكانية نظرية لتقدير المراد وديات المستقبلية ولكن في ظروف عدم التأكد لذلك يصعب استغلالها من جانب التمويل.

وتبين كل هذه الاختبارات أنه وبالنظر إلى الأدوات الإحصائية المستخدمة لا يرتبط التغير المستقبلي لأسعار البورصة على الأسعار السابقة ، أي أنه يعتمد على فرضية كفاءة السوق وأن تترجم الأسعار كل

المعلومات المتوفرة ، حيث تعتمد هذه الأخيرة على الأسعار السابقة ، ويضل الاشغال يتعلق بالتأكد من مدى فعالية السوق بالاعتماد على معلومات أخرى على غرار الإعلان عن عمليات مالية أو أرباح تحققها إحدى المؤسسات أو معلومات أخرى يمكن استغلالها.

ويتطلب تحليل الشكل النصف قوي لكفاءة السوق وضع قيد التنفيذ اختبارات أكثر تعقيدا أو ما يسميه الباحثين بدراسة الأحداث ، وقبل أن نتناول اختبار كفاءة السوق سوف نسلط الضوء على بعض طرق بناء مؤشرات السوق خاصة ما تعلق منها بالأسهم العادية<sup>1</sup> وذلك قصد التأكد من مدى كفاءة السوق المالي بالنسبة لحجم معين من الأسهم المتداولة.

#### أ- بناء مؤشرات السوق:

إن غالبية مؤشرات السوق تعتمد على الأسهم العادية فقط ، ويتم بناء المؤشر تبعا لمجموعة من الخطوات بداء من تحديد عينة المنشآت (الأسهم) المختارة في حساب المؤشر، ثم تحديد الوزن النسبي لمفردات العينة ، ثم تحديد طريقة وإجراءات تكوين المؤشر.

إن تمثيل كافة القطاعات المكونة للسوق في العينة التي يبين على أساسها المؤشر هو شرط أساسي لكي تكون العينة ملائمة ولإلغاء التحيز لفئة أو لخاصية معينة داخل كل قطاع ، خاصة إذا كان المؤشر يهدف لقياس حالة السوق ككل ، أما إذا كان المؤشر يبنى لقياس حالة سوق صناعة معينة أو قطاع معين ، ففي هذه الحالة تقتصر العينة على المنشآت الممثلة للقطاع أو الصناعة تمثيلا مناسبيا ويتم اختيارها دون تحيز.

وكقاعدة عامة ، يفضل أن يكون حجم العينة كبير بما يضمن تمثيلها المناسب للسوق. إلا أن مؤشرات السوق المحسوبة على أساس عينات كبيرة خاصة إذا كانت القيمة السوقية لمنشآت العينة التي يبنى على أساسها المؤشر تمثل نسبة كبيرة من القيمة السوقية لأسهم المجتمع المسحوبة منه العينة. إذ نجد أن مؤشر Standard & poor 500 والمؤسس من عينة مكونة من 500 سهم تمثل 80 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك ، يساعد على قياس حالة السوق تماما مثل مؤشر داو جونز Dow Jones المبني على أساس عينة مكونة من 30 سهم وهي تمثل ما يقرب 30 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وأن كلاهما لا يقل كفاءة عن مؤشر بورصة نيويورك ، والمؤسس على كافة الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.

<sup>1</sup> الأسهم العادية هي أصول ملكية تعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة ، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا في نهاية الدورة المالية.

**ب- تحديد الوزن النسبي لمفردات العينة**

إن العينة تحتوي على مجموعة المنشآت المتنوعة والممثلة للسوق أو الصناعة محل القياس ويتم التعبير عن كل منشأة بسهم واحد في العينة لبناء المؤشر، وهناك أربعة<sup>1</sup> مداخل لتحديد الوزن النسبي لكل سهم داخل العينة وذلك كما يلي:

**ب.1 - مدخل الوزن على أساس السعر Price weighting.**

طبقاً لهذا المدخل يتحدد وزن كل سهم في العينة على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم التي تبنى عليها المؤشر. ولتوضيح ذلك نفترض أن العينة المختارة مثلاً مكونة من أربعة أسهم فقط أ، ب، ج، د، وأن أسعارها على التوالي 10، 20، 30، 40، هنا القيمة الكلية لمجموع أسعار الأسهم (قيمة المؤشر) تبلغ 100 في حين الأوزان النسبية للأسهم عينة المؤشر وفق مدخل الوزن على أساس سعر السهم هي: 1، 2، 3، 4 على الترتيب. وبفرضية وحدوث تحسين في أسعار الأسهم الأربعة وأصبحت 15، 25، 40، 50 على الترتيب، وبذلك ترتفع قيمة المؤشر إلى 130، ويصبح متوسط العائد على المؤشر في هذه الحالة (130-100) ÷ 100 = 30 %

يعاب على مدخل الوزن على أساس سعر أنه يقوم على أساس سعر السهم فقط والذي قد لا يكفي للتعبير عن وزن المنشأة داخل العينة وتبدو هذه المشكلة أكثر وضوحاً في حالة قيام بعض المنشآت بإتباع سياسة من شأنها تجزئة أسهم رأس المال، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال دون أن يصاحب ذلك زيادة في حقوق الملكية.

**ج- قياس مرد ودية التوظيف:**

إن الهدف الرئيس من شراء أصل مالي (أسهم أو سندات مديونية) هو نفس الهدف الذي تفرضه الظروف الاقتصادية أي إرادة الاستثمار لأجل تعظيم العوائد، وتتمثل عملية التوظيف في إنفاق مبالغ حالية قصد زيادة رأس المال في المستقبل، ويختار المستثمر في هذا المجال أفضل إستراتيجية لتعظيم ثروته النهائية وتسمى هذه الزيادة في رأس المال بـ (return on investment ,ROI) حيث يتحقق العائد من خلال العلاقة التالية<sup>2</sup>:

1- محمد الحناوي، نهاب فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006، ص 91-96

2 Robert COBBQUT,Op .cit ,P 122.

$$R_t = (P_t - P_{t-1}) + C_t$$

حيث نرسم بـ:

$$R_t = \text{لعائد الأصل المالي للفترة } t$$

$$P_t = \text{سعر السوق للأصل المالي للفترة } t$$

$$C_t = \text{الدخل السائل المرتبط بحيازة الأصل المالي خلال الفترة } t$$

يفترض أن يتحقق الدخل  $C_t$  خلال الفترة  $t$  ، وإذا تحقق خلال الفترة  $t-1$  فيفترض أن لا يعاد توظيفه من جديد قبل الفترة  $t$  .

أما سعر السوق خلال الفترة  $t-1$  فهو قيمة يتم تسجيلها مباشرة بعد قطع القسيمة والتي تعطي الحق للمستثمر في الحصول خلال الفترة  $t-1$  على دخل سائل .

من الناحية العملية فان فرضية عدم استثمار الدخل الوسيط حتى آخر المدة تفرض بدورها أن تكون الفترة المستعملة للقياس قصيرة نسبيا ، وذلك قصد تفادي التوزيعات الإحصائية عند معالجة المعطيات الخاصة بالسلاسل الزمنية.

لا تأخذ هذه الطريقة في قياس العائد تكاليف المعاملات والضرائب ، ولتسهيل المقارنة بين مختلف أنماط الاستثمار في الحافظة المالية نستخدم طريقة معدل المردودية<sup>1</sup> (rate of return)

$$R_t = (P_t - P_{t-1}) + C_t / P_{t-1} \dots \dots \dots (27)$$

حيث نرسم بـ

$$R_t : \text{لمعدل المردودية خلال الفترة } t.$$

د - نماذج تقييم الأسهم:

من المعروف في المجال المالي أن قيمة  $P_0$  لسهم ما يجب أن تساوي قيمة كل التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم في المستقبل.

فإذا رمزنا بـ  $dt$  إلى قيمة التوزيعات المنتظرة خلال الفترة  $t$  نحصل على:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} dt / (1+k)^t \dots \dots \dots (28)$$

<sup>1</sup>يستخدم عادة الخبراء العلاقة  $C_t/P_t$  أو ما تسمى بـ dividend yield حينما يتعلق الأمر بالحصة الاجتماعية، حيث نقارن الدخل السائل بالسعر المحتمل وبدون أن نأخذ بعين الاعتبار سعر الدخول في بداية المدة.

تمثل  $t$  في هذه العلاقة معدل التحيين أو المردودية التي ينتظر المستثمر الحصول عليها من خلال توظيفاته المختلفة ، حيث يمكن تقسيم هذا المعدل إلى معدل خالي من الخطر (والذي يسقم بدوره إلى معدل حقيقي وعلاوة التضخم) ، وعلاوة الخطر المرتبطة بالأصل المعني.

قصد إسقاط هذا النموذج على الواقع يجب القيام بمجموعة من التنبأت على القيم المستقبلية للتوزيعات ،وبذلك يمكن إعداد نموذجين ،إذ يعتبر الأول بأن التوزيعات ثابتة باستمرار ،وفي هذه الحالة تصبح العلاقة (28) على النحو التالي:

$$P_0 = D/k \dots \dots \dots (29)$$

وتعتبر الحالة الثانية بأن التوزيعات تنمو بشكل متزايد وبمعدل ثابت  $g$  أي أن:

$$D_t = D_{t-1} (1+g)$$

في هذه الحالة تصبح العلاقة (29) كما يلي:

$$P_0 = D_1/k + g \dots \dots \dots (30)$$

فإذا افترضنا أن  $g > k$  تصبح العلاقة السابقة كما يلي:

$$K = D_1/P_0 + g \dots \dots \dots (31)$$

وإذا استثمرنا  $P_0$  في الفترة  $t=0$  ، سنحصل بعد فترة زمنية معينة على توزيعات  $D_1$  وتصبح قيمة الأصل  $P_1$  تتزايد بنفس وتيرة تزايد التوزيعات أي أن:

$$P_1 = D_1(1+g)/k - g = P_0(1+g) \dots \dots \dots (32)$$

وتصبح المردودية الحسابية للتوظيفات كما يلي:

$$P_1 + D_1 - P_0/P_0 = k \dots \dots \dots (33)$$

تقترب العلاقة السابقة التي تمثل نموذج تحيين التوزيعات أو ما تسمى بنموذج (Gordon-Shapiro) من الواقع على اعتبار أنه من الصعب تقبل فرضية أن نمو التوزيعات يتم بشكل متزايد باستمرار .

تفرض إحدى المقاربات بأن هناك عدة مراحل لنمو التوزيعات الخاصة بالشركات ،خاصة مساهمة cornell (1999) الذي اقترح نموذج بثلاثة مراحل ،خلال المرحلة الأولى والتي تمتد لخمس سنوات اقترح هذا

الاقتصادي معدل نمو متوسط يتكفل المحللون بنشره<sup>1</sup> ، وخلال المرحلة الثالثة والتي تمتد من السنة 20 إلى لانهاية اقترح معدل نمو مقترح من طرف الخبراء الاقتصاديين المختصين بالنسبة لكافة التوزيعات. بالنسبة للفترة الممتدة من السنة الخامسة إلى السنة 20 اقترح معدل نمو يمكن الحصول عليه من خلال علاقة خطية بين معدل نمو للخمسة سنوات الأولى والسنة العشرون التالية. لكن ما هو صحيح لأصل ما قد لا يكون صحيحا بالنسبة لباقي المؤشرات خاصة منها مؤشرات البورصة على اعتبار أن هذا المؤشر يتجدد بصفة مستمرة وخلال فترات.

## 2- التحليل التطبيقي لكفاءة المعلومات في سوق البورصة:

اقترح (Fama (1970,1976 من خلال مقال هام تم نشره ، الإطار الخاص بدراسة كفاءة السوق المالي وذلك من خلال تقسيم اختبار الكفاءة إلى ثلاثة أنواع من الاختبارات حسب نوع المعلومات المتاحة والتي يمكن توضيحها فيما يأتي :

### 1.2- الاختبار الضعيف للمعلومات:

يرجعنا هذا النوع من الاختبار إلى المعلومات التاريخية المتاحة ، أي أن الأسعار الجارية هي تعبير عن الأسعار التاريخية ، ولاختبار هذا النموذج يجب الاعتماد على نماذج التنبأت التي ترتبط بفرضيات مفسرة تركز على الأسعار التاريخية أو المعطيات التاريخية.

قام بعض الاقتصاديين باختبار هذا النوع من المعلومات نذكر منهم (Kendall (1953 الذي قام بإجراء اختبار الارتباط بالنسبة للتغيرات اليومية لـ 19 مؤشر لأسعار الأسهم البريطانية ، من جهة أخرى قام Fama (1969) باختبار تغيرات 30 سند لمؤشر الدوجنس Dow Jones خلال الفترة الممتدة من ديسمبر 1957 إلى سبتمبر 1962.

بعض الاقتصاديين قاموا باختبار هذا النموذج انطلاقا من معطيات الاقتصاد الكلي مثل معدل التضخم نذكر منهم أعمال (Mandelker linter (1975) Bodie (1977) Nelson(1976) Jaffe et (1983) Gultekin (1983) Fama (1981) Fama (1976) et schwert (1977).

كل هؤلاء الاقتصاديين توصلوا بصفة عامة إلى أن هناك علاقة سلبية بين العائد الحقيقي والاسمي الملاحظ للأسهم و التضخم ، وقد بينت هذه النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الاعتماد على معطيات من الأسواق

<sup>1</sup>بالنسبة للتنبؤات الخاصة بالمحللين تنشر من طرف بعض الأجهزة المختصة مثل IBES

الأمريكية والأوروبية ، فرضية عدم جدوى الاستثمار في حوافز من الأسهم للحماية من خطر التضخم ، حيث تتناقض هذه النتيجة مع محتوى فرضيات Fisher.

في نفس الاتجاه أعاد (1975) Solnik أعمال Fama حول الأسواق الأوروبية ولاحظ من خلال دراسته قيم ذات معاملات  $R_p$  قريبة من الصفر، مهما كانت قيم المعلومة المتاحة  $i$  ، واستنتج أن تغيرات الأسعار  $T_i(t)$  مستقلة خطياً عن تغيرات الأسعار الملاحظة خلال  $i$  ، أي عدد الأيام الماضية.

كخلاصة فإن الاختبار الضعيف يعتمد على اختبار معاملات الارتباط ، بما فيها المعامل  $R_p$  ، الذي يسمح باختبار العلاقة الموجودة بين قيم الأسعار في الفترة  $t$  والفترة  $t-1$ . أي العلاقة بين السلاسل الزمنية وتغير أسعار الأصول المالية لذلك يركز بعض هذه الاختبارات على النظرية الإحصائية وعلى اختبار معاملات الارتباط واختبار runs.

حيث أن  $R_p$  تحسب باستخدام المعادلة التالية :

$$R_p = \text{Cov} (T_i (t) ; T_i(t-p)) / \text{Var} (T_i (t)) \dots \dots \dots (34)$$

مع التذكير أن هناك طرق أخرى لإجراء الاختبار الضعيف نذكر منها تقنية الوسط المتحرك ونقطة الالتقاء .

## 2.2- الاختبار النصف قوي:

يبين هذا النوع من الاختبار أن الأسعار السائدة على مستوى الأسواق تترجم كل المعلومات العامة المتاحة ، أي كيف تتغير الأسعار نسبة إلى الإعلان على معلومات جديدة. بعض الاقتصاديين قاموا بإعداد دراسات حول هذا النوع من المعلومات نذكر منهم (1969) E. Fama, L. Fisher, M. C. Jensen, R. Roll .

كل هؤلاء الاقتصاديين قاموا بدراسة مدى تعديل الأسعار السندات في حالة ما إذا وصلت معلومات جديدة ، وقد قام البعض الآخر بدراسة مدى الاستجابة للمعلومات بعض نشر بعض النتائج والبيانات المالية نذكر منهم كل من (1983) Rendleman, Jones E. T Latane (1982), jegadeesh et Titman (1983) وتوصلوا إلى عدم كفاءة هذا الاختبار بصفة مطلقة أي أن فيه احتمال لتغير أسعار السندات بعض الإعلان عن بعض البيانات المالية ، ولكن هذه النتيجة لا يمكن أن تنطبق على كل الأسواق.

## 3.2- الاختبار القوي للمعلومات:

يتم الأخذ في هذا المجال بالمعلومات العامة أي التغيير التاريخي لأسعار الأسهم في البورصة والمعلومات الخاصة (insider information) ، ويتعلق الأمر بتحديد ما إذا كانت المعلومات المتاحة مستعملة فعلا من طرف المستثمرين الأولين (insiders) ، أي ما تسمى بالمعلومة الخاصة وهي المعلومة المتاحة بالنسبة لفئة محدودة من المتعاملين والتي على ضوئها يتم القيام بمختلف العمليات الداخلية (insider trading) .

يهدف هذا الاختبار إلى إثبات مدى وصول الفرد بصفة احتكارية إلى المعلومات ومدى قدرته على تحقيق أرباح تتجاوز تلك التي يحققها باقي الأطراف.

وحاول Fama (1970) تحديد من خلال الشكل القوي للاختبار ما إذا كان بإمكان المستثمرين المؤسسين (الصناديق المشتركة للتوظيف و شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وصناديق التقاعد ،...) تحقيق أرباح إضافية ، وعلى اعتبار أنه من الصعوبة تحقيق ذلك باعتبار أنه لا يمكن إثبات هل أن هؤلاء المستثمرين يستعملون المعلومة الخاصة ، وهكذا يمكن أن نرجع النتائج التي تم تحقيقها إلى قدرتهم على استعمال المعلومات العامة بصفة أكبر من باقي الأطراف . ولذلك عادة ما يتم اعتبار هذا النوع من الاختبارات على أنها اختبارات من الشكل النصف قوي.

## 3-دراسة الأحداث (event studies):

ترتكز دراسة الأحداث على تاريخ الإعلان أو تحقيق عملية معينة مما يتطلب وضع قيد التنفيذ منهجية تعتمد على تقدير هذا التاريخ إضافة إلى تحديد دقيق لنافذة الملاحظات (عدد الفترات التي تم أخذها قبل وبعد هذا التاريخ) ، وتتم هذه العملية قصد السماح بسرعة تعديل الأسعار نتيجة لظهور معلومات جديدة.

فإذا تمت ملاحظة الإعلان عن حدث معين في تاريخ محدد بدقة سيفضل العمل على معطيات يومية. وأهم الدراسات التي تم عرضها وتجربتها في هذا المجال نشير إلى الدراسات التي قام بها كل من Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) أو ما تسمى بنموذج FFJR ، حيث تعتمد هذه الدراسات على عرض بطريقة منهجية دراسة كفاءة السوق في شكلها النصف قوي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Robert COBBAUT,op.cit.,P.319

من جانب آخر حاول كل من FFJR من خلال دراسة قاموا بإعدادها درسوا من خلالها مدى تأثير الأسعار عند الإعلان عن Split<sup>1</sup> بالنسبة لسهم معين.

قد تتأثر الأسعار بعد الإعلان عن Split حينما تعلن المؤسسة عن نتائج مالية إيجابية مع احتمال تحسن النتائج في المستقبل ، وبالتالي يتضمن Split مجموعة من المعلومات الهامة قد تؤثر على سلوك المؤسسة وعلى سلوك المساهمين معا.

نشير من جانب آخر إلى أن كل أغلب دراسات الأحداث التي تمت توصلت إلى نتيجة هامة مفادها أن تعديل الأسعار يتم بكفاءة حسب المعلومة الخاصة بالمؤسسة المعنية<sup>2</sup>.

### 1-3 : ظاهرة مردودية العوائد:

تطرقت العديد من الدراسات التطبيقية إلى تأثير الظواهر الموسمية على العوائد المالية حيث تكون مثلا العوائد المالية عالية في النصف الأول من الشهر إلى جانب آخر يوم من الشهر (1987) ariel ، واليوم الذي يسبق يوم عطلة نهاية الأسبوع (1990) ariel وأثناء نفس اليوم وفي الفترات التي تقترب من فتح أو غلق السوق (1986) Harris ولكن لم يتم دراسة هذه الظواهر بالشكل الكافي ، بحيث يصبح الاحتمال أبعد من الصفر بالنسبة لعينة وفترات محددة<sup>3</sup>.

ويوجد نوعين من الموسمية حيث تم ذكرهما في العديد من الدراسات المالية وتم التأكد من خلال أخذ عينات مختلفة وبمنهجية خاصة ويتعلق الأمر بتأثير جانفي وتأثير عطلة نهاية الأسبوع.

من بين التأثيرات الأكثر دلالة هي تأثير شهر جانفي والتي تتطابق مع اتجاهات السوق الأمريكي ولمدة طويلة من الزمن.

<sup>1</sup> الترجمة الأقرب لمصطلح Split هو منح بطريقة مجانية أصل جديد.

<sup>2</sup> توصل Gillet (1989) إلى تقديم مثال أكثر وضوحا حول سلوك بورصة بروكسال بعد الأشهر التي تلت الأزمة المالية التي عرفها العالم خلال سنة 1987.

<sup>3</sup> يطلق على هذه الظاهرة بـ Data mining و data snooping.

## جدول رقم 4 : عوائد السوق الأمريكي بالنسب % بالنسبة لكل شهر

الفترة	العائد المتوسط لشهر جانفي	العائد المتوسط لباقي الأشهر
1928-1904	1.30	0.44
1940-1929	6.63	-0.60
1974-1941	3.91	0.70
1974-1904	3.48	1.42

المصدر : (Roseff et Kinney (1976)

تطرق (Kein (1983 إلى تأثير شهر جانفي إلى جانب آثار الحجم ،وبين من خلال دراسته أن أهم نسبة من العوائد تتحقق في الأيام الأخيرة لشهر ديسمبر و 5 أيام الأولى من شهر جانفي ، وتتطابق هذه النتائج مع فرضية loss sellings hypothesis التي طورها كل من (Branch (1977 و (Dyl (1977 حيث بينوا أن انخفاض حجم الرسمة سببه يرجع بالدرجة الأولى إلى تدهور أسعار بعض الأصول خلال السنة ، بحيث يتجه المستثمرين في هذه الحالة إلى بيع أسهمهم في نهاية السنة حتى يتمكنوا من الاستفادة من عملية خصم التكاليف الجبائية ، حتى وان تطلب ذلك إعادة شرائها من جديد بعد أيام قليلة ، ويظل تأثير شهر جانفي من الظواهر الموسمية الأكثر مشاهدة والأصعب تفسيراً من الناحية المالية.

وقد حدد (Gross(1973 تأثير عطلة نهاية الأسبوع من خلال دراسة معمقة قام بها بشكل معمق كل من (french(1980 و (Gibbons et Hess(1981<sup>1</sup>، وحسب ما توصلوا إليه من نتائج فالأمر يتعلق بتأثير يوم من الأسبوع حسب ما يوضحه الشكل التالي:

<sup>1</sup> Florin Aftalion ,2003, « la Nouvelle Finance et la gestion des portefeuilles »,édition economica, paris.

## جدول رقم 5 : النتائج المحصلة حسب أيام الأسبوع

البيان	الاثنين	الثلاثاء	الأربعاء	الخميس	الجمعة
French(1980) 1977-1953	-0.17	0.02	0.10	0.04	0.09
Gibbous et Hess(1981) 1978-1962	-0.13	0.00	0.10	0.03	0.08

المصدر: Gibbous M.R et P Hess (1981)

الظاهرة الأكثر مشاهدة هي الفرق بين أسعار الإغلاق ليوم الجمعة ويوم الاثنين<sup>1</sup>، حيث يظل تفسير هذه الظاهرة صعبا نسبيا ، ويفسر بعض الاقتصاديين ذلك من خلال افتراض أن بعض المؤسسات تفضل الإعلان عن نتائج سلبية في عطلة نهاية الأسبوع ، ولكن لم يتم إجراء دراسة تطبيقية للتأكد من هذا الاتجاه. يمكن عرض تفسيرات مكملة إذا قمنا بتقسيم عوائد يوم الاثنين إلى عوائد الفترة بدون معاملات والتي تمتد من يوم الإغلاق (يوم الجمعة) إلى يوم فتح السوق (يوم الاثنين) ، وعوائد فترة المعاملات والتي تمتد يوم فتح السوق إلى غلقه يوم الاثنين.

بالنسبة لـ 500 سهم التي يتضمنها مؤشر S&P وجد Rogalski(1984) أرقام متوسطة تتراوح من 0.13% و 0.01% على التوالي ، وحققت أسهم هذا المؤشر عوائد سالبة خلال فترات وجود المبادلات ، من جانب آخر درس Harris(1986) الأسعار السائدة في سوق نيويورك NYSE وتحصل على أرقام متوسطة تتراوح من -0.08% و -0.09% على التوالي ، وبتقسيم العينة المدروسة إلى عينتين حسب الحجم توصل إلى نفس نتائج Rogalski بالنسبة للشركات الكبرى ، وعكس ذلك بالنسبة للشركات الصغيرة ، وبذلك ظل السوق نشطا خلال فترة عدم وجود معاملات (عطلة نهاية الأسبوع) ، ولكن لا يمكن تفسير ذلك بسبب ظهور عوائد سالبة خلال فترة عدم وجود معاملات.

السؤال المطروح في هذا المجال هو ما هي الأبعاد التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ بعض القرارات المالية ، وما هو الهيكل المخول له اتخاذ هذا النوع من القرارات .

<sup>1</sup> Gibbous M.R et P.Hess,(1981)., »Day of the week effects and asset return « , journal of business.

سوف نحاول الإجابة على هذا السؤال من خلال تناول نظرية الوكالة وحوكمة المؤسسات.

#### 4- نظرية الوكالة وحوكمة المؤسسات:

أول من أدرج مفهوم الوكالة في مجال التمويل هو كل من Jensen et Meckling (1976) من خلال مقال يعالج النزاع القائم بين كل من المساهمين الداخليين والخارجيين وبين المساهمين والمدنيين.

#### 1.4 - النزاع بين المساهمين الداخليين والخارجيين:

درس كل من Jensen et Meckling (1976) حالة مساهم مالك وحيد يقرر التنازل عن جزء من الأموال الذاتية للمؤسسة إلى مساهمين خارجيين في شكل أسهم بدون حق تصويت ، وتم اختيار هذه الفرضية بهدف تبسيط عملية التحليل وبذلك قدم الباحثون مجموعة من الفرضيات الأولية نعرضها فيما يلي:

أ- لا تأخذ الجباية بعين الاعتبار.

ب- ليس للمؤسسة إمكانية للجوء إلى الاستدانة في أي شكل كانت.

ج- حجم المؤسسة ثابت.

د- تظل الأرباح النقدية التي يحصل عليها المساهم المالك ثابتة.

في هذه الحالة باستطاعة المالك الوحيد لأسهم المؤسسة تبادل وبطريقة تمييزية أي مورد من موارد المؤسسة مقابل سلعة أو خدمة أو أموال وهذا التضارب في ملكية الذمة المالية للمؤسسة يصعب من تقدير ما للمالك وما للمؤسسة من موارد أو ما أطلق عليه (1995) O.Hart حدود المؤسسة ، وتلخص وضعية الوكالة التي قمنا بوصفها مجموع المنافع التي يحصل عليها المالك وتخفيض قيمة المؤسسة حيث تمثل تكلفة الوكالة في هذه الحالة تكلفة باقية.

في حالة تغير حجم المؤسسة وعدم استطاعة المساهم المالك تمويل بشكل كلي الاستثمار اللازم ، يظهر شكل جديد للتكلفة الباقية في شكل فقدان الفعالية ، فعند نقطة التوازن يتوقف المبلغ المستثمر عند مستوى أدنى من الذي بإمكان المسير المالك تمويله بصفة كلية.

وتعميق التحليل من خلال إدراج تكلفة الرقابة (Monitoring costs) أي تكاليف خارجية تهدف إلى وضع آليات للرقابة سوف نجد أن مسألة فقدان الفعالية سوف تزداد أيضا في هذه الحالة.

وقبل أن نوضح أبعاد أخرى مرتبطة بالوكالة سوف نطرح النزاع بين المساهمين الخارجيين والمسيرين الغير مالكين.

**أ- النزاع بين المساهمين والمسيرين الغير مالكيين:**

يمكن أن يلجأ المسيرين الغير مالكيين من خلال سلوكهم المصلي ومكانتهم في المؤسسة بين المساهمين من جهة والقيمة المضافة التي تخلقها المؤسسة، قد يلجأ هؤلاء إلى توظيف أموال للاستثمار بقيمة أقل مما تقتضيه الوضعية في حال توفر معلومات تامة (First best) ، يضاف إلى ذلك تكلفة الوكالة والرقابة.

لا تختلف هذه الوضعية مع تلك التي يمكن أن تنشأ بين المساهمين الداخليين والخارجيين وان اختلفت في كثافتها وفي تفاصيلها.

بعد أن تناولنا نظرية الوكالة في مجال التمويل والنزاعات التي يمكن أن تقع بين المساهمين المالكيين والمسيرين للشركات سنتطرق في المبحث الموالي إلى سياسة أو أنماط الاستدانة وتأثيراتها على الهيكلة المالية للمؤسسات.

**المبحث الرابع: سياسة الاستدانة**

ندرس من خلال هذا المبحث مستوى الاستدانة المناسب للهيكلية المالية للمؤسسة حيث أشار العديد من الدارسين إلى أنه وبالنظر إلى أثر الرافعة المالية على الاستدانة ، هناك هيكلية مالية مثلى تتوازن من خلالها الآثار الايجابية والسلبية للرافعة ، ونتناول من خلال هذا المبحث بالخصوص مساهمة كل من نظرية Modigliani et Miller .

**1- نظرية Modigliani et Miller:**

ترتكز هذه النظرية على أعمال كل من Modigliani et Miller (1958) والتي نشرت في (l'Americain economic review) في فرضيتهم حول وجود الهيكلية الأدنى لرأس المال أو مستوى أدنى من الاستدانة ، حيث قام MM بدراسة عينة مكونة من 42 شركة مختصة في الطاقة والبتترول ، و 43 شركة كهرباء وخدمات عامة من خلال دمع بيانات سنتي 1947 و 1948 باستخدام أسلوب تحليل الانحدار في ظل افتراض مؤاده أن الشركات التي تنتمي لقطاع واحد هي شركات لها نفس المستوى من المخاطر .

أساس هذه المساهمة هي مجموعة من الفرضيات منها أن هناك سوق رؤوس أموال يتميز بالمنافسة التامة والكاملة ، حيث لا يوجد على مستوى هذا السوق مجال للوهم المالي ، ويعني ذلك أنه لا تتأثر المداخل الصافية للاستغلال لمؤسسة معينة بتغير توزيع المداخل أو العوائد بين المساهمين والمقرضين ، ولكن تعتمد فقط على الخطر التجاري والصناعي الخاص بنشاط المؤسسة. أي أن نظرية MM ونظرية تقييم الأصول المالية تعتمد على فرضية مركزية هي أن سوق رؤوس الأموال يتميز بالمنافسة التامة والكاملة ، حيث نلاحظ أن الخطر النظامي والذي يقاس بواسطة المعامل بيتا (beta) يقدم حلولا عملية لإشكالية تحديد قسم الخطر المرجعي المتجانس ، مما قد يؤدي لبعض الصعوبات التقنية عند تنفيذ نظرية <sup>1</sup> Modigliani et Miller.

## 2.1 - فرضيات نموذج (Modigliani et Miller):

ترتكز هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات يمكن اختصارها فيما يلي:

- عدم وجود ضرائب.
  - غياب تكاليف المعاملات.
  - لا توجد نفقات الإصدار عند الحصول على الموارد المالية الخارجية.
  - لا توجد تكاليف إفلاس مباشرة أو غير مباشرة.
  - يساهم كل من المساهمين والمستثمرين في عملية الاستدانة.
- ارتكز المفهوم التقليدي للهيكلية المالية على فرضية ان يحدد المساهمون نسبة رسملة العوائد بناء على معدل استدانة المؤسسة أي أن  $D/S = \lambda^2$  بحيث نرمز بـ
- D: لقيمة رسملة البورصة لديون المؤسسة.
- و S: لقيمة رسملة البورصة للأموال الذاتية للمؤسسة.

<sup>1</sup> بالرغم من الاختبارات الإحصائية والقياسية التي تمت على مستوى مجموعة من المؤسسات المتجانسة على غرار مجموعة (electric utilities) إلا أن الدراسة توصلت إلى نفس النتائج (Modigliani et Miller (1966)

<sup>2</sup> Robert Cobbaut, op ; cit, P.381.

في ظل هذه الفرضية يبقى معدل الاستدانة المقبول عند حدود المنطقة التي يكون فيها احتمال بلوغ الرافعة المالية الحالة السلبية ضعيفا ، وبذلك تبقى تكلفة الأموال الذاتية في نفس المستوى من الذي سيكون في حالة عدم وجود ديون للمؤسسة في هيكله رأسمالها الدائم<sup>1</sup>.

#### أ- حالة غياب الضرائب على الشركات:

يمكن التعبير عن الخطر التجاري والصناعي الخاص بنشاط المؤسسة بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأسمال ، وهي مستقلة عن الهيكله المالي ، ويتم حسابه من خلال معدل رسملة التدفقات المالية للمؤسسة بالنسبة لنفس درجة الخطر والممولة بالاعتماد على الأموال الذاتية ، أي أن:

$$V_i = S_i + D_i = E(RNE)_i / \rho_k(i\varepsilon_k) \dots \dots \dots (35)$$

بحيث أن:

$$V_i = E(RNE)_i / \rho_k(i\varepsilon_k) \dots \dots \dots (36)$$

ويرمز بـ  $V_i$  لقيمة الأصول المالية المصدرة من طرف المؤسسة  $i$

و  $D_i$  للقيمة السوقية للمؤسسة  $i$

و  $E(RNE)_i$  الدخل الصافي للاستغلال للمؤسسة  $i$

و  $\rho_k$  معدل رسملة السوق بالنسبة للقسم  $k$  من الخطر الصناعي والتجاري الذي تنتمي له المؤسسة  $i$ .

تعني هذه الفرضية أنه لا يمكن لإدارة المؤسسة في ظل نظام اقتصادي خالي من الضرائب على مداخيل الشركات زيادة قيمتها من خلال معدل الاستدانة ، حيث لا يمكن أن تتأثر في هذه الحالة القيمة الاقتصادية للدخل الصافي للاستغلال الذي حققته المؤسسة من خلال تعديل الشروط الاقتصادية للخطر المرتبط بنشاطها ، وإذا اعتبرنا أن هذه الفرضية صحيحة عند اختبارها فإننا سنحصل على معطيات جديدة . أي أن الأمل الرياضي للحصول على عائد لأسهم المؤسسة المستدانة يساوي معدل رسملة التدفقات لمداخيل المؤسسة من نفس الخطر التي ليست لها ديون يضاف إليه علاوة ، وتساوي هذه الأخيرة الفرق بين معدل الرسملة وتكلفة الديون مضروبة في معدل الاستدانة لهذه المؤسسة.

<sup>1</sup> على اعتبار أن المساهمين يتحملون خطر المؤسسة وليس لهم الحق في الحصول على مستوى ثابت من العوائد التعاقدية ، فمن الواضح أن هذا المستوى هو أكبر من تكلفة رؤوس الأموال المقترضة.

ويمكن تمثيل ذلك رياضيا من خلال العلاقات التالية:

$$E(R_i) \equiv k = E(RNE)_i - rD_i/S_i \dots \dots \dots (37)$$

وإذا حولنا المعادلة الحالية في المعادلة السابقة نحصل على:

$$E(RNE)_i = \rho_k V_i \dots \dots \dots (38)$$

$$E(RNE)_i = \rho_k (S_i + D_i) \dots \dots \dots (39)$$

من خلال ما سبق نلاحظ أنه مع زيادة المعامل  $\lambda$  قيمة  $k$  تتزايد أيضا وتؤدي الخسائر الناتجة عن تدهور قيمة الأسهم إلى التأثير على الأرباح التي تحققها المؤسسة (أي الدخل الصافي للاستغلال).

#### ب- في حالة وجود ضرائب على الشركات:

قبل الرجوع إلى الإطار العام للفرضيات التي يركز عليها نظرية (MM) سنحاول تناول أحد أهم الصعوبات التي تعترض عمل الأسواق المالية وهي المعالجة الجبائية التمييزية بين المقرضين والمساهمين ، حيث تتم هذه المعالجة من خلال اقتطاعات على المداخل التي فرضت عليها مسبقا الضرائب على الشركات ، في حين تصنف الضرائب على المقرضين كتكلفة استغلال ، وبالتالي تطرح من القاعدة الخاضعة للضريبة. بذلك ينبغي تحديد الصفة القانونية للمساهمين هل هم مساهمين مالكيين أم مساهمين غير مالكيين ، ويصبح حينئذ النظام الجبائي السائد لا يركز على مبدأ ازدواجية الخضوع للضريبة ، حيث أن هناك فرق كبير في النظام الجبائي بين المساهمين وأصحاب سندات الدين<sup>1</sup> ، ولذلك سنحاول إسقاط هذه الفرضيات على نموذج (MM) في ظل وجود معدل ضريبة على الشركات حدد بالمعامل  $\tau$ .

ويختلف تعويض مورد رؤوس الأموال كلما انتقلنا من المؤسسة الأولى إلى المؤسسة الثانية أي أنه نحصل في حالة المؤسسة الأولى على ما يلي:

$$X_A = E(RNE) (1 - \tau) \dots \dots \dots (40)$$

<sup>1</sup> Robert COBBAUT, Op.cit ; P 387.

$$X_B = (E(RNE) - rD)(1 - \tau) + rD \succ X_A \dots\dots\dots(41)$$

ونحصل على القيمة السوقية لكل دخل صافي من الضريبة من خلال الرسملة التالية:

$$V_A = X_A / \rho_{k(A\epsilon_k)} = E(RNE)(1 - \tau) / \rho_{k(A\epsilon_k)} \dots\dots\dots(42)$$

ويمكن تنقيح المعادلة الخاصة بالمؤسسة الثانية  $X_B$  حيث نحصل على ما يلي:

$$X_B = E(RNE) - rD - E(RNE)\tau + rD\tau + rD \dots\dots\dots(43)$$

$$X_B = E(RNE)(1 - \tau) + rD\tau \dots\dots\dots(44)$$

$$X_B = X_A + rD\tau \dots\dots\dots(45)$$

لتحديد  $V_B$  يجب تحديد بأي معدل ينبغي تحيين كل مكونات  $X_B$  ، أما قيمة  $rD\tau$  والتي تمثل ما اقتصد جبائيا فهي نتيجة طرح الفوائد ، وبذلك فان معدل الرسملة المناسب لهذه العلاقة هو المعدل  $r$  أي معدل اقتراض المؤسسة من السوق .

$$V_B = X_A / \rho_{k(A\epsilon_k)} + rD\tau / R_f = V_A + D\tau \dots\dots\dots(46)$$

إذا كان :  $r = R_f$

ونصل إلى نتيجة مفادها أنه حينما نأخذ واقع النظام الجبائي فان المؤسسة المستدانة لها قيمة أكبر من المؤسسة الغير مستدانة وذلك بعلاوة تساوي قيمة رسملة ما اقتصد من الجباية السنوية<sup>1</sup>. وتجدر الإشارة إلى أنه يتم توجيه تكلفة الديون إلى عامل يساوي ما تكمله الوحدة الخاصة بمعدل فرض الضريبة ، أي أن:

$$\acute{r} = r(1 - \tau) \dots\dots\dots(47)$$

بالنسبة لتكلفة الأموال الذاتية فهي تتزايد دوما بصفة خطية حسب معدل الاستدانة ، أي بناء على  $\rho_k$  ، كما أن معامل الرفع يتأثر كذلك بالعامل  $(1 - \tau)$ . أي :

<sup>1</sup> نضع فرضية بأن كل دين يتضمن فائدة بمعدل خالي من الخطر  $r = R_f$  ، إذ أن القيمة الحالية لـ  $rD\tau$  هي ببساطة  $D\tau$ .

$$\hat{k} = \rho_k + (1 - \tau) (\rho_k - r) D/S \dots \dots \dots (48)$$

بذلك تصبح التكلفة المتوسطة المرجحة لرأسمال على النحو التالي:

$$K = \hat{k} S/D+S + r D/D+S$$

بتعويض كل من  $\hat{k}$  و  $r$  بالقيم المعروضة في العلاقة رقم (40) و (41) نحصل على ما يلي:

$$\begin{aligned} K &= [\rho_k + (1 - \tau) (\rho_k - r) D/S] S/D+S + r (1 - \tau) D/D+S \\ &= \rho_k S/D+S + (1 - \tau) \rho_k D/D+S - r (1 - \tau) D/D+S + r (1 - \tau) D/D+S \\ &= \rho_k S/D+S + \rho_k D/D+S - \rho_k \tau D/D+S \\ &= \rho_k - \rho_k \tau D/D+S \\ &= \rho_k (1 - \tau D/D+S) \end{aligned}$$

$$K = \rho_k (1 - \tau D/V) \dots \dots \dots (49)$$

تبين العلاقة الأخيرة التكلفة المعدلة لرأسمال المقترحة من طرف كل من Modigliani et Miller (1963).

إذا أخذنا بعين الاعتبار التأثير الضريبي للاستدانة نلاحظ أن التكلفة الوسطية المرجحة ليست متغير ثابت مستقل عن معدل الاستدانة ، بل تعتبر بمثابة دالة متناقصة ، ونتيجة لذلك فإن للمؤسسة مصلحة من وجود الديون في هيكله رأسمالها الدائم . وتظل المشكلة الأساسية المطروحة هي حدود إمكانيات الاستدانة والتي على أساسها يتم التدخل لمواجهة الخطر أو لاتخاذ القرارات المالية المناسبة.

لكن تم تجاوز هذه النظرية التي تركز على فرضيات تم تجاوزها نذكر منها تناول تكلفة الإفلاس والضرائب وغيرها مما تطلب ظهور معامل أدنى للاستدانة ، أو ما يعرف اليوم بنظرية الاتفاق أو the theory off (Statisc trade). و تركز هذه النظرية على عدة متغيرات تأثر على السلوك المالي للمؤسسات ، بحيث تمت تجربة هذا النموذج من خلال عدة نماذج نذكر منها أعمال كل من Titman et wessels (1988) و Rajin et Zingales (1995) وأعمال كل من Booth et Al (2001) ، و driefield et Pal (2004) و frank et Goyal (2005).

ويمكن أن نختصر أهم ما توصلت إليه نظرية (Modigliani et Miller) فيما يلي :

- قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلتها المالية.
- لا توجد هيكلية دني لرأس المال.
- القرار المالي مستقل عن قرار الاستثمار.

لا يمكن تغيير تكلفة رأس المال من خلال معدل الاستدانة ، أي أنه يتم تعويض الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية من خلال المكاسب المحققة بفضل الاستدانة<sup>1</sup>.

نشير في هذا المجال أن عدة دراسات أشارت إلى أن هناك معامل أو نسبة مستهدفة من الاستدانة نذكر منها على الخصوص أعمال كل من Fama et Franch (1997) و Opter et (1996) titman ، وهي تتناقض مع أعمال MM (1958) والتي تعتبر أن التكلفة المتوسطة المرجحة للمؤسسة مستقلة كلياً عن هيكلتها المالية ، حيث تساوي هذه الأخيرة معدل رسملة تدفقات الدخل لمؤسسة تحتل نفس الخطر والممولة بصفة حصرية من الأموال الذاتية . بمعنى آخر ليس للهيكلية المالية أي تأثير على قيمة المؤسسة.

بعد ما تطرقنا في هذا الفصل إلى مختلف النظريات المرتبطة بالأصول المالية أو ما تسمى بنظرية تكوين الأسعار المالية في ظل نماذج السوق ، سنتطرق في الفصل الموالي إلى مختلف مراحل تطور العلاقة بين البنك والمؤسسة أي طبيعة العلاقة التي سادت قبل الإصلاحات وبعد الإصلاحات المالية والنقدية في الجزائر والتي كانت تهدف إلى الانتقال من اقتصاد يعتمد على الاستدانة وعلى التدخل المباشر للخزينة العمومية في مجال تمويل الاقتصاد وتوجيه الائتمان ، نحو اقتصاد يقوم على آليات السوق.

<sup>1</sup>نشير في هذا المجال أن هناك دراسات اعتمدت على معدل الاستدانة كإشارة ولكن تم هذا التحليل في محيط يتميز بسوق تام بدون تكلفة معاملات وبدون رسوم ، وأول من استخدم هذا التحليل وطبقه في مجال الاقتصاد الجزئي المالي هو Ross (1977).

## الفصل الرابع: تطور العلاقة بين البنك والمؤسسة في الجزائر (1986-2013)

**تمهيد:**

بعد ما تناولنا في الفصل الثاني مختلف أنماط تمويل المؤسسات الاقتصادية سوف نتناول من خلال هذا الفصل تطور العلاقة بين البنك والمؤسسة في الجزائر وذلك من جانب المقاربة العلاقاتية أي انطلاقاً من الأدبيات السابقة لا سيما نظرية الوساطة المالية ومختلف النظريات المالية وأنماط التمويل المتاحة في إطار تطور العلاقة بين البنك والمؤسسة في الجزائر في ظل عملية التحول إلى اقتصاد السوق.

تناولنا لهذا الفصل سينطلق من الإصلاحات النقدية والمالية ابتداء من سنة 1986 وإلى غاية سنة 2013 ، أي إلى غاية الانتهاء من تطبيق برنامج التعديل الهيكلي والشروع في عصرنة النظام المالي والمصرفي بما فيها تطوير وعصرنة السوق المالي الجزائري واعتماد الممارسات المحاسبية القياسية مع زيادة الشفافية لاجتذاب المدخرات المحلية وتوجيه الاستثمار.

**المبحث الأول: الإصلاحات النقدية والبنكية خلال الفترة (1986-1990)**

لم تقتصر الإصلاحات الهيكلية التي طبقت منذ أوائل الثمانيات على القطاع الحقيقي ، بل شملت كذلك القطاع النقدي والمصرفي فقد أعيدت هيكلة القطاع المصرفي بإنشاء بنكين جديدين هما بنك الفلاحة والتنمية الريفية وبنك التنمية المحلية وذلك من خلال تحويل جزء من نشاط ومحفظة بنكين قائمين هما البنك الوطني الجزائري والقرض الشعبي الجزائري ، ليصبح النظام المصرفي يضم خمسة بنوك عمومية، لكن دون أن يطرأ أي جديد فيما يخص الدور الجوهرى للبنوك.

في سنة 1986 وعلى اثر تدهور أسعار المحروقات في الأسواق الدولية اتسع برنامج الإصلاح ليشمل النظام المصرفي الجزائري ، بتوضيحه لمهام ودور البنك المركزي والبنوك الأولية ، مثلما هو عليه الحال في اقتصاديات السوق . وقد أدت ضرورة مراقبة التوسع النقدي وضمان توافقه مع التوازنات الاقتصادية الكلية إلى اعتماد مخطط وطني للقرض ، وهو ما مكن البنك المركزي من تحديد أهداف التوسع النقدي ، منذ 1987 كما ساهم في تحديد الآلية النقدية المرتكزة أساسا على حصص إعادة الخصم.

استهدفت هذه الإصلاحات عصرنة الجهاز المصرفي الجزائري وتوحيد نشاط البنوك بتعميم وتوسيع فروعها ، كما استهدف تنشيط آلية القرض وإعطاء دور أكبر للمجلس الوطني للقرض (CNC) .

وكانت خطى التصحيح بطيئة في البداية وتدهورت الاختلالات الاقتصادية الكلية، إذ وصل العجز الشامل في الميزانية إلى رقم قياسي بنسبة 13.7% من إجمالي الناتج المحلي في عام 1988 عندما عجزت تخفيضات الإنفاق العام عن تعويض انخفاض الإيرادات، ولعدم وجود سوق مالية، لجأت الحكومة إلى إصدار النقد لتغطية العجزات المالية أو تمويلها من خلال القروض الخارجية التي بدأت تتراكم. فقد ارتفعت نسبة خدمة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي من 30% في سنة 1985 إلى 41% سنة 1988، بينما قفزت نسبة خدمة الدين إلى الصادرات من 35% إلى 78% بسبب تقصير آجال الاستحقاق.

ولكن إصدار النقد، مع وجود الضوابط السعرية على نطاق واسع، لم يؤد إلى زيادة كبيرة في معدل التضخم، بل أدى إلى زيادة استخدام نظام الحصص في أسواق السلع، وتراكم السيولة الزائدة، وارتفاع الأسعار في السوق الغير رسمية التي زاد ازدهارها. وهكذا زادت نسبة النقود بمعناه

الواسع إلى إجمالي الناتج المحلي، حيث وصلت إلى 76% في عام 1985 وارتفعت مرة أخرى إلى 79% في عام 1988. وبالإضافة إلى ذلك أدت أسعار الفائدة الحقيقية السالبة وارتفاع قيمة سعر الصرف إلى تقوية الاتجاه المنحاز نحو الاعتماد الكثيف على رأس المال وزيادة الواردات.

هكذا أصبح تحديد مستوى القرض المصرفي يخضع لمتطلبات الاقتصاد الكلي وليس لاحتياجات المؤسسات الاقتصادية.

عززت السلطات من جهودها في تصحيح الاقتصاد الكلي خلال الفترة الممتدة من عام 1989 إلى 1991 عندما شرعت في تنفيذ برنامجين بدعم من صندوق النقد الدولي (في عامي 1989 و 1991). وانطوى البرنامج على تنفيذ سياسة صارمة لإدارة الطلب مع إجراء تخفيض كبير في قيمة سعر الصرف. وهكذا أدى ضبط الإنفاق العام، مع ارتفاع مداخيل المحروقات إلى ظهور فوائض مالية. وطبقت الحكومة سياسة مالية متشددة كانت حافزا لحدوث هبوط ملحوظ في نمو السيولة النقدية وسمحت جزئيا باستيعاب السيولة الزائدة.

هدفت هذه العملية إلى زيادة الاعتماد على قوى السوق والمنافسة تماشيا مع الإصلاحات الأخرى في القطاع الحقيقي، والموجهة نحو اقتصاد السوق بحيث أصبح من الضروري تحويل القطاع المالي من مجرد ناقل للأموال من الخزينة إلى المؤسسات العمومية، إلى نظام يلعب دورا نشطا في تعبئة الموارد وتخصيصها. وتمثلت العناصر الأساسية لهذا التحول في التحرك نحو استخدام أسعار الفائدة والتحرير التدريجي لمعاملات الحساب الجاري والرسمالي واعتماد سياسة أكثر مرونة اتجاه سعر الصرف.

كانت أهم خطوات الإصلاح في إطاره المؤسسي هي اتخاذ قرار في عام 1987 يقضي بانسحاب الخزينة العمومية من عمليات تمويل الاقتصاد، بحيث أصبحت مسؤوليتها تقتصر منذ ذلك الحين على تمويل الاستثمارات في البنية الأساسية والقطاعات الإستراتيجية فقط . وفي الفترة 1987-1988 اتخذت عدة إجراءات لتشجيع المنافسة لعل أهمها إلغاء الحكومة قرار التوطين الإجباري الوحيد ، والسماح للمؤسسات المالية بأن تعمل في مجالات واسعة ومختلفة. وقد منح قانون استقلالية المؤسسات<sup>1</sup> رقم 01-88 للمؤسسات العمومية صلاحيات واسع في مجال اتخاذ القرار نذكر منها ما يلي :

- حرية اختيار الشكل التنظيمي المناسب وأسعار منتجاتها وقنوات توزيع منتجاتها.
- تحديد أنظمة الأجور وتعويض الموظفين عن طريق العقود الجماعية.
- حرية إبرام العقود بدون اللجوء إلى التصريح من الوصاية.
- منع تدخل أي هيئة رسمية في تسييرها ما عدا الحالات التي نص عليها القانون التجاري الجزائري .
- الاعتراف بحق المؤسسات في اختيار أساليب التمويل التي تتماشى مع مصالحها.

في جوان سنة 1988 أنشئت صناديق المساهمة<sup>2</sup> (CNPE) التي أصبحت المالك الوحيد للمؤسسات وقد كلفت هذه الصناديق بتسيير حافظة المؤسسات الاقتصادية العمومية ، كما كلفت بممارسة حق ملكية المؤسسات نيابة عن الدولة من خلال الرقابة على حصص الأسهم التي تمتلكها<sup>3</sup> ، وتجدر الإشارة أنه تم تعويض صناديق المساهمة بعد سنة 1995 بالشركات القابضة العمومية التي أوكلت لها مهمة تسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة.

ولعل من المهم أن نشير هنا إلى أن عدد المؤسسات العمومية قدر في الجزائر بـ 2800 مؤسسة في سنة 1988 تتشكل في غالبيتها من مؤسسات صناعية وتجارية وخدمية . كما قدر عدد المؤسسات الصناعية إلى غاية نهاية سنة 1989 بـ 1900 مؤسسة منها 400 مؤسسة ذات طابع وطني و 1500 مؤسسة ذات طابع محلي. وتتوزع هذه المؤسسات على مستوى مختلف الولايات والبلديات المنتشرة عبر كامل التراب الوطني . أما المؤسسات ذات الطابع الوطني فهي تتوزع على مختلف القطاعات الاقتصادية كما يأتي:

<sup>1</sup> صدر القانون رقم 88/01 في 12 جانفي 1988 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 2 في 13 جانفي 1988 ، متضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الاقتصادية العمومية المعدل والمنم.

<sup>2</sup> أنشئت صناديق المساهمة بمقتضى القانون رقم 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988 والمتعلق بصناديق المساهمة، ويترأس مجلس مساهمات الدولة رئيس الحكومة وهو مكلف بتحديد التوجهات الكبرى للمؤسسات في مجال النمو والتفرع والمساهمة في رأسمالها.

<sup>3</sup> Leila Abdeladim, « les privatisations des entreprises publiques dans les pays du Maghreb », édition internationale, 1998 P.34.

## جدول رقم 06: توزيع المؤسسات العمومية ذات الطابع الوطني حسب القطاعات سنة 1988

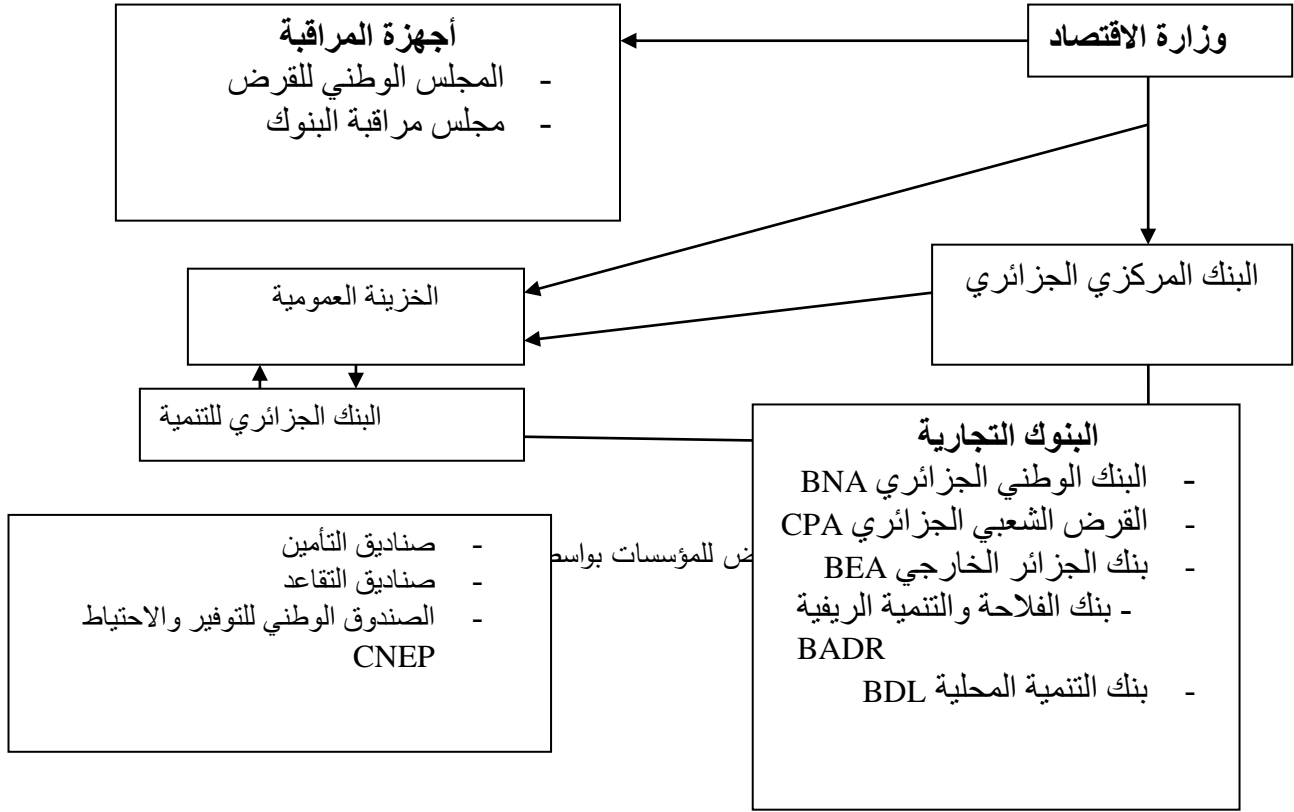
القطاعات	البناء والسكن	الري البيئة والغابات	الأشغال العمومية	الصناعات الخفيفة	الصناعات الثقيلة	الطاقة	النقل	التجارة	الزراعة	السياحة	قطاعات أخرى
عدد المؤسسات	97	37	13	45	42	26	19	27	14	24	56

المصدر: M Boussamouh, nomenclature des entreprises publiques RASJ, 1989 N°4

وبالموازاة مع صدور قانون استقلالية المؤسسات صدر في نفس السنة القانون المكمل لسنة 1988 الذي حدد مجال نشاط البنوك التجارية العمومية ودورها في الاقتصاد حيث أصبح البنك - بموجب هذا القانون شخصية اعتبارية ذات رأس مال يتمتع بالاستقلالية المالية ويخضع لمبدأ التوازن المحاسبي والإفلاس . كما دعم دور البنك المركزي الجزائري في مجال إدارة السياسة النقدية طبقاً لقواعد الصرامة النقدية التقليدية.

وقد مثل كل ذلك انطلاقة أولية لبروز قواعد جديدة في تسيير الاقتصاد تفصل بين دور الأعوان الاقتصاديين وبين الدولة في تمويل التراكم ، ويلخص الشكل التالي مختلف العلاقات التي تربط الهياكل المالية والنقدية في الجزائر حسب إصلاحات سنة 1988.

الشكل رقم 09: هيكل النظام المصرفي الجزائري حسب إصلاحات سنة 1988



المصدر: Cahier des réformes ,Banque d'Algérie,1989,P 21

واضح من الشكل أن وزارة المالية كانت تمثل أعلى سلطة نقدية ومالية في البلاد وتسيطر على كل قنوات التمويل من خلال المجلس الوطني للقرض ومجلس مراقبة نشاط البنوك التجارية.

أما على صعيد العلاقة بين البنك والمؤسسة فقد شهدت هذه المرحلة تغيرات طفيفة من خلال اتخاذ بعض التدابير و الإجراءات أبرزها إلغاء العمل بمبدأ التوطين الإلزامي لحسابات المؤسسات الاقتصادية في بنك وحيد ابتداء من سنة 1987 ، وتخلي الخزينة العمومية عن تمويل استثمارات المؤسسات الاقتصادية العمومية لتوكل هذه المهمة للبنوك التجارية العمومية الخمسة.

كما تم إدخال طرق جديدة في التسيير المالي والنقدي تفصل بين دور الدولة ودور المتعاملين كمساهمين مباشرين في عملية تراكم رأس المال ، ومن الأشياء الجديدة التي تبلورت بعد سنة 1988 منح الدولة مساحة حرية أكبر للمؤسسات الاقتصادية العمومية في ميدان إبرام العقود التجارية والبحث عن مصادر تمويل بديلة.

أما فيما يتعلق بنشاط البنوك التجارية فقد حدد البنك المركزي الجزائري (في علاقته مع هذه البنوك) سقفا لإعادة التمويل لا يمكن تجاوزها . فعلى سبيل المثال ، حددت نسبة الأوراق المعاد خصمها بالنسبة لمجموع القروض الممنوحة للاقتصاد بنسبة 7.43% في سنة 1987<sup>1</sup> ، كما شهدت هذه المرحلة بداية تطبيق قواعد الحذر على نشاط التمويل البنكي (معامل كوك أو قواعد بازل 1).

شرع في تطبيق برامج الإصلاح بإصدار القانون البنكي الصادر في سنة 1986 ، واستكمالها بصور قانون استقلالية المؤسسات والقانون البنكي المكمل لسنة 1988 ، وما تمخض عنهما من إجراءات تهدف في مجملها توسيع صلاحيات المؤسسات الاقتصادية في مجال التسيير والتنظيم

وإعادة الهيكلة بالإضافة إلى إصلاح الجهاز المصرفي الجزائري لم تكن كافية لتحقيق أهداف السياسة النقدية والمالية التي سطرته الدولة. ويرجع ذلك إلى جملة من الأسباب منها ، عدم قدرة المسيرين والقائمين على توجيهها لتبلغ الأهداف المسطرة واستمرار هيمنة الدولة على النظام المصرفي في الجزائر وتدهور وسائل الدفع الخارجية نظرا لتراجع أسعار النفط.

إن عجز برامج الإصلاح على تحقيق الأهداف المرجوة منها دفعت الحكومة إلى التفكير في آليات جديدة لتنظيم وتسيير بكفاءة أكبر البنوك والمؤسسات التابعة للقطاع الحكومي.

### المبحث الثاني: مرحلة الإصلاحات وإعادة هيكلة البنوك التجارية (1990-1994)

قبل الإصلاحات المالية والبنكية ، كانت البنوك التجارية الجزائرية تفتقر إلى الإطار المؤسسي والخبرة للنهوض بأعمال الوساطة المالية التي تنتم بالفعالية . فقد كانت تزرع تحت تركة من الإقراض الإجباري للمؤسسات العمومية ، والتخصص في الائتمان القطاعي ووجود أنظمة احترازية غير كافية مما أضعف نوعية حوافظ هذه البنوك بدرجة كبيرة . وتدهورت الملاءة المالية للقطاع المصرفي بدرجة كبيرة لدرجة أن 65% من

يبين الملحق رقم 1 الأوراق المالية المعاد خصمها من سنة 1986م إلى سنة 1990.

أصول البنوك غير مدرة لعائد في عام 1990 ، وتزايد اللجوء إلى إعادة التمويل من البنك المركزي بمعدلات تثير الانزعاج.

جاء إقرار برنامج الإصلاح المالي لعام 1990 لشطب كمية ضخمة من الديون الأجنبية والمحلية المدومة والمستحقة على المؤسسات العمومية ، تلك الديون التي تراكمت على مدى سنوات سادت فيها الضوابط الحكومية المباشرة ، واشتمل البرنامج على إعادة رسملة البنوك

التجارية .وجرى تمويل هذا البرنامج بصندوق خاص لإعادة الهيكلة بدعم من مخصصات الميزانية وبقرض من البنك الدولي لإصلاح المؤسسات والقطاع المالي.

للتصدي لهذه المشكلات ،اعتمدت السلطات مجموعة مهمة من تدابير الإصلاح المالي في سنة 1991 لإعادة هيكلة القطاع المصرفي وقطاع المؤسسات العمومية .وتم الإصلاح بمساندة مالية وفنية بقرض من البنك العالمي في إطار برنامج تصحيح المؤسسات والقطاع المالي،الذي اعترف بالعلاقة المالية الوثيقة بين البنوك والمؤسسات العمومية.

في نفس الوقت ،تم وضع إطار قانوني وتنظيمي جديد للقطاع المالي في صلب قانون النقد والقرض في 14 أبريل 1990<sup>1</sup> حيث وضع هذا القانون الاستقرار النقدي في صدارة الأولويات ، وكرس البنك المركزي الذي أصبح ' بنك الجزائر' كمؤسسة مستقلة ومسئولة على السياسة النقدية والرقابة على الجهاز المصرفي وألغى التمويل المباشر من الخزينة العمومية لاستثمارات المؤسسات العمومية الجديدة.

بالإضافة إلى ذلك ومن أجل النهوض بالمنافسة ،صرحت الحكومة بإنشاء بنوك خاصة وألغت أسلوب تخصيص كل مؤسسة عمومية للتعامل مع بنك تجاري معين.وأخيرا ،أدخلت الإصلاحات الهيكلية في سوق العمالة مرونة أكبر في تحديد الأجور وعقود العمل ورخصت بتسريح العمال لأسباب اقتصادية .

وقد وضع هذا القانون النظام المصرفي على مسار تطور جديد يتميز بإعادة تنشيط وظيفة الوساطة المالية وإبراز دور النقد والسياسة النقدية .فتأسس بالتالي نظام مصرفي ذو مستويين بعد

أن كان ذا مستوى واحد لأن الحدود بين الدائرة المصرفية ودائرة الموازنة كانت واهية ، كما أبعد هذا القانون كل تدخل إداري في القطاع المصرفي ، وأرجع للبنك المركزي كامل صلاحياته في تسيير النقد والقرض في

<sup>1</sup> صدر قانون النقد والقرض تحت رقم 90/10 في 14 أبريل 1990م،الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 16.

استقلالية تامة. كما كرس إعادة الاعتبار للبنوك كأعوان اقتصاديين مستقلين . ووضع قيودا على مدى تأثير السياسة الجبائية على النقد والقرض من خلال عزل دائرة موازنة الدولة عن الدائرة النقدية.

وزيادة على ذلك أسس قانون النقد والقرض سلطة نقدية تتميز بكونها وحيدة : تتمثل في مجلس النقد والقرض ، ومنظمة في إطار الدائرة النقدية وبالضبط البنك المركزي (بنك الجزائر).

كما كرس الإصلاح المالي والمصرفي مبدأ انفتاح القطاع المصرفي للاستثمار الخاص الوطني والأجنبي بدون تمييز ودون أي شكل من أشكال القيود ، وبالتالي وضع القطاع المالي والمصرفي في شكله النهائي أي في مسار الانتقال من اقتصاد مسير مركزيا إلى اقتصاد موجه بآليات السوق.

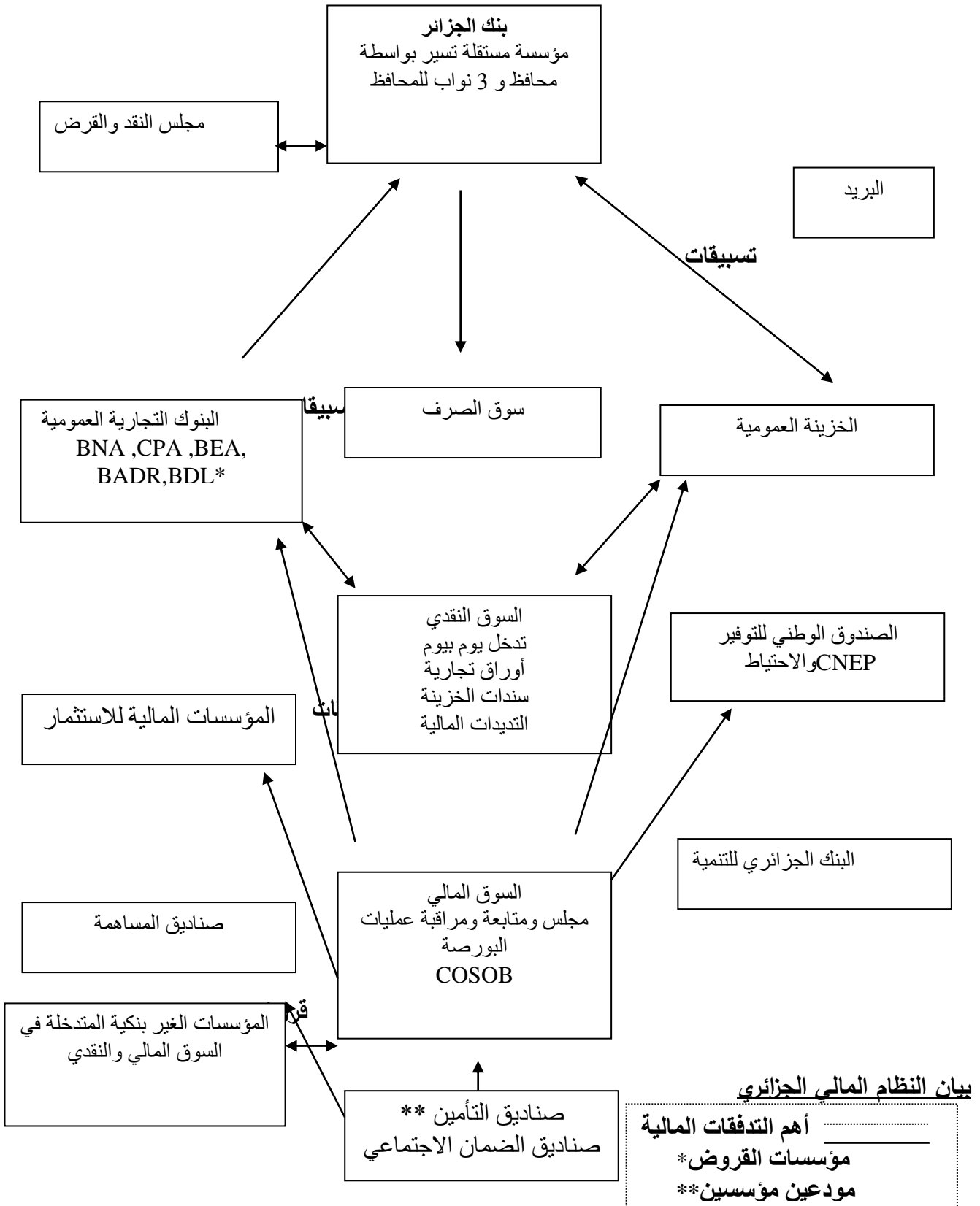
وأدرجت الإصلاحات المصرفية وظائف جديدة تمارسها البنوك إضافة إلى وظائفها التقليدية كتلقي الأموال من الجمهور والقيام بعمليات القرض وتسيير وسائل الدفع حيث سمح للبنوك بالقيام بتوظيف القيم المنقولة وجميع الموجودات والاكتتاب بها وشرائها وإدارتها وحفظها وبيعها وإسداء المشورة والعون في إدارة هذه الممتلكات ، كما فتح الباب أمام البنوك لتقديم خدمات والاستشارات والإدارة والهندسة المالية وجميع الخدمات التي تساهم في إنشاء وإنماء المؤسسات<sup>1</sup>. كما تم الفصل بين البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة (الخبزينة العمومية ، صناديق التقاعد... الخ).

ولقد أصبح بإمكان البنوك أيضا القيام بعمليات الإيجار العادي للأموال المنقولة وغير المنقولة ، ومن جانب آخر جاء هذا القانون بهيئة نقدية جديدة ذات سلطة وحيدة تتمثل في مجلس النقد والقرض الذي أوكلت لها مهمة تنظيم وتسيير السياسة النقدية للبلاد ، ويتمتع هذا المجلس الذي يعمل تحت إشراف بنك الجزائر ، على الأقل نظريا بحرية واسعة في مجال إعداد و تسيير السياسة النقدية للبلاد.

الشكل التالي يصف هيكل الجهاز المصرفي حسب الإصلاحات التي تضمنها قانون النقد والقرض الصادر في أفريل من سنة 1990.

<sup>1</sup> قانون النقد والقرض 90/10 المادة 116 منه.

الشكل رقم 10: هيكل الجهاز المصرفي الجزائري حسب إصلاحات سنة 1990



المصدر: les cahiers des réformes, Banque d'Algérie 1990

واضح من هذا الشكل أن بنك الجزائر استرجع مكانته كأعلى سلطة نقدية في الجزائر واختفاء وزارة الاقتصاد، كما يتضح لنا بروز بدائل تمويلية جديدة<sup>1</sup> أمام البنوك والمؤسسات المالية التي صار بوسعها اللجوء إلى السوق المالي أو السوق النقدي أو الحصول على تمويل مشترك بالتعاون مع المؤسسات المالية للاستثمار.

لقد أدى الوضع المالي والنقدي قبل الذي ساد في نهاية الثمانينات إلى تدهور الملاءة المالية للبنوك بدرجة كبيرة على مر السنوات لدرجة أن 65% من أصول البنوك كانت بدون عوائد سنة 1990 ، مما دفعها إلى اللجوء المتزايد لإعادة التمويل من البنك المركزي ، والذي بلغ معدلات حرجة.

وقد تميزت فترة التسعينات ببذل مجهودات كبيرة لتطهير وإعادة هيكلة القطاع العمومي بصفة عامة والبنوك بصفة خاصة ، فمنذ سنة 1990 ظهرت الضرورة للبدء في تقييم قابلية البنوك العمومية للدفع وفق المعايير العالمية. وقد بين التقييم الأول ، استنادا على الوضعيات العامة للبنوك مشكل القروض المشكوك فيها وعدم كفاية الأموال الخاصة . وبالتالي ظهرت حتمية التطهير وإعادة الهيكلة للبنوك مثلها مثل المؤسسات العمومية الأخرى ، خصوصا بعد أن هيا قانون النقد والقروض الإطار المؤسساتي لذلك الإصلاح . وتمثلت عملية تطهير ميزانية البنوك العمومية في إعادة شراء القروض المشكوك فيها وقروض أخرى من طرف الخزينة العمومية وشملت<sup>2</sup>:

- القروض المقدمة إلى الشركات الأم للمؤسسات العمومية التي أعيدت هيكلتها منذ سنة 1983.

- القروض المقدمة للمؤسسات العمومية المنحلة.

- القروض المقدمة للمؤسسات العمومية التي لا تزال تزاوّل نشاطها.

غير أن المنافع المحتملة لعملية التحرير والإصلاح هذه لم تتحقق في مجموعها لعدم دمج مختلف التدابير في إطار شامل ، ولغياب بعض الخطوات الرئيسية التي لا غنى عنها لإنشاء اقتصاد سوق يتسم بالفعالية . فعلى سبيل المثال ، ظل وضع المؤسسات العمومية المالي صعبا بسبب الضوابط السعرية المفروضة على الأسعار من وزارة التجارة ، وبسبب ارتفاع تكلفة تسريح العاملين . الشيء الذي أدى إلى تراكم الخسائر التي أمكن تمويلها بقروض من البنوك التجارية بالرغم من أن إعادة رسملة هذه البنوك لم يصاحبه وضع أنظمة احترازية كافية تتكفل بإنقاذ البنوك من وضعيات الإفلاس.

<sup>1</sup> حدد المرسوم التنفيذي رقم 170/91 الصادر في 28 ماي 1991م أنواع الأدوات المالية أشكالها شروط إصدارها وكيفية تداولها وتحويلها.  
<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، دراسة خاصة بالجزائر " تحقيق الاستقرار والتحول نحو اقتصاد السوق " مرجع سابق ص 66.

## أ- المؤسسات المالية الجديدة بعد الإصلاحات البنكية لسنة 1990:

شجع صدور قانون النقد والقرض على إنشاء العديد من البنوك الخاصة والمؤسسات المالية وذلك ابتداء من سنة 1995 مثل مؤسسات تمويل قطاع السكن والصندوق الوطني للسكن (CNL) وشركة إعادة التمويل الرهنوي (SRH) وصندوق ضمان القروض العقارية.

كما تم تحويل الصفة القانونية لصندوق التوفير والاحتياط<sup>1</sup> ، حيث حصل الصندوق على قرار رقم 97-01 الصادر في 06 أفريل 1997 تحول بموجبه إلى بنك (CNEP Banque) ، وبموجب الجمعية العامة للبنك بتاريخ 2008/07/17 سمح للبنك بمنح قروض عقارية وقروض لشراء أراضي وتمويل المؤسسات وغيرها.

تم إعادة هيكلة بنك التنمية الجزائري وإنشاء صندوق التجهيزات العمومية وصندوق ضمان الصفقات العمومية ، وتم في 20 ماي 1991 تأسيس بنك البركة الجزائري برأسمال قدره 2.5 مليار دينار وهو مؤسسة مختلطة يتقاسم رأسماله كل من بنك الفلاحة والتنمية الريفية الجزائري و مجموعة دلاح البركة السعودية ويعمل هذا البنك بالصيغ الإسلامية . ويمكن أن نذكر مجموع البنوك التي حصلت على الاعتماد من مجلس النقد والقرض خلال هذه المرحلة :

- مونا بنك.
  - البنك الصناعي والتجاري الجزائري (BCIA)
  - البنك الدولي الجزائري AIB
  - بنك الخليفة.
  - البنك العام للبحر المتوسط BGM
  - المجمع الجزائري البنكي.
- كما تم اعتماد عدة بنوك خاصة دولية نذكر منها على الخصوص :
- سيتي بنك الجزائر City Bank .
  - البنك العربي الجزائري BAA .
  - الشركة العامة الجزائرية SGA .
  - بنك الخليج AGB.

<sup>1</sup> أنشئ الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط في 10 أوت 1964 بموجب القانون رقم 64-227.

- ناتكسيس الجزائر ، فرع مجموعة ناتكسيس الفرنسية Natexis .
  - بنك الريان .
  - بنك هرمز الجزائر AFG-Hermes Algeria .
  - القرض الليوني CL .
  - بنك باريس .PARIBAS .
  - الشركة العامة Société générale .
  - HSBC ALGERIA .
  - TRUST Bank .
- أما بخصوص المؤسسات المالية المتخصصة في الجزائر مؤسسات مالية متخصصة فقد شملت ما يأتي :
- شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) .
  - شركة SOFINANCE .
  - الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA) .
  - ARAB LEASING CORPORATION
  - CETELEM
  - MAGHREB LEASING
  - SOCIETE DE LEASING- (SPA)

تجدر الإشارة في هذا السياق إلى وجود اتفاق إطار الذي اعتمد سنة 1998 ، يقضي هذا الاتفاق على استمرار الإصلاحات المصرفية من خلال وضع شبكة بنكية مشتركة ومختصة في إرسال المعطيات بين القطاعات المالية ومصالح البريد لتقليص آجال تسوية المعاملات.

بعد هذه المرحلة وبالنظر إلى الصعوبات المالية التي تعرضت لها الجزائر منذ التسعينات وارتفاع أعباء الديون الخارجية شرعت الجزائر في مفاوضات مع بعض المؤسسات الدولية بما فيها صندوق النقد الدولي والبنك العالمي كانت نتيجتها إبرام اتفاق التمويل القصير الأجل في سنة 1994 و اتفاق التمويل الموسع ابتداء من سنة 1995.

أما على صعيد العلاقة بين البنك والمؤسسة في هذه المرحلة فقد عرفت بعض التحولات على الأقل من الجانب التنظيمي والتشريعي حيث أصبح بنك الجزائر يفرض شروط أكثر صرامة في مجال إعادة تمويل البنوك

التجارية بالسيولة ، وطبق قواعد الحذر وشدت الرقابة المصرفية من خلال اللجنة البنكية حرصا منه على تسيير أكثر صرامة للائتمان البنكي بضوابط تقلص من تأثير النقود على معدلات التضخم.

فيما يخص تمويل المشاريع الاستثمارية للمؤسسات الاقتصادية فقد شهدت هذه المرحلة انسحابا شبه كلي للخزينة العمومية من حلقة التمويل التضخمي وظهور إجراءات جديدة تسمح للمؤسسات العمومية بالتدخل على مستوى السوق المالية من خلال إصدار أسهم وسندات للاكتتاب العام من طرف الجمهور، كما فتح قانون النقد والقرض الباب أمام البنوك أيضا للتعامل مع هذا السوق والحصول على السيولة الأزمة لها عبر ممارسة وظيفة الوساطة على مستوى الأسواق المالية.

وفي هذا الشأن أنشئت أجهزة وهيئات مكلفة بمراقبة ومتابعة عمليات البورصة وذلك لتنظيم ومراقبة أنشطة التداول ومنح الاعتمادات اللازمة للدخول للسوق وترقية التعامل بالأدوات المالية الجديدة.

أما الخزينة العمومية فقد سمح لها هي الأخرى بإصدار سندات عمومية للاكتتاب العام من طرف المؤسسات الاقتصادية والبنوك . كما حددت الإجراءات الخاصة بشراء الخزينة العمومية للمديونية المستحقة على المؤسسات الاقتصادية العمومية والبنوك ، وشرع في عملية التطهير المالي لحواظ المؤسسات العمومية من خلال مراجعة مكشوفات المؤسسات العمومية وتحويلها إلى قروض قصيرة الأجل (قروض استغلال).

الحقيقة أن الإصلاحات المالية والبنكية التي شرع فيها في سنة 1990 تعتبر بمثابة الإطار المؤسسي والتنظيمي المحدد للمسار الانتقالي للاقتصاد الجزائري ، حيث أعيد النظر في علاقة بنك الجزائر بالبنوك التجارية والمؤسسات الاقتصادية على أساس ضوابط جديدة تعتمد على الصرامة النقدية وتسيير الخطر . من جانب أصبح بإمكان البنوك التجارية في إطار هذه الإصلاحات لعب أدوار أكثر أهمية في مجال تمويل الاستثمارات المنتجة شريطة أن يتضمن طلب التمويل بنودا تسمح بتسديد القروض البنكية.

ابتداء من سنة 1991 أدخل بنك الجزائر نظام البرمجة المالية ، غير أن استمرت السياسة النقدية في الاعتماد على أربع أدوات مباشرة هي:

- فرض حدود قصوى على صافي الائتمان المصرفي المقدم للمؤسسات وعلى كمية إعادة الخصم من جانب البنوك.

- فرض حدود قصوى على صافي الائتمان المصرفي المقدم إلى 23 مؤسسة عمومية كبيرة تخضع لإعادة الهيكلة المالية.

- فرض حدود قصوى فرعية على إعادة خصم القروض المصرفية المقدمة إلى هذه المؤسسات.

- فرض حدود قصوى تقديرية على تدخلات بنك الجزائر في السوق ما بين البنوك.

وفي سنة 1992 حدث تحول كبير في السياسة النقدية ، إذ توقف بنك الجزائر عن فرض حدود ائتمانية قصوى على إقراض البنوك التجارية ، وشرع في الاعتماد على إعادة تمويل الاقتصاد ، وقد قام بنك الجزائر بخطوة هامة أخرى في نهاية سنة 1993 عندما شرع في إعادة توجيه جزء كبير من إعادة تمويل البنوك نحو السوق النقدي بعيد عن تسهيلات إعادة الخصم.

وبالرغم من هذه التحسينات في السياسة النقدية ظلت الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية تتمثل في فرض حدود قصوى على إمكانية حصول كل بنك على حدة على تسهيلات إعادة الخصم وكذلك عمليات إعادة الشراء المفروضة على كل بنك . كما اتخذت خطوة هامة لتوسيع سوق النقد ما بين البنوك خلال الفترة 1992-1993 من خلال توسيع نطاق المشاركة في هذا السوق لكي تشمل أولا المؤسسات غير البنكية (مثل شركات التأمين) والتي سمح لها بأن تقرض أموالها الفائضة وثانيا أعيد تعريف أداة إعادة الشراء بما يسمح لبنك الجزائر بمرونة أكبر في التدخل على مستوى السوق النقدي.

و تضاعف رصيد القروض المقدمة للدولة خلال الفترة 1992-1993 بحوالي 3 مرات (حسب ما يوضحه الجدول رقم ) بسبب انعدام الانضباط المالي وما صاحبه من مرونة نقدية ، وفي الوقت ذاته زاد الإقراض إلى الاقتصاد بشكل ملحوظ استجابة لارتفاع الطلب عليه من المؤسسات الاقتصادية العمومية ، والتي تدهور مركزها المالي نتيجة زيادة الأجور والتباطؤ العام الذي ميز الوضع الاقتصادي ، وزيادة على ذلك لم تجد البنوك أمامها سوى خيار تقديم القروض للمؤسسات العمومية حتى تتمكن من الوفاء بالتزاماتها الجارية والحصول على السيولة.

## جدول رقم 07: الوضعية النقدية خلال الفترة (1991-1993)

الوحدة: بالنسب %

1993	1992	1991	البيان
52.2	48.1	48.1	نسبة السيولة*
19.9	44.3	36.3	قروض إلى الاقتصاد/ الناتج الداخلي الخام
163.1	55	58.7	قروض الدولة/ إيرادات الميزانية
386.5	150.7	144.2	قروض للدولة/ الموارد العادية
12.7	16.8	33.3	إعادة تمويل بنك المركزي/ القروض إلى الاقتصاد

\* نسبة السيولة = متوسط  $M_2$  / الناتج الداخلي الخام.

المصدر: تقرير صندوق النقد الدولي وبنك الجزائر 1993.

أما إذا انتقلنا إلى تحليل نسب التمويل التي حصل عليها كل من القطاع العام والقطاع الخاص من سنة 1992 إلى غاية سنة 1994 ، فنجد أن أغلبية القروض وجهت لتمويل القطاع العام كما يوضح ذلك الجدول التالي:

## جدول رقم 08: توزيع القروض البنكية حسب القطاعات (خاص وعمومي)

الوحدة: بملايين الدنانير.

النسبة %	1994	النسبة %	1993	النسبة %	1992	القروض
						قروض الاستغلال
95.77	80.630.000	95.76	79.879.000	80.40	11.485.400	القطاع العام
4.23	3.562.980	4.24	3.536.009	19.60	2.800.389	القطاع الخاص
100	84.192.980	100	83.415.009	100	14.285.789	المجموع (1)
						قروض الاستثمار

76.76	2.473.000	71.03	2.995.000	36.05	769.000	القطاع العام
23.24	784.700	28.97	1.221.890	64.94	1.424.219	القطاع الخاص
100	3.221.700	100	4.216.890	100	2.193.219	المجموع(2)
	87.414.680		87.631.899		16.479.008	المجموع(2+1)

المصدر: بنك الجزائر سنة 1995.

واضح من الجدول أعلاه أن القطاع العمومي حاز على أكبر حصة من قروض الاستغلال والتي تجاوزت نسبة 95% سنة 1994 ، في حين لم يتحصل القطاع الخاص سوى على نسبة 4.23% خلال نفس السنة.

نشير أنه ابتداء من سنة 1992 تباطأت خطى الإصلاحات الهيكلية واتسع نطاق الاختلالات الاقتصادية الكلية. فقد كانت إستراتيجية السلطات تهدف في 1992-1993 إلى الوفاء تماما بخدمة

الدين الخارجي، الذي وصلت نسبة أعباؤه إلى 80% من متحصلات الصادرات، مع مساندة النشاط الاقتصادي بإتباع سياسة مالية توسعية وبصفة خاصة ، زاد الاستهلاك الحكومي بنسبة 2% من إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة بينما ارتفعت نسبة الاستثمار الحكومي إلى إجمالي الناتج المحلي من 6% في عام 1991 إلى 8.4% في سنة 1994.

ونتيجة لذلك هبطت نسبة المدخرات إلى الاستثمارات الحكومية بأكثر من 10% من إجمالي الناتج المحلي. والواقع أن هذه الاختلالات المالية الضخمة (بلغ العجز في الميزانية ما نسبته 8.7% من إجمالي الناتج المحلي في سنة 1993) جاءت أيضا لعدم تعديل سعر الصرف-الذي قوض الإيرادات من الصادرات النفطية والإيرادات المتعلقة بالتجارة.

وبناء عليه، فإن التناقض بين سياسة إدارة الطلب التوسعية والتردد في تعديل سعر الصرف ، وما صاحبه من إستراتيجية للدين الخارجي تسعى إلى تجنب عمليات إعادة جدولة الديون الرسمية ، مع انخفاض أسعار النفط ، كل هذا أدى إلى تدهور وضع الحساب الجاري الخارجي. واستجابت السلطات لذلك بفرض القيود من جديد على التجارة والمدفوعات وتشديد الضوابط الإدارية ، مما أدى إلى تفاقم سوء تخصيص الموارد وهبوط

استخدام الطاقة الإنتاجية وانخفاض الاستثمارات في قطاع المحروقات ، وحدث ندرة واسعة الانتشار في مختلف السلع ، وزيادة في البطالة من 20% من القوة العاملة في عام 1990 إلى 24% في عام 1993. وقد اتخذت خطوات مهمة لتوسيع نطاق سوق النقد فيما بين البنوك خلال الفترة 1992-1993 ، إذ جرى توسيع المشاركة في هذا السوق لتشمل أولا المؤسسات المالية غير المصرفية (مثل شركات التأمين) التي سمح لها بأن تقرض أموالها الفائضة ، وثانيا أعيد تعريف أداة إعادة الشراء بما يسمح لبنك الجزائر بمرونة أكبر في التدخل. حيث بلغت التسبيقات البنكية الممنوحة من البنك المركزي للخبزينة العمومية سنة 1993 ما يساوي معدل 90% وقد أدى ذلك إلى اختلالات كبيرة على مستوى الاقتصاد الكلي .

من جانب أخري شرعت الجزائر في برنامج واسع لتطهير الوضع المالي للمؤسسات العمومية للتخلص من لجوؤها بصفة آلية للسحب على المكشوف من البنوك العمومية ولتكيفها مع قواعد السوق في ظل أنماط التحول التي عرفها الاقتصاد الجزائري.

#### ب- تطهير الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية العمومية

كما تم خلال منتصف التسعينات تطهير الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية العمومية وذلك بهدف استرجاع التوازن المالي لهذه المؤسسات وتوفير الشروط المناسبة لتنشيط آلية الإنتاج لتحقيق مردودية إلى جانب تحسين العلاقة التي تربط البنوك التجارية بالمؤسسات الاقتصادية بعد تطهيرها ماليا. وتمت هذه العملية من خلال إعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية وتسهيل انتقالها لعملية الاستقلالية ، حيث أن حجم الاعتمادات المالية التي تم تخصيصها لهذا الغرض خلال الفترة الممتدة من 1991 و 1993 بلغت 400 مليار دينار. كما برزت خلال الفترة الممتدة ما بين سنة 1994 و 1995 أحداث من الجانب المالي والنقدي كان لها وقع سلبي خاصة في مجال زيادة وضعية اللاتوازن الهيكلي التي عانت منها المؤسسات الاقتصادية العمومية و يتعلق الأمر بما يلي:

- تعديل قيمة الدينار الجزائري.
- تعديل نسبة إعادة الخصم من 11.5% إلى 15%.
- تعديل المعدل البنكي المدين من 18% إلى 23.5%.

وقد أدت هذه الوضعية إلى زيادة الاعتمادات المالية المخصصة للتطهير المالي والتي تحملتها الخزينة العمومية إلى غاية نهاية سنة 1995 مبلغ 670 مليار دينار<sup>1</sup>. بالنسبة للمعايير المالية التي تم اعتمادها في إطار التطهير المالي فيتعلق الأول بإعادة تكوين الأصول الصافية الايجابية وإعادة تكوين رؤوس الأموال العاملة الصافية الموجبة ، أما المعايير المعتمدة لإلغاء الأصول الصافية السالبة فهي تخص معايير تعتمد حالة بحالة على النحو التالي:

- تحويل الديون المتوسطة والطويلة الأجل إلى سندات مساهمة.

- الرفع من رأس مال المؤسسات الاقتصادية العمومية.

- إدراج فروق إعادة تقييم الاستثمارات.

وكان مبرمج أن تتم هذه العملية في نهاية ديسمبر 1996 ولكن تم تمديدها إلى غاية نهاية الثلاثي الأول لسنة 1997 وذلك بعد الحصول على الموافقة من صندوق النقد الدولي للاستمرار في تقديم مساعدات مالية لصالح المؤسسات الاقتصادية العمومية ، أما بالنسبة لتمويل عملية التطهير فقد استفادت 300 مؤسسة خلال الفترة الممتدة من 1983 إلى 1987 بمبلغ 60.5 مليار دينار تم تقسيمه لجزأين يتمثل الأول في مساهمة نهائية تهدف للرفع من رأس المال الاجتماعي للمؤسسات ، ويتمثل الثاني في مساهمة مؤقتة تهدف إلى زيادة مستوى رؤوس الأموال العاملة وذلك حسب ما يوضحه الجدول التالي :

<sup>1</sup> Débat national sur le développement économique et politique sociale, du 29/09 au 03/10/1996 (Palais des nations, Alger).

## جدول رقم 09: خطة إعادة الهيكلة المالية لـ 300 مؤسسة عمومية

المبالغ بملايير الدنانير.

المبالغ	مساهمة مؤقتة	المبالغ	مساهمة نهائية
19.20	- قروض طويلة الأجل منحت من الخزينة	2.00 24.50	- تجميع النتائج - تجميع الديون طويلة الأجل.
7.10	- قروض قصيرة الأجل منحت من البنوك.	7.71	- المساهمة النهائية لخزينة الدولة في شكل سيولة
26.30	المجموع	34.21	المجموع

المصدر: Revue du Chercheur N°1/2002, université de Blida:

أما فيما يخص بمسار عملية التطهير المالي فقد تم اعتماد طريقة لتقييم أصول المؤسسات ورأس مالها الذاتي وذلك من خلال تقسيمها إلى أربعة تصنيفات.

يضم الصنف أ المؤسسات التي تمتلك أصول صافية موجبة ورأس مال عامل صافي ايجابي.

ويضم الصنف ب المؤسسات التي تمتلك أصول صافية موجبة ورأس مال عامل صافي سلبي.

ويضم الصنف ج المؤسسات التي تتمتع بأصول صافية سالبة ورأس مال عامل موجب.

ويضم الصنف د المؤسسات التي لها أصول صافية سالبة ورأس مال عامل سلبي.

وكان يهدف هذا التصنيف إلى تسهيل المرور المباشر للمؤسسات من الصنف أ و ب إلى الاستقلالية بدون تقديم أي مساهمة مالية أما المؤسسات المصنفة ج فهي بحاجة إلى مساهمة مالية

بهدف تسوية العجز المالي المتراكم أما المؤسسات من الصنف د فهي بحاجة إلى مساهمة من الدولة لتطهير وضعها المالي وزيادة رأسمالها وإعادة تكوين رأس مالها الصافي.

أي أنه وفي كل الحالات فإن كل المؤسسات العمومية المصنفة ضمن الصنف ج و د بحاجة إلى تطهير مالي قبل مرورها إلى عملية الاستقلالية.

كان الهدف من الإصلاحات التي شرع فيها سنة 1990 شطب كمية ضخمة من الديون الأجنبية والمحلية المعدومة والمستحقة على المؤسسات العمومية، تلك الديون التي تراكمت على مدى سنوات سادت فيها الضوابط الحكومية المباشرة، وللتصدي لهذه المشكلات، اعتمدت السلطات مجموعة مهمة من تدابير الإصلاح المالي

في سنة 1991 لإعادة هيكلة القطاع المصرفي وقطاع المؤسسات العمومية. وتم الإصلاح بمساعدة مالية وفنية بقرض من البنك العالمي في إطار برنامج تصحيح المؤسسات والقطاع المالي، الذي اعترف بالعلاقة المالية الوثيقة بين البنوك والمؤسسات العمومية.

وكانت تهدف هذه الإصلاحات إلى زيادة الاعتماد على قوى السوق والمنافسة تماشيا مع الإصلاحات الأخرى الموجهة نحو السوق واستجابة لتزايد تعقد الاقتصاد وازدياد دور المؤسسات العمومية والخاصة.

### المبحث الثالث : المرحلة الانتقالية (1994-2003)

تعتبر هذه المرحلة الانتقالية هامة بالنظر إلى الالتزامات التي أبرمتها الجزائر مع المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ) ضمن إطار اتفاق التمويل القصير المدى (Stand-by) والذي كانت مدته سنة ، ثم اتفاق التعديل الهيكلي (P.A.S) لتثبيت التوازنات الكبرى للاقتصاد الجزائري و التقليل من حجم الاستدانة وقد دام هذا البرنامج ثلاثة سنوات ضمن إطار شروط مالية ونقدية جد صارمة ، وسنعرض فيما يلي كل اتفاق بشيء من التفصيل.

#### 1- اتفاق التمويل القصير الأجل (Stand- by) ماي 1994:

فرضت شروط الاستعداد الائتماني مدته سنة وتسهيل الصندوق برنامجا ماليا صارما مقابل تقديم موارد صندوق النقد الدولي.

يهدف هذا التمويل الذي أبرم في أبريل 1994 والمرفق بعمليات إعادة الجدولة التي امتدت لمدة سنة إلى تحقيق ما يلي:

- رفع معدلات النمو الاقتصادي بغية استيعاب الزيادة في القوى العاملة وخفض البطالة تدريجيا.
- الإسراع في تحقيق التقارب بين معدلات التضخم السائدة في الجزائر مع المعدلات السائدة في البلدان الصناعية.
- استعادة قوة ميزان المدفوعات مع تحقيق مستويات ملائمة من احتياطي النقد الأجنبي.
- خفض التكاليف الانتقالية لبرنامج التصحيح الهيكلي على الفئات السكانية الأكثر تضررا.

لتحقيق هذه الأهداف قررت الجزائر تخفيف الضغوط الخارجية الناتجة عن ارتفاع أعباء خدمة الدين الخارجي وذلك بتطبيق برنامج شامل لإعادة جدولة الديون بما يزيد على 17 مليار دينار على مدى سنوات البرنامج الأربع . وكان من المقرر إتمام هذه العملية بمبلغ إضافي قدره 5.5 مليار دولار في صورة دعم استثنائي لميزان المدفوعات من صندوق النقد الدولي وعدد من المؤسسات الدولية والإقليمية الأخرى ومن المانحين الثنائيين . وقد سمح توافر هذه المبالغ الضخمة من التمويل الخارجي بإحداث زيادة في معدل الاستيعاب خلال السنة الأولى من البرنامج ، وهذا ما دل عليه التحول في ميزان الحساب الجاري الخارجي من فائض نسبته 1.9% من إجمالي الناتج المحلي في سنة 1993 إلى عجز نسبته 4.3% من هذا الإجمالي في سنة 1994.

كما بلغ هذا الاتفاق هدفه الرئيسي المتمثل في إعادة جدولة أجال القروض وشملت مبلغ 4.441 مليار دولار منها 450 مليون دولار فوائد وهكذا انتقلت خدمات الديون من 8.96 مليار دولار إلى 4.58 مليار دولار ونسبة خدمة الديون إلى الصادرات من 93.4% إلى 47.1%.

الجدير بالذكر أن تجربة الجزائر تختلف بعض الشيء عن عملية التصحيح المعتادة التي يترتب عليها في البداية حدوث انكماش في الطلب الكلي.

كان من المفترض أن يؤدي التخفيف المؤقت للقيود الخارجية إلى إيجاد متسع من الوقت لتنفيذ إستراتيجية متوسطة الأجل للإصلاح الهيكلي من ثلاثة محاور كما يلي:

- تعديل الأسعار النسبية وإزالة القيود على التجارة الخارجية والمدفوعات للتخفيف من النقص في عدد من السلع الأساسية ولتحقيق التوزيع الفعال للموارد.
- ضبط الإنفاق العام وتشديد السياسة النقدية لاحتواء الطلب الكلي وتحقيق التوازن الداخلي والخارجي بمرور الوقت.
- إنشاء الآليات المؤسسية والسوقية اللازمة لإتمام عملية الانتقال من الاقتصاد المخطط مركزيا إلى اقتصاد السوق المتنوع.

## 2- اتفاق التمويل الموسع (ماي 1995 - أبريل 1998):

تسارعت وتيرة الإصلاحات الهيكلية للاقتصاد الجزائري بعد إبرام اتفاق إعادة الهيكلة مع المؤسسات المالية الدولية في 22 ماي 1995 سمي بتسهيل الصندوق الممدد وحصول الجزائر على تمويل موسع قدره 1.8 مليار دولار يصرف على امتداد 3 سنوات ، و يركز هذا التمويل على عمليات إعادة جدولة الديون

الخارجية لدى كل من نادي باريس ونادي لندن ومواصلة سياسة الاستقرار المالي مع الاهتمام بالمشاكل الهيكلية التي أثرت على الجهاز الإنتاجي وذلك حسب الشروط الهيكلية التي حددها البنك الدولي .

بذلك تحسنت عملية تحويل الدينار على العمليات الخاصة بالخدمات خلال الفترة 1995-1996 ، وفي جانب المالية العامة تمكنت الحكومة من تكوين ادخار إجباري وذلك قصد الشروع في عملية تسديد الديون المستحقة للبنوك لدى الخزينة العمومية ولدى المؤسسات الاقتصادية العمومية .

فقد تمكن إعداد هذا التراكم في المدخرات بفضل إلغاء سياسة الدعم الحكومي للأسعار و تخفيض النفقات العمومية وارتفاع العوائد الضريبية .

وقد تدعمت هذه الإجراءات بعمليات أخرى مست المؤسسات الاقتصادية العمومية من خلال إعادة هيكلة الجهاز الإنتاجي وتشجيع إنشاء استثمارات منتجة ، ومن بين أهم الإجراءات المتخذة خلال الفترة 1995-1998 يمكن أن نذكر ما يلي:

- إعادة هيكلة وخصوصة بعض مؤسسات الدولة وإعادة هيكلة الجهاز المصرفي ، حيث صدر في هذا الشأن أمر في سبتمبر سنة 1995 حدد القطاعات المرشحة للخصوصة.
- إنشاء السوق المالي وذلك لتسهيل عملية إعادة هيكلة وخصوصة المؤسسات الحكومية ، ودفع عملية الاستثمار وتطوير جهاز الإنتاج.
- إنشاء شركة ضمان وتأمين الصادرات وذلك لدعم ميكانيزم تنويع الصادرات خارج قطاع المحروقات والتقليص من تأثير الهزات الخارجية على الاقتصاد الجزائري.
- إدراج أنماط تمويل متطورة وتتكيف مع مؤسسات السوق على غرار التمويل الايجاري والورنت والتمويل بالمخاطرة وغيرها.

تم ابتداء من سنة 1994 وضمن برنامج التعديل الهيكلي المتفق عليه مع صندوق النقد الدولي ، تم تقييد السياسة النقدية لإجراء تخفيض سريع في التضخم ، وقد ساعد على تنفيذ هذه السياسة التحول الهام في الوضع المالي حينما نزل عجز الميزانية بأكثر من 4 نقاط مئوية بالنسبة للناتج الداخلي الخام سنة 1994 وثلاثة نقاط مئوية في سنة 1995.

كان بنك الجزائر حتى أوائل سنة 1994 ، يتحكم في سيولة الجهاز المصرفي من خلال فرض حدود قصوى على المبالغ الكلية لإعادة التمويل بالنسبة لكل بنك على حدة. ومن خلال تسهيلات إعادة الخصم أو اتفاقيات إعادة الشراء في السوق النقدي بين البنوك . غير أن هاتين الأداتين كانتا موجّهتين نحو تلبية احتياجات البنوك كل على حدة وكانتا تقدمان بناء على مبادرات البنوك التجارية . وبالتالي فقد كان من الصعب على بنك الجزائر أن يتحكم في السيولة بصورة فعالة.

أخذ بنك الجزائر منذ سنة 1994 في فرض احتياطي إلزامي على البنوك بنسبة 3% من الودائع المصرفية (مع استبعاد الودائع بالعملات الأجنبية) مع تعويضات بنسبة 11.5% ، وتعززت فعالية الرقابة النقدية بصورة أكبر في ماي 1995 عندما شرع بنك الجزائر في تطبيق مزادات إعادة الشراء لتوفير السيولة للبنوك<sup>1</sup>.

كانت تهدف هذه المزادات إلى تقوية دور أسعار الفائدة من خلال السماح بتطبيق ممارسات أكثر تنافسا في الأسواق وتقديم قدر أكبر من الشفافية اتجاه معيار تخصيص الائتمان<sup>2</sup> .

وزيادة على ذلك تم تعقيم جزء من الموارد المالية المحررة بفضل إعادة جدولة الديون الخارجية ، بغية تجنب الآثار التضخمية وبالتالي تجنب توسع الكتلة النقدية من النوع  $M_2$  .

وكان الهدف من تقليص عرض النقود من النوع الثاني ، المعبر عنه بـ  $M_2$  وبمعامل السيولة هو تحديد:

- توسع القرض المحلي مع إعادة هيكلة مقابلات الكتلة النقدية لصالح القروض للاقتصاد أي تخفيض أثر المزاخمة.
- اللجوء إلى النقود المركزية. فالتأثير على هيكل أسعار الفائدة ووضع أسقف على المبالغ القابلة لإعادة الخصم ، حيث يوسع هذا الإجراء حث النظام المصرفي على جمع الادخار وبالتالي تجنب الإفراط في اللجوء إلى مؤسسة الإصدار .
- ومن هذين الهدفين يبرز هدف تقريب معدل التضخم مع معدلات التضخم لدى الشركاء التجاريين الرئيسيين.

<sup>1</sup> احتفظ بنك الجزائر بتسهيل إعادة الخصم مع نظام المزادات لفترة انتقالية للوفاء باحتياجات السيولة لدى البنوك التجارية.  
<sup>2</sup> جاء تطبيق آلية المزادات بعد اتخاذ عدد من الإجراءات سنة 1994م بهدف تعزيز المؤسسات المصرفية والعمومية على حد سواء.

بالموازاة مع توسع حجم القروض المقدمة للاقتصاد خلال الفترة الممتدة من سنة 1992 إلى غاية سنة 1994 ، تم تنفيذ جزء هام من موارد إعادة الجدولة ، وهكذا عالجت الخزينة العمومية دينها المحلي بالاستدانة الخارجية ، مع تطهير وضعية المؤسسات العمومية ومحافظ البنوك.

على المستوى العملي ، فان المدينين الأساسيين وهما البنوك والمؤسسات العمومية ، تمكنوا من الاستمرار في خدمة ديونهم الخارجية . وبدلا من تحويل المبالغ المحصل عليها من إعادة الجدولة إلى الخارج ، فإنها دفعت إلى الخزينة العمومية التي دفعتها بدورها لتدعيم عمليات إعادة الهيكلة ودفع ديونها اتجاه النظام المصرفي ، مما زاد في توفر الأموال القابلة للإقراض في الاقتصاد ، وببقاء المتغيرات الأخرى ثابتة ، فإنها أدت إلى تخفيض الدين الداخلي للخزينة العمومية وتزايد الدين الخارجي .

اتخذت خطوة أخرى من قبل الحكومة ، نحو تعميق السوق النقدي عندما بدأت في أواخر سنة 1995 في تنفيذ نظام رسمي للمزادات لبيع سندات الخزينة العمومية القابلة للتداول في السوق النقدي ، وقد وصلت أسعار الفائدة على هذه السندات إلى 22.5% في أوائل سنة 1996 قبل أن تنخفض إلى 17.5% في نهاية سنة 1996 في ضوء تباطؤ معدلات التضخم ، ومن بين المشتركين في هذه المزادات البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية ، وقد سهل هذا النظام تطبيق عمليات السوق المفتوحة (Open market) من جانب بنك الجزائر في ديسمبر 1996<sup>1</sup>، إلى جانب تقنية الاحتياطات القانونية.

من جانب آخر انطلقت عملية إعادة شراء القروض المصرفية المشكوك فيها ، والتي قدمت إلى المؤسسات العمومية وقد تمت العملية على مراحل منها:

- المرحلة الأولى (1991-1996) : وتم فيها إعادة شراء الخزينة لديون 23 مؤسسة عمومية قبل مرورها إلى الاستقلالية ، اثر تقييم مشترك بين الخزينة العمومية والبنوك العمومية على أساس معيار رسمي "القرض العادي" ، قيم بعدد أشهر رقم الأعمال (بين 6 و 9 أشهر) بحيث تعتبر القروض التي تفوق هذا المعيار تعتبر مشكوك فيها ويعاد شرائها من طرف الخزينة العمومية . وقد وصلت هذه القروض خلال سنتي 1991 و 1992 إلى ما يزيد عن 275 مليار دينار أي ما يعادل حوالي 60% من إجمالي الائتمان المصرفي المستحق على الاقتصاد ، ونسبة 23% من الناتج الداخلي الخام سنة 1992<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Abdoun Rabah « un bilan du programme de stabilisation économique en Algérie (1994-1998), les cahiers du cread N° 46/47, 1998.

<sup>2</sup> هذه المعدلات قدمت لغرض إعطاء فكرة عن حجم الديون المعاد شرائها فقط، لأن رصيد القروض غير لمدرة لفائدة والمتراكمة على مدى عدة سنوات يقارن بالناتج الداخلي الخام لسنة كاملة.

حيث أعادت الخزينة شرائها في شكل التزامات مدتها 20 سنة بسعر فائدة 5%. ولتفادي تدهور قيمتها تم تغيير شروط الشراء سنة 1996 لتتخفف المدة إلى 12 سنة ويرتفع سعر الفائدة إلى نسبة 10%.

- خلال الفترة 1991-1996 تم أعادت شراء مبلغ 217 مليار دينار نقدا منها حوالي 80% في صورة تعويضات عن خسائر الصرف الأجنبي المحتملة بسبب الاقتراض الخارجي في الماضي بالنيابة عن الدولة. بينما ذهبت نسبة 20% المتبقية كلها تقريبا إلى إعادة رسملة البنوك.

فقد أعيدت رسملة بنك الجزائر الخارجي والقرض الشعبي الجزائري في سنة 1995 من خلال مساهمات من الميزانية مقدارها 10 ملايين دينار، وقد تمت الرسملة بتمويل حكومي إضافي على النحو التالي:

أصدرت الحكومة في سنة 1996 ما قيمته 24.9 مليار دينار في شكل سندات مدتها 20 سنة لإعادة رسملة أربعة بنوك عمومية من بين البنوك الخمسة (باستثناء بنك الجزائر الخارجي).

بالإضافة إلى ذلك تم في أبريل سنة 1997 إنفاق 8 مليار دينار لإعادة رسملة الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP) بعد تحويله إلى بنك للإسكان ، كما قامت الحكومة باستبدال ما قيمته 187 مليار دينار من القروض المصرفية غير العاملة بسندات خزينة مدتها 12 سنة ( وكذلك مقابل القروض المشكوك فيها المستحقة على الشركة الوطنية للسكك الحديدية ، وشركة سونلغاز ودواوين استيراد الأغذية والأدوية) وكان سعر الفائدة على هذه السندات يقدر بـ 10% .

فقد شكلت هذه العملية 24% من رصيد ائتمان البنوك للاقتصاد بنهاية سنة 1996 وأدت زيادة على ذلك إلى زيادة مدفوعات الفائدة في ميزانية سنة 1997 بمقدار 0.6% من الناتج الداخلي الخام تقريبا.

كانت عملية إعادة رسملة كل بنك مصحوبة بتوقيع عقد أداء بين الحكومة ومديري البنوك ، يتحمل بمقتضاه مدير البنك مسؤولية احترام نسبة كفاية رأس المال المحددة من قبل بنك الجزائر ، أما البنوك فقد منحت بدورها استقلالية متزايدة في اتخاذ القرارات التشغيلية بشأن توزيع الائتمان وعلى الخصوص رفض تقديم أي قرض للمشاريع ذات المخاطر العالية.

توازيا مع التطهير المالي فقد تم وضع آلية سمية آلية البنوك/المؤسسات ، بهدف التصدي إلى عمليات السحب على المكشوف المتراكمة بأسعار فائدة عالية على المؤسسات العمومية ثم استعادة صحة أوضاعها

المالية بشكل تدريجي . وبعد عملية تدقيق شاملة لحسابات الشركات العمومية قامت البنوك والشركات القابضة التي تضم الشركات العمومية الكبرى ، بالاشتراك مع ممثلين عن بنك الجزائر والخزينة العمومية بتحديد الوحدات الإنتاجية القادرة على الاستمرار، والتي يمكن للبنوك مساندةها ، وتلك المتعثرة.

كانت الانطلاقة الحقيقية لبرنامج التعديل الهيكلي للاقتصاد الجزائري سنة 1995 حيث تم إنشاء الشركات القابضة العمومية<sup>1</sup> لتعوض صناديق المساهمة التي تم حلها وذلك على أساس الفروع الصناعية التي تمتلك من خلالها الجزائر ميزة تنافسية على غرار الحديد والصلب و الميكانيك والبتر وكيمياء ، وكانت تهدف هذه العملية إلى تعزيز استقلالية المؤسسات ووضع هيكلية تنظيمية جديدة تحكم نشاط المؤسسات وتسهل عملية الخصخصة ، كما كانت تهدف توضيح العلاقة بين المؤسسات الاقتصادية العمومية والدولة على اعتبار أن المؤسسات تابعة للدولة كفرع اقتصادي عبر الشركات القابضة العمومية<sup>2</sup> وتخضع للقانون التجاري الجزائري وقابلة للإفلاس حسب قواعد القانون العام وتقوم بمعالجة وتحصيل العمليات والصفقات فيما بين البنوك.

ضمن هذا الإطار ، بدأ تنفيذ أول برنامج للخصخصة في أبريل 1996 بمساندة البنك الدولي ، واستهدف هذا البرنامج 200 شركة من الشركات العامة المحلية الصغيرة ، التي يعمل معظمها في قطاع الخدمات .

كانت عمليات الخصخصة التي شرع فيها بداية من سنة 1997 بطيئة وغير فعالة بحيث عرفت فقط 192 مؤسسة عملية خصخصة كلية خلال الفترة الممتدة من سنة 2003 إلى غاية سنة 2007 مقابل 33 مؤسسة اقتصادية عمومية مستها عملية الخصخصة الجزئية وذلك حسب ما يوضحه الجدول التالي :

<sup>1</sup> أنشئت الشركات القابضة العمومية في الجزائر بموجب الأمر رقم 25-95 الصادر في 25 سبتمبر 1995م والمتعلق بتسيير رؤوس الأموال المنقولة للدولة والتي تم تعديلها سنة 2001.

## جدول رقم 10: نتائج عمليات الخصخصة خلال الفترة (2003-2007)

العمليات	2003	2004	2005	2006	2007	المجموع
خصخصة كلية	5	7	50	62	68	192
خصخصة جزئية < 50%	1	2	11	12	7	33
خصخصة جزئية > 50%	0	3	1	1	6	11
الاستعادة من طرف الأجراء	8	23	29	9	0	69
الشراكة المضافة	4	10	4	2	9	29
التنازل عن الأصول للخواص	2	13	18	30	20	83
المجموع	20	58	113	116	110	417

المصدر: وزارة الصناعة وترقية الاستثمار، 2008.

لكن عملية حل الشركات لم تتسارع خطاها إلا في نهاية سنة 1996 بعد إنشاء خمس شركات قابضة عمومية، وبحلول شهر أبريل 1998، كان قد تم بالفعل خصخصة أو حل أكثر من 800 شركة محلية. وبالإضافة إلى ذلك اعتمد برنامج ثاني للخصخصة في أواخر سنة 1997 يركز على المؤسسات العمومية الكبرى، ويهدف إلى بيع 250 منها على مدى الفترة من 1998 إلى 1999. ولتسهيل الخصخصة الفعلية لهذه الشركات والتصدي للمشكلة التي تترتب على الندرة النسبية للمدخرات الخاصة المحلية، عدل قانون سنة 1995 في أبريل سنة 1997 لإضفاء مزيد من المرونة على إجراءات تحويل الملكية إذ وفر إمكانية الدفع على أقساط ومشاركة العاملين في أسهم رأس المال و الخصخصة بقسائم<sup>1</sup>. ويبين الجدول الموالي عدد المؤسسات المعروضة للخصخصة إلى غاية سنة 1998 حسب الفروع القطاعية التابعة للشركات القابضة العمومية (les Holdings).

<sup>1</sup> تقرير، الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق كريمة النشاشيبي وآخرون صندوق النقد الدولي واشنطن 1998 ص 27

## جدول رقم 11 : المؤسسات المعروضة للخصوصة حسب الفروع القطاعية سنة 1998

رقم الأعمال بملايين الدينارين	عدد العمال	عدد المؤسسات المعروضة	نشاط المؤسسة	الشركة القابضة
5861	8582	11	نشاط التوزيع.	1- الشركة القابضة للخدمات
3105	6854	14	نشاط السياحة.	
3331	12423	06	نشاط النقل البري.	
864	1337	02	الخدمات البحرية.	
688	1075	04	مؤسسات مختلفة.	
1005	1606	07	الأشغال الكبرى	2- الشركة القابضة لانجاز الأشغال الكبرى.
7476	1606	14	الزراعات الأساسية	3- الشركة القابضة للزراعات الغذائية الأساسية
11840	17071	09	الزراعات الغذائية المختلفة	4- الشركة القابضة للزراعات الغذائية المختلفة.
3190	5765	18	الميكانيك	5- الشركة القابضة للميكانيك.
7918	6815	02 مؤسسات و (11 وحدة)	الحديد والعدانة	6- الشركة القابضة للحديد والعدانة.
6618	3497	08	المنتجات الكهربائية والإلكترونية.	7- الشركة القابضة للمنتجات الكهربائية والإلكترونية
6593	6273	24 وحدة	الكيمياء.	8- الشركة القابضة للكيمياء
37829	16638	04 03 02	الاسمنت. المواد الحمراء. نشاط آخر.	9- الشركة القابضة للبناء ومواد البناء
132176	183156 عامل	148		المجموع الكلي

المصدر: المجلس الوطني للخصوصة (CNP)، 1998.

ما تجدر الإشارة إليه في هذا الشأن أن صغر القطاع الخاص الجزائري واقتناره إلى الهياكل المؤسسية وأساليب الإدارة الحديثة يقف حائلا أمام عمليات الخصخصة ، وبناءا عليه يحتاج نجاح عمليات الخصخصة إلى درجة عالية من التأييد العام للبرنامج واتفاق بين كل الأطراف الفاعلة من الحكومة والنقابات العمالية وأرباب العمل ومناقشة كل هذه الإصلاحات في إطار تشاركي وفي مفاوضات تضم كل الأطراف الفاعلة.

لغرض تحرير الأسعار النسبية والتجارة الخارجية سعت السلطات إلى تعديل الأسعار النسبية من خلال إتباع سياسة نشطة تجاه سعر الصرف ومواصلة تحرير الأسعار المحلية ، ففي بداية البرنامج خفضت قيمة العملة بنسبة 50% لتصحيح الارتفاع المفرط في قيمة الدينار الجزائري الذي ظهر أو تطور في عامي 1992 و 1993 ، عندما ظل سعر الصرف الاسمي ثابتا بصورة عامة بالرغم من تزايد الضغوط التضخمية .وتبع ذلك تحول تدريجي في نظام سعر الصرف ، من ربط الدينار بسلة من العملات الرئيسية إلى نظام التعويم الموجه ،فسمح ذلك بمرونة أكبر للتصدي لأي صدمات في معدلات التبادل. بالإضافة إلى ذلك ولتعزيز دور قوى السوق في تقرير مستوى سعر الصرف ، أدخلت السلطات نظام النقد الأجنبي بين البنوك في نهاية سنة 1995.وبصفة عامة هبط سعر الصرف الحقيقي بين سنتي 1993 و 1996 بحوالي 30% نتيجة لخفض سعر الصرف الرسمي مع إتباع سياسات متشددة بصدد إدارة الطلب والدخل.وينبغي لهذه الإصلاحات أن تساعد على تنوع الاقتصاد بدرجة أكبر في اتجاه الأنشطة التجارية خارج المحروقات.

لقد أحرز تقدم كبير منذ عام 1994 في مجال إصلاح القطاع المالي لتحسين كفاءة الوسطاء الماليين ، وللحفاظ على سلامة الجهاز المصرفي .وبالإضافة إلى ظهور أسعار الفائدة الفعلية

الموجبة منذ عام 1996 ، تعززت القدرة المالية للبنوك التجارية الخمسة عن طريق إعادة رسملة هذه البنوك واستبدال الديون المصرفية غير المدرة لعائد والتي في ذمة المؤسسات العمومية بسندات حكومية .وعلى هذا الأساس ، بدأت البنوك في إتباع سلوك تنافسي بدرجة أكبر مع خضوعها في الوقت نفسه لأنظمة احترازية معززة.

كان برنامج الإصلاح الذي بدأ تنفيذه في أبريل سنة 1994 - في بيئة اجتماعية صعبة- بمثابة بداية جديدة ، فضلا عن إتباع نهج جديد يحظى بالقبول ، والواقع أنه بعد فشل المحاولة الرامية إلى تطوير آليات السوق مع البقاء على وجود قوي للدولة في الاقتصاد ، أقر صانعو السياسات بالحاجة إلى إحداث تغيير في الإستراتيجية .وقد كان هناك اعتراف أساسي بأن قدرة الجزائر على التصدي لمشكلاتها الاجتماعية والسياسية

يتوقف على نجاحها في تنشيط الاقتصاد وتحقيق النمو المستقر، ولكن هذا الهدف لا يمكن أن يتحقق إلا بالتخلي عن التخطيط المركزي وإنشاء اقتصاد يقوم على قوى السوق ويتسم بالفعالية والتوجه نحو الخارج.

### 3- واقع استقلالية بنك الجزائر حسب إصلاحات من 2001 إلى 2003

جاء هذا الإصلاح بعد أن لاحظت السلطات الضعف الذي لا زال يتخبط فيه أداء الجهاز البنكي، وخاصة بعد الفضائح المتعلقة ببنك الخليفة وبنك الصناعية والتجارة الجزائري ، والذي كشف عن عيوب آليات الرقابة والتحكم المعتمدة من طرف بنك الجزائر باعتباره السلطة النقدية العليا، وقد حدد هذه الإصلاحات الخطوات التي ينبغي إتباعها في مجال الإصلاح المالي والتي تتمثل فيما يلي:

- وضع نصوص لتأطير هذه الوظيفة وهذا من خلال تطهير محافظ البنوك العمومية ؛
- إعادة تنظيم الجهاز البنكي بعد تطهيره مباشرة وهذا حتى يتكيف مع كل النشاطات والوظائف التي نجدها في البنوك عالميا، من خلال إستراتيجية طموحة تعتمد على تكوين الموارد البشرية وإدخال وسائل المعلوماتية وسياسة تسويق مصرفي اتجاه العملاء تسمح بتعبئة ادخار العائلات وتوفير القروض اللازمة لتمويل الاستثمارات المنتجة ، كما يتحتم على الجهاز البنكي التوجه إلى التخصص وإضفاء التنافسية، من خلال عرض مختلف المنتجات المالية التي يطرحها في السوق لتلبية كل الاحتياجات التمويلية للاقتصاد ، وهذا ما يعني فتح المجال للمشاركة الخاصة سواء الوطنية أو الأجنبية
- إعادة تنظيم النظام البنكي بالاستناد على نواة صلبة من البنوك العمومية المطهرة ماليا والعصرية ، ذلك أنها ستتحمل عبء إعادة الهيكلة الاقتصادية والصناعية للمشاركة في إعادة انطلاق الاقتصاد الوطني.
- أهمية إيجاد بورصة للقيم المنقولة باعتبارها مرحلة مالية مهمة في مواكبة إعادة البناء الاقتصادي، حيث أن الجزائر في حاجة كبيرة إلى أموال للتنمية الاقتصادية و يصبح وجود مؤسسات على غرار بورصة القيم المنقولة والسوق المالية أهمية بالغة في استيعاب الأموال المدخرة الضرورية لتلبية احتياجات تمويل العمليات الاستثمارية وتمويل انجاز الهياكل القاعدية الحيوية.
- العمل على وضع منتجات مالية جديدة : وهذا يسمح باحتواء الأموال المكتتزة، خاصة عند القطاع الخاص وتكثيف الجهود اتجاه الاستثمار في أسواق البورصات الأجنبية.
- تحصر السلطة النقدية في الجزائر التي تدير النظام البنكي بموجب هذه التشريعات و بالأخص قانون النقد و القرض في هيئتين هما وزارة المالية وبنك الجزائر.

تتمثل مهام وزارة المالية في وضع سياسة نقدية على مستوى الحكومة و بالتحديد الوزارة المكلفة بالمالية الوصية على النظام البنكي و المالي ، و على مستوى وزارة المالية توجد مديرية الخزينة التي تعد الإدارة المكلفة بشؤون البنوك و الشؤون المالية.

- يعمل بنك الجزائر ( البنك المركزي ) تحت وصاية وزارة المالية ، محافظ البنك ، و ثلاث مساعديه يعينون من طرف رئيس الجمهورية ، يتلقى من طرف الدولة الإشراف على العملة و القرض و على هذا الأساس فهو مسئول على السير الحسن للعملة و القرض . و يشارك على هذا الأساس في تحضير ووضع سياسة النقد و القرض المقررة من الحكومة .

ويلعب بنك الجزائر انطلاقا من وظيفته الخاصة بتسيير وإعداد السياسة النقدية للدولة وظائف أخرى يمكن حصرها فيما يلي:

- هيئة الإصدار و هو بهذا الأساس الهيئة الوحيدة المكلفة بإصدار النقود التي تعتمد كنقود قانونية ، وهو يراقب و ينظم الكتلة النقدية من الشكل ( M<sub>1</sub> ) و يسيّر احتياطي الصرف الأجنبي للبلاد و يسوي العلاقات ما بين الدينار و العملات الأجنبية.

- هو بعد ذلك بنك الدولة فهو يقوم بنفس الدور الذي تقوم به البنوك اتجاه زبائنها فهو يعطيها القروض و يمسك الحساب الجاري للخزينة و يقوم لحسابها بكل عمليات الصندوق .

وهو أخيرا بنك البنوك لأنه يمول البنوك في حدود السياسة النقدية و القرض و عمليات المقاصة و الصكوك الغير مسددة .

إن التعديلات التي تضمنها قانون النقد و القرض رقم 10/90 تمت بموجب أمرين صدرتا سنتي 2001 و 2003 ، وقد تمثلت التعديلات الجوهرية فيما يلي :

- تعديل المادة 22 من القانون رقم 10/90 التي تحدد مدة عهدة محافظ البنك المركزي (بنك الجزائر) ونوابه وشروط تعويضهم.

- زيادة عدد أعضاء مجلس النقد و القرض المعينين من طرف رئيس الحكومة من ثلاثة أعضاء إلى ستة أعضاء.

- إضافة تعديلات تسمح للبنك المركزي منح استثناء للخزينة العمومية تسبقا موجه فقط لتسيير خدمة الديون العمومية الخارجية.

أما فيما يتعلق بسلطة إشراف وزارة المالية فلها صلاحية واسعة في مجال الرقابة على أنشطة البنوك التجارية بالتعاون مع مجلس النقد والقرض من خلال جهازين هما مجلس المحاسبة والمفتشية العامة للمالية<sup>1</sup>.  
في 26 أوت 2003 تم المصادقة أمر يعدل قانون النقد والقرض 10/90 حيث تضمن هذا القانون التعديلات في الجوانب التالية:

- تخفيض القدرة على حماية العملة الوطنية.
- تقليص صلاحيات بنك الجزائر من حيث حق بنك الجزائر تعيين وكلاء وممثلين له في الخارج.
- تعديل آخر يخص عدم إلزام الحكومة استشارة بنك الجزائر في المسائل المتعلقة بالقرض والنقد.
- إلغاء حماية بنك الجزائر من التأثيرات الخارجية.
- إعطاء وزير المالية سلطة التدخل في تعيين موظفين وأعضاء مجلس النقد والقرض وهذه التعديلات تهدف إلى تحقيق ثلاث أهداف هي:
- كتمكين بنك الجزائر بشكل أفضل من خلال الفصل داخل بنك الجزائر بين مجلس الإدارة ومجلس النقد والقرض وتوسيع صلاحيات هذا المجلس الذي تحول له اختصاصات في مجال سياسة النقدية وسياسة الصرف والتنظيم والإشراف.
- تعزيز الاستشارة بين بنك الجزائر والحكومة في المجال المالي وذلك عن طريق إعلام مختلف المؤسسات الدولية بتقارير دورية وإنشاء لجنة مشتركة بين بنك الجزائر ووزارة المالية لإدارة الأرصدة الخارجية واعتماد إجراءات كفيلة بإتاحة تسيير وتنشيط المديونية العمومية وتحقيق سيولة أفضل في تداول المعلومات المالية طبقا لمبادئ الشفافية والإفصاح.
- تهيأت الظروف من أجل حماية أفضل للبنوك ولادخار المواطنين من خلال تعزيز معايير اعتماد البنوك ومسيرى البنوك وتشديد العقوبات على المخالفين لتشريع والتنظيم القانوني الخاص بممارسة النشاطات المصرفية ومنح تمويل المؤسسات التابعة لمؤسسي ومسيرى البنك فضلا عن توضيح شروط تسيير مركزية المخاطر وفقا لقواعد الحذر التي حددتها لجنة بازل.

<sup>1</sup> كرسست الإصلاحات المالية والنقدية الصادرة في 26 أوت 2003 إنشاء مجلس المحاسبة ومفتشية المالية إلى جانب مجلس النقد والقرض.

## 1.3- تعديلات قانون النقد والقرض بعد سنة 2003

في سنة 2010 صدرت تعديلات في قانون النقد والقرض<sup>1</sup> خاصة فيما يتعلق بشروط ممارسة النشاط البنكي وذلك على اثر إفلاس بعض البنوك الخاصة ، حيث تم إدخال العديد من التعديلات

قصد تقوية جهاز الرقابة وحل الأزمات مع تركيز خاص على توجيه الإشراف المصرفي نحو المخاطر وتحديد هدف الاستقرار الداخلي والخارجي للأسعار كهدف نهائي ويتعلق الأمر بما يلي:

- تعديل يتضمن عدم خضوع بنك الجزائر لإجراءات المحاسبة العمومية ورقابة مجلس المحاسبة كما لا يخضع للالتزامات التسجيل في السجل التجاري.
- يعفى بنك الجزائر بخصوص كل العمليات المرتبطة بنشاطها من كل الضرائب أو الحقوق أو الرسوم أو الأعباء الجبائية مهما كانت طبيعتها.
- تتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار باعتبارها هدفا من أهداف السياسة النقدية وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي. ولهذا الغرض يكلف بتنظيم الحركة النقدية ويوجه ويراقب بكل الوسائل الملائمة، توزيع القرض وتنظيم السيولة، ويسهر على حسن تسيير التعهدات المالية تجاه الخارج وضبط سوق الصرف والتأكد من سلامة النظام المصرفي وصلابته.
- ويعد بنك الجزائر ميزان المدفوعات ويعرض الوضعية المالية الخارجية للجزائر وفي هذا الإطار يمكنه أن يطلب من البنوك والمؤسسات المالية وكذلك الإدارات المالية وكل شخص معني ، تزويده بالإحصائيات والمعلومات التي يراها مهمة .
- يجب على كل بنك يعمل في الجزائر أن يكون له حساب دائن مع بنك الجزائر لتلبية حاجات عمليات التسديد بعنوان نظام الدفع. كما يحرص بنك الجزائر على السير الحسن لنظام الدفع وفعاليتها وسلامتها.

<sup>1</sup> الأمر رقم 04-10 الصادر في 26 أوت 2010 والمتعلق بالنقد والقرض.

- وفي تعديلات أخرى تم إدراج أنه يمكن للبنوك والمؤسسات المالية أن تجري جميع العمليات ذات العلاقة بنشاطها كعمليات الاستشارة والتسيير المالي والهندسة المالية وبشكل عام كل الخدمات الموجهة لتسهيل إنشاء المؤسسات والتجهيزات وإنمائها .
- ولا يمكن الترخيص بالمساهمات الخارجية في البنوك والمؤسسات المالية التي يحكمها القانون الجزائري إلا في إطار شراكة تمثل المساهمة الوطنية نسبة 51 % على الأقل، مع الإشارة أنه يرخّص المحافظ مسبقا بكل تعديل في القوانين الأساسية للبنوك والمؤسسات المالية لا يمس غرض المؤسسة أو رأسمالها أو المساهمين فيها ، كما يجب أن يرخّص المحافظ بصفة مسبقة بأي تنازل عن أسهم أو سند مشابه في بنك أو مؤسسة مالية وفق النصوص السارية المفعول. ولا يرخّص للمساهمين في البنوك والمؤسسات المالية برهن أسهمهم أو سنداتهم المشابهة.
- يجب على كل بنك أو مؤسسة مالية وعلى كل فرع من فروع بنك أو مؤسسة مالية أن يعين بعد رأي اللجنة المصرفية وعلى أساس المقاييس التي تحددها محافظين للحسابات على الأقل مسجلين في قائمة الخبراء المحاسبين.
- إلى جانب ذلك تم إدراج قواعد الحذر حيث ينظم ويسير بنك الجزائر قسم مركزية المخاطر للمؤسسات ومركزية مخاطر العائد ومركزية المستحقات غير المدفوعة ، وتعد مركزية المخاطر قسم لمركزية المخاطر وتكلف بجمع أسماء المستفيدين من القروض وطبيعة القروض الممنوحة وسقفها والمبالغ المسحوبة ومبالغ القروض غير المسددة بالضمانات المعطاة لكل قرض من جميع البنوك والمؤسسات المالية. ويتعين على كل بنك ومؤسسة مالية الانخراط في مركزية المخاطر ويجب تزويدها بالمعلومات المذكورة.
- ألزمت هذه التعديلات البنوك ضمن الشروط المحددة وبموجب نظام يصدره المجلس بوضع جهاز رقابة داخلي ناجع يهدف إلى التأكد على الخصوص من :
  - التحكم في نشاطاتها والتحكم الفعال لمواردها.
  - السير الحسن للمسارات الداخلية ولاسيما تلك التي تساعد على المحافظة على مبالغها وتضمن شفافية العمليات المصرفية ومصادرها وتتبعها.
  - صحة المعلومات المالية.
  - الأخذ بعين الاعتبار بصفة ملائمة مجمل المخاطر بما فيها المخاطر العملية.

كما أعطيت أهمية خاصة للتقييم الدوري لاستقرار النظام المالي والمصرفي خاصة بواسطة اختبارات الصلابة التي أدخلت سنة 2007 ، وفي نفس السنة وفي مجال الأدوات الاحترازية الكلية (الاحتياطات الإلزامية...) اهتمت لجنة الاستقرار المالي أكثر بفائض السيولة الهيكلية الذي يميز النظام المصرفي الجزائري ، ويبرز في هذا الظرف الحاجة لتحسين توزيع القروض إلى الاقتصاد لدعم تنويع الاقتصاد الوطني، علما أن خطر القروض يبقى الخطر المصرفي الرئيسي، وفي هذا السياق تواصل العمل على تحقيق هدف تقليص المخاطر المرتبطة الديون الغير ناجعة في سنة 2010 (19% مقابل 21.8% في سنة 2009).

### 1.1.3 - قواعد الحذر (بازل 1 و 2) وتطبيقاتها على البنوك في الجزائر:

أصدرت لجنة بازل العاملة في إطار بنك التسويات الدولية (BIS) الصيغة النهائية للاتفاقية الجديدة المتعلقة بكفاية رأس مال المصارف و التي أصبحت تعرف في العالم باتفاقية بازل 2 (Basel 2) بالإشارة إلى بازل<sup>1</sup>.1 (Basel1) التي صدرت عام 1988 .

و تم مناقشة هذه الاتفاقية و التداول بها منذ العام 1998 ، و قد دخلت حيز التنفيذ في سنة 2003 مع فترة انتقالية تمتد على ثلاث سنوات أي حتى 2006 كأقصى حد . وقد يبدو للوهلة الأولى أن لدى القطاع المصرفي العربي متسعا من الوقت للالتزام بها ، أي أن متطلبات هذه الاتفاقية الجديدة لناحية رؤوس الأموال و النظم و الإجراءات و الكوادر المؤهلة في المصارف و السلطات الرقابية تجعل كلها المرحلة الانتقالية قصيرة نسبيا ، و يستدعى ذلك الشروع في ورشات عمل بصفة جذرية و مكلفة في الوقت و الإمكانيات<sup>2</sup>.

كما أولى قانون النقد والقرض اهتمام خاص بقواعد الحذر وخطر توقف البنوك عن الدفع ونقص السيولة نتيجة لتوظيف الأموال على المدى الطويل ، حيث من شأن هذه الأخطار أن تفقد الثقة في الجهاز البنكي وتعرضه لمجموعة من الأزمات المالية والذي قد تتجاوز حدود البلد على غرار الأزمة الآسيوية لسنة 1997 أو أزمة القروض الرهنية العالية المخاطر سنة 2008 ، مما سرع التفكير في إيجاد آليات للرقابة على النظام البنكي العالمي وعلى العمليات البنكية حسب قواعد الحذر وهو ما أدى إلى انعقاد اجتماع لجنة بازل في شهر جويلية 1988 .

<sup>1</sup> جمعت اتفاقية لجنة بازل سنة 1988 محافظي البنوك المركزية لـ 10 دول تحت مظلة بنك التسويات الدولي في مدينة بازل السويسرية حيث يعتبر اتفاق بازل 2 من أهم قواعد الحذر التي تهدف إلى التحكم في الخطر البنكي وخاصة خطر القرض.

<sup>2</sup> مجلة اتحاد المصارف العربية، أبو ظبي، شهر جويلية سنة 2002.

ضم الاجتماع ممثلي محافظي البنوك المركزية لعشرة دول من منطقة التعاون والأمن في أوروبا (OCDE) و تحت مظلة بنك التسويات الدولي في مدينة بازل السويسرية والذي أقر بإنشاء معامل كوك أو نسبة الملاءة العامة وهي نسبة تساوي أو أكبر من 8% من الأموال الذاتية ، كما تم إنشاء معدل سيولة يكون لا يقل عن 60% من الموارد الدائمة المستخدمة من البنوك حسب ما حدده بنك الجزائر<sup>1</sup> ، وتم فرض على البنوك خلال الفترة من 1992 إلى غاية سنة 2004 احترام العلاقة بين الأموال الذاتية ومجموع الأصول المرجحة (الخطرة) تبلغ 8% .

من أبرز الانتقادات التي وجهت لهذا المعامل هو التقسيم المؤسساتي لترجيح الأصول ، حيث لا يأخذ هذا الترجيح بعين الاعتبار نوعية المقترض وإمكانية التنوع الجغرافي والقطاعي للحافظة والخطر الكلي للأصول. وقد جاء اتفاق بازل 2 ليعوض اتفاق بازل 1 الذي صدر في سنة 1988 ، ويهدف هذا الاتفاق الجديد إلى إصدار معامل Mc Donough بدلا من معامل كوك حيث يمتد هذا المعامل الجديد ليشمل شركات التأمين وإعادة التأمين وإلى الشركات المالية.

لذلك تم اعتماد ابتداء من سنة 2004 معامل جديد يهدف إلى ترجيح التزامات البنوك من خلال معامل يأخذ في الاعتبار نوعية كل مقترض والضمانات الخاصة بتغطية القروض إضافة إلى تنوع حوافض القروض.

#### 1.4 - الجوانب الأساسية لاتفاقية بازل 2 أو نسبة الملاءة Mc Donough

في 16 جانفي 2001 تقدمت لجنة بازل بمقترحات أكثر تحديدا و تفصيلا حول الإطار الجديد لمعدل الملاءة المصرفية ، و طلب إرسال التعليقات عليها من المعنيين و المختصين و الهيئات (و منها صندوق النقد الدولي) قبل نهاية شهر ماي 2001 ، و كان من المتوقع أن تصدر اللجنة النسخة النهائية من هذا الاتفاق قبل نهاية عام 2001 لكن لكثرة الردود و الملاحظات ، تم تمديد مهلة التطبيق حتى عام 2005 على أن يعوض هذا المعامل الجديد معامل كوك المهتدة في سنة 1988 .

يقوم الاتفاق الجديد على ثلاثة أسس هي :

<sup>1</sup> Ali Boukrami, la réglementation prudentielle de bale1 ,et bale2 ,mémoire de fin d'étude 22ème promotion 2004-2006.

- طريقة مستحدثة لحساب كفاية رأس المال المرجح بالمخاطر و اللازم لمواجهة مخاطر السوق و مخاطر التشغيل و مخاطر الائتمان.

- ضمان وجود طريقة فعالة للمراجعة و المراقبة ، أي أن يكون البنك أو غيره من المؤسسات المالية الخاضعة لإشراف الجهات الرقابية الآليات اللازمة للتقييم الداخلي لتحديد رأس المال الاقتصادي و ذلك من خلال تقييم المخاطر المرتبطة بذلك .

- نظام فاعل لانضباط السوق و السعي إلى استقراره ، و يتطلب ذلك قيام البنك أو المؤسسة المالية بعملية الإفصاح عن رأس مالها و مدى تعرضها للأخطار ، إلى جانب الطرق المتبعة لتحديد حجم الخطر حتى يكون عملاء هذه المؤسسات و الدائنون على علم بها ، و ليتمكنوا من تقدير المخاطر التي يواجهونها نتيجة تعاملاتهم مع هذه المؤسسات.

سمحت الخطة الجديدة للبنوك بوضع نماذج داخلية لتحديد رأس المال اللازم لمقابلة مخاطر السوق ، و التي تختلف من بنك لآخر، كما منحت لها المرونة في التطبيق ، بحيث تعطي هذه الاتفاقية البنوك حرية اختيار مناهج مبسطة أو أكثر تعقيدا وذلك حسب حجم البنوك و قدرتها على التعامل مع تلك المخاطر ، و مع أن الاتفاق الجديد أبقى على معدل الملاءة الإجمالية 8 % كما ورد في معيار بازل 1 لعام 1988 ، إلا انه ادخل بعض التعديلات على مكونات النسبة كما يلي :

- سمح للبنوك بإصدار دين متأخر الرتبة قصير الأجل ليدخل ضمن الشريحة الثالثة لرأس المال ، و ذلك لمواجهة جزء من مخاطرها السوقية و بهذا يصبح رأس المال الإجمالي يتكون من الشريحة الأولى (رأس المال المدفوع + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة) + الشريحة الثانية (رأس المال المساند) و هذا كما هو محدد في بازل 1 + الشريحة الثالثة (الدين متأخر الرتبة قصير الأجل) و هذا الأخير أي رأس المال من الدرجة الثالثة يجب أن تتوفر فيه الشروط التالية:

- أن يكون على شكل قروض مساندة لها فترة استحقاق أصلية لا تقل عن سنتين و أن تكون في حدود 250 % من رأس مال البنك من الطبقة الأولى المخصص لدعم المخاطر السوقية.

- أن يكون صالحا لتغطية المخاطر السوقية فقط ، بما في ذلك مخاطر الصرف الأجنبي.  
- يجوز استبدال عناصر الطبقة الثانية بالطبقة الثالثة من رأس المال و ذلك حتى تضمن الحد و هو 250 %.

الخضوع لنص التجميد الذي ينص على عدم جواز دفع الفائدة أو أصل الدين إذا كان ذلك الدفع سوف يخفض رأس مال البنك إلى حد أدنى من متطلباته الرأسمالية.

- أن تكون الشريحة الأولى من رأس المال أكبر من أو يساوي الشريحة الثانية + الشريحة الثالثة و قد قررت اللجنة أن يكون هذا القيد رهنا بالإرادة الوطنية.

عند حساب نسبة رأس المال الإجمالية للبنك يتم إيجاد صلة رقمية بين مخاطر الائتمان و مخاطر السوق عن طريق ضرب مقياس المخاطرة السوقية في 12.5 ثم إضافة الناتج إلى مجموع الأصول المرجحة لأوزان المخاطرة . و بما أن المخاطرة السوقية قد تختلف من بنك لآخر فقد تضمنت مقترحات اللجنة طرقا إحصائية لقياس هذه المخاطرة Value at risk models ، وتحسب نسبة الملاءة المصرفية الجديدة على النحو التالي:

$$\text{معامل Mc Dounough} = \text{إجمالي رأس المال (خطر القرض 85\%)} + \text{خطر السوق (5\%)} + \text{الخطر التشغيلي (10\%)} < 8\% .$$

الأصول المرجحة بأوزان المخاطرة + (مقياس المخاطرة السوقية  $\times 12,5$ ) و معنى ذلك أنه يجب أن تكون الأصول المرجحة بأوزان المخاطرة + (مقياس المخاطرة السوقية)  $\times 12,5$  أكبر من إجمالي رأس المال بـ 12.5 مرة على الأكثر.

و إذا كان مقترح بال جديد قد حافظ على منطق حساب المتطلبات الدنيا للأموال الخاصة كنسبة بين الأموال الخاصة و المخاطر المترتبة و حصرها عند مستوى 8 % فإنه طور طريقة قياس هذه المخاطر من خلال إدخال تغييرات جذرية مست معاملات ترجيح المخاطر ، حيث أصبحت لا تتوقف على الطبيعة القانونية للمقترضين بل على نوعية القرض في حد ذاته ، بالإضافة إلى اقتراح طرق جديدة لقياس الخطر تمثلت أساسا في:

- المقاربة المعيارية المتمثلة في التتقيط الخارجي " La notation externe " التي تركز على تصنيف المخاطر حسب وكالات التتقيط يسمى هذا النظام بـ (IRB) أو internal Rating Based.
- مقارنة التتقيط الداخلي للقرض ، و هي طريقة قاعدية جديدة تقوم على أساس تصنيف المخاطر اعتمادا على احتمالات العجز المتوقعة من طرف البنوك المعنية و ذلك بالنسبة لكل حوافظها (سواء تعلق الأمر بالجماعات المحلية و مؤسسات القطاع العام ، البنوك و مؤسسات الاستثمار ، المؤسسات الصناعية و التجارية ، العملاء و الخواص...).

وحول السمات الأساسية لهذا المعيار فان معيار كفاية رأس المالي (بازل 1) يقوم على ثلاثة أركان أساسية هي المتطلبات الدنيا لرأس المال وعملية المراجعة الرقابية وانضباط السوق أو الإفصاح العام ، كما أن بناء أساليب قياس المخاطر التي تضمنها الركن الأول من المعيار فان تحديد متطلبات رأس المال تتم على ضوء حساسية أكبر للمخاطر التي يتعرض لها البنك وضمن توجهات هدفها الأول إعطاء حوافز للبنوك لتحسين أساليب إدارة المخاطر لديها.

إن هذا الأسلوب القياسي الذي تم تطبيقه يعطي أوزان مخاطر منخفضة لمتطلبات البنوك على الجهات ذات الجدارة الائتمانية العالية كم يعطي للبنوك ميزة الاستفادة من أساليب مخفضات المخاطر الائتمانية.

يتضمن المعيار الجديد لكفاية رأس المال (بازل 2) متطلبات رأسمالية في مواجهة مخاطر التشغيل (حالات الغش أو عطل في النظام) لدى البنوك بالإضافة إلى ما يتضمنه من متطلبات في شأن الإفصاح العام وكلاهما من العناصر المهمة التي من شأنها تحفيز البنوك الجزائرية على تطبيق أفضل للممارسات فيما يتعلق بإدارة ومراقبة أوجه المخاطر المختلفة لديها.

### المبحث الرابع: الهيكلة المالية للنظام البنكي خلال الفترة (2003-2013)

بعد تعديل الجهاز التشريعي في سنة 2009 والمتضمن أدوات سير السياسة النقدية (استرجاع السيولة تسهيلة الودائع المغالاة في أسعار الفائدة والاحتياطات الإلزامية)، وبذلك تم استخلاص الدروس من الأزمة المالية الحادة لسنة 2008.

تميزت سنة 2010 بإصلاح الإطار القانوني حيث تم وضع هدف التضخم أي الحفاظ على الاستقرار الداخلي والخارجي للأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية ، مع الحفاظ على الأهداف الكمية النقدية .

وتبقى مساهمة السياسة النقدية في الاستقرار النقدي حاسمة في الجزائر نظرا لهيمنة البنوك على النظام المالي الجزائري، وتكون هذه المساهمة في وضعية متميزة من خلال التسيير المرن لسعر الصرف تناغما مع هدف الاستقرار المالي الخارجي، وبالمثل فان التسيير الحذر لاحتياطات الصرف الرسمية في مستوى يمكن من مواجهة الصدمات الخارجية .

كما تم إصدار قوانين أخرى نذكر منها القانون رقم 01-04 الصادر في 04 مارس 2004 والخاص بالحد الأدنى لرأس المال للبنوك والمؤسسات المالية التي تنشط في الجزائر ، فعلى سبيل المثال حدد قانون المالية لسنة

1990 الحد الأدنى لرأسمال البنوك بـ 500 مليون دينار و بـ 10 مليون دينار للمؤسسات المالية ، بينما حدد الحد الأدنى لرأسمال البنوك من خلال هذا القانون بـ 2.5 مليار دينار و 500 مليون دينار للمؤسسات المالية ، مقابل ذلك يسحب الاعتماد من كل مؤسسة لا تخضع لهذه الضوابط مما يؤكد مدى تحكم السلطة النقدية في الجهاز البنكي .

إلى جانب ذلك صدر قانون رقم 02-04 في 04 مارس 2004 والذي يحدد شروط تكوين الاحتياطي الإجمالي لدى بنك الجزائر ، حيث يتراوح معدل الاحتياطي الإجمالي بين 0 إلى 15% كحد أقصى.

وصدر قانون آخر تحت رقم 03-04 في 04 مارس 2004 والذي يخص نظام ضمان الودائع المصرفية ويهدف هذا القانون إلى تعويض المودعين في حالة عدم إمكانية الحصول على ودائعهم البنكية، حيث يودع الضمان لدى بنك الجزائر وتقوم شركة مساهمة (تسمى شركة ضمان الودائع المصرفية) بالمساهمة حسب حصص متساوية ، كما تقوم البنوك بإيداع علاوة نسبية لضمان الودائع تقدر بمعدل سنوي 1% من المبلغ الإجمالي للودائع المسجلة بالعملة الصعبة إلى غاية 31 ديسمبر من كل سنة .

و يتكون النظام البنكي الجزائري إلى غاية نهاية سنة 2008 من 26 بنك ومؤسسة بنكية حاصلة على الاعتماد إضافة إلى بنك للتنمية (في طور إعادة الهيكلة) ويتعلق الأمر بالمؤسسات البنكية والمالية التالية:

- 06 بنوك عمومية بما فيها بنك التوفير والاحتياط CNEP Banque.
- تعاونية تأمين حاصلة على الاعتماد لممارسة العمليات البنكية.
- ثلاثة مؤسسات مالية اثنتين منها عمومية.
- شركتين خاصة للقرض الإيجاري.

تمارس البنوك عمليات جمع الادخار من الجمهور وتوزيع القروض إضافة إلى وضع في متناول الزبائن مختلف وسائل الدفع والقيام بالعمليات البنكية الملحقة ، أما بالنسبة للمؤسسات المالية فليس لها الحق في جمع الادخار من الجمهور .

ما تجدر الإشارة إليه كذلك هو هيمنة البنوك العمومية من خلال عدد الوكالات المنتشرة عبر كامل التراب الوطني ، كما نلاحظ بالمقابل توسع نطاق البنوك الخاصة في السنوات الأخيرة والتي من شأنها أن تساهم في زيادة المنافسة في مجال جمع الادخار ومنح القروض وعرض الخدمات البنكية.

وتتشكل شبكة البنوك العمومية إلى غاية ديسمبر 2008 من 1057 وكالة ، وتشكل البنوك الخاصة من 244 وكالة بنكية مقابل 1233 وكالة سنة 2007.

تقدر عدد الشبابيك البنكية (ماعدا الوكالات الرئيسية) من 1301 شباك مقابل 1233 وكالة سنة 2007 ، أي عدد شباك لكل 26400 ساكن مقابل 27400 سنة 2007 ، وبذلك نلاحظ تحسن في نسبة السكان النشطين إلى عدد الشبابيك البنكية ، والذي بلغ 8300 لكل شخص في سن العمل بالنسبة لكل شباك مقابل 8500 سنة 2007.

أما بالنسبة لنسبة الأشخاص الذين يمتلكون حسابات بنكية (بالدينار أو العملة الصعبة) فتقدر هذه العلاقة بـ 1.7 حساب لكل شخص في سن العمل ، في حين قدرت نسبة الأصول البنكية إلى الناتج الداخلي الخام بـ 66.3% مقابل 70% سنة 2007 و 61.4% . كما قدرت نسبة الأصول البنكية ما عدا ودائع قطاع المحروقات إلى الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات بـ 99.9% مقابل 100.3% في سنة 2007 و 97% سنة 2006 .

أما بالنسبة لمؤشرات الاستقرار المالي فتتطابق نسبة الملاءة المالية للبنوك العمومية والخاصة مع معايير الحيطة والحذر ، حيث بلغت نسبة الملاءة المالية معدل 16.54% منها 15.97% بالنسبة للبنوك العمومية و 20.24% للبنوك الخاصة ، وتظل السيولة العامة للبنوك مرتفعة نسبيا بسبب الزيادة الهامة في ودائع مؤسسات قطاع المحروقات<sup>1</sup> . وتوظف البنوك إلى غاية نهاية سنة 2008 ما يقارب 34488 موظف منها 28894 موظف في البنوك العمومية مقابل 33384 سنة 2007 منها 28844 بالنسبة للبنوك العمومية.

### 1-الموارد المعبئة من طرف البنوك:

تحسن نشاط جمع الموارد بشكل محسوس خلال سنة 2008م حيث بلغ معدل نمو الودائع 14.3% مقابل 27.1% خلال سنة 2007 ، وذلك ما عدا الودائع المسبقة للواردات. ولتوضيح أكثر

تطور مختلف أنواع الودائع بما فيها الودائع تحت الطلب و الودائع لأجل و الودائع المسبقة للواردات نقتراح الجدول التالي:

<sup>1</sup> تقرير بنك الجزائر لسنة 2008.

جدول رقم 12: الودائع المعبئة من طرف البنوك وصندوق التوفير (2005-2008)

المبالغ بملايير الدنانير في نهاية المدة.

2008	2007	2006	2005	الودائع
<b>2946.9</b>	<b>2560.8</b>	<b>1750.4</b>	<b>1224.4</b>	1- وداائع تحت الطلب
2705.1	2369.7	1597.5	1108.3	- بنوك عمومية
241.8	191.1	152.9	116.1	- بنوك خاصة
<b>1991.0</b>	<b>1761.0</b>	<b>1649.8</b>	<b>1632.9</b>	2- وداائع لأجل.
1870.3	1671.5	1584.5	1575.3	- بنوك عمومية.
(224.3)	(207.1)	(210.3)	(209.1)	- بما فيها وداائع بالعملة الصعبة
120.7	89.5	65.3	57.6	- بنوك خاصة.
(26.9)	(22.4)	(25.0)	(16.9)	- بما فيها وداائع بالعملة الصعبة
<b>223.9</b>	<b>195.5</b>	<b>116.3</b>	<b>103.3</b>	3- وداائع مسبقة للواردات
185.1	162.9	85.6	79.0	- بنوك عمومية
(2.1)	(0.8)	(1.0)	(1.6)	- بما فيها وداائع بالعملة الصعبة
38.8	32.6	30.7	24.3	- بنوك خاصة.
(4.4)	(3.6)	(4.5)	(4.1)	- بما فيها وداائع بالعملة الصعبة
<b>5161.8</b>	<b>4517.3</b>	<b>3516.5</b>	<b>2960.6</b>	- مجموع الودائع المعبئة.
%92.2	%93.1	%92.9	%93.3	- حصة البنوك العمومية.
%7.8	%6.9	%7.1	%6.7	- حصة البنوك الخاصة.

المصدر : تقرير بنك الجزائر 2008.

ولتوضيح توزيع الودائع حسب القطاعات (قطاع عام وقطاع خاص ) نقترح الجدول التالي:

## جدول رقم 13: توزيع الودائع حسب القطاعات خلال الفترة (2005-2008)

المبالغ بملايير الدنانير.

الودائع	2005	2006	2007	2008
1- وداائع تحت الطلب	1224.4	1750.4	2560.8	2946.9
- قطاع عام .	773.9	1163.9	1831.7	2056.4
- قطاع خاص.	116.1	152.9	191.1	241.8
- قطاعات أخرى.	129.2	144.1	165.8	169.7
2- وداائع لأجل	1632.9	1649.8	1761.0	1991.0
- قطاع عام.	365.8	364.5	350.6	394.0
- قطاع خاص.	1232.8	1271.4	1395.9	1572.9
- قطاعات أخرى.	43.3	13.9	14.5	24.1
3- الودائع المسبقة للواردات بالدينار والعملة الصعبة.	103.3	116.3	195.5	223.9
- المجموع	2960.3	3516.5	4517.3	5161.8
- حصة البنوك العمومية	%.42.3	%.47.1	%.52.7	%.51.7
- حصة البنوك الخاصة	%.57.7	%.52.9	%.47.3	%.48.3

المصدر: تقرير بنك الجزائر لسنة 2008.

وأهم ما ميز عمليات جمع الودائع خلال سنة 2008 ما يلي:

- تراجع في الودائع المعبئة ، والذي بلغ 14.3% مقابل 28.5% خلال سنة 2007.
- زيادة محسوسة في الودائع تحت الطلب على حساب الودائع لأجل ، حيث بلغت نسبة الزيادة في الودائع تحت الطلب 15.1% سنة 2008 مقابل 46.3% خلال سنة 2007 و 43% خلال سنة 2006 في حين بلغت نسبة الزيادة في الودائع لأجل من 1% سنة 2006 إلى 6.7% خلال سنة 2007 ثم انتقلت إلى 13.1% سنة 2008.
- زيادة محسوسة في وداائع المؤسسات والأسر ، حيث بلغت نسبة وداائع البنوك الممجة من المؤسسات الخاصة والأسر 48.3% سنة 2008 مقابل 47.3% خلال سنة 2007.

## 2- القروض الممنوحة:

عرفت نسبة القروض الممنوحة إلى الاقتصاد ارتفاعا محسوسا خلال سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 ، وبذلك عرف نشاط القروض الممنوحة للاقتصاد بما فيها القروض الممنوحة من طرف صندوق التوفير والاحتياط تطورا (بعد خصم المديونية المشكوك فيها والتي تم شرائها من الخزينة العمومية) ، وذلك حسب ما يوضحه الجدول التالي :

## جدول رقم 14 : القروض الممنوحة من البنوك العمومية والخاصة خلال الفترة (2005-2008)

المبالغ بملايير الدنانير

2008	2007	2006	2005	القروض
1202.2	989.3	848.4	882.5	قروض للقطاع العام.
				بنوك عمومية.
1200.3	987.3	847.3	881.6	
1112.2	900.1	751.7	811.3	قروض مباشرة.
88.1	87.2	95.6	70.3	شراء سندات
				البنوك الخاصة.
1.9	2.0	1.1	0.9	
0.0	0.1	0.0	0.4	قروض مباشرة.
1.9	1.9	1.1	0.5	شراء سندات
1411.9	1214.4	1055.7	896.4	قروض للقطاع الخاص
				- بنوك عمومية
1086.7	964.0	874.2	765.3	
				قروض مباشرة.
1081.7	959.6	874.7	765.3	
5.0	4.4	4.5	0	شراء سندات
325.2	250.4	176.5	131.1	- بنوك خاصة.
325.1	250.3	176.4	131.1	قروض مباشرة.
0.1	0.1	0.1	0	شراء سندات
				- مجموع القروض الممنوحة
2614.1	2203.7	1904.1	1778.9	الصافية
%87.5	%88.5	%90.7	%92.6	- حصة البنوك العمومية.
%12.5	%11.5	%9.3	%7.4	- حصة البنوك الخاصة

المصدر: تقرير بنك الجزائر لسنة 2008.

نلاحظ من خلال معطيات الجدول ارتفاع في حصة البنوك الخاصة من القروض الممنوحة ، ويستفيد من هذا النوع من التمويل المؤسسات والقطاع الأسري. وقد بلغ مجموع القروض البنوك (عدا المديونية التي تم شرائها من الخزينة العمومية) خلال سنة 2005 ما قيمته 1778.9 مليار دينار ليصل الى 2614.1 مليار دينار خلال سنة 2008 أي بزيادة قدرها 835.2 مليار دينار ، وقد تحصل القطاع الخاص في سنة 2005 على قروض تتجاوز حجم القروض الممنوحة للقطاع العام بنسبة 1.57% ، أما في سنة 2006 فقد تحصل القطاع الخاص على قروض تتجاوز القروض الممنوحة للقطاع العام بنسبة 24.43% ، ونفس الاتجاه نلاحظه في سنة 2007 حيث تحصل القطاع الخاص على قروض تتجاوز القروض الممنوحة للقطاع العام بنسبة 22.75% ، وبلغت نسبة الزيادة في سنة 2008 معدل 17.44% وهو دليل على تغيير اتجاه التمويل من هيمنة القطاع العام والمؤسسات العمومية على التمويل إلى هيمنة القطاع الخاص في السنوات الأخيرة (قطاع الأسر والمؤسسات الفردية, M.E.I) ، حيث يعرف هذا الأخير ديناميكية نمو وتطور وارتفاع حجم الاستثمارات في العديد من القطاعات خاصة الصناعية منها.

تؤمن البنوك التجارية إجمالي تمويل القطاع العام كما تظل حصتها هامة في مجال تمويل القطاع الخاص حيث بلغت هذه النسبة 77% سنة 2008 مقابل 79.4% سنة 2007.

لنوضح قيمة القروض الممنوحة إلى الاقتصاد من طرف البنوك التجارية وصندوق التوفير والاحتياط بعد خصم المديونية المشتراة من طرف الخزينة العمومية نقترح الجدول التالي:

جدول رقم 15: القروض الممنوحة إلى الاقتصاد خلال الفترة 2005-2008

المبالغ بملايير الدنانير.

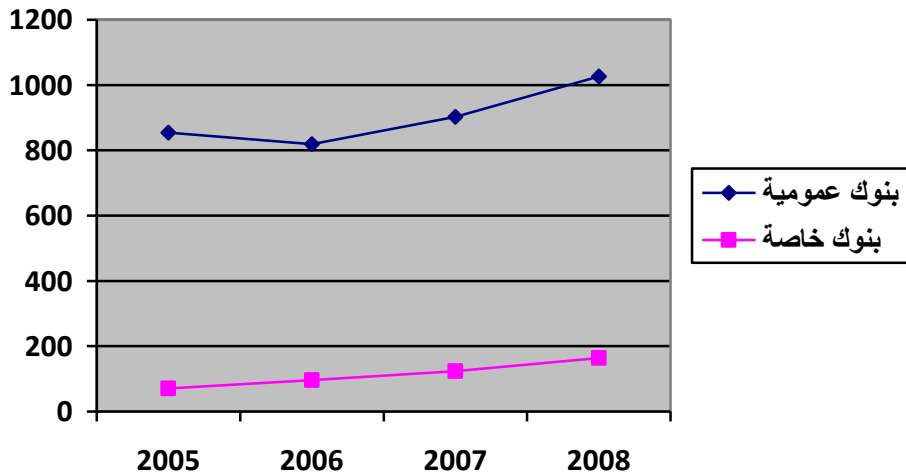
2008	2007	2006	2005	القروض
1189.4	1026.1	915.7	923.3	قروض قصيرة الأجل
1025.8	902.5	819.3	853.9	- بنوك عمومية.
163.6	123.6	96.4	70.4	- بنوك خاصة.
1424.7	1177.6	988.4	855.6	قروض متوسطة وطويلة الأجل.
1261.2	1048.8	907.2	794.0	- بنوك عمومية.
163.5	128.8	81.2	61.6	- بنوك خاصة.
2614.1	2203.7	1904.1	1778.9	صافي مجموع القروض الممنوحة من المديونية المشتراة
%45.5	%46.6	%48.1	%51.9	حصة القروض القصيرة الأجل.
%54.5	%53.4	%51.9	%48.1	حصة القروض المتوسطة والطويلة الأجل

المصدر: التقرير السنوي لبنك الجزائر 2008.

ويمكن توضيح أكثر حجم القروض القصيرة الأجل الممنوحة من طرف البنوك العمومية والبنوك الخاصة نقترح

الرسم البياني التالي:

شكل رقم 11: تطور القروض القصيرة الأجل الممنوحة من طرف البنوك (2005-2008)



يتضح لنا جليا من خلال الرسم البياني أن حصة البنوك العمومية من القروض القصيرة الأجل خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2008 أكبر بكثير من حصة البنوك الخاصة ، وهو مؤشر يدل على أهمية وهيمنة البنوك العمومية في الجزائر على هذا النمط من التمويل لصالح المؤسسات الاقتصادية التي لها احتياجات تمويلية قصيرة الأجل.

لكي نوضح أكثر مدى الاحتياجات التمويلية لمختلف القطاعات الاقتصادية في الجزائر وحجم الادخار الخام المتراكم خلال السنوات الأخيرة سنتناول الجدول الاقتصادي العام (TEE) وهو جدول بمدخلين يتضمن أعمدة تمثل مختلف القطاعات المؤسساتية وعلى السطور مختلف العمليات التي تم تنفيذها من طرف مختلف الأعوان الاقتصاديين.

حيث هنالك ثلاثة قطاعات متجانسة ومستقلة من حيث القرارات التي تتخذها ويتعلق الأمر بالقطاعات

التالية :

- الشركات والشبه شركات (S.Q.S)
- الأسر والمؤسسات الخاصة (M.E.I).
- الإدارات العمومية (A.P) .
- المؤسسات المالية (I.F)
- باقي العالم (R.D.M) .

مع العلم أن كافة سطور الجدول متوازنة بالنسبة لكل عملية أي أن كل عملية هي مورد لقطاع واستخدام لقطاع آخر وكل مورد له مقابل له.

بالنسبة للعمليات الخاصة بحسابات الإنتاج (إنتاج وواردات) مقابلاتها هي الاستهلاك الوسيطة والاستهلاك النهائية.

ويؤدي تسلسل حسابات مختلف الأعوان الاقتصاديين من حسابات الإنتاج والتوزيع واستخدام المداخل إلى تشكل الادخار وهو أول مرحلة من مراحل تراكم رأس المال.

كما أن الادخار هو أهم مورد لتمويل الاستثمارات على المدى الطويل، تشير كذلك أن موجودات قطاع الشركات والشبه شركات وباقي العالم من الدخل الخام متساوية مع الادخار الخام لأن هذه القطاعات ليس لديها استهلاك نهائي.

من جانب آخر يسجل حساب رأس المال مجموع الحيازات مطروح منها التنازل عن الأصول الغير مالية إضافة إلى تحويل رأس المال المحصل أو المدفوع.

ويسمح هذا الحساب من تحديد إلى أي مدى تم تمويل الحيازات والتنازل عن الأصول الغير مالية من الادخار ومن تحويل رأس المال ويظهر في النهاية قدرات أو احتياجات تمويل. وبذلك يتضمن الجدول الاقتصادي التجميعي نوعين من العمليات:

1- عمليات على السلع والخدمات: وتتضمن كافة العمليات المسجلة على مستوى جدول المخرجات ويتعلق الأمر بإنتاج السلع والخدمات والاستهلاكات الوسيطة والاستهلاك النهائي والتراكم الخام والصادرات والواردات وصافي حيازة الأراضي والأصول المعنوية.

2- عمليات التوزيع: وتهتم بالمبادلات بين الأعوان الاقتصاديين والتي لها طابع نهائي ولا تتضمن تبادل لسلع أو خدمات وتتمثل هذه العمليات في التعويضات والأجور والضرائب على الإنتاج وإعانات التصدير ومداخيل ملكية المؤسسة وعمليات التأمين والتحويلات الجارية وتحويل رأس المال.

وبذلك يلخص الجدول الاقتصادي التجميعي كافة القطاعات ويستخرج أرصدة محاسبية هامة في مجال تحليل المداخل والاحتياجات التمويلية منها:

- حساب الإنتاج.
- حساب الاستغلال.
- حساب الدخل.
- حساب استخدام الدخل.

- حساب رأس المال.

كما يؤدي تسلسل حسابات مختلف الأعوان الاقتصاديون من حساب الإنتاج والتوزيع واستخدام المداخيل إلى تشكل الادخار وهو أول مرحلة من مراحل تراكم رأس المال ، مع العلم أن الادخار هو أهم مورد لتمويل الاستثمارات ، نشير كذلك أن الموجودات من الدخل الخام لكل من قطاع

الشركات وشبه الشركات (S.Q.S) وباقي العالم (R.D.M) متساوية مع الادخار الخام لأن هذه القطاعات ليس لها استهلاك نهائي.

ويسجل حساب رأس المال مجموع الحيازات مطروح منها التنازل عن الأصول الغير مالية إضافة إلى تحويل رأس المال المحصل أو المدفوع.

ويسمح هذا الحساب من تحديد إلى أي مدى تم تمويل الحيازات والتنازل عن الأصول الغير مالية من الادخار ومن تحويل رأس المال ويظهر في النهاية قدرات أو احتياجات تمويلية لمختلف القطاعات.

وسوف نتناول الجدول الاقتصادي التجميعي (TEE) خلال الفترة من سنة 2002 إلى سنة 2012 حسب ما يبيئه الملحق 01.

أهم ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول الاقتصادي التجميعي هو الأرصدة السالبة لكل من الشركات وشبه الشركات (S.Q.S) والتي تتشكل من شركات اقتصادية عمومية وخاصة لها أكثر من 10 أجراء مهمتهم الرئيسية إنتاج سلع سوقية غير مالية وأهم مواردها هي المبيعات. حيث يبدي هذا القطاع احتياجات تمويلية وذلك لتمويل دورتي الاستغلال والاستثمار وتمويل شراء المواد الأولية والسلع الوسيطة والقيام بوظيفة الإنتاج والتسويق.

كما نلاحظ رصيد سلبي كذلك للإدارات العمومية (A.P) والتي تنتج خدمات غير سوقية وتقوم بإعادة توزيع المداخيل ، أهم مصادرها هي الاقتطاعات الإجبارية للقطاعات الأخرى (الضرائب والرسوم والحقوق ،... الخ) ، وتجمع الإدارات العمومية الإدارات المركزية للدولة والجماعات المحلية والمؤسسات والإدارات ومؤسسات الضمان الاجتماعي ويرجع ارتفاع حجم الاستخدامات

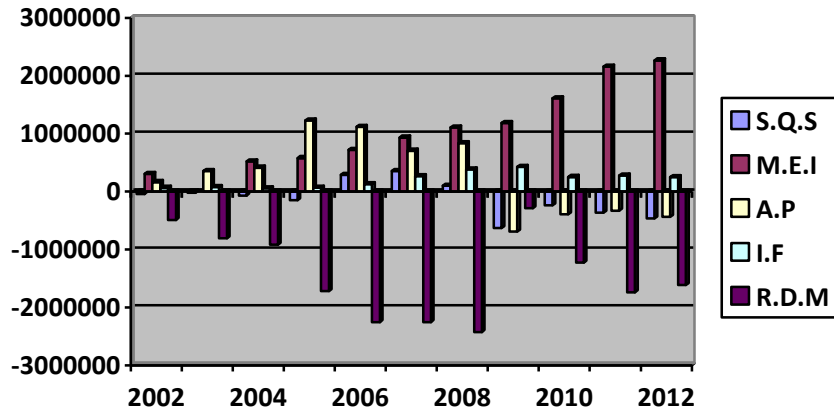
عن إيرادات بالنسبة لهذا القطاع نظرا لدوره في مجال تقديم خدمات عامة مقابل تحمل نفقات كبيرة.

أما الرصيد السبي الآخر فهو يخص قطاع باقي العالم (R.D.M) حيث يبدي هذا القطاع احتياجات تمويلية خلال كل الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى سنة 2012 وهو مؤشر أن هناك احتياج للتمويل بالنسبة للوحدات الغير مقيمة فقط والتي تقوم بعمليات اقتصادية مع الأعوان الاقتصاديين داخل الوطن.

نذكر كذلك أن الموجودات من الدخل الخام بالنسبة لقطاعي الشركات وشبه الشركات وباقي العالم متساوية مع الادخار الخام نظرا لعدم وجود استهلاك نهائي بالنسبة لهذين القطاعين.

بالمقابل عرفت قطاعات كل من الأسر والمؤسسات الفردية (M.E.I) والمؤسسات المالية (I.F) أرصدة ايجابية أي قدرات كبيرة على التمويل تعكس حجم الموارد الهامة التي يوفرها هذين القطاعين لتمويل باقي القطاعات التي تعاني من احتياج أو عجز في مجال التمويل ، وللتوضيح أكثر حالات العجز أو الاحتياج التمويلي أو الفائض أو القدرة على التمويل بالنسبة لمختلف القطاعات نقترح الشكل الموالي:

الشكل رقم 12: الاحتياج والقدرة على التمويل لأهم القطاعات خلال الفترة (2002-2012)



المصدر : الديوان الوطني للإحصائيات ، 2001 (ONS).

يتضح لنا جليا من خلال الشكل أعلاه الرصيد السالب لكل من حساب الشركات وشبه الشركات S.Q.S وحساب الإدارات العمومية A.P وكذا حساب باقي العالم R.D.M خلال كافة الفترات وبدرجة أكبر خلال المرحلة الممتدة من سنة 2008 إلى سنة 2012 أي أن كافة هذه القطاعات لها احتياجات تمويلية كبيرة ، حيث بلغ الرصيد سنة 2012 بالنسبة لحساب الشركات وشبه الشركات -463.58 مليون دينار كما بلغ رصيد الإدارات

العمومية ( وهو قطاع ينتج خدمات غير سوقية ) خلال نفس السنة -437.58 مليون دينار وبلغ رصيد باقي العالم -1615.59 مليون دينار وهو مؤشر على مساهمة قطاع الواردات في تمويل الاقتصاد بمختلف السلع والخدمات التي مصدرها العالم الخارجي.

أما قطاع الأسر والمؤسسات الخاصة (M.E.I) فيعرف أرصدة موجبة خلال كل الفترات سواء بالنسبة لحساب الفائض الخام للاستغلال وهو مؤشر يحدد مردودية الاستغلال الجاري للمؤسسة أي أن الموارد التي تحصلت عليها هذه المؤسسات مصدرها دورة الاستغلال ، كما عرف هذا القطاع أرصدة ايجابية لحساب القدرة على التمويل بلغت مبلغ 2469.06 مليون دينار سنة 2014 وهو دليل على وفرة المدخرات والموجودات المالية بالنسبة لهذا القطاع الهام في الاقتصاد الوطني.

### 3-تطهير وإعادة هيكلة البنوك:

شرعت الخزينة العمومية خلال الفترة 1991-2007 في عملية التطهير المرحلي للبنوك العمومية وزيادة أموالها الذاتية وذلك حتى تستجيب لمنافسة البنوك الخاصة بعد انفتاح المحيط الاقتصادي الجزائري على الاستثمار الوطني والأجنبي ، كما تم الاستجابة لقواعد الحذر التي صدرت سنة 1991 وتدعمت سنة 1994 ، وكانت تهدف هذه العملية إلى تطهير ذمة أو أصول البنوك العمومية وتحسين وظيفة الوساطة البنكية وضمان توجيه عقلاني للموارد المتاحة كما كانت تهدف العملية إلى امتثال البنوك لمعايير محسنة تشمل العمل المصرفي والمحاسبة المصرفية.

وقد طلب من جميع البنوك القائمة أن تتقدم من جديد للحصول على ترخيص بمزاولة العمل المصرفي من بنك الجزائر ، الذي بدأ من قبل في فرض شروط الاحتياطي في أكتوبر 1994. وبد ذلك أجرت السلطات عمليات التدقيق بالتعاون مع البنك الدولي لتحديد احتياجات إعادة الرملة في البنوك من أجل الوفاء بنسبة الحد الأدنى لرأس المال إلى الأصول المرجحة بمخاطر ، تلك النسبة التي بلغت 5% سنة 1996 وتم رفعها إلى 8% في 1999 تماشيا مع بنك التسويات الدولية<sup>1</sup>.

وفي نهاية سنة 1994 ، انتهت عمليات التدقيق للميزانيات العمومية في أربعة بنوك من البنوك التجارية الخمسة في الجزائر ، وأشارت النتائج إلى أن البنك الوطني الجزائري هو البنك الوحيد من

<sup>1</sup> أشاري"وصف المخاطر المصرفية والأنظمة الاحترازية" الجزائر-بنك الجزائر سنة 1995.

البنوك المملوكة للدولة الذي لا يحتاج إلى رأس مال إضافي ، وعلى أساس عمليات التدقيق لسنة 1995 وبيانات الرقابة المصرفية التي جمعها بنك الجزائر، فقد وجد أن هناك حاجة إلى إعادة رسملة إضافية لثلاثة بنوك عمومية في سنة 1998<sup>1</sup>.

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

- شرع خلال الفترة 1990-1991 في شراء المديونية على عاتق المؤسسات الأم بمبلغ 21.9 مليار دينار.
- شرع خلال الفترة 1991-1992 في شراء المديونية التي كانت على عاتق 23 مؤسسة عمومية من الحجم الكبير بقيمة 275.4 مليار دينار.
- تم خلال الفترة 1996-1998 شراء مديونية بعض دواوين استيراد المواد الأساسية بقيمة 186.7 مليار دينار. تم خلال الفترة 2000-2001 شراء مديونية البنوك اتجاه المؤسسات المنحلة أو التي أعيد هيكلتها بقيمة 349.4 مليار دينار بما فيها شراء المديونية المتعلقة برصيد خسائر الصرف ومتأخر خدمات الفائدة بقيمة 21.3 مليار دينار.
- قامت الخزينة العمومية خلال سنة 2001 بشراء من ضمن مجموع السندات المصدرة ما قيمته 28.1 مليار دينار. كما تم خلال سنة 2001 شراء مديونية صندوق التوفير والاحتياط اتجاه ديوان الترقية والتسيير العقاري (OPGI) بقيمة 161 مليار دينار.
- تم خلال سنة 2002 شراء المديونية الزراعية بقيمة 15 مليار دينار.
- تم خلال الفترة 2005-2007 شراء المديونية اتجاه المؤسسات المهيكلة أو المنحلة بقيمة 231.2 مليار دينار.

في المجموع كلفت عملية تطهير البنوك العمومية مبلغ 1240.6 مليار دينار ، وفي هذا المجال قامت الخزينة العمومية بمنح تسبيقات للبنوك على المديونية المشتراة بهدف التخفيف من آثارها على نقدية البنوك

<sup>1</sup> قامت الدولة بإجراء تدقيق لبنك الفلاحة والتنمية الريفية الذي عانى وضعه المالي من وجود قروض كبيرة غير عاملة كانت منحت أساسا لوكالات استيراد الأغذية ، وعولجت هذه المشكلة في أواخر سنة 1997 من خلال تحمل الحكومة لهذه القروض بمبادلتها بسندات حكومية قيمتها 187 مليار دينار.

بقيمة 281.2 مليار دينار وبمساهمة تكميلية بلغت 959.4 مليار دينار تم تمويلها من خلال إصدار سندات عمومية لمدة 20 سنة .

مع الإشارة إلى أنه شرعت الخزينة العمومية في تسديد مسبق للسندات بقيمة إجمالية بلغت 273.7 مليار دينار، ولقد بلغ الرصيد النهائي للسندات التي تم شرائها ولم تسدد إلى غاية نهاية شهر ديسمبر 2008 قيمة 321.4 مليار دينار منها 50.8 مليار تم التنازل عنها من البنوك العمومية للسوق الثانوي . ولقد أخذت الخزينة العمومية على عاتقها خسائر الصرف و متأخر خدمات الفائدة للبنوك والنااتجة عن القروض الخارجية التي تم تعبئتها لتدعيم وضعية ميزان المدفوعات حيث بلغت القيمة التي تحملتها الخزينة العمومية خلال الفترة من 1990 إلى 1997 ما يقارب 168 مليار دينار ، أما خسائر الصرف ومتأخر خدمات الفائدة بعد سنة 1997 والتي بلغت 21.3 مليار دينار فلقد تم تحويلها إلى سندات وأدرجت في إطار عمليات التطهير خلال الفترة 2000-2001.

وقد خصت عملية التطهير خلال هذه الفترة إعادة شراء قروض المؤسسات المنحلة والقروض المتعلقة باقتراحات حكومية (تجميد السحب على المكشوف للملف الاجتماعي) وقد وصل المبلغ الإجمالي لهذه القروض 346.5 مليار دينار، بما فيها إعادة الشراء الجزئي لخسائر الصرف وفروق أسعار الفائدة (213.21 مليار دينار) في شكل التزاما مدتها 20 سنة وبسعر فائدة قدره 6% وسميت بالالتزامات المجمعة.

كما قررت الخزينة العمومية إعادة شراء القروض الفلاحية من البنوك والتي وصل مبلغها 15 مليار دينار. أما إذا رجعنا إلى الوضعية الخاصة بالنقد والائتمان خاصة بالنسبة للبنوك التجارية مجتمعة فقد كانت ميزانية البنوك خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى سنة 2011 على النحو التالي:

## جدول رقم 16: وضعية النقد والائتمان للجزائر (2002-2011)

المبالغ بملايير الدنانير

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	البنوك التجارية
<b>الأصول</b>										
539	467	341	370	445	274	198	281	374	204	الاحتياطات
39	35	22	22	17	11	9	8	6	9	نقدية بالخرينة
500	431	320	349	428	263	189	273	367	195	ودائع بالبنك المركزي
76	29	58	142	108	84	91	77	56	50	الأصول الأجنبية
1420	1150	841	678	941	1015	876	803	809	842	استحقاقات على الحكومة
....	....	....	....	....	....	....	....	....	....	أذون خزانة وسندات
....	....	....	....	....	....	....	....	....	....	سلفيات
....	....	....	....	....	....	....	....	....	....	استحقاقات على المؤسسات العامة
3725	3267	3085	2614	2204	1904	1779	1534	1380	1266	استحقاقات على القطاع الخاص
....	....	....	....	....	....	....	....	....	....	سلفيات وكمبيالات مخصومة
....	....	....	....	....	....	....	....	....	....	استثمارات
....	....	....	....	....	....	....	....	....	....	أخرى
3201	3077	3002	3482	2813	1953	1265	1198	917	960	أصول أخرى
<b>8961</b>	<b>7989</b>	<b>7327</b>	<b>7287</b>	<b>6511</b>	<b>5229</b>	<b>4210</b>	<b>3893</b>	<b>3534</b>	<b>3322</b>	<b>مجموع الأصول</b>
<b>الخصوم</b>										
3496	2871	2503	2947	2561	1750	1224	1128	719	642	الودائع تحت الطلب
420	374	516	400	218	144	99	67	51	70	الودائع الحكومية
2787	2524	2229	1991	1761	1650	1736	1578	1724	1485	الودائع الادخارية والآجلة
....	....	....	....	....	....	....	....	....	....	الهيئات الرسمية
....	....	....	....	....	....	....	....	....	....	القطاع الخاص
420	374	516	400	218	144	99	67	51	70	الودائع الحكومية
2787	2524	2229	1991	1761	1650	1736	1578	1724	1485	الودائع الادخارية

والآجلة										
الهيئات الرسمية	....	....	....	....	....	....	....	....	....	....
القطاع الخاص	....	....	....	....	....	....	....	....	....	....
الخصوم الأجنبية	73	81	116	84	115	90	134	46	44	40
الاستدانة من البنوك	....	....	....	....	....	....	....	....	....	....
ودائع غير المقيمين										
أخرى										
الاقتراض من البنك المركزي	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
حسابات رأس المال	151	160	166	172	185	199	353	472	538	610
خصوم أخرى	900	800	839	895	1386	1682	1463	1561	1638	1608

المصدر: إحصائيات صندوق النقد العربي.

يتضح لنا من الجدول أعلاه أن هناك ارتفاع محسوس في أصول البنوك التجارية خلال السنوات الأخيرة خاصة ابتداء من سنة 2006 والتي بلغت 5229 مليار دج لتنتقل إلى 8961 مليار دينار أي بزيادة بلغت 3732 مليار دينار. ويرجع سبب هذا الارتفاع في أصول البنوك إلى ارتفاع الائتمان المقدم من البنوك التجارية للحكومة في شكل قروض وسلفيات وكذلك ارتفاع حجم الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية للقطاع الخاص سواء عن طريق سلفيات مباشرة أو سحب على المكشوف أو خصم الكمبيالات أو الاستثمار المباشر في السندات و الأوراق المالية التي يصدرها القطاع الخاص.

أما في جانب خصوم البنوك التجارية فنلاحظ تطور معتبر في الودائع تحت الطلب والتي انتقلت من 642 مليار دينار سنة 2002 إلى 2871 مليار دينار سنة 2010 ثم 3496 مليار دينار سنة 2011 وهي عبارة عن ودائع قابلة للتحويل إلى شيكات وتتكون من الودائع الجارية لكل من القطاع الخاص والمؤسسات العامة والمؤسسات غير النقدية.

كما ارتفعت حجم الودائع الحكومية من 70 مليار دينار سنة 2002 إلى 374 مليار دينار سنة 2010 أي بزيادة بلغت 434.28% ثم 420 مليار دينار سنة 2011 ، أي بزيادة بلغت 12.29% من سنة 2010 إلى سنة 2011.

بالمقابل ارتفعت كذلك الودائع الادخارية والآجلة حيث انتقلت من 1485 مليار دينار سنة 2002 إلى 2524 مليار دينار سنة 2010 أي بزيادة بلغت نسبة 69.96% ثم 2787 مليار دينار سنة 2011 أي بزيادة بلغت نسبة 87.67% .

نلاحظ كذلك تطور نسبي في حسابات رأس المال والتي تضم حساب رأس المال والاحتياطيات حيث انتقلت من 151 مليار دينار سنة 2002 إلى 353 مليار دينار سنة 2008 ثم 610 مليار دينار سنة 2011. وعرفت حساب خصوم أخرى تطورا كذلك حيث انتقلت من 900 مليار دينار سنة 2002 إلى 1638 مليار دينار سنة 2010 .

من جانب آخر إذا تتبعنا وضعية بنوك الودائع في الجزائر من ديسمبر 2013 إلى غاية ديسمبر 2014 نلاحظ اتجاهات مختلفة حسب ما يوضحه الجدول الموالي :

## جدول رقم 17 : وضعية بنوك الودائع في الجزائر

الوحدة بملايين الدينانير .

البنود	ديسمبر 2013	مارس 2014	جوان 2014	سبتمبر 2014	ديسمبر 2014
الاحتياطيات	899752	976412	933202	992692	1188633
الأصول الخارجية	48124	47226	47273	45883	53575
ذمم على الدولة	1432510	1418568	1492646	1466353	1592601
ذمم على القطاع العام	2434326	2517701	2797622	3122280	3524446
ذمم على القطاع الخاص	2720148	2794429	2961108	3058676	3544636
ودائع تحت الطلب	3537472	3931380	3942105	4225210	3987108
ودائع لأجل	3691697	3718093	3925637	3963401	4306732
ودائع مسبقة على الواردات	366704	372669	404904	371720	462407
التزامات قصيرة الأجل	90152	108326	131202	149439	155074
التزامات متوسطة وطويلة الأجل	3650	3481	3612	3440	3663
ودائع الدولة	502493	512943	397272	387584	460031
أموال الإقراض مدفوعة من طرف الدولة	25162	24441	24327	25248	26515
قروض بنك الجزائر	-	-	-	-	-
صافي البنود الأخرى	-682470	-916999	-597208	-440158	-502371

المصدر: بنك الجزائر 2014.

أول ملاحظة يمكن استنباطها من الجدول هو ارتفاع حجم الاحتياطيات على مستوى بنك الودائع وهو مؤشر على زيادة حجم النقود الائتمانية والودائع الحرة من بنك الجزائر على مستوى بنك الودائع مجتمعة.

نلاحظ كذلك تقارب حجم الذمم على القطاع العام والقطاع الخاص حيث هناك فروق نسبية فقط من شهر

ديسمبر 2013 إلى ديسمبر 2014 .

ملاحظة أخرى هو تقارب حجم الودائع تحت الطلب أو الجارية مع الودائع المتوسطة والطويلة الأجل خلال كل الفترة تقريبا حيث انتقلت الودائع تحت الطلب من 3537.47 مليار دينار خلال شهر ديسمبر 2013 إلى 3987.10 مليار دينار سنة 2014 أي بزيادة قدرت بنسبة 12.71%.

أما بالنسبة للودائع لأجل فقد انتقلت من 3691.96 مليار دينار سنة 2013 إلى 4306.73 مليار دينار سنة 2014 أي بزيادة بلغت نسبة 16.66%.

#### 4- مردودية الأموال الذاتية للبنوك :

إذا أخذنا بعين الاعتبار مستوى المردودية بالنسبة للقطاع الخاص سنجد أنها أعلى من القطاع العام وذلك خلال الفترة 2006-2008، ولذلك يظل تقييم هذا المؤشر مختلف كلما انتقلنا من مجموعة البنوك الخاصة إلى مجموعة البنوك العمومية.

فقد عرف مؤشر مردودية الأموال الذاتية (ROE, return on equity) للبنوك العمومية تراجع في سنة 2008 بلغ 25.01% مقابل 23.64% خلال سنة 2007 و 17.41% خلال سنة 2006، أما بالنسبة للبنوك الخاصة فقد عرف هذا المؤشر تحسنا ب 4.6 نقاط سنة 2007 ليشهد تراجعا سنة 2008 بلغ 2.4 نقطة أي بنسبة 25.60% مقابل 28.01% سنة 2007 و 23.40% سنة 2006.

ولتحديد تطور نسب مردودية الأموال الذاتية نقترح الجدول التالي:

جدول رقم 18: نسب مردودية الأموال الذاتية للبنوك العمومية والخاصة خلال الفترة (2006-2008)

2008	2007	2006	البيان
			<u>البنوك العمومية بما فيها صندوق التوفير.</u>
%25.01	%23.64	%17.41	ROE*
%33.26	%26.42	%42.93	ROE بعد المخصصات.
%0.99	%0.87	%0.75	ROA
25	27	23	الرافعة المالية***
%60.03	%69.24	%77.14	نسبة مجموع التكاليف / مجموع الإيرادات قبل الضريبة.
			<u>- البنوك الخاصة التي تنشط خلال سنة</u>
			<u>2008.</u>
%25.60	%28.01	%23.40	ROE*
%30.43	%32.73	%32.60	ROE قبل المخصصات.
%3.27	%3.21	%2.31	ROA**
8	9	9	الرافعة المالية.
%61.37	%61.60	%71.47	نسبة مجموع التكاليف / مجموع الإيرادات قبل الضريبة.

ROE\* = النتيجة / الأموال الذاتية المتوسطة.

ROA\*\* = النتيجة / المجموع المتوسط للأصول.

الرافعة المالية = المجموع المتوسط للأصول / الأموال الذاتية المتوسطة.

المصدر: تقرير بنك الجزائر لسنة 2008.

نلاحظ من خلال معطيات المردودية لسنة 2008 تطور مردودية الأموال الذاتية بالنسبة للبنوك العمومية والخاصة على السواء وذلك نتيجة لارتفاع نتائجها المالية و مستوى أموالها الذاتية.

قامت البنوك العمومية برفع احتياطياتها لسنة 2007 وذلك لدعم أموالها الذاتية على اعتبار أن الدولة لم تطلب منها توزيع الأرباح خلال هذه المرحلة ، أما بالنسبة للبنوك الخاصة وحرصا منها على التقيد ببعض المعايير القانونية فيما يخص احترام الحد الأدنى لرأسمال فقد قررت عدم توزيع الأرباح خلال سنة 2007.

كما نلاحظ أن مردودية أصول البنوك العمومية والخاصة في ارتفاع نسبي ، ويرجع ذلك إلى ارتفاع نتائج البنوك العمومية بسبب ارتفاع حجم نشاطها و انخفاض حجم التكاليف العامة في الناتج الصافي لهذه البنوك ، ويرجع ذلك بالنسبة للبنوك الخاصة إلى ارتفاع مردودية أصولها و المداخيل الناتجة عن الخدمات البنكية ، وإذا تتبعنا الارتفاع المحسوس في الأموال الذاتية للبنوك خلال سنة 2008 نلاحظ أن مؤشر الرفعة المالية في انخفاض سواء بالنسبة للبنوك العمومية أو البنوك الخاصة . من جانب آخر إذا تتبعنا مسار تمويل الاقتصاد من البنوك والسوق المالي أو بورصة القيم نلاحظ أن هناك هيمنة للتمويل البنكي على مختلف أشكال تمويل الاقتصاد وذلك حسب ما يبينه الجدول التالي:

#### جدول رقم 19: التمويل بالوساطة والتمويل بواسطة السوق المالي في الجزائر

الوحدة : بملايير الدنانير

التمويل	2004	2005	2006	2007	2008
وساطة البنوك قروض متوسطة الأجل	617.6	747.5	786.4	828.0	910.0
قروض طويلة الأجل	89.1	109.0	203.3	351.1	516.1
مجموع القروض ط و م الأجل	706.7	856.5	989.7	1179.1	1426.1
القروض السنوية	101.2	149.7	133.2	189.4	247.0
قروض من المؤسسات المالية	11.7	13.4	21.1	42.4	66.3
تمويل بوساطة السوق المالي	49.29	62.72	48.19	4.5	30

المصدر : cosob وبنك الجزائر .

نلاحظ من خلال معطيات الجدول أعلاه أن مساهمة التمويل عبر السوق المال في إجمالي تمويل احتياجات المؤسسات خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى سنة 2008 يظل ضعيفا حيث بلغ حدوده القصوى سنة 2005 بحجم تمويل بلغ 62.72 مليار دينار ليتراجع إلى 4.5 مليار دينار فقط سنة 2007 ، مقابل تمويل

بواسطة المؤسسات المالية والبنكية بلغ إجمالي 1739.4 مليار دينار سنة 2008 ، وبذلك فإن مساهمة السوق المالي تظل ضعيفة جدا مقارنة بالتمويل البنكي والتمويل بواسطة المؤسسات المالية ، كما أن التمويل المباشر لا يمنح الفرص التمويلية المناسبة للأعوان الاقتصاديين ، حيث ظلت المؤسسات تعتمد على التمويل البنكي للاستجابة احتياجاتها من دورة الاستغلال والاستثمار وهو ما يبين طبيعة النمط الاستداني لتمويل الاقتصاد الجزائري.

### 5-آثار الإصلاحات البنكية على العلاقة بين البنوك والمؤسسات:

إن الهدف الأساسي لسياسة الإصلاح البنكي في الجزائر هو توفير الشروط لتحقيق تنمية مستدامة وذلك بالنظر إلى ما يحتله الجهاز البنكي من مكانة في مجال تعبئة الادخار الفردي والمؤسسي والتأثير على معدلات الاستثمار، كما كان الهدف من آلية البنوك والمؤسسات التصدي لعمليات السحب على المكشوف المتراكمة بأسعار فائدة عالية من جانب المؤسسات العمومية ثم استعادة صحة أوضاعها المالية بشكل تدريجي. بذلك أصبح هدف المؤسسات هو زيادة إنتاجيتها لضمان تحقيق أرباح في إطار قواعد السوق ، كما كانت تهدف البنوك البحث عن العائد المالي من خلال تحمل أخطار مختلفة (أخطار تغير أسعار الفائدة أو أخطار الصرف أو أخطار السوق...الخ) ، وبالتالي يوفر السوق المالي عدة بدائل تمويلية وفرص متاحة يمكن استغلالها من طرف كل المؤسسات حتى تتمكن من التمويل وفق شروط المنافسة وظروف السوق ولكن تجدر الإشارة إلى ما يلي<sup>1</sup>:

- لا تزال عملية إصلاح الجهاز البنكي جارية ، حيث لا يزال الجهاز البنكي المشكل من ستة بنوك عمومية يمتلك 95% من الموارد المالية في حين لا تتجاوز حصة القطاع الخاص 6%.
- ما يقارب من 62% من الموارد المالية للبلد لا تنتقل عبر القنوات البنكية.
- تتجاوز حصة البنوك العمومية 90% في حين لا تتعدى حصة البنوك الخاصة نسبة 10%.
- تظل مساهمة رأس المال الأجنبي في البنوك الجزائرية ضعيفة.
- غياب المنافسة بين البنوك العمومية والخاصة في مجال تمويل التنمية في الجزائر.
- ضعف المعاملات والمبادلات على مستوى السوق المالي وقلة عدد المؤسسات المدرجة في بورصة القيم.

<sup>1</sup> Idem Rapport du CNES ,P.75.

وكخلاصة نلاحظ بأن أهم ما يميز الجهاز البنكي الجزائري هو عدم قدرته على معالجة العمليات المالية والتي تخص تمويل الاقتصاد بطريقة مرنة وسريعة إلى جانب مركزية معالجة بعض الملفات خاصة تمويل التجارة الخارجية والقيود التي فرضها بنك الجزائر على مدى استخدام القرض الوثائقي بداية من سنة 2009 أفضل مثال على ذلك.

كما أن عدم قدرة القطاع الخاص البنكي مسايرة احتياجات الأعوان الاقتصاديين من رؤوس الأموال أثر على قدرة هذا القطاع على المساهمة في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر وتفعيل دور القطاع الخاص الوطني والأجنبي وبالتالي تصبح العلاقة بين البنوك والمؤسسات علاقة جديدة مبنية على أسس تقنية وتجارية يحاول كل طرف تحقيق مصالحه بناء على المغيرات التي تفرضها ظروف السوق. و لكي نطور في التحليل سنحاول تناول بعض المؤشرات منها نمو القروض الممنوحة إلى الاقتصاد من سنة 2007 إلى سنة 2011 حسب ما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم 20: المؤشرات النقدية للجزائر (بالنسب) (2007-2011)

البيان	2007	2008	2009	2010	2011
نمو الكتلة النقدية M <sub>2</sub>	21.5	16	3.1	15.4	19.9
نمو الناتج الداخلي بالأسعار الجارية	10.0	18.3	9.7-	20.3	20.3
نمو القروض إلى الاقتصاد	15.7	18.6	18.0	5.9	14.0
سيولة الاقتصاد	58.3	58.5	70.6	64.2	62.8
حصة النقود السائلة في مجموع M <sub>2</sub>	21.4	22.1	25.5	25.3	25.9

المصدر: موقع الديوان الوطني للإحصائيات ONS ، تاريخ التنزيل 2015/11/25.

نلاحظ من خلال المؤشرات الاقتصادية للجزائر خلال الفترة (2007-2011) تحسن نسبي في سيولة الاقتصاد حيث انتقلت من 58.3% سنة 2007 إلى 62.9% سنة 2011 أي بزيادة قدرت بـ 4.6% خلال الأربع سنوات الأخيرة. بالمقابل عرفت القروض الممنوحة للاقتصاد تغيرات نسبية حيث بعد ما شهدت تحسن بلغ 18.6% سنة 2008 تراجعت إلى 5.9% سنة 2010 ، لتبلغ نسبة 14.0% سنة 2011 وهو معدل مقبول نسبيا بالنظر إلى درجة احتياجات الاقتصاد للتمويل بمختلف أشكاله.

في خضم الإصلاحات المالية والبنكية التي شرعت فيها الجزائر بداية من التسعينات تم إنشاء ابتداء من سنة 1997 بورصة الجزائر حيث يفترض أن تنوع من مصادر التمويل المتاحة وتفتح المجال لتداول الأصول المالية على مستوى السوق المالي وتساهم في تعبئة المدخرات المحلية واجتذاب الشركاء الأجانب وتحفيز الاستثمار ، وبذلك توفر بورصة القيم مصادر تمويل طويلة

المدى بشروط مناسبة بتكاليف منخفضة نسبيا مقارنة بالتمويل البنكي. أي تلعب دور البديل المكمل والمنافس للتمويل البنكي في مجال عرض المنتجات المالية بالنسبة لمختلف المؤسسات الاقتصادية .

## الفصل الخامس : بورصة الجزائر كإطار مكمل للتمويل البنكي

## تمهيد

سيتم في هذا الفصل التطرق إلى حالة بورصة الجزائر ودراسة ما تشكله من بديل مكمل للتمويل البنكي بناء على ظهور هذا السوق ودوره في الاقتصاد في ظل نمط التحرير المالي نحو اقتصاد السوق، إلى جانب التقليص من أنماط التمويل التقليدية أو ما توصف بأنماط الاستدانة نظرا لارتفاع تكلفتها وصرامة التمويل وتعميقه بالنسبة للعلاقة بين البنوك والمؤسسات الاقتصادية حيث تكمل البنوك دور السوق المالي كما يساهم وجود سوق مالي نشط في تطور أنشطة المؤسسات و البنوك وتنوع حوافظها المالية وفق أنماط تمويل مباشرة.

بذلك يفترض أن تتطور وتتغير العلاقة بين البنوك والمؤسسات في ظل وجود أنماط تمويلية تعتمد على آلية السوق ، وقبل ذلك سوف نتعرض إلى نشأة وظهور سوق البورصة في الجزائر.

## المبحث الأول: ظهور ونشأة بورصة الجزائر

في سياق تحول الجزائر إلى اقتصاد السوق ، طرأ تغيير جذري خلال السنوات الأخيرة في طريقة تشغيل القطاع المالي وفي أنماط التمويل، فمن نظام اعتمد على نوع واحد من البنوك لعبت فيه الخزينة العمومية دورا مباشرا في تمويل الاقتصاد بتوجيه الائتمان من خلال البنوك التجارية المملوكة للدولة ،إلى مؤسسات عمومية خاسرة تفتقر إلى الفعالية ، تتحرك الجزائر اليوم بشكل مطرد نحو إقامة نظام مالي حديث قائم على آليات السوق.

مع العلم أن تطور نشاط البنوك يساهم في نمو وتطور السوق المالي كما أن تطور حجم المعاملات على مستوى السوق المالي تساهم في زيادة ربحية البنوك مما يبين العلاقة الضيقة التي تربط الجهاز المصرفي بالسوق المالي. كما أن وجود أسواق مالية فعالة للأسهم يعد ضروريا للنهوض بالقطاع الخاص الحديث لأنها تساهم في تعبئة المدخرات وتعد مصدرا بديلا لتمويل احتياجات مختلف الشركات.

في هذا المجال ترجع نشأة بورصة الجزائر في أعقاب الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي شرعت فيها الجزائر بداية من نهاية الثمانينات حيث صدر في هذا المجال ثلاثة اطر قانونية منها:

-القانون 01-88 الخاص بتوجيه المؤسسات الاقتصادية العمومية.

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

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

كل هذه القوانين ساهمت في التمييز بين الدولة المالكة والدولة المساهمة.

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

يمكن أن نختصر مراحل نشأة بورصة الجزائر في مرحلتين أساسيتين:

#### أ- المرحلة الأولى 1990-1992:

خلال هذه المرحلة اتخذت الدولة عدة إجراءات وذلك بعد إعلان جل المؤسسات على استقلاليتها كما تزامنت هذه المرحلة مع إنشاء صناديق المساهمة ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء شركة القيم المنقولة (SVM) بتاريخ 1990/12/9 وذلك بفضل صناديق المساهمة الثمانية أما رأس مال الشركة فقدر بـ 320000 دج ويدير هذه الشركة مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

#### ب- المرحلة الثانية: ابتداء من سنة 1992:

منذ إنشاء شركة القيم المنقولة إلى غاية سنة 1992 كانت تعاني من عدة صعوبات من بينها عدم كفاية رأس المال وفوض المهمة التي تقوم بها ولذلك تم اعتماد مجموعة من الإجراءات نذكر منها ما يلي،

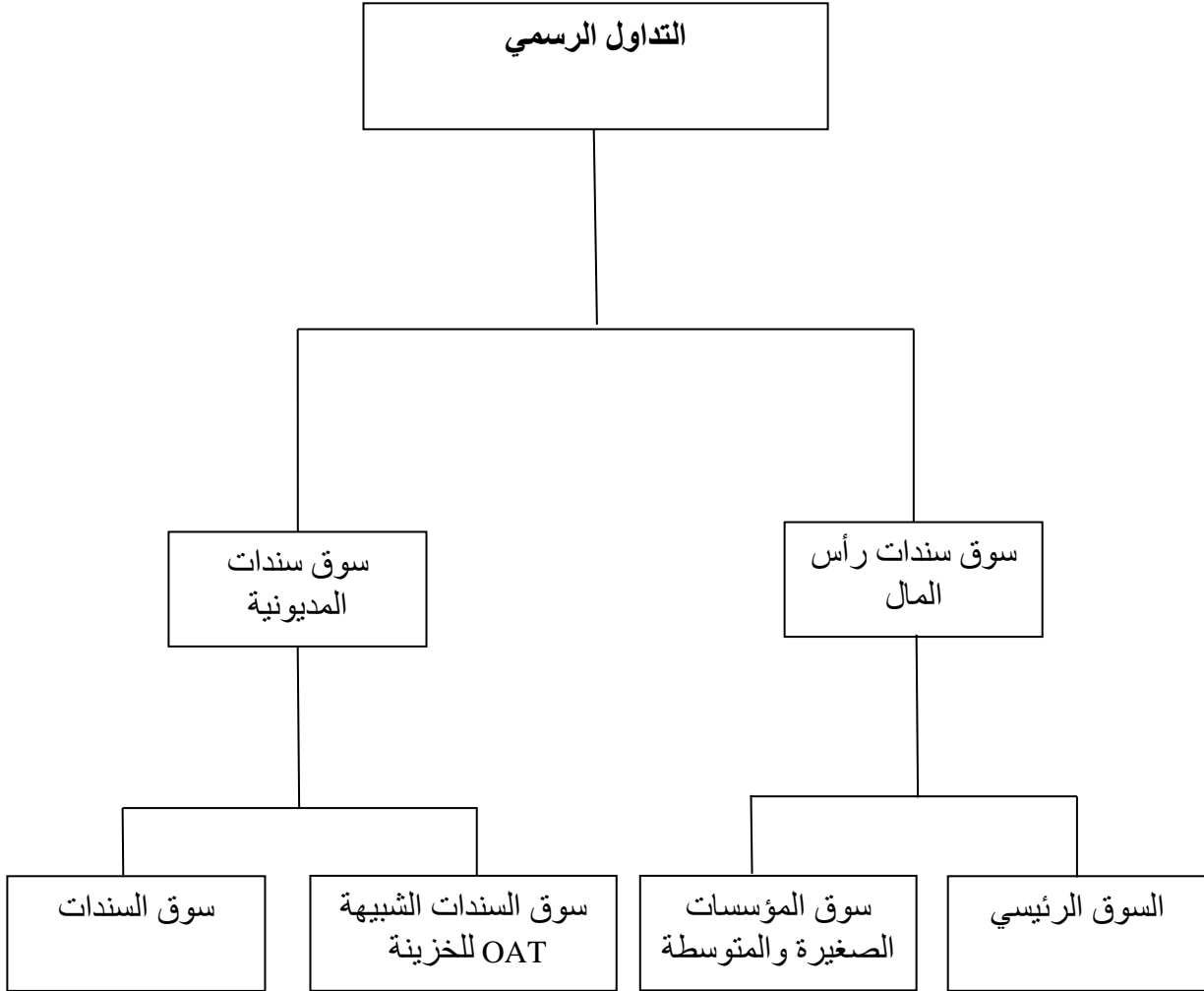
- رفع رأس مال الشركة إلى 9320000 دج.
- تغيير اسم الشركة حيث أصبح بورصة القيم المنقولة (BVM).
- للسماح للوسطاء على مستوى البورصة أن يكونوا أطرافا في المعاملات شرط الحصول على الاعتماد من طرف لجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)<sup>1</sup>.

وبذلك وحتى تقوم البورصة بدورها وتصل إلى أهدافها حددت التشريعات الصادرة في هذا الشأن مختلف الهياكل المنظمة للعمل والمخول لها إدارة نشاط البورصة وإخضاعها للرقابة بما يحقق أهدافها حيث حدد التشريع لهيئتين مهمة إدارة بورصة الجزائر هما شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، والشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي الخاص ببورصة الجزائر وما تتضمنه من مديريات وأقسام.

<sup>1</sup> أنشأت لجنة تنظيم ومراقبة البورصة في فيفري 1996 وهي تمثل سلطة السوق ويتكون أعضاؤها من رئيس وستة أعضاء مدة نيابتهم تدوم أربع سنوات.

الشكل البياني الموالي يبين مختلف تقسيمات بورصة الجزائر.

الشكل البياني رقم 13: مختلف تقسيمات بورصة الجزائر



المصدر: موقع البورصة [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) بتاريخ 2014/10/12.

أهم ما يمكن ملاحظته من خلال هذا الشكل التنظيمي هو سوقين على مستوى البورصة هي سوق سندات رأس المال وسوق سندات المديونية على مستوى البورصة حيث يقسم سوق رأس المال إلى السوق الرسمي أين تقع كل المعاملات والمبادلات حسب الحصص السوقية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>1</sup> وهو سوق مخصص لهذا النوع من المؤسسات حيث يعتبر حديث النشأة في الجزائر.

<sup>1</sup> هو سوق مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تم إنشاؤه سنة 2012 من خلال الأمر الصادر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 12-01 الصادر في 12 جانفي 2012 المتمم والمعدل من خلال الأمر رقم 97-03 الصادر في 18 نوفمبر 1997 والخاص بالتنظيم العام لبورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 41 الصادرة في 15 جويلية 2012).

كما تتضمن تقسيمات للبورصة قسم خاص بسوق سندات المديونية وتضم كل من سوق السندات الشبيهة بالخرينة (OAT) وهي سندات تصدرها الخزينة العمومية أنشئ هذا السوق سنة 2008 ويضم حاليا 26 خط تداول رسمي بقيمة بلغت 303 مليار دينار ، أما السوق الثاني فهو سوق السندات ويضم كل القروض السندية التي تصدرها المؤسسات بغرض الحصول على سيولة طويلة الأجل من السوق لتحقيق برامجها الاستثمارية.

### 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

يعتمد تنظيم البورصة على لجنة تنظيم ومراقبة البورصة وهي أعلى هيئة للسوق تتمتع بالاستقلالية كما تسعى لإرساء الإطار القانوني والمؤسسي لسوق الأوراق المالية وتتولى مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خاصة على :

1. حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار.

2. السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

### 2- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)

حددت المادة 15 من القانون 10-93 دور هذه الشركة من حيث كونها شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ، يتمثل هدفها في حق تحصيل العمولات التي تجري في البورصة ، وتتكفل على الخصوص بتأطير جلسات التفاوض للوصول بالعملية إلى حالة التوازن في السوق تنتهي بتنفيذ الأوامر بالبيع أو الشراء.

### 3-الوسطاء في البورصة :

نذكر في البداية أن ميزة الوسيط المالي هو ضمان توفير السيولة ، ويرتبط ذلك بتقنية تنظيم المبادلات أو المعاملات (الهيكلية الجزئية للسوق) ، أي ضمان حصول كل أمر وبسرعة على مقابلات في السوق<sup>1</sup>.

هناك العديد من الوسطاء المعتمدين من طرف لجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة ، حيث يشترط القانون ضرورة اكتتاب الوسيط في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) حتى يمنح له الاعتماد في التعامل في البورصة ، حيث سجل إلى غاية بداية التداول وجود خمسة وسطاء على مستوى البورصة ويتعلق الأمر بما يلي :

<sup>1</sup> . للتعرف أكثر على نشاط الأسواق المنظمة ينبغي الرجوع إلى أعمال كل من (Gillet et Minguet (1994)

- مؤسسة الراشد المالي Errached el Mali والتي تستخدم وكالات البنك الخارجي الجزائري عند جمع أوامر العملاء والصندوق الوطني للتعاون الفلاحي.
- مؤسسة SPDM التي تستخدم وكالات بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- مؤسسة SOGEFI التي تستخدم وكالات الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط ووكالات القرض الشعبي الجزائري عند جمع أوامر العملاء.
- مؤسسة SOFICOP التي تستخدم وكالات بنك التنمية المحلية والبنك الوطني الجزائري ومؤسسة UB BROKERAGE التي كانت تستخدم وكالات بنك (Union Bank).

كما نذكر كذلك أن لجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة منحت الاعتماد لوسيطين آخرين على مستوى بورصة القيم يتعلق الأمر بـ Strategica Finance والشركة المالية للجزائر Compagnie financière d'Algérie. وذلك تاريخ 23 جويلية 2008، أما اليوم تمارس كل البنوك العمومية الخمسة دور الوسيط في البورصة إضافة إلى بنك باريس BNP Paris bas بنك التوفير CNEP .Bank

#### 4-الجزائر للتسوية (Algérie Clearing):

الجزائر للتسوية هي شركة ذات رأس مال اجتماعي بلغ 240 مليون دينار مقسم بين ثمانية مساهمين ، حيث تبلغ حصة البنك الوطني الجزائري 17.8% وبنك التنمية المحلية 13.6% والقرض الشعبي الجزائري 4.43% وبنك الجزائر الخارجي 17.8% وبنك الفلاحة والتنمية الريفية 17.8% وبنك التوفير 17.8% وفندق الأوراسي 8.5% ومجمع صيدال 2.34% .

تمارس هذه الشركة دور المؤتمن المركزي على السندات في الجزائر من خلال تسيير أنظمة الدفع ومسك الحسابات المفتوحة باسم المتدخلين في التسويق والتسليم الأوتوماتيكي وتقديم كل الخدمات على مستوى الساحة المالية.

بالنسبة لتداول الأوراق المالية على مستوى بورصة الجزائر يتم التداول من خلال النظر إلى كل من أوامر البورصة والتسعيرة الخاصة بها.

**أ- أوامر البورصة:**

يعتبر الأمر تعليمة يعطيها العميل الوسيط في عمليات البورصة أو بمبادرة من هذا الأخير الذي كانت لديه وكالة تسيير أو في حالة قيامه بنشاط يرتبط بصناعة السوق ، ولقد تم الأخذ بثلاثة أنواع من الأوامر تتمثل في الأمر بسعر السوق والأمر بالسعر الأفضل والأمر بالسعر المحدد.

مع العلم أن السوق المالي الجزائري هو سوق جاري أي انه يلزم على المشتري أن يدفع مباشرة المبالغ المرتبطة بأوامر الشراء وعلى البائع أن يمتلك السندات المرتبطة بأوامر البيع التي أرسلها.

**ب- التسعيرة في البورصة:**

يلاحظ أن هناك حرية في التسعيرة حيث يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظامين هما التسعيرة المستمرة ونظام التسعيرة الثابتة سواء كان يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي ، غير أن الطريقة التي تعمل بها بورصة الجزائر حسب ما تم تقريره من قبل شركة إدارة البورصة تتمثل في التسعير الثابت بواسطة الصندوق.

**المبحث الثاني: آليات إدراج المؤسسات في بورصة القيم**

قبل أن نستعرض واقع السوق المالي في الجزائر سوف نتطرق في هذا المبحث إلى نشاط بورصة القيم في الجزائر بالنسبة لقسمي الأسهم والسندات منذ بداية ظهوره سنة 1993 ثم بداية نشاط السوق الفعلي ابتداء من سنة 1998 و حجم رسملة السوق بالنظر إلى حجم المعاملات وعددها وشروط إدراج المؤسسات الاقتصادية في السوق المالي.

نشير أن هناك تقييم للمؤسسات قبل دخولها البورصة وقد تمت العملية بالنسبة للشركات الثلاثة الأولى المدرجة في البورصة من طرف مكتب خبرة مختص وتم تقييم كل مؤسسة على أساس مجموعة من طرق التقييم وهي المقاربة بالذمة المالية والمقاربة بالمردودية والمقاربة بالسوق والتحليل المركب ، وفي هذا المجال تم تقييم المؤسسات لتحديد السعر عند الإصدار واعتبار سعر يعبر عن القيمة الحقيقية لأسهم هذه المؤسسات مرجح بقيمة رأسمال. ويبين الجدول الموالي أهم خصوصيات الشركات المدرجة في بورصة الجزائر منذ سنة 1998.

## جدول رقم 21: خصوصيات الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

البيان	رياض سطيف	مجمع صيدال	فندق الأوراسي
فترة الاكتتاب	-11/02 98/12/15	99/03/15-02/15	99/07/15-06/15
عدد الأسهم المعروضة للبيع	1000000	2000000	1200000
العدد الكلي للأسهم	4000000	10000000	6000000
سعر الإصدار (دج)	2300	800	400
القيمة الاسمية للأسهم (دج)	1000	250	250
الربح عن كل سهم - BPA دج	259.63 (1997)* *	39.70 (1997)	36.18 (1998)
PER بسعر الإصدار	** 8.86	20.15	11.05
Price Book Ratio-PBR بسعر الإصدار	2.3	3.2	1.6

المصدر: بيانات COSOB و بورصة القيم.

\*5000000 بعد العرض العمومي للبيع OPV بعد عملية البيع.

\*\* تم حسابها على أساس 4000000 سهم.

إن تحديد سعر السهم تم من خلال تقييم المؤسسات المعنية من طرف مكتب خيرة مختص في الجانب المالي ولكن المنهجية المتبعة لا تستجيب بصفة كلية مع المعايير المستخدمة في مجال تقييم المؤسسات.

## 1-تقييم سعر سهم مجمع صيدال:

مثلما تمت الإشارة إليه في الجدول تم تقييم السعر الخاص بالإدراج PER بـ 20.15 وهو أكبر من المؤسستين الأخيرتين المدرجتين في البورصة ويرجع ذلك حسب (1999) Boukrami إلى الكثافة التكنولوجية

لهذا المجمع المختص في مجال صناعة الأدوية بالنسبة لهذا المجمع استخدم مكتب الخبرة وهو الفرع الفرنسي لمكتب Arther Anderson<sup>1</sup> تقنية التدفقات النقدية الحالية ، على أساس معدل قيمة حالية قدر بـ 19.74% ويتعلق الأمر بسعر مرجح لرأس المال.

بالنسبة لتكلفة الأموال الذاتية قدرها بـ 19% وتم تقديها على النحو التالي:

معدل الفائدة الخالي من الخطر (خارج التضخم) :	6%
علاوة الخطر المتوسطة-للسوق الأوروبي :	5%
علاوة خطر /البلد :	4%
علاوة خاصة بفترة الاسترداد:	2%
ضيق السوق :	2%

إحدى أهم الملاحظات الخاصة بتحديد تكلفة الأموال الذاتية تخص الأخذ بعين الاعتبار لمعدل الفائدة بدون خطر (خارج التضخم)، حين يمكن فقط اللجوء إلى تقييم المؤسسات بدون اعتبار معدل التضخم أي بالأسعار الثابتة إذا توفرت ثلاثة شروط أساسية:

- يرتفع سعر السلع المنتجة بنفس مستوى ارتفاع معدل التضخم.
  - يرتفع سعر المواد المشتراة ( مواد ولوازم وخدمات مستهلكة) بنفس مستوى ارتفاع معدل التضخم.
  - تستخدم المؤسسات سنويا عند إعادة تقييم استثماراتها في الميزانية معدل تقييم يساوي معدل التضخم.
- يمكن تقييم المؤسسات بالأسعار الجارية أو الثابتة إذا توفرت هذه الشروط الثلاثة ، وبغياب شرط واحد يتم تقييم المؤسسات بالأسعار الجارية مما يظهر صعوبة تقدير معدل التضخم في المستقبل.

تم تقدير علاوة الخطر للسوق الجزائري بنسبة  $9\% = 4\% + 5\%$

مع العلم أن علاوة خطر/البلد قد تكون مختلفة حسب نوع المستثمر (مقيم أو غير مقيم) ، ويكون لنا في هذه الحالة سعرين للسهم مما يصعب عملية التقييم وبذلك فان تقدير علاوة خطر على أساس 9% يظل ليس له أي تفسير مالي على اعتبار طبيعة أنماط التمويل في الجزائر التي لا تستند إلى قواعد السوق.

إذا احتفظنا بعلاوة خطر خاصة تقدر بـ 2% اعتبر مكتب الخبرة أن معامل بيتا  $\beta$  لمجمع صيدال يساوي

1.22 ، ويمكن كتابة معادلة الأموال الذاتية على النحو التالي:

<sup>1</sup> أسس مكتب الدراسات Arther Anderson في عام 1913 وصنف عام 2001 كخامس شركة مراجعة وتدقيق على المستوى الدولي قبل أن يحقق خسائر كبيرة على اثر فضيحة شركة enron والتي أدت إلى عقد مسيرتها عقود شراكة غير مصرح بها (Off-Book)

$k_e =$  معدل الفائدة خالي من الخطر ومن التضخم + علاوة خطر الأسواق الأوروبية + علاوة خطر خاصة + علاوة خطر/البلد + علاوة خطر السيولة.

$$.K_e = \%2 + \beta(\%6 - \%15) + \%6 = \%2 + \%2 + \%4 + \%5 + \%6 = 19\%$$

ويعطي ذلك قيمة لبيتا  $\beta = 19\% - \%6 / (\%2 + \%6) = 15\%$

نشير أن علاوة الخطر الذي تم تحديده من طرف مكتب الخبرة يظل معاملا نظريا ولا يعبر عن خطر السوق على اعتبار أنه لا توجد مؤشرات سوقية حقيقية في سوق رأس المال في الجزائر.

وللمقارنة يمكن أن نقدم بعض القيم الخاصة بالمعامل بيتا  $\beta$  بالنسبة لقطاع الأدوية في الدول المتقدمة:

- صناعة الأدوية في الولايات المتحدة : 1.14

- شركة Glaxo في بريطانيا : 1.18

وصلت قيمة للأموال الذاتية 8613.2 مليون دينار وذلك بعد طرح الديون (325.8 مليون دينار) ، وكان العدد الكلي للأسهم بلغ 1000000 سهم بقيمة تقريبية بلغت 850 دج للسهم الواحد ، وقد قرر المجمع القيام بعملية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت 800 دج للسهم ، من جانب آخر نشير أن ميزانية المختصرة للمؤسسة خلال سنوات 1995 و 1995 و 1997 تظهر من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم 22: ميزانية مجمع صيدال (1995-1997)

1997	1996	1995	الأصول بآلاف الدنانير
6087	6989	2035	الاستثمارات (الصافية)
1912	1939	1904	المخزون (الصافي)
1670	1463	645	المديونية (الصافية)
9669	10391	4584	مجموع الأصول
			الخصوم بآلاف الدنانير
6539	7289	1896	أموال ذاتية
3130	3102	2688	ديون
9669	10391	4584	مجموع الخصوم

المصدر: وثائق صيدال سنة 1998.

اعتماد على ميزانية المؤسسة المختصرة يمكن نستخرج بعض النسب الهيكلية لكي نتمكن من تحليل وضعية المؤسسة قبل دخولها سوق البورصة.

$$R3 : \text{نسبة سيولة الأصول} = \text{أصول متداولة} / \text{مجموع الأصول}$$

ويشترط أن تكون هذه النسبة أكبر من 0.1 حيث تعبر عن مدى أهمية الأصول المتداولة بالنسبة لمجموع الأصول.

النسبة الأخرى هي نسبة الملاءة المالية وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$R2 = \text{مجموع الأصول} / \text{رأس المال الأجنبي}$$

حيث يشترط أن تتجاوز هذه النسبة الواحد الصحيح.

جدول رقم 23: نسب الملاءة المالية وسيولة الأصول لمجمع صيدال (1995-1997)

البيان	1995	1996	1997
نسبة الملاءة المالية R2	1.70	3.34	3.08
نسبة سيولة الأصول R3	0.55	0.32	0.37

المصدر: الباحث، بعد تحليل الميزانيات المختصرة لمجمع صيدال.

نلاحظ أن نسبة الملاءة المالية لمجمع صيدال مقبولة بالنسبة للسنوات الثلاثة (قبل دخول المجمع البورصة) ، وهو دليل على درجة الأمان التي تتوفر عليها المؤسسة اتجاه أهم المدينين على المدى القصير والطويل.

كما نلاحظ تحسن نسبة سيولة الأصول خاصة خلال سنة 1995 مقابل تراجع النسبة خلال سنتي 1996 و1997 على التوالي وهو دليل أن الأصول المتداولة تظل مهمة بالنسبة لهيكل مجموع أصول المؤسسة أو استخداماتها.

من جانب آخر نعرض جدول حسابات المؤسسة خلال الفترة 1995-1997 من خلال الجدول الموالي:

## جدول رقم 24 : جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (1995-1997)

المبالغ بالآلاف الدينانير

1997	1996	1995	البيان
50378	31161	11738	سلع مباعه
(37442)	(18510)	(7414)	سلع مستهلكة
<b>12936</b>	<b>12651</b>	<b>4324</b>	الهامش الإجمالي
3600172	2929353	2350165	إنتاج مباع
95820	205342	595366	انتاج مخزن
302	4460	1995	انتاج المؤسسة لذاتها
12199	12127	5247	أداء خدمات
26911	26180	20042	تحويل تكاليف الإنتاج
(1571710)	(1336773)	(1124124)	مواد ولوازم مستهلكة
(102949)	(77049)	(66878)	خدمات
<b>2073681</b>	<b>1776291</b>	<b>1786137</b>	القيمة المضافة
17426	22842	19172	منتجات مالية
42635	28484	81436	تحويل تكاليف الاستغلال
(793354)	(661174)	(571763)	مصاريف المستخدمين
(108062)	(86232)	(65452)	ضرائب ورسوم
(153407)	(193072)	(164881)	تكاليف مالية
(16190)	(15211)	(12264)	تكاليف مختلفة
(268581)	(275290)	(248155)	مخصصات الاهتلاكات والموونات
<b>794148</b>	<b>896638</b>	<b>824230</b>	نتيجة الاستغلال
1767604	1545750	806422	نواتج خارج الاستغلال
(1916977)	(1793048)	(968967)	تكاليف خارج الاستغلال
(149373)	(247298)	(162545)	نتيجة خارج الاستغلال
644774	349340	661685	نتيجة كلية للنشاط
247314	120458		الضرائب على الأرباح
<b>397460</b>	<b>228882</b>	<b>661685</b>	النتيجة الصافية للنشاط

المصدر: وثائق مؤسسة صيدال (الوثيقة الإعلامية)

على العموم حققت المؤسسة أرباح خلال الثلاثة سنوات قبل دخولها البورصة وهو مؤشر ايجابي رغم أن نتيجة سنة 1995 كانت أكبر من باقي السنوات حيث انخفض الربح بنسبة 39.93% خلال الفترة من سنة 1995 إلى سنة 1997.

بالنسبة لرقم الأعمال فقد عرف زيادة سنوية تقارب معدل 24% ، ويرجع السبب في ذلك إلى زيادة كمية مبيعات المؤسسة وتوجيه الإنتاج نحو الأدوية ذات القيمة المضافة العالية. وفيما يلي نعرض مجموع موارد المؤسسة واستخدامات الأموال خلال الثلاثة سنوات التي سبقت دخولها للبورصة.

### جدول رقم 25: الموارد المالية لمجمع صيدال واستخداماتها (1995-1997)

المبالغ بالآلاف الدنانير

1997	1996	1995	البيان
			تدفقات الخزينة للاستغلال
397460	228882	661685	النتيجة الصافية
2133	275290	248155	الاهتلاكات
(57378)	(374193)	(975370)	تغير الاحتياج لرأس المال العامل BFR
342215	129979	(65530)	التدفقات الصافية للخزينة للاستغلال
			تدفقات الخزينة للاستثمار
(39389)	(82054)	(139221)	حيازة قيم مادية ومعنوية
3350	3180		التنازل عن قيم مادية ومعنوية
(4515)	(14935)	(46220)	حيازة منتجات مالية
(40554)	(93809)	(185441)	التدفقات الصافية للخزينة للاستثمار
			التدفقات الصافية الناتجة عن العمليات المالية
(104479)	(56992)	(162852)	ديون الاستثمارات
	14911	75089	الزيادة في رأس المال
(57224)	47676	(40000)	ديون اتجاه شركات حليفة
(181703)	(5595)	(127763)	التدفقات الصافية الناتجة عن العمليات المالية

المصدر: وثائق مجمع صيدال (الوثيقة الإعلامية)

نلاحظ من خلال جدول الموارد المالية واستخداماتها تراجع حجم الاهتلاكات بالنسبة لتدفقات الاستغلال خاصة خلال سنة 1997 مقارنة بسنة 1995 إلى جاني تراجع النتيجة نسبيا مما أدى إلى تدهور وضعية التدفقات الصافية للاستغلال خلال سنة 1995 حيث عرفت رصيذا سلبيا .

من جانب آخر نلاحظ أرصدة سلبية للتدفقات الناتجة عن عمليات الاستثمار خلال السنوات الثلاثة ويرجع ذلك إلى ارتفاع حجم الحيازات وتراجع التنازل عن الاستثمارات ، كما عرفت التدفقات الناتجة عن العمليات المالية بدورها أرصدة سلبية خلال السنوات الثلاثة ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى ارتفاع حجم ديون الاستثمارات والديون اتجاه الشركات حليفة وذلك رغم تسجيل زيادة في رأس مال الشركة خلال سنتي 1995 و1996 على التوالي.

### 1.1- تطورات الشركة بعد إدراجها في البورصة:

بعد مرحلة الإصلاحات الاقتصادية التي تمت في سنة 1989 ، تحولت صيدال وهي شركة مختصة في إنتاج وتسويق الأدوية إلى مؤسسة اقتصادية عمومية تتمتع بالاستقلالية وتتمتع بصفة شركة ذات أسهم. وفي سنة 1993 تم تغيير صفتها القانونية ، بحيث سمح لها بالقيام بكل العمليات التجارية والصناعية المرتبطة بأهدافها من خلال السماح لها بإنشاء فروع جديدة.

قامت المؤسسة بداية من سنة 1998 بإعادة هيكلة أنشطتها التجارية والصناعية وتمت عملية إعادة الهيكلة في جانبها المالي من خلال سبعة مؤشرات وهي رقم الأعمال ومعدل القيمة المضافة ومعدل تكاليف المستخدمين والهامش العملياتي والمردودية المالية والاقتصادية ومعدل تغطية الديون بواسطة الأموال الذاتية.

ويمكن تحليل هذه المؤشرات من خلال الجدول الموالي:

## جدول رقم 26: تطور مؤشرات الجانب المالي لمجمع صيدال سنة 2001 و 2008

المؤشرات	2001	2008
رقم الأعمال (بملايير الدنانير)	5.26	11.42
معدل القيمة المضافة	50.56	56.94
معدل تغطية تكاليف المستخدمين	24.99	26.81
الهامش العملياتي	14.35	18.47
المردودية الاقتصادية	0.35	7.11
المردودية المالية	6.57	18.31
معدل تغطية الديون بواسطة الأموال الذاتية	79.6%	139%

المصدر: تقرير نشاط مجمع صيدال (1999-2008).

نلاحظ من خلال الجدول ارتفاع في رقم أعمال المجمع من 5.26 مليار دينار سنة 2001 الى 11.42 مليار دينار سنة 2008 ، أي بتطور بلغ 116.93% ، ويقتررب ذلك مع تسجيل رقم أعمال يساوي بالتقريب 16.7% ، كما يبين الجدول أعلاه أن القيمة المضافة تمثل حصة هامة من رقم الأعمال حيث انتقلت من 50.56% سنة 2001 إلى 56.94% سنة 2008 أي أن القيمة المضافة للمجمع ترتفع أكثر من قيمة المدخلات ، بالمقابل عرف المجمع خلال هذه الفترة ارتفاع في تكلفة أو أجور المستخدمين حيث انتقلت من 24.99% سنة 2001 إلى 26.81 في سنة 2008.

لكن مقابل تحسن الوضعية النالية للمجمع شهد هذا الأخير تراجعاً في حصته السوقية من حيث الحجم والقيمة ، حيث كان حجم السوق سنة 2001 يمثل نسبة 42% مقابل قيمة سوقية تقدر ب 9.88% على المستوى الوطني ، تراجع حجم السوق الى 26% سنة 2008 مقابل قيمة سوقية لم تتجاوز 6% خلال نفس السنة .

من جانب آخر إذا تتبعنا تطور PER وهو يعبر عن العلاقة بين الأرباح عن كل سهم وسعر السوق حيث أنه من الناحية النظرية كلما كان PER مرتفعاً كانت التنبأت السوقية لصالح زيادة في الأرباح المستقبلية للمؤسسة ولتتبع ذلك نقترح الجدول التالي:

جدول رقم 27: تطور الأرباح الصافية عن كل سهم والسعر المتوسط لأسهم صيدال و PER من سنة 2001 إلى 2008

السنوات	2001	2003	2004	2006	2007	2008
الربح عن كل سهم (بالدينار)	37.98	48.23	45.62	54.75	87.22	132.86
السعر السنوي المتوسط (بالدينار)	510	380	345	440	400	380
PER (Price earning ratio)	13.43	7.88	7.56	8.04	4.59	2.86

المصدر: بورصة الجزائر و COSOB

يتضح لنا من خلال الجدول أعلاه أن الربح الصافي عن كل سهم لصيدال في زيادة مستمرة حيث انتقل من 37.98 دج سنة 2001 إلى 132.86 دج سنة 2008 أي بزيادة بلغت 250% ، بالقابل عرف سعر أسهم صيدال في البورصة تراجعاً سريعاً حيث انتقل من 510 دج سنة 2001 إلى 380 دج سنة 2008 ، مع العلم أن السعر عند الإصدار كان يساوي 800 دج للسهم سنة 1999.

وبين تراجع PER لصيدال من 13.43 سنة 2001 إلى 2.86 سنة 2008 ، ضعف ثقة المستثمرين في مستقبل نتائج المجمع ، ويمكن تفسير ذلك من خلال تنبأت المستثمرين بانخفاض الأرباح المستقبلية للمجمع .

فتح مجمع إنتاج الأدوية صيدال رأسماله في حدود 20% في شهر فيفري 1999، من خلال عرض عمومي للبيع (OPV)، أي بمبلغ 500 مليون دينار ، ما يمثل عدد 02 مليون سهم.

وبعد استجابتها للشروط القانونية للإدراج في بورصة الجزائر تم قبول تداول أسهم مجمع صيدال في شهر سبتمبر 1999 بسعر إصدار بلغ 800 دج للسهم ، وبمرافقة الشركة الوسيطة (SOGEFI).

باستخدام نفس الأدوات السابقة أي مقاييس التشتت سنحاول تحديد معدل عائد أسهم مجمع صيدال و متوسط العوائد والانحراف المعياري بناء على تسعير أسهم مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2004

إلى غاية سنة 2008، إلى جانب التوزيعات التي يحصل عليها المساهمون نتيجة لاحتفاظهم بالأسهم إلى نهاية كل دورة محاسبية.

ونعتمد في حساب عائد السهم أو المردود في الفترة  $t$  على العلاقة التالية :

$$R_t = (V_t - V_{t-1}) + D_t / V_{t-1}$$

حيث نرسم بـ  $R_t$  إلى معدل العائد على السهم خلال الفترة  $t$  (Rate of Return)  $V_t$  للسعر الحالي.

$V_{t-1}$  للسعر في فترة سابقة.

و  $D_t$  إلى مبلغ التوزيعات عن الأسهم.

باستخدام نفس الأدوات السابقة أي مقاييس التشتت سنحاول تحديد معدل عائد أسهم مجمع صيدال و متوسط العوائد والانحراف المعياري بناء على تسعير أسهم مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2008، إلى جانب التوزيعات التي يحصل عليها المساهمون نتيجة لاحتفاظهم بالأسهم إلى نهاية كل دورة محاسبية.

جدول رقم 28: تقدير عوائد أسهم مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2010)

الفترة	تسعير صيدال	التوزيعات $D_t$ **	$R_t$ * بالنسب	$R_t^2$
2004	355	20	-12.35	152.5225
2005	352.5	20	+5.67	32.1489
2006	416.66	23	+24.72	611.0784
2007	400	11	-1.35	1.8225
2008	400.44	35	+8.86	78.4996
2009	388.33	35	-5.71	32.6041
2010	443	35	+23.09	533.1481
<b>المجموع</b>			<b>42.93</b>	<b>1441.8241</b>

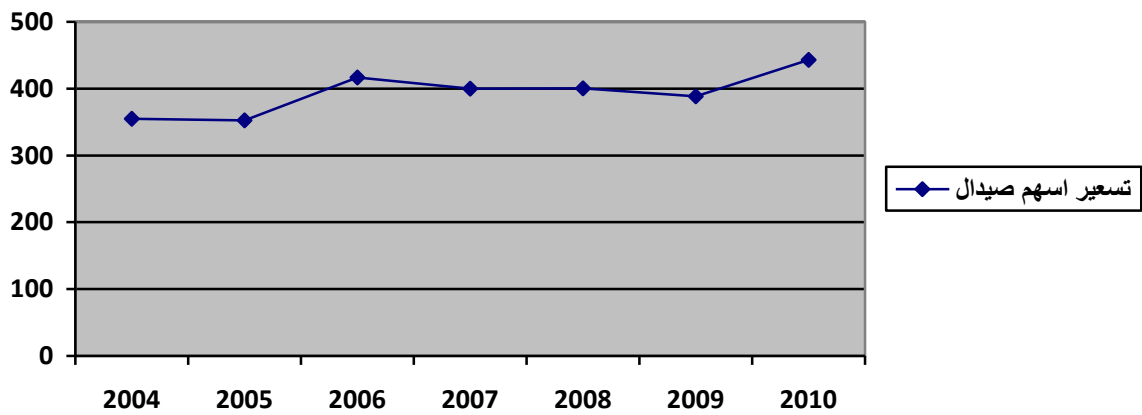
المصدر: \* من إعداد الباحث.

\*\* حسب البيانات المجمعة من موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz).

نشير أنه بالنسبة للتوزيعات مثلا والتي بلغت سنة 2010 35 ما قيمته 35 دج عن كل سهم فهي تمثل نسبة 7.9% بالمقابل يساوي معدل الفائدة على القروض البنكية في السوق المصرفي خلال تلك المرحلة متوسط 6% وهذه المقارنة هامة لكي نقارن تكلفة التمويل المباشر أي عبر البورصة بتكلفة التمويل البنكي.

ويمكن تمثيل تسعير أسهم مجمع صيدال على النحو التالي:

شكل رقم 14: تسعير أسهم مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2010)



المصدر: موقع شركة تسيير بورصة القيم sgbv

نلاحظ من خلال معطيات الجدول أن أسهم مجمع صيدال حققت عوائد سلبية خلال سنة 2004 بلغت - 12.35% وذلك نتيجة تراجع متوسط تسعير الأسهم من 425 دينار للسهم خلال سنة 2003 (السنة السابقة) إلى 355 دينار سنة 2004 ، ليعرف بعد ذلك تدبب أو تغير موجب على العموم أهمه كان سنة 2006 حيث بلغ عائد أسهم صيدال ارتفاع بنسبة 20% ليعرف في سنة 2009 تراجعا بلغ -5.71%. وفي المتوسط كان العائد المحقق خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2010 يساوي ما يلي:

$$R_t = 42.93/7 = +6.13$$

ولتحديد الخطر الذي يواجهه عوائد أسهم مجمع صيدال نستخدم أحد أهم مقاييس التشتت هو الانحراف المعياري أي مدى انحراف عائد السهم الواحد عن الوسط الحسابي كمتغير مهم كتفسير مدى اقتراب أو ابتعاد العائد عن المتوسط، وبتطبيق قانون تباين السهم نحصل على ما يلي:

$$\sigma^2_{R_t} = 1/7 (1441.8241) - 37.5769 = 168.3979$$

وبما أن الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين فإن:

$$\sigma_{R_t} = \sqrt{168.3979} = 12.97$$

يعني ذلك أن الانحراف المعياري لعوائد أسهم مجمع صيدال ينحرف بنسبة 12.97 % عن وسطه الحسابي. ويمكن أن نوضح تطور أسعار مجمع إنتاج الأدوية صيدال خلال كل أشهر سنة 2010 ، حسب الجدول الموالي:

### جدول رقم 29: تسعير أسهم شركة صيدال خلال سنة 2010

الأشهر	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جون	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
التسعير بالدينار في نهاية الشهر	400	400	405	405	420	450	470	470	470	470	500	520
نسبة % المردود المحقق	0	0	1,25	0	3,7	7,14	4,44	0	0	0	6,38	4

المصدر: موقع البورصة SGBV

ويمكن من خلال معطيات الجدول حساب المتوسط الحسابي للمردودية ( $\hat{r}$ ) حيث يمثل  $T$  عدد المشاهدات

$$\hat{r} = 1/T \sum_{i=1}^T r_i$$

وبالتالي من خلال المعطيات السابقة نجد أن:

$$\hat{r} = 1/12(26.99) = 2.24\%$$

أي أن المردودية المتوسطة تتراوح في حدود 2.24 % للسهم بالنسبة لشركة صيدال خلال سنة 2010.

بعد ذلك نقوم بحساب التباين والانحراف المعياري لمردودية الأسهم الخاصة بالشركة خلال نفس الفترة.

## جدول رقم 30: تطور مردودية أسهم شركة صيدال خلال سنة 2010

الأشهر	جان	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
المردودية r	-	0	1.25	0	3.7	7.14	4.44	0	0	0	6.38	4
(r-f)	-	2.24-	0.99-	-2.24	1.46	4.9	2.2	-2.24	-2.24	-2.24	4.14	1.76
(r-f) <sup>2</sup>	-	5.01	0.98	5.01	2.13	24.01	4.84	5.01	5.01	5.01	17.13	3.09

المصدر: من إعداد الباحث.

$$\sum(r-f)^2 = 77.23$$

نستخلص التباين على النحو التالي:

$$\text{Variance (r)} = 77.23/12 = 6.43\%$$

الانحراف المعياري:

$$\bar{\sigma}(r) = \sqrt{6.43} = 2.53\%$$

نلاحظ من خلال المعطيات السابقة هناك انحراف كبير نسبيا لمردودية الأسهم عن وسطها الحسابي والمقدر بـ 2.24%.

## 2 - حالة أسهم شركة رياض سطيف:

أنشئت شركة رياض سطيف في سنة 1983 بعد إعادة هيكلة الشركة الوطنية للعجائن والدقيق (SN-SEMPAC) ، وتحولت في 02 أفريل 1990 إلى شركة ذات أسهم في أفريل سنة 1990 ، تمارس المؤسسة نشاط تحويل القمح وإنتاج وتسويق المنتجات المشتقة منها السميد والفرينة والعجائن الغذائية والكسكسي . تحولت هذه المؤسسة إلى مؤسسة ذات أسهم برأس مال اجتماعي يقدر بـ 10000000000 دج سنة 1990 وانتقل رأسمالها إلى 40000000000 دج سنة 1997 أي ما يقابل 4000000 سهم بسعر 1000 دج لكل سهم ، وقد بلغ رأسمال الشركة خلال سنة 2002 إلى 50000000000 دج . وتمت عملية الزيادة في رأسمال خلال الفترة 1993-1997 من خلال إصدار أسهم وزيادة حجم الاحتياطات.

وتعتبر شركة رياض سطيف من أولى الشركات التي لجأت إلى بورصة القيم من خلال فتح رأسمالها الاجتماعي للاكتتاب العام للجمهور بنسبة 20% أي ما يعادل 1000000 سهم جديد بسعر 2300 دج للسهم وتهدف هذه العملية إلى تمويل جزء من استثمارات الشركة.

#### أ- طريقة تقييم أسهم شركة رياض سطيف:

لجأ مكتب الخبرة المالية إلى تقييم الشركة V على أساس ثلاثة مقاربات أي حسب المعادلة الخطية التالية:

$$V = 0.6 \text{ (القيمة المرتبطة بالذمة المالية) } + 0.3 \text{ (القيمة على أساس رسملة النتيجة الصافية لسنة 1997 بعد التوزيع) } + 0.1 \text{ (القيمة على أساس رسملة النتيجة المستقبلية).}$$

تساوي قيمة الذمة المالية للشركة (المقاربة الأولى) الأصل الصافي بعد إعادة التقييم أي قيمة 8286 مليون دينار . والعدد الكلي للأسهم شركة رياض سطيف يساوي 4000000 سهم وقيمة السهم حسب المقاربة الأولى قدر بـ 2071 دينار (بالتقريب).

أما القيمة على أساس رسملة النتيجة الصافية بعد التوزيع لنشاط سنة 1997 (المقاربة الثانية) فقد تم تحديدها على النحو التالي:

$$\text{الربح (بعد التوزيع) لسنة 1997 / معدل الخصم} = 0.08 / 827000.00 = 10337.5 \text{ مليون دينار.}$$

وقيمة الأسهم حسب المقاربة الثانية قدرت بـ 2584.38 دج أي بالتقريب 2580 دج.

أما فيما يخص القيمة على أساس رسملة النتيجة المستقبلية (المقاربة الثالثة) اعتمد مكتب الخبرة على الطريقة التالية:

على أساس نتائج السنوات من 1992 إلى 1997 وبعد التعديل الخطي وكانت التنبأت الخاصة بالنتيجة للسنوات الثلاثة التالية (1998 و 1999 و 2000) بعد التوزيع كما يلي:

3. 1998 : 953 مليون دينار.

4. 1999 : 1098 مليون دينار.

5. 2000 : 1243 مليون دينار.

6.

ومعدل الزيادة المتوسطة السنوية يساوي 14.55%.

حددت النتيجة المتوسطة للسنوات الثلاثة بقيمة 1098 مليون دينار.

قدرت قيمة المؤسسة على أساس القيمة الحالية بسعر خصم 8% للربح المستقبلي المتوسط بعد التوزيع كما

يلي:

الربح المستقبلي المتوسط بعد التوزيع /معدل الخصم =  $0.08/1098000.00 = 13725$  مليون دينار.

وقد بلغت قيمة الأسهم حسب المقاربة الثالثة 3431.25 دج أي بالتقريب 3430 دج.

في المقاربة الثانية والثالثة أخذ مكتب الخبرة بعين الاعتبار الربح بعد التوزيع أي أنه افترض بأن الاستثمار

$I_t$  أكبر من مخصصات الاهتلاكات  $A_t$  حسب ما تبينه المعادلة التالية أي أن المعادلة الخطية لطرق التقييم

الثلاثة حسب المعاملات السابقة تعطينا قيمة لأسهم شركة رياض سطيف تساوي:

$$2350 \text{ دج} = (0.6 * 2071) + (0.3 * 2580) + (0.1 * 3430) = 2359.6 \text{ أي بالتقريب } 2350 \text{ دج}.$$

في جلستها بتاريخ 22 سبتمبر 1998 تبنت الجمعية العامة الاستثنائية لشركة رياض سطيف سعر السهم بـ

2300 دج أي ما يعطي قيمة تقريبية للأموال الذاتية للشركة تساوي 9200 مليون دينار.

يمكن تقديم مجموعة من الملاحظات بالنسبة لطريقة تقييم أسهم شركة رياض سطيف منها أن المعاملات

المستخدمة لتقدير قيمة الأموال الذاتية للشركة هي قيم عشوائية وليست لها مبررات مالية .

الملاحظة الأخرى هي من خلال أخذ العلاقة بين الربح لسنة 1997 أو الربح المتوسط ومعدل الخصم

اعتبرت المقاربة الثانية والثالثة أن الربح الخاص لسنة 1997 أو الربح المتوسط في المستقبل ثابت وغير متغير

وبذلك افترضت هذه المقاربات أن نشاط المؤسسة في المستقبل هو امتداد لنشاطها الحالي.

من جانب آخر معدل الخصم المعتمد من طرف مكتب الخبرة وهو 8% لا يعكس مستوى خطر المؤسسة ،

لأنه غير متطابق مع تكلفة الأموال الذاتية  $K_e$  ولا لتكلفة رأس المال  $k$ .

لا يمكن معرفة هل أن قيم المؤسسة هي قيم كلية والتي يجب طرح منها مجموع الديون للحصول على قيمة

الأموال الذاتية للشركة أو قيمة الأموال الذاتية.

قد يكون سبب اختيار معدل خصم ضعيف نسبيا من طرف مكتب الخبرة سببا لتقييم أسهم المؤسسة تقييما

مضحما مما قد يكون له اثر سلبي على تسعير أسهم المؤسسة بعد الإدراج في البورصة.

إذا تتبعنا الوضعية المالية للمؤسسة خلال سنوات 1995 و 1996 و 1997 نلاحظ أن هناك فرق بين الوضعية الصافية للفروع التي تم تجميعها والقيمة المحاسبية لسندات المساهمة المحتفظ بها ، هذه الفروق تم حسابها قبل التوزيع في نتيجة سنة 1997.

بالنسبة لتحليل جدول حسابات النتائج فأهم ما يمكن ملاحظته ما يلي:

أهم ما يمكن ملاحظته هو ارتفاع حجم الأموال الذاتية لمجمع رياض سطيف من 850000000 دج سنوات 1995 و 1996 إلى 4000000000 دج سنة 1997 مما يستجيب لإمكانية فتح رأس مال المجمع حسب ما تقرضه التشريعات المالية.

رغم لاستقرار النسبي في أسعار المنتجات التامة للمجمع فان رقم الأعمال انتقل من 20661284543.08 دج في سنة 1996 إلى 21032233533.24 دج سنة 1997. ويمكن تفسير هذه الزيادة بسبب زيادة عمليات بيع السميد.

بالنسبة للقيمة المضافة فقد عرفت زيادة بلغت 397903415.10 في سنة 1997 مقارنة بسنة 1996 وذلك بسبب زيادة حصة إنتاج المؤسسة على حساب نشاطها التجاري أي بيع المواد الغذائية بدون تحويل.

بالنسبة لنتيجة الاستغلال والتي عرفت تراجع بلغ -60951470.61 دج ويرجع السبب في ذلك إلى تراجع حصص الاهتلاكات بفعل عمليات تحويل بعض الذمم إلى فروع المؤسسة و أثر الأعباء الضريبية والتدفقات ما بين فروع المؤسسة.

تغير أسعار شركة رياض سطيف خلال سنة 2004 ، مع العلم أن شركة رياض سطيف انسحبت رسميا من تداول أسهمها على مستوى بورصة الجزائر بتاريخ 6 ديسمبر 2006 مقابل عرض عمومي للسحب (OPR) من البورصة قدر بـ 1500 دج للسهم الواحد.

والجدول الموالي يبين تغير أسعار أسهم شركة رياض سطيف خلال سنة 2004.

## جدول رقم 31: تسعير أسهم شركة رياض سطيف ( من 2004/01/05 إلى 2004/12/20)

رقم الحصة	تاريخ الحصة.	السعر المرجعي	التغير بالنسب %
317	2004/01/05	1050	-
321	2004/02/19	1050	0
329	2004/02/16	1050	0
335	2004/03/8	1000	6-4.7%
337	2004/03/15	1000	0
339	2004/03/22	1000	0
343	2004/04/05	1000	0
357	2004/05/24	1000	0
363	2004/06/14	1000	0
417	2004/06/20	1000	0
متوسط تغير أسعار السهم		1015	

المصدر: بيانات موقع شركة تسيير بورصة القيم SGBV

نلاحظ من خلال معطيات حصص التداول خلال سنة 2004 تراجع أسعار أسهم رياض سطيف بحيث انتقلت من 1050 دج إلى 1000 خلال الحصة رقم 417 من التداول على مستوى بورصة الجزائر وهو ما يبين التراجع المحسوس في أسعار هذه الشركة ، وحتى نبين أكثر هذا التراجع نحاول ربط العلاقة بين أسعار التداول خلال سنة 2004 وسعر الإصدار الأصلي والذي كان يقدر بـ 2300 دج للسهم عند انطلاق تداول الأسهم لأول مرة على مستوى بورصة القيم بتاريخ 13 سبتمبر 1999.

## جدول رقم 32 : تغير أسعار أسهم رياض سطيف (الأسعار المرجعية لسنة 2004)

رقم الحصة	الأسعار المرجعية لسنة 2004	السعر عند الإصدار (سنة 1999)	تغير الأسعار	نسبة التغير %
01	1050	2300	1250-	54.34-%
02	1050	2300	1250-	54.34-%
03	1050	2300	1250-	54.34-%
04	1000	2300	1300-	56.52-%
05	1000	2300	1300-	56.52-%
06	1000	2300	1300-	56.52-%
07	1000	2300	1300-	56.52-%
08	1000	2300	1300-	56.52-%
09	1000	2300	1300-	56.52-%
10	1000	2300	1300-	56.52-%

المصدر : حسب البيانات الخاصة بالشركة.

نلاحظ من خلال تحليل هذه البيانات أن شركة رياض سطيف عرفت صعوبات مالية أثرت على أسعار أسهمها على مستوى بورصة القيم خاصة خلال نهاية سنة 2004 والتي تراجعت إلى أقل من 1300 دج للسهم أي بانخفاض بلغ -56.52% أي فقد السهم الواحد للشركة أكثر من نصف قيمته خلال الفترة من سنة 1999 إلى غاية سنة 2004 وهو دليل على عدم اهتمام المستثمرين بأسهم المؤسسة وعدم قدرة المؤسسة على توسيع نشاطها وزيادة استثماراتها قصد تحقيق عوائد مالية تمكنها من تغطية خسائر حصص رأسمالها ، من جانب آخر عرف متوسط عائد أسهم شركة رياض سطيف خلال الفترة من سنة 2000 إلى سنة 2004 معدل عائد سالب قدره -8.46% وهو من ضمن أسباب انسحاب الشركة من التداول على مستوى بورصة القيم سنة 2004.

## 3- حالة شركة تسيير فندق الأوراسي الدولي:

هو فندق من طراز خمسة نجوم دشن في 02 ماي 1975 ، وكان تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة ، وكان الفندق مسير إلى غاية 02 أفريل 1983 من طرف مؤسسة تسيير الفنادق (EGH) التي تم تأسيسها لهذا الغرض.

وفي 12 فيفري 1991 ، غير الفندق من صفته القانونية وتحول إلى مؤسسة اقتصادية عمومية وشركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي بلغ 40 مليون دينار وسمي (SPA EGH EL AURASSI). وتحول الفندق ابتداء من سنة 1995 إلى وصاية الشركة القابضة العمومية للخدمات (HPS) والتي أصبحت بموجب الأمر رقم 25-95 المالك الوحيد لرأسمال الفندق.

في جوان 1999 تم فتح رأسمال مؤسسة تسيير فندق الأوراسي الدولي من خلال عرض عمومي للبيع (OPV) في حدود 20% من رأسماله الاجتماعي أي ما يمثل 480 مليون دينار. وبعد استجابته لشروط الإدراج في البورصة تم قبول تداول أسهم فندق الأوراسي في التداولات الرسمية على مستوى بورصة الجزائر بتاريخ 14 فيفري 2000 ، على أساس سعر تداول يبلغ 400 دج للسهم ، وبمرافقة الشركة الوسيطة الراشد المالي.

## أ- تقييم أسهم فندق الأوراسي الدولي:

اعتمد مكتب الخبرة المكلف بتقييم فندق الأوراسي الدولي وهو مكتب الخبرة المحاسبية CECA/SADI على مجموعة من القيم منها قيمة المردودية  $V_R$  وقيمة مرتبطة بالذمة أو الأصول  $V_P$  ، وتم اعتماد المعادلة التالية لتقييم أسهم فندق الأوراسي

$$E = (1/4)V_P + (3/4)V_R$$

ويرمز المعاملين  $1/4$  و  $3/4$  بأن التنازل عن الأصول المنتظر هو فتح حد أدنى من رأس المال لأن هذه العملية شملت فتح 20% فقط من رأس المال، أما في حالة التنازل عن أغلبية أسهم رأس المال فان مكتب الخبرة احتفظ بمعاملات متساوية بالنسبة لـ  $V_P$  و  $V_R$ .

في هذه الحالة تصبح قيمة أسهم الشركة تساوي ما يلي:

$$E = (1/2)V_P + (1/2)V_R$$

قدرت قيمة الذمة المالية أو القيمة المحاسبية الصافية المصححة على أساس الميزانية بتاريخ 1997/11/30 للفندق بقيمة 6652369000 دج<sup>1</sup>. كما قدرت قيمة المردودية VR من طرف مكتب الخبرة بـ 1980824000 دج وتم تحديدها على النحو التالي:

$$VR = \text{Bénéfice net } 1997 \times \text{coefficient de capitalisation}$$

$$VR = 183240000 \times 10.81 = 1980824000$$

$$\text{معامل الرسملة } 10.81 = 1/9.25\%$$

أي تم اختيار معدل للقيمة الحالية يساوي 9.25% وهو معدل أكبر من معدل التضخم السائد في السوق ومعدل الفائدة الذي يقدر في المتوسط بنسبة 6%، من جانب آخر اعتمد مكتب الخبرة على فرضية مبدئية أن

$$I_t = A_t$$

أي اعتبر أن التدفقات المالية تقارب الأرباح مما يسمح بتقدير Badwill أي تدمير القيمة عوض خلقها على أساس طريقة الخبراء من خلال العلاقة التالية:

$$VP - VR = 6652369000 - 1980924000 = 4671545000$$

وهو ل Badwill<sup>2</sup> كبير حيث تم تفسيره من خلال عنصرين، يتمثل الأول في عدم استخدام الفندق لقدراته في مجال الاستغلال وانخفاض حجم المردودية مقارنة بأهمية الذمة المالية و حاصل الإيداعات المالية التي يوفرها السوق.

ويمكن تقديم في هذا الشأن الملاحظات التالية :

إن تقييم الفندق على أساس معدل قيمة حالية يساوي 9.25% لا يعبر عن مستوى خطر الشركة ، على اعتبار أن تقييم معدل المردودية لـ 1980824000 دج لم يستجيب لأي طريقة من طرق التقييم المعروفة، من جانب آخر لا يستجيب معدل القيمة الحالية المختار إلى تكلفة الأموال الذاتية  $K_e$  ولا إلى تكلفة رأس المال  $K$  . وبالتالي فمن الصعب معرفة هل أن هذه القيمة تعبر عن القيمة الكلية للمؤسسة أو قيمة أموالها الذاتية.

<sup>1</sup> مع العلم أن هذه القيمة المحاسبية المصححة لم أخذ بعين الاعتبار المديونية التي على عاتق الفندق والمقدرة بـ 2157058000 دج والتي تطالب بها مصالح أملاك الدولة لتحويل ملكية المبنى الخاص بالفندق.

<sup>2</sup> عندما تنتج المؤسسة قيمة مضافة ايجابية يظهر Goodwill وهو الفرق بين قيمة المؤسسة و الأصول الصافية المعدلة أما عندما تدمر المؤسسة القيمة يظهر Badwill.

وبذلك بينت الخبرة أم فندق الأوراسي موجود في وضعية استثنائية تتمثل في أن قيمة المردودية (الصافية) هي أقل من قيمة ذمته المالية ، مما أدى لظهور Badwill مهم نتيجة لنشاطه بلغ 4.67 مليار دينار .  
وإذا اعتبرنا أن

$$V = \text{Max} \{ V_R \ V_P \}$$

وأن  $V_P > V_R$  فان قيمة فندق الأوراسي  $V_P = 6652369000$

وعلى اعتبار أن عدد الأسهم كان 6000000 سهم فان قيمة أسهم فندق الأوراسي تساوي 1108.73 دج عوض 400 دج ، ونلاحظ من خلال الفروض المنهجية الموجودة أنه تم تقييم الأسهم نحو الانخفاض.  
نشير كذلك أن هذه الوضعية لا يمكن أن تستمر عبر الزمن وبذلك يطرح بديلين محتملين ، يتمثل الأول في تصفية الفندق وتتمثل الثانية في إعادة هيكلته (من خلال الخصخصة الكلية) قصد تحسين طريقة تسييره وإدارته وللحصول على قيمة مقبولة  $V_R > V_P$  ، هذه الحالة هي الأكثر احتمالا خاصة بالنظر إلى أفاق نمو وتطور الفندق ، وفي الحالتين فان المستثمرين الحائزين على أسهم فندق الأوراسي هم المستفيدين من العملية في ظل فرضية أن قيمة الذمة المالية تم تقييمها بشكل مقبول أي بقيمة تتجاوز 2.4 مليار دينار .

#### ب- بعض المؤشرات المالية لفندق الأوراسي:

أول شيء يتم تحليل بعض نسب الهيكل المالي للمؤسسة خلال سنوات 2011 و 2012 و 2013 وذلك لتحديد الوضع المالي للمؤسسة والصعوبات التي تواجهها في أداء نشاطها.  
ويتعلق الأمر بالنسب التالية:

$$R1 \text{ نسبة التمويل الدائم} = \text{أموال دائمة/أصول ثابتة.}$$

الملاحظة أن هذه النسبة تتجاوز الواحد الصحيح في السنوات الثلاثة وهو مؤشر أن رأس المال العامل للمؤسسة موجب خلال هذه الفترات.

$$R2 \text{ نسبة الاستقلالية المالية} = \text{أموال ذاتية/أموال دائمة}$$

من المفروض أن تتجاوز هذه النسبة 0.5 وتبين مدى استقلالية المؤسسة ماليا اتجاه مدينيها الدائمين ، نلاحظ من خلال النتائج أن هذه النسبة ضعيفة نسبيا وتفسير ذلك هو لجوء المؤسسة لتمويل بنكي مكثف لتمويل برامج تجديد الفندق.

R3 نسبة سيولة الأصول = أصول متداولة/ أصول كلية

تبين هذه النسبة الأهمية النسبية للأصول المتداولة بالنسبة لمجموع الأصول .

نلاحظ من خلال النتائج تحسن نسبي في هذه النسبة سنة 2013 مقارنة بالفترات السابقة.

R4 نسبة السيولة العامة = الأصول الكلية / رأس المال الأجنبي

حيث لكي تكون هذه النسبة مقبولة يجب أن تتجاوز الواحد الصحيح.

نلاحظ من خلال النتائج أن هذه النسبة مقبولة نسبيا وهو ما يبين درجة الأمان التي يتمتع بها المدينين على

المدينين الطويل والقصير . ويمكن أن نختصر نتائج النسب السابقة في الجدول الموالي:

جدول رقم 33: أهم النسب الهيكلية لفندق الأوراسي (2011-2013)

البيان	2011	2012	2013
R1 نسبة التمويل الدائم	1.04	1.01	1.1
R2 نسبة الاستقلالية المالية	0.35	0.36	0.35
R3 نسبة سيولة الأصول	0.18	0.11	0.19
R4 نسبة السيولة العامة	1.42	1.47	1.45

المصدر: تقرير فندق الأوراسي لسنة 2013.

بالنسبة لرأس المال العامل ويعبر عن كتلة الموارد الدائمة التي تساهم في تمويل الأصول الثابتة ونحصل

عليه من خلال الفرق بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة ، وبذلك نحصل على النتائج التالية:

## جدول رقم 34: رأس المال العامل لفندق الأوراسي خلال الفترة (2011-2013)

المبالغ بالآلاف الدنانير.

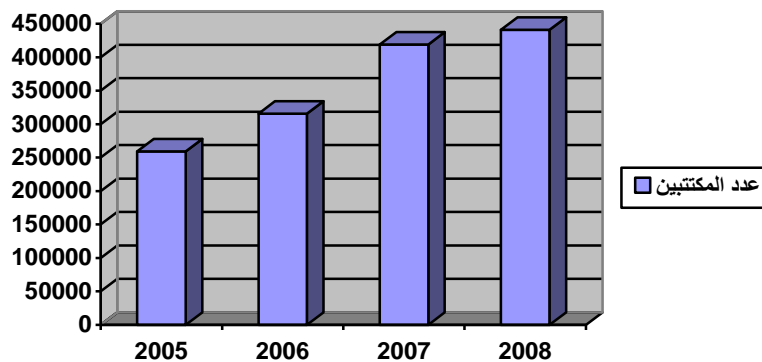
البيان	2011	2012	2013
رأس المال العامل	+368827	+146475	+916086
عدد أيام رقم الأعمال	-	35 يوم	152 يوم

المصدر: التقرير السنوي لفندق الأوراسي لسنة 2013

نلاحظ من خلال المعطيات أن رأس المال العامل موجب خلال كل الفترات وهو مؤشر ايجابي حيث أن الموارد المالية كافية لتغطية الأصول الثابتة للمؤسسة مما ينعكس على إمكانية توسع وتجديد مختلف الهياكل الخاصة بالفندق.

أما بالنسبة لأسهم فندق الأوراسي الدولي فقد عرف زيادة معتبرة في عدد المسجلين في حساب المؤسسة (جمع المكتتبين) من سنة 2005 وإلى غاية سنة مع العلم أن مجموع الأسهم المتداولة بلغ 1200000 سهم إلى غاية سنة 2008 وذلك حسب ما يبينه الشكل التالي:

## شكل رقم 15: تطور عدد المكتتبين في أسهم فندق الأوراسي الدولي (2005-2008)



المصدر: إحصائيات Algérie clearing 2009.

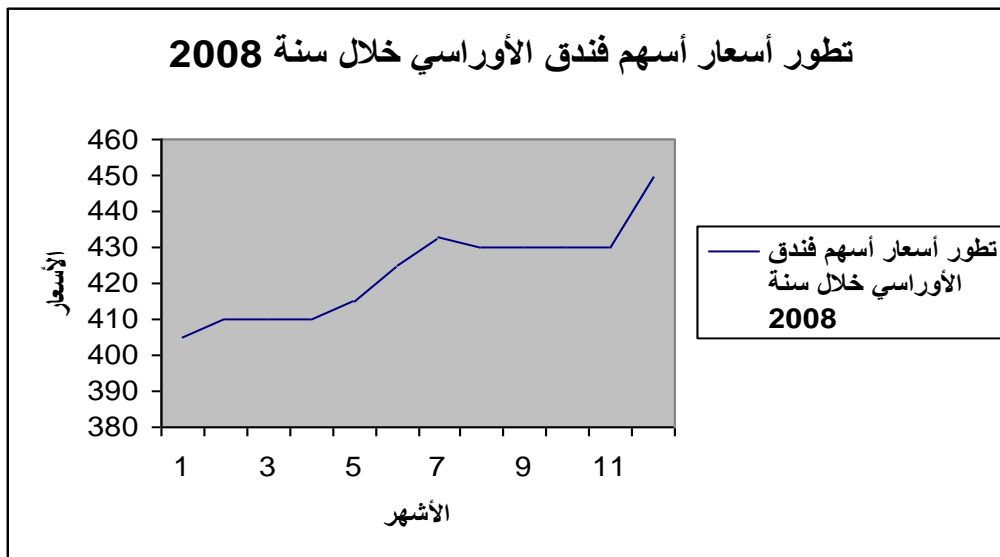
نلاحظ من خلال هذا الشكل ارتفاع محسوس في عملية جمع الاكتتابات في أسهم فندق الأوراسي بحيث بلغت العملية سنة 2008 أكثر من 440000 سهم أي ما نسبته 36.75% من مجموع الأسهم المتداولة على مستوى بورصة القيم والبالغ 1200000 سهم.

أما بالنسبة لمبلغ المبادلات لفندق الأوراسي الدولي فقد وصل المبلغ الإجمالي للمبادلات في سنة 2008 إلى 21.414.845 دينار أي بارتفاع صافي من حيث القيمة مقارنة بسنة 2007 بلغ 7.6 مليون دينار. ويتوزع المبلغ الإجمالي الذي جرى تبادله كما يأتي:

- بالنسبة لأسهم فندق الأوراسي يصل المبلغ الإجمالي للمبادلات إلى 9.016.275 دينار أي بانخفاض من حيث القيمة مقارنة بسنة 2007 بلغ 5.144.240 دينار.
- وتتمثل القيمة المتبادلة بالنسبة لأسهم الأوراسي نسبة 42.10% من المبلغ الإجمالي الذي جرى تبادله في قسم أسهم بورصة الجزائر.

وحتى نبين تغير أسعار أسهم فندق الأوراسي خلال أشهر سنة 2008 نقترح الرسم البياني التالي:

شكل رقم 16: تغير أسعار أسهم فندق الأوراسي خلال سنة 2008



عرفت أسعار أسهم فندق الأوراسي خلال سنة 2008 تذبذبا حيث بلغت حد أدنى للسعر بلغ 380 دج وحد أقصى بلغ 460 دج للسهم مع العلم أن سعر إدراج الشركة عند تقييمها في البورصة كان يساوي 400 دج للسهم الواحد.

## ج-تحديد معدل عائد أسهم فندق الأوراسي الدولي:

نحاول من خلال احتساب معدل عائد أسهم فندق الأوراسي الدولي تحديد مدى نمو أو تراجع نمو الأسهم حسب بعض المتغيرات منها على الخصوص تسعير الأوراسي ( الحد الأقصى والحد الأدنى ومتوسط السعر) ،إلى جانب التوزيعات التي تمت في نهاية كل سنة والتي يحصل عليها المساهمون في نهاية الدورة المالية كل حسب حصته أو عدد الأسهم المحتفظ بها.

ونعتمد في حساب عائد السهم أو المردود في الفترة t على العلاقة التالية :

$$R_t = (V_t - V_{t-1}) + D_t / V_{t-1} * 100$$

حيث نرسم بـ  $R_t$  إلى معدل العائد على السهم خلال الفترة t (Rate of Return)

$V_t$  للسعر الحالي.

$V_{t-1}$  للسعر في فترة سابقة.

و  $D_t$  إلى مبلغ التوزيعات عن الأسهم.

## جدول رقم 35: تقدير عوائد أسهم فندق الأوراسي الدولي خلال الفترة (2004-2010)

الفترة	تسعير الأوراسي	التوزيعات $D_t$ **	$R_t$ * بالنسب	$R_t^2$
2004	270	35	+17.30	299.29
2005	282.5	40	+19.44	377.9136
2006	357.5	45	+42.47	1803.7009
2007	402.5	47	+25.73	662.0329
2008	427.5	49	+18.38	337.8244
2009	450	50	+16.59	275.2281
2010	451	15	+3.55	12.6025
المجموع			<b>142.46</b>	<b>3768.5924</b>

المصدر : \*  $R_t$  محسوبة من طرف الباحث.

\*\* حسب البيانات المجمعة من موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

نلاحظ من خلال معطيات أسهم فندق الأوراسي الدولي أنه حقق عوائد موجبة وينسب متفاوتة كلما انتقلنا من سنة إلى أخرى حيث عرفت سنة 2006 تحقيق أعلى عائد بمعدل 42.47% ثم تراجعت عوائد أسهم فندق الأوراسي سنة 2008 إلى 18.38%. ولكن يظل على العموم معدل عائد موجب طيلة الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2010 حيث عرفت هذه السنة تراجعا محسوسا في معدل عائد أسهم فندق الأوراسي بفعل تراجع التوزيعات هذه السنة والتي بلغت 15 دج عن السهم الواحد فقط.

وفي المتوسط كان العائد المحقق خلال الفترة 2010-2004 على أساس حجم عينة يساوي 05 على النحو التالي:

$$R_t = 142.46/7 = +20.35$$

ولتحديد الخطر الكلي الذي يواجه عوائد أسهم فندق الأوراسي الدولي نستخدم احد أهم المقاييس وهو الانحراف المعياري ، وبتطبيق قانون تباين عائد السهم

$$\sigma_{R_t}^2 = \frac{1}{n} \sum R_t^2 - (\bar{R}_t)^2$$

$$\sigma_{R_t}^2 = 1/7 (3768.5924) - 414.1225 = 124.2907$$

وبما أن الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين فان:

$$\sigma_{R_t} = \sqrt{124.2907} = 11.14$$

يعني ذلك أن عائد أسهم شركة تسيير فندق الأوراسي الدولي ينحرف بنسبة 11.14% عن وسطه الحسابي.

من جانب آخر إذا تتبعنا تسعير أسهم فندق الأوراسي الدولي خلال سنة 2010 نلاحظ أن التسعير ظل ثابتا خلال كل أشهر السنة وهو غير طبيعي بالنسبة لتسعير سهم على مستوى سوق البورصة وذلك حسب ما يوضحه الجدول الموالي:

## جدول رقم 36: تسعير أسهم فندق الأوراسي خلال سنة 2010

الأشهر	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
التسعير بالدينار في نهاية الشهر	054	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450
نسبة % المردود المحقق	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

المصدر: موقع شركة تسيير بورصة القيم SGBV.

يتضح لنا جليا من خلال تسعير فندق الأوراسي الدولي أن سعر السهم 450 دج لم يتغير طيلة كل أشهر السنة (مع العلم أن سعر الإدراج بلغ 400 دج للسهم) وهو ما أدى إلى عدم تحقيق أي مردودية بالنسبة لحملة أسهم الشركة كما أنه مؤشر على ضعف أو انعدام المعاملات والتداولات حول أسهم الشركة خلال هذه الفترة مما يؤثر سلبا على ثقة المتعاملين الاقتصاديين في هذه الشركة ويؤدي بدوره إلى انسحاب العديد منهم من التعامل على مستوى بورصة القيم.

بذلك فانه ورغم الفروق المنهجية في تقييم الشركات المدرجة في البورصة نلاحظ أن اسعار أسهم الشركات تتراوح تتأرجح حول سعر الإدراج ، ويطرح هذا التوجه سؤال حول مدى فعالية سوق البورصة حيث يمكن أن نعتبر هذا السؤال جوهرى خاصة إذا علمنا أنه خلال السبعة أشهر الأولى من فاح بورصة الجزائر بقيت الأسعار مستقرة نسبيا وذلك رغم وجود ضغط كبير نحو انخفاض السعار بفعل أن عرض الأسهم كان أكبر بكثير من الطلب وذلك ما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم 37: نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة سبتمبر 1999 إلى مارس 2000 (المتوسط الشهري)

البيان	رياض سطيف	مجمع صيدال	فندق الأوراسي
الكمية المتبادلة	5155	7785	7206
القيمة المتبادلة (دج)	11950425	6252208	2890725
الكمية المعروضة	14304	46556	11340
الكمية المطلوبة	5672	10077	7207
العرض/الطلب	2.52	4.62	1.57

المصدر: مؤسسة تسيير بورصة القيم (SGBV).

بالنسبة لبعض المؤشرات التي تخص بورصة الجزائر والتي تتضمن مجموعة من المؤشرات منها رأس المال السوقي وإجمالي الأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم فيمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 38: بعض مؤشرات بورصة الجزائر ( 1999-2006)

السنوات	رأس المال السوقي (مليون دينار) ، (1)	إجمالي المتداولة (دينار) (2)	الأسهم (مليون)	معدل الدوران = (1/2)
1999	19175	43000		0.22%
2000	21495	350927		1.63%
2001	14720	251839		1.71%
2002	10990	35936		0.33%
2003	11100	17258		0.16%
2004	10100	8432		0.08%
2005	10400	4188		0.04%
2006	6710	23757		0.35%

المصدر: موقع البورصة [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) تاريخ الإنزال 2014/09/21

أهم ما يمكن ملاحظته من خلال معطيات الجدول أعلاه أن معدل الدوران 1.71% سنة 2001 ثم تراجع إلى 0.04% خلال سنة 2005 و 0.35% خلال سنة 2006 ويرجع هذا الانخفاض المحسوس في معدل الدوران إلى بطئ عمليات تداول الأسهم على مستوى البورصة ، وإلى صغر عدد المتعاملين في البيع أو الشراء

في السوق المالي، حيث لا يمكنهم القيام بمعاملات تخص أوامر البيع أو الشراء بسهولة وذلك نظرا لمحدودية الأوراق المالية المتداولة في السوق وصغر حجم المعاملات والمبادلات على مستوى السوق .

هذه الوضعية تبين أن فرصة المستثمر لتنويع الأصول المالية داخل محفظته المالية عملا بمبدأ ماركويتز القائل بأن التنويع من شأنه أن يخفف المخاطر العامة وتجنب المخاطر الخاصة وأيضا الإلغاء الكلي للمخاطر الخاصة بالمنشأة في حالة التنويع الأمثل ، تصبح محدودة جدا وهو ما ينعكس سلبا على سيولة السوق . كما أنه يؤدي إلى زيادة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب نتيجة وجود عدد محدود من الأسهم.

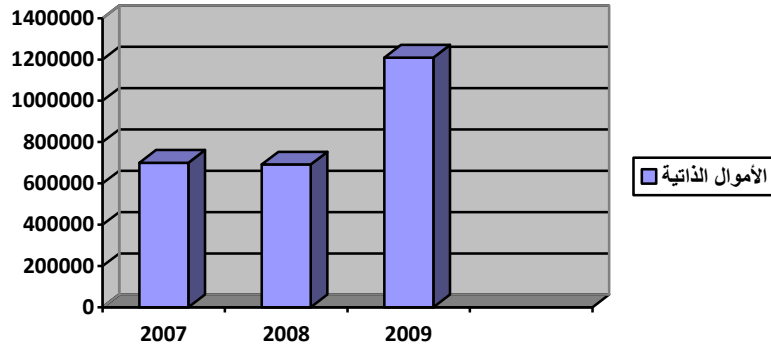
نشير كذلك أنه في سنة 2010 بدأت بعض المؤسسات الخاصة في عرض أسهمها للاكتتاب العام على مستوى بورصة القيم قصد جمع المدخرات منها شركة أليانس للتأمينات حيث من شأن هذه العمليات أن تساهم في زيادة حجم وعدد المعاملات على مستوى السوق وتنشيط عمليات التداول.

#### 4-شركة أليانس للتأمينات:

شركة أليانس للتأمينات هي شركة خاصة ذات أسهم يبلغ رأسمالها 800 مليون دينار جزائري أنشئت في جويلية 2005 ضمن إطار الأمر رقم 96/07 الصادر في 25 جانفي 1995 ، والمتعلق بفتح السوق الوطني للتأمينات وشرعت الشركة في النشاط بعد حصولها على الاعتماد سنة 2006، حيث تقوم بكل عمليات التأمين وإعادة التأمين. وقد عرفت الأموال الذاتية للشركة (بما فيها النتيجة الصافية) تطور محسوسا منذ سنة 2006 حيث انتقلت من 700313 مليون دينار سنة 2007 إلى 1208666 مليون دينار سنة 2009 وذلك حسب ما يظهره الرسم البياني التالي:

## شكل رقم 17: تطور الأموال الذاتية لشركة أليانس للتأمينات (2007-2009)

المبالغ بملايين الدينانير



المصدر: وثائق الشركة أليانس، جانفي 2015

كما تطورت الفروع التجارية للشركة مما مكنها من الوصول إلى 116 مركز تجاري موزع حول 8 وكالات رئيسية ، وقد حققت الشركة خلال نفس السنة رقم أعمال بلغ 2851860992.17 دينار. لجأت شركة أليانس للتأمينات إلى زيادة رأسماله الاجتماعي من خلال إصدار 1804511 سهم جديد (أسهم عادية) بسعر وحدوي بلغ 830 دج للسهم موجه للجمهور والمؤسسات والبنوك. وقد شرع في العملية يوم 02 نوفمبر 2010 وتمتد لمدة شهر، وتندرج هذه العملية في إطار إستراتيجية التطوير للشركة ، حيث أنها لجأت خلال سنة 2009 إلى رفع رأسمالها إلى 800 مليون دينار.

وفيما يلي تقييم أسهم الشركة وكذا بعض المعلومات المالية عن الشركة:

## جدول رقم 39: تقييم مختلف الطرق المستخدمة في تقييم شركة أليانس للتأمينات

الطريقة	قيمة الأموال الذاتية (بالآف الدينانير)	قيمة السهم الواحد بالدينار
الأصل الصافي المصحح	1243840	311
القيمة المحاسبية التقديرية	1722080	430
القيمة الحالية للتدفقات	4807360	1201
طريقة الذمم	3940480	985
طريقة الخبراء والمضاعف	5087200	1271

المصدر : وثائق مؤسسة أليانس للتأمينات.

اختار مكتب المحاسبة الترخيخ التالي:

- 10% كقيمة ذاتية.

- 30% كقيمة محاسبية على خمسة سنوات.

- 25% على قيمة المؤسسة من خلال التدفقات المالية.

- 25% على قيمة المؤسسة من خلال الذمة المالية.

- 10% على قيمة المؤسسة من خلال الخبراء ومضاعف السوق.

وقد اعتبر أن قيمة أسهم شركة أليانس الأكثر دلالة هي 834 دج للسهم وبعد تعديلها من طرف الشركة تم

تحديد سعر السهم على أساس مبلغ 830 دج أي علاوة إصدار تساوي 630 دج.

بالنسبة للأصول الصافية المقدرة لشركة أليانس للتأمينات في الفترة 2010-2015 فيمكن تمثيلها من خلال

الجدول الموالي:

جدول رقم 40: الأصول الصافية المقدرة لشركة أليانس للتأمينات (2010-2015)

الأصول	2010	2011	2012	2013	2014	2015
رأس المال	2200000	2200000	2200000	2200000	2200000	2200000
الاحتياطات	30604	67708	109588	174197	240817	254105
احتياطات تقنية	101994	136728	157213	181129	207652	233187
نتيجة رهن التخصيص	282284	652883	1050342	1731407	2393980	3280060
نتيجة صافية للنشاط	581482	704973	697358	864066	1094873	1333692
أصول صافية	3196364	3762293	4214502	5150801	6137323	7301045
عدد السهم بالتقريب	11000000	11000000	11000000	11000000	11000000	11000000
قيمة الأسهم المحصلة بالدينار	291	342	383	468	558	664

المصدر: الوثائق الإعلامية لشركة أليانس للتأمينات.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن الأصل الصافي للسهم للشركة يساوي بالتقريب 311 دج في نهاية سنة 2009 ويصل الى 664 دج في نهاية سنة 2015 مما يعطينا قيمة متوسطة للسهم تبلغ 430 دج.

مع العلم أنه يشهد سوق التأمينات في الجزائر تطورا كبيرا بفعل دوره الاقتصادي ، حيث تم تكييف الإطار القانوني من خلال القانون 04/06 الصادر في 20 فيفري 2006 والخاص بالتأمينات ، كما تم الفصل بين نشاط تأمين الأضرار وتأمين الأشخاص ، ويشكل ذلك رافعة لتطوير قطاع التأمينات وتأمين الرسملة كإستراتيجية لتطوير السوق المالي.

إضافة إلى ذلك تم تنويع قنوات التوزيع من خلال إنشاء التأمين البنكي (Bancassurance) وهو مجال لتطوير تأمين الأشخاص في الجزائر ، كما يساهم قطاع التأمينات في ظهور أنشطة صناعية كبيرة الحجم بالنظر إلى الفرص التي يتيحها السوق الجزائري في إطار برامج الإنعاش الاقتصادي والإصلاح المالي والجبائي.

ولكي نوضح أهمية الشركة وتسعير أسهمها في بورصة القيم سنختار سنة 2012 على سبيل الدراسة على اعتبار أنها ثاني سنة بعد إدراج الشركة رسميا في تداولات بورصة القيم سنة 2011.

سنتناول تطور تسعير أسهم شركة أليانس للتأمينات خلال سنة 2012 مع التركيز على أعلى وأدنى سعر للأسهم حسب التداولات الرسمية التي تمت خلال تلك السنة.

#### الجدول رقم 41: تسعير شركة أليانس للتأمينات خلال سنة 2012

الأشهر	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جون	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
التسعير	830	825	825	825	825	825	825	825	825	825	825	825
التغير	-	-5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

المصدر: موقع البورصة SGBV

نلاحظ من خلال تسعير شركة أليانس للتأمينات وهي شركة تم إدراجها في بورصة القيم سنة 2011 أن أسعار أسهم الشركة لم تتغير خلال سنة 2012 ما عدا الانخفاض الذي شهدته خلال نهاية شهر فيفري سنة 2012 إلى 825 دج للسهم وهو أدنى سعر ، وهو مؤشر على ضعف المعاملات حول أسهم هذه الشركة وقلة أوامر الشراء والبيع من حيث عدد المعاملات وحجمها.

#### 5- شركة روبية NCA:

هي شركة أسهم خاصة مختصة في إنتاج وتوزيع المشروبات والعصائر الغذائية والمصبرات يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 879195000 دج مقسم إلى 8491950 سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 100 دج للسهم تأسست الشركة في سنة 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (SARL) وكانت تحمل اسم المصبرات الجزائرية الجديدة ، واختصت الشركة في إنتاج مصبرات الطماطم والهريسة تحت علامة روبية. عرضت الشركة 2122988 سهم من خلال فتح رأس المال بنسبة 25% بسعر إصدار بلغ 400 دج. وتم إدراج بصفة رسمية أسهم شركة روبية في البورصة في 03 جوان 2013 بسعر إدراج بلغ 400 دج للسهم.

#### 5-1: تقييم أسهم شركة روبية.

تمت عملية تقييم سعر إصدار أسهم شركة روبية من طرف مكتب الخبرة المحاسبية حرفوش محمد بالتعاون مع شركة Tunisie valeurs.

وتمت طريقة التقييم على الأسس التالية:

- الوضعية المالية للشركة من سنة 2009 إلى سنة 2011.
- الوضعية المالية للشركة في نهاية جوان 2012 المراقبة من طرف محافظ الحسابات إضافة إلى التعديلات في نهاية سنة 2012.
- ميزانية سنة 2013 ومخطط الأعمال الذي تم إعداده لآفاق سنة 2017.
- تقارير تقييم أصول الشركة والنتيجة عن تقارير الخبرة المستقلة.

نذكر أنه قامت الشركة بإعادة تقييم أصولها المنقولة حسب ما حددته المادة 56 من قانون المالية لسنة 2007 ، ماعدا الأصول المالية التي تم إعادة تقييمها وأدرجت قيمتها في رأس المال (معفى من الضرائب). كما قرر مجلس إدارة الشركة تطبيق تخفيض بـ 30% عن طريقة تقييم الخبراء. وقد تم اعتماد أربعة طرق لتقييم أسهم شركة روبية هي :

- طريقة القيمة الحالية للتدفقات DCF

- طريقة القيمة السوقية MVA

- طريقة الذمم

- طريقة Bates

وفيما يلي نتناول ملخص لكل طريقة من طرق التقييم والنتائج التي تم التوصل لها على ضوء البيانات المجمعة من الشركة.

#### أ- طريقة القيمة الحالية للتدفقات النقدية (Discounted Cash Flow, DCF):

تتمثل هذه الطريقة في التحيين بواسطة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (CMPC) التدفقات الحرة المستقبلية طيلة فترة سريان مخطط الأعمال ، ونحصل على قيمة الأموال الذاتية من خلال ربط قيمة الديون المالية الصافية مع قيمة المؤسسة.

#### الجدول رقم 42: أهم المتغيرات لتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال شركة رويبة

2013	2012	المتغيرات
3.0%	3.0%	Rf
13.0%	13.0%	Rm
10.0%	10.0%	علاوة الخطر (Rf-Rm)
0.9	0.9	Beta
1.81	1.41	Levaraged Beta
19.1%	17.1%	تكلفة الأموال الذاتية (Ke)
	18.1%	متوسط Ke
5.7%	5.7%	تكلفة الديون
4.5%	4.5%	تكلفة الديون الصافية من الضرائب
11.7%	11.8%	WACC
	11.8%	متوسط WACC

المصدر: الوثائق الإعلامية لشركة رويبة

نشير أنه تم تحديد معدل علاوة الخطر على أساس المعدل المطبق على سندات الخزينة لمدة 5 سنوات مع علاوة خطر تقدر بـ 10 نقاط والتي تم تحديدها وفقا لقواعد الحذر حيث تختلف نسبيا عن علاوة الخطر المطبقة في الأسواق المالية المجاورة ( من 5 إلى 7% في تونس ومعدل 7.5 % في المغرب) أي بفروق تتراوح بين 2.5 إلى 5 نقاط.

ويبين الجدول الموالي طريقة التقييم حسب التدفقات المالية المحيطة .

### جدول رقم 43: التقييم حسب طريقة القيمة الحالية للتدفقات المالية

المبالغ بملايين الدينانير

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
837336	800416	705995	565256	454218	361211	367859	نتيجة الاستغلال
184214	176091	156319	124356	99928	79466	80929	EBIT الضرائب /
507777	494800	477945	453338	446575	354975	258631	م الاهتلاكات والمؤونات
50871	89841	89343	72825	72018	589153	284308	BFR تغيرات
1110028	1049283	959278	831713	728848	57567	271253	التدفق المالي للاستغلال
60000	85000	225000	400000	1105531	585144	618381	الاستثمارات
1050028	964283	734276	431713	-376583	-527577	-347128	التدفق الصافي
6829291							القيمة الباقية
7879319	954283	734278	431713	-376683	-527577	-347128	مجموع التدفقات
11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	معدل التحيين
4520196	618215	526092	345670	-337062	-527577	-347128	القيمة الحالية للتدفقات المالية

						5673113	قيمة المؤسسة
						1180693	الديون المالية
						22591	الأصول الثابتة
						<b>4515011</b>	قيمة الأموال الذاتية

المصدر: الوثائق الإعلامية لشركة روية.

ينتج عن تقييم أسهم شركة روية بطريقة التدفقات قيمة للأموال الذاتية تبلغ 4.5 مليار دينار .

#### ب- طريقة القيمة السوقية MVA:

تتمثل في مفهوم خلق القيمة (economic value added) أي فروق المردودية الاقتصادية الناتجة عن الأصول الاقتصادية نسبة إلى تكلفة رؤوس الأموال المستثمرة. ونحصل على القيمة المضافة الاقتصادية (EVA) من خلال الفرق بين المردودية الخاصة بالأصل الاقتصادي (ROCE) وتكلفة تمويل هذا الأصل (WACC). نحصل على قيمة الأموال الذاتية عن طريق طرح من القيمة المضافة السوقية (MVA) الديون المالية الصافية، حسب الجدول الموالي.

#### جدول رقم 44: القيمة المضافة السوقية خلال الفترة (2011-2017)

المبالغ بملايين الدنانير

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
3189921	3490054	3736824	3838192	3752282	2952404	2440869	الأصل الاقتصادي
20.47%	17.89%	14.73%	11.49%	9.44%	8.99%	10.65%	ROCE
11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	WACC
278153	214074	111208	-10273	-86784	-81633	-25856	EVA
159570	137246	79677	-8225	-77655	-81633		EVA محينة
1668529							القيمة الحالية الباقية

المصدر: وثائق شركة روية

ونحصل على نتائج تقييم أسهم شركة رويبة من خلال المعطيات الموجودة في الجدول التالي:

### جدول رقم 45: تقييم أسهم شركة رويبة بطريقة القيمة المضافة السوقية MVA

المبالغ بملايين الدنانير

المبالغ	البيان
2%	gمعدل نمو
2908470.61	$EVA\ 2017(1+g)/(wacc-g)$
1668527.80	القيمة الحالية النهائية
	MVAتحديد
290612.73	مجموع القيمة الحالية للقيم المضافة
1668527.80	+ القيمة الحالية النهائية
1959140.53	=MVA
	تحديد الرسملة النظرية
2952403.94	= الأصل الاقتصادي لسنة 2012
1959140.53	+ MVA
1180593.15	- الديون المالية الصافية لسنة 2012
22591.12	+ الأصول الثابتة خارج الاستغلال
3753442.45	الرسملة النظرية

المصدر: وثائق شركة رويبة

يتضح لنا جليا من خلال الجدول أعلاه أن تقييم أسهم شركة رويبة من خلال طريقة القيمة المضافة السوقية MVA يعطينا قيمة رسملة نظرية تبلغ تقريبا 3.7 مليار دينار .

## ج- طريقة الذمم:

وتتمثل في طريقة Goodwill أي الأخذ بعين الاعتبار بالأصول التي تم إعادة تقييمها من خلال إضافة الأرباح أو goodwill أي فائض الأرباح للمؤسسة بالنسبة إلى العائد النظري لرأس المال المستثمر.

تم تقييم الأصول حسب هذه الطريقة على أساس تقرير خبرة تم إعداده في أكتوبر 2009 ، وتم استكماله من خلال الاستثمارات المحققة خلال سنوات 2010 و 2011 و 2012 ، حيث تم إعادة تقييم التثبيات العينية والأصول المتداولة . ويوضح الجدول الموالي الأصول التي تم تقييمها.

## جدول رقم 46: الأصول الصافية المقيمة لشركة روية (المبالغ بملايين الدينانير)

البيان	القيمة الصافية VCN	إعادة التقييم	زائد أو ناقص قيمة
التثبيات العينية	21615	21615	
التثبيات المادية	2348246	2741154	182179
الأراضي	398571	580750	210730
المباني	314076	524806	-
تثبيات مادية أخرى	1550378	1550378	-
تثبيات قيد التنفيذ	85220	85220	
أصول أخرى غير جارية	22591	22591	
أصول جارية	1523370	1523370	
<b>المجموع</b>	<b>3915822</b>	<b>4308730</b>	<b>392908</b>

المصدر: تقارير شركة روية.

وللتوضيح أكثر يبين لنا الجدول الموالي رأس المال المصحح لسنة 2012 :

## جدول رقم 47: رأس المال المصحح لسنة 2012 (بملايين الدنانير)

2012	رأس المال المصحح
3915822	مجموع الأصول
2305004	الديون
1610818	الأصل المحاسب الصافي
392908	إعادة التقييم
2003726	الأصل الصافي المقيم بالدينار

بذلك يبلغ الأصل الصافي مقيم بالدينار لشركة رويبة خلال سنة 2012 مبلغ 2 مليار دينار وإذا أخذنا بعين الاعتبار الفترة من سنة 2011 إلى سنة 2017 نحصل على النتائج التالية:

## جدول رقم 48: حساب القيمة الكلية لشركة رويبة خلال الفترة (2011-2017)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
583729	543164	456531	337691	271208	193948	188042	النتيجة الصافية
					2003726		الأصل الصافي
							المعدل
					18.1%		تكلفة الأموال
363213	363213	363213	363213	363213	363213		عائد رأس المال
220516	179951	93318	-25522	-92005	-169265	188042	الربح الإضافي
95873	92419	56614	-18290	-77886	-169265		القيمة الحالية للربح
						148729	ربح Goodwill
						2152455	قيمة المؤسسة

المصدر: تقارير شركة رويبة.

نذكر أنه تم اعتماد طريقتين لتقدير قيمة الأصل الصافي المعدل للشركة على أساس طريقة Goodwill وهي طريقة الخبراء وطريقة الربح المرجح لـ Goodwill ، ونحصل على متوسط قيمة المؤسسة على النحو التالي:

- طريقة الربح المرجح لـ Goodwill : 2152455

- طريقة الخبراء : 5521997

- المتوسط ( بملايين الدينانير ) : 3837226

وبذلك فان تقييم أسهم شركة رويبة عن طريق طريقة الذمم تعطينا قيمة تتراوح بين 3.8 مليار دينار و 3.9 مليار دينار ، وذلك حسب معدلات القيمة الحالية المستخدمة بحسب طريقة الربح المرجح لـ Goodwill والتمثلة فيما يلي:

#### جدول رقم 49: معدلات القيمة الحالية حسب طريقة الربح المرجح لـ Goodwill

معدل القيمة الحالية	%20.1	%19.1	%18.1	%17.1	%16.1
ربح Goodwill	14534	80078	148729	220402	295540
ANR إلى	2003726	2003726	2003726	2003726	2003726
2012/12/31					
القيمة الكلية للمؤسسة	2018260	2083804	2152455	2224129	2299266

المصدر: الوثائق الإعلامية لشركة رويبة

#### د- طريقة BATES :

تسمح هذه الطريقة من تقييم المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار نمو الأرباح المستقبلية وحصة الأرباح الموزعة. وقد تم استخدام المعطيات التي يبينها الجدول الموالي:

## الجدول رقم 50 : تقييم المؤسسة حسب طريقة BATES

13.0	PER للخروج
%18.1	تكلفة الأموال الذاتية
%24.7	معدل نمو الأرباح (2012-2017)
0.8	A
4.5	B
%33.0	معدل توزيع الأرباح
19.0	PE 2012
3564396	قيمة الأموال الذاتية

المصدر : وثائق مؤسسة روية

وتتمثل في حساب القيمة الحالية للعوائد المستقبلية.  
وقد تم التوصل إلى الفروق التالية في قيمة المؤسسة

الطريقة 1: (DCF) 3.6 ← 5.9

الطريقة 2: (ANR) 3.8 ← 3.9

الطريقة 3: (MVA) 3.6 ← 4.0

الطريقة 4: Bates 3.0 ← 4.2

نلاحظ أن قيمة المؤسسة تتقاطع عند 3.6 مليار دينار و 4.2 مليار دينار تقريبا  
والجدول الموالي يبين التقييم المتوسط للمؤسسة باستخدام طرق التقييم الأربعة السابقة الذكر :

## جدول رقم 51 : التقييم المتوسط للشركة روبية

الوحدة: بملايين الدنانير

التقييم	الطرق
4515411	طريقة القيمة الحالية للتدفقات النقدية
3753442	طريقة القيمة السوقية
3837226	طريقة الذمم
3564396	طريقة BATES
3917519	المتوسط

المصدر: وثائق مؤسسة روبية.

نلاحظ من خلال متوسط طرق التقييم أن القيمة المتوسطة للمؤسسة بلغت 3917519000 دج أي ما يساوي 461.32 دج للسهم الواحد ، ولتشجيع المكتتبين في أسهم المؤسسة قامت المؤسسة بتخفيض التقييم بنسبة 15.3 % من القيمة الكلية للمؤسسة والتي بلغت 3.9 مليار دينار ، مما يعطينا قيمة للسهم الواحد تبلغ 400 دج للسهم. وفيما يلي بعض المعلومات المالية لشركة روبية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2013.

## جدول رقم 52: جدول حسابات النتائج (2009 - 2013)

المبالغ بملايين الدنانير

2013	2012	2011	2010	2009	جدول النتائج
6046803	5836321	4783843	4025180	2820599	نتائج النشاط
1534272	1391406	1213488	1104261	776750	القيمة المضافة للاستغلال
778466	771658	674484	626828	372928	الفائض الخام للاستغلال
382619	336137	361991	405020	232541	النتيجة التشغيلية
290514	238152	266984	346700	137738	النتيجة العادية قبل الضريبة
228870	168603	188042	255635	112105	النتيجة الصافية للنشاط

المصدر: موقع <http://rouibaenbourse.com/activite> تاريخ الإنزال 2015/09/20

حسب المعطيات المالية ورغم أن المؤسسة حققت أرباح متراكمة خلال السنوات الأخيرة إلا أن هناك تذبذب وتغير كبير في نتائج الشركة مما يفرض عليها مواصلة جهود تطوير وترقية منتجاتها حتى تواكب احتياجات

السوق المحلي والمغربي. بالنسبة للاحتياج إلى رأس المال العامل لشركة رويبة خلال سنوات 2009 و 2010 و 2011 فقد كان على النحو التالي:

### جدول رقم 53: تحليل الاحتياج إلى رأس المال العامل لشركة رويبة

المبالغ بالآلاف الدنانير

2011	2010	2009	الاحتياج إلى رأس المال العامل
619232	403403	216606	مخزون المواد الأولية
228282	91257	68220	مخزون مواد مصنعة
498896	396378	379181	الزبائن
763587	573145	545509	الموردين
160227	38712	28770	أصول أخرى
323471	221334	153877	خصوم أخرى
419580	135272	6610-	الاحتياج إلى رأس المال العامل
411236	126928	14954-	التغير في الاحتياج إلى رأس المال العامل
73 يوم	60 يوم	47 يوم	مخزون المواد الأولية بالأيام من المشتريات خارج الرسم
18 يوم	8 أيام	9 أيام	مخزون المواد المصنعة بأيام من رقم الأعمال خارج الرسم
33 يوم	31 يوم	41 يوم	الزبائن بأيام من رقم الأعمال داخل الرسم
74 يوم	73 يوم	100 يوم	الموردين بأيام المشتريات داخل الرسم
12 يوم	3 أيام	4 أيام	خصوم أخرى بأيام من رقم الأعمال خارج الرسم
25 يوم	20 يوم	19 يوم	خصوم أخرى بأيام رقم الأعمال خارج الرسم
33	12	1-	الاحتياج بالأيام رقم الأعمال خارج الرسم

المصدر: وثائق شركة رويبة.

نشير أن المديرية التجارية للشركة تتابع دوريا الاحتياج إلى رأس المال العامل مما يسمح لها بالنقل من مدة الزبائن من 50 يوم بيع إلى شهر من رقم الأعمال داخل الرسم خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى سنة 2011.

على ضوء هذه النتائج فان التوجهات الإستراتيجية للشركة هي التجديد والانفتاح على الخارج وذلك من خلال زيادة حجم الإنتاج والتخزين وزيادة طاقاتها التسويقية خاصة على مستوى السوق المغاربية إلى جانب ترقية نوعية منتجاتها من خلال الاستجابة لمعايير الجودة من نوع ISO 22000 و HACCP ، ولمعرفة تطور أسهم شركة روبية إليك الشكل الموالي:

#### جدول رقم 54: التسعير الرسمي لمجموع الأسهم المدرجة في البورصة إلى غاية 2015

الشركة	الرمز	السعر عند الافتتاح	أعلى انخفاض	أعلى ارتفاع	السعر عند الإغلاق	% التغير
أليانس للتأمينات	ALL	625.00	595.00	625.00	625.00	0.00
فندق الأوراسي	AUR	480.00	480.00	480.00	480.00	0.00
شركة روبية	ROUI	375.00	370.00	370.00	370.00	-1.33
مجمع صيدال	SAI	605.00	610.00	635.00	635.00	+4.96

المصدر: موقع البورصة، تاريخ الإنزال 2015/09/20.

نلاحظ أن تسعير سهم شركة روبية بلغ إلى غاية منتصف سنة 2015 ، سعر 370.00 دج للسهم أي بانخفاض بلغ 30 دج عن سعر السهم عند الإصدار ما يساوي نسبة -1.33% . مع العلم أن مجلس إدارة شركة روبية قرر منح توزيعات تقدر بـ 12 دج عن كل سهم ابتداء من 26 ماي 2015.

سنتطرق للوضع المالي للشركات المدرجة في البورصة من حيث تطور النتيجة الصافية للنشاط خلال الفترة (2011-2012-2013).

**جدول رقم 55: تطور النتيجة الصافية للشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة (2011-2013)**

الشركات	نتيجة سنة 2011	سنة 2012	سنة 2013
فندق الأوراسي الدولي	575872544.49-	527880732.27	356855178.32
مجمع صيدال	2060480315.80	1965160951.44	2658147326.76
شركة أليانس للتأمينات	364615008.67-	232934936.67	367325800.82
شركة روبية	188041941.00	168602699.00	228869539.00

المصدر: موقع Cosob بتاريخ 2014/10/29.

نلاحظ من خلال المعلومات الخاصة بنتائج الشركات أن فندق الأوراسي الدولي وشركة أليانس حققا خلال سنة 2011 نتيجة صافية سالبة أو خسارة ثم تحسنت نتائجها خلال سنتي 2012 و 2013 على التوالي. ويدل ذلك على الصعوبات التي مرت بها الشركة خلال هذه المرحلة الزمنية مما سيؤثر حتما على مركزها المالي وعلى أسعار أسهمها في التداول على مستوى بورصة القيم . مقابل ذلك عرفت النتيجة الصافية لباقي الشركات تذبذبا ويتعلق الأمر بكل من مجمع صيدال وشركة روبية حيث عرفت نتائجها الصافية في نهاية سنة 2013 تحسنا ملحوظا مقارنة بسنة 2012 و 2013.

#### 6- شركة بيوفارم:

شركة بيوفارم هي شركة مساهمة تعمل في عدة مجالات منها الصناعة الصيدلانية بما فيها تطوير الإنتاج وتوزيع الأدوية بالجملة وخدمات الإمداد والمعلومة الطبية.

حقق مجمع بيوفارم الذي تأسس سنة 1991 رقم أعمال بلغ سنة 2014 مقدار 49 مليار دينار أي ما يشكل 13% من حجم سوق الأدوية وتطور المجمع في العشرين سنة الماضية من خلال تحسين معايير الجودة ودعم شبكة التوزيع وتحسين أنماط الإدارة.

وفي سنة 2016 قرر المجمع فتح رأسماله من خلال طلب الادخار العمومي وعرض للبيع 5104375 سهم ما يساوي 20% من رأس المال بسعر تنازل بلغ 1225 دج للسهم حسب التقديرات والنتيجة الصافية للمجمع.

### 1.6- طرق تقدير الأموال الذاتية لمجمع بيوفارم:

قدمت الشركة للجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة تقرير حول تقييم الشركة من طرف مكتب دراسات دولي هو (Grant Thornton spa) ، حيث ارتكز هذا التقرير على الوثائق التالية:

- الوضعية المالية لأنشطة الشركة من سنة 2012 إلى سنة 2014 مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات للشركة.

- الوضعية المالية التقديرية التي تغطي الفترة من 2015 إلى 2019.

- المعلومات المحتواة في الوثيقة الإعلامية للشركة.

وتم في هذا المجال اعتماد طريقتين لتقييم الشركة هما طريقة القيمة الحالية لتدفقات الخزينة (DCF) وطريقة المضاعفات المقارنة مما يمكن من تقييم المؤسسة على أساس مقارنة لأهم المؤشرات الموجودة في قطاع الصيدلة.

#### أ- طريقة القيمة الحالية لتدفقات الخزينة (DCF):

تعتمد هذه الطريقة على مخطط الأعمال الذي قدمت الشركة لتحديد قيمتها ، حيث نحصل عليها من خلال تحديد القيمة الحالية لتدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن عملية الاستغلال.

ويتم تحديد تدفقات السيولة على أساس الموجودات من تدفقات الخزينة بعد تحويل استثمارات المؤسسة الخاصة بالصيانة والتطوير وتغيرات الاحتياجات من رؤوس الأموال العاملة.

ويتم حساب الموجودات من تدفقات الخزينة حسب الطريقة التالية:

الموجودات من تدفقات الخزينة = النتيجة قبل الضريبة + الاهتلاكات والمخصصات - CAPEX - تغيير الاحتياج إلى رأس المال العامل.

بعد تقدير تدفقات الخزينة يتم تحيين القيم عن طريق التكلفة المتوسطة لرأس المال (CMPC) أو WACC أو ما يسمى بتكلفة تمويل أنشطة المؤسسة حيث تأخذ التكلفة المتوسطة لرأس المال بعين الاعتبار العناصر التالية:

- الهيكل المالية للمؤسسة.
- تكلفة سوق الديون.
- التكلفة السوقية للأموال الذاتية.

وبذلك فان

$$WACC = (VF * KF) + (Vd * Kd) / VF + Vd$$

حيث نرزم ب:

VF : لقيمة الأموال الذاتية

Vd : قيمة الديون

KF : لتكلفة الأموال الذاتية

Kd : لتكلفة الديون بعد الضريبة

لقد تم اعتماد Beta بعد الديون (Unlevered Beta) لقطاع الصيدلة على مستوى سوق البورصة على أساس 0.91 لتقدير قيمة المعامل beta لشركة بيوفارم والذي تم حسابه بالطريقة التالية:

$$\text{Levered Beta} = \text{unlevered beta} * [(1 + (1 - \text{tax rate})(\text{debt}/\text{equity ratio})]$$

وتم تقدير المعامل beta لمؤسسة بيوفارم على أساس 1.36 حيث أن:

$$\text{Tax rate} = 26\%$$

$$\text{Debt ratio} = 40\%$$

$$\text{Equity ratio} = 60\%$$

$$\text{Beta pharma desendette} = 0.91$$

ويساوي قيمة الأصل الاقتصادي لشركة بيوفارم مجموع القيم الحالية لتدفقات الخزينة أو WACC (13.99%) مقسوم على القيمة النهائية عند تقييم المؤسسة ، ونحصل على قيمة الأموال الذاتية عن طريق طرح قيمة الدين الصافي من قيمة المؤسسة.

فإذا أخذنا بعين الاعتبار معدل نمو التدفقات إلى ما لا نهاية  $g = 3.5\%$  نحصل على النتائج المبينة في

الجدول الموالي:

## جدول رقم 56: القيمة الحالية لتدفقات الخزينة وقيمة الأموال الذاتية لشركة بيوفارم

الوحدة : بملايين الدنانير

التدفقات الصافية التقديرية	2015	2016	2017	2018	2019	القيمة النهائية
EBITDA +	5203	5726	6205	6906	7816	-
ΔBFR -	439	575	996	1313	1531	-
CAPEX -	490	439	453	466	480	-
IBS -	1235	1011	1051	1452	1790	-
<b>FCF=</b>	3038	3701	3706	3675	4015	39619
السنوات	0	1	2	3	4	4
FCF (القيمة الحالية)	3038	3247	3852	2481	2378	23466
قيمة المؤسسة	37463					
الديون الصافية (ديسمبر 2014)	1562					
قيمة الأموال الذاتية	36910					
قيمة السهم	1407					

المصدر: الوثيقة الإعلامية لشركة بيوفارم (2016)

بعد تقييم أسهم شركة بيوفارم حسب طريقة القيمة الحالية لتدفقات الخزينة تبين أن قيمتها هي 35.9 مليار دينار. وبعد إجراء اختبارات الحساسية تبين أن قيمة أسهم شركة بيوفارم تنحصر في المجال بين 1185 دج و 1765 دج للسهم الواحد.

## ب- طريقة المضاعف المقارن (Méthode des multiples comparables):

تعتمد هذه الطريقة على تطبيق مضاعف لتقييم أسهم المؤسسة بناء على عينة من المؤسسات التي تنشط في قطاع الصيدلة لتحديد القيمة السوقية للمجمع وتم اختيار كشركة مقارنة شركة صيدال على اعتبار أنها مدرجة في البورصة كما تم استخدام الانحدار الخطي المركب مع الأحد بعين الاعتبار متغيرين مفسرين هما رقم الأعمال و EBITDA أو الفائض الخام للاستغلال .

وكانت نتائج التحليل حسب ما يوضحه الجدول الموالي:

## جدول رقم 57: التقييم حسب طريقة المضاعف المقارن لمجمع بيوفارم

الوحدة بملايين الدنانير

4957	EBITDA	المضاعف
49227	قيمة المؤسسة	
1562	الديون الصافية	
47675	قيمة الأموال الذاتية	
1868	قيمة الأسهم	

المصدر: الوثيقة الإعلامية لمؤسسة بيوفارم

حسب هذه الطريقة فان قيمة الأموال الذاتية لشركة بيوفارم بلغت 47.7 مليار دينار أي أن قيمة السهم تساوي تقريبا 1868 دج للسهم الواحد.

انطلاقا من المعطيات الموجودة في الجدول أعلاه يمكن حساب مضاعف EBITDA أو مضاعف الفائض الخام للاستغلال على النحو التالي .

$$\text{المضاعف} = 4957/49227 = 9.93$$

وحسب هذه الطريقة فان قيمة الأموال الذاتية لمجمع بيوفارم يساوي 47.7 مليار دينار مما يعطينا قيمة للأسهم تساوي 1868 دج.

كخلاصة وإذا أخذنا بعين الاعتبار القيم المحصلة باستخدام الطريقتين فان القيمة المتوسطة لشركة بيوفارم بلغت 43.3 مليار دينار، أما قيمة الأموال الذاتية فتساوي 41.8 مليار دينار ، وتم اعتماد من طرف لجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) سعر تنازل للأسهم على أساس 1225 دج للسهم الواحد حيث يعتبر هذا السعر منخفضا بنسبة 25% مقارنة بسعر السهم الذي تضمنه تقرير الخبرة المقدم من طرف مكتب Grant thornton المعتمد من طرف لجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة.

نشير كذلك أن مجمع بيوفارم قام بمنح توزيعات للمساهمين خلال سنة 2017 بلغت 66 دج عن كل سهم مما أثر سلبا على تسعير أسهم المجمع الذي عرف انخفاض بلغ - 6.53% خلال الفترة من سنة 2016 إلى بداية شهر أوت 2017 ، حيث بلغ تسعير السهم في 2017/8/1 ما يساوي 1145 دج للسهم الواحد مقابل 1225 دج للسهم عند إدراج أسهم المجمع في بورصة القيم.

بعد ما حللنا الوضعية المالية للمؤسسات المدرجة في البورصة (وعددتها خمسة ) في قسم الأسهم بناء على بعض المؤشرات المالية منها تسعير الأسهم ونسبة العائد عن السهم وقيمة التوزيعات وتسعير الأسهم إلى النتيجة الصافية والقيمة الذاتية للمؤسسة حسب طرق التقييم التي اعتمدها كل مؤسسة عند إدراجها في البورصة بناء على شروط إدراج المؤسسات التي حددتها لجنة متابعة ومراقبة عمليات البورصة ، سنتطرق لبعض المؤشرات المالية للشركات المدرجة في البورصة من حيث تغير تسعير الأسهم ومردودية السهم والمؤشرات الخاصة بالسوق.

## جدول رقم 58: بعض المؤشرات المالية للشركات المدرجة في البورصة (2016-2017)

البيان	مجمع بيوفارم	مجمع صيدال	فندق الأوراسي	شركة رويبة	أليانس للتأمينات
السعر في 2017/08/01	1145	665	520	325	405
السعر في نهاية سنة 2016	1225	600	495	335	465
توزيعات 2016	66	NC	30	00	45
التغيرات بالنسب سنة 2017	6.53-	10.83	5.05	2.99-	12.9-
المردود بالنسب	1.17-	10.83	11.11	2.99-	3.23-
DPR %	5.76	NC	5.77	0.00	11.11
PER	5.26	5.81	9.4	21.12	5.57
PBR	1.25	0.32	0.68	1.33	0.76

المصدر: موقع maghrebemergent تاريخ الإنزال 2017/12/24

أول ملاحظة هو أن تغير تسعير أسهم الشركات الخاصة الثلاثة المدرجة في البورصة وهي بيوفارم وصيدال وأليانس عرف اتجاه سلبي بالمقابل كان موجبا بالنسبة للشركات العمومية المدرجة في البورصة.

بالنسبة لعائد الأسهم ، فقد كان سالبا بالنسبة لمجمع بيوفارم إلى غاية نهاية سنة 2017 ويرجع ذلك إلى التوزيعات التي قررتها الجمعية العامة للمساهمين حيث قررت منح 66 دج عن كل سهم خلال نهاية سنة 2017 مما أثر سلبا على تسعير أسهم المجمع في البورصة.

بالنسبة لمعامل السعر إلى النتيجة الصافية لكل سهم (PER) فقد حقق كل من مجمع صيدال و مجمع بيوفارم معاملات متقاربة في حدود 5.26 و 5.81 على التوالي أي أن المؤسسة لها رسملة تمثل خمسة مرات أرباحها الصافية المقدرة خلال السنة المعنية مع العلم أن كلى الشركتين تعملان في قطاع صناعة الأدوية والصناعات الصيدلانية.

### 7-شركة دحلي (DAHLI):

هي شركة ذات أسهم تابعة للقطاع الخاص رأسمالها الاجتماعي يبلغ 20.88 مليار دينار ، أنشئت الشركة في 09 أكتوبر 1996 بعد تعديل في القانون الأساسي للشركة المختلطة SAHLI هذه الأخيرة أنشئت في 24 ماي 1998 بين شركة Onafex سابقا وداييو ، تنشط الشركة في مجال الفنادق والسياحة والترفيه والعقارات.

استلمت شركة دحلي تأشيرة إصدار قرض سندي بمبلغ 8.3 مليار دينار موجه إلى الجمهور الواسع بغرض تمويل جزء من مشروع الجزائر مدينة بتاريخ 11 جانفي 2009 القيمة الاسمية للإصدار بلغت 10000دج لمدة 7 سنوات أي بتاريخ استحقاق في 11 جانفي 2016.

وطبقت قسائم السندات على أساس المعدلات التالية:

معدل 4% في السنة الأولى

4.25% في السنة الثانية

4.75% في السنة الثالثة

5.25% في السنة الرابعة

5.75% في السنة الخامسة

6.25% في السنة السادسة.

6.75% في السنة السابعة.

وتعتزم الشركة من خلال التوجه إلى سوق السندات رفع الأموال الضرورية لتمويل ثلاثة مشاريع ، تتمثل في حظيرة مائية ، وفندق بشقق ، وميناء سياحي "مارينا" والتي سوف تكون جزء من مشروع مدينة الأعمال الجديدة "الجزائر مدينة".

ويحمل المصدر تسمية شركة "دايو الجزائر للفندقة والترفيه العقاري"، وتدعى باختصار "دحلي" وهي شركة مساهمة تنشط أساسا في قطاع الفندقة والعقارات والترفيه تحوزه أساسا الشركة ذات المسؤولية المحدودة "أركوفينا" ول ل ب أركوفينا.

#### 8- شركة سونلغاز :

هي مؤسسة مختصة في مجال إنتاج ونقل وتوزيع الكهرباء والغاز في الجزائر وهي شركة ذات أسهم برأسمال بلغ 150000000000 دج.

تأسست الشركة في سنة 1969 بعد ما عوضت شركة كهرباء وغاز الجزائر (EGA) ، وابتداء من سنة 2002 تحولت الشركة إلى شركة مساهمة بعد صدور المرسوم الرئاسي رقم 02-195 تحولت بموجبه إلى مجمع سونلغاز.

عرضت الشركة قرض سندي بقيمة 15 مليار دينار ابتداء من ماي 2005 مدة القرض السندي 6 سنوات أي في تاريخ استحقاق 22 ماي 2011 بمعدل فائدة متزايد ابتداء من 3.5 % بداية من سنة 2006. كما عرضت الشركة في 1 جويلية 2008 قرض سندي ثاني موجه للجمهور بمبلغ 30 مليار دينار ولمدة 6 سنوات وتمت عملية التداول على مستوى بورصة الجزائر في 28 جويلية 2008 على أساس سعر 100%.

#### 9- شركة الخطوط الجوية الجزائرية (Air Algérie) :

أنشئت الشركة في سنة 1963 ، وهي شركة ذات أسهم برأسمال 43000000000,00 دج تنقل المؤسسة سنويا 3.54 مليون مسافر وتملك أسطول جوي يتكون من 40 طائرة ، وتنوي المؤسسة في إطار مخطط عصرنة وتطوير تجهيزاتها شراء طائرات جديدة وتحسين طرق الصيانة وتحديث أجهزة الإعلام الآلي والاستجابة لخدمات جديدة لمواجهة المنافسة الدولية.

حققت المؤسسة خلال سنة 2009 رقم أعمال بلغ 58.1 مليار دينار ، وخدمات المؤسسة تستجيب لمعايير إدارة الجودة والنوعية من نوع (SMQ) ومعيار ISO 9001-2000.

تم إدراج المؤسسة في بورصة القيم من خلال إصدار قرض سندي موجه للجمهور في 01 ديسمبر 2004 يستحق في 1 ديسمبر 2010 ، ويشكل هذا الجزء من القرض بمبلغ 14.18 مليار دينار جزء من

تمويل كلي بلغ 24.89 مليار دينار يهدف إلى حيازة أربع طائرات من طراز AIRBUS 330-200. أما الجزء الثاني من القرض السندي بقيمة 10.71 مليار دينار فهو مودع لدى مستثمرين مؤسسين.

### 10- شركة اتصالات الجزائر (Algérie Télécom)

بعد ما شرعت الدولة في إصلاح قطاع البريد والاتصالات تم سن قانون جديد في بداية شهر أوت 2000، وجاء هذا القانون لإنهاء احتكار الدولة على نشاطات البريد والاتصالات والفصل بين نشاطي التنظيم واستغلال وتسيير الشبكات.

تم في هذا المجال إنشاء شركة اتصالات الجزائر في شهر جوان 2001 ، وبيع رخصة لإقامة واستغلال شبكة الهاتف النقال ، وبناء على النص رقم 2000/03 الصادر في 05 أوت 2000 أصبحت شركة اتصالات الجزائر مؤسسة عمومية ذات رأسمال قدره 50000000000 دج تنشط الشركة في مجال خدمات الاتصالات الرقمية والشبكات.

عرضت الشركة قرض سندي بقيمة 20 مليار دينار ابتداء من سبتمبر 2006 مدة القرض 5 سنوات أي في تاريخ استحقاق 17 أكتوبر 2011 ، وبمعدل فائدة 4% للسنتين الأولى والثانية. ما يجب الإشارة إليه هو تواصل تطور نشاط البورصة خلال سنة 2008 من حيث حجم وقيمة المعاملات ويرجع ذلك إلى نشاط المستثمرين في مجال الأصول السندي نظرا لما توفره من عوائد ثابتة نسبيا مقابل مخاطر أقل.

أهم ما يمكن ملاحظته هو إدراج قرض سندي ثاني لشركة سونلغاز في 28 جويلية 2008 بقيمة 30 مليار دينار ليرتفع عدد السندات المدرجة في البورصة إلى أربعة بقيمة تتجاوز 81 مليار دينار. ونتج عن ذلك ارتفاع في نشاط البورصة حيث ارتفعت حجم المعاملات المسجلة إلى 184110 أصل سنة 2008 مقابل 13044 أصل سنة 2007 أي بارتفاع بلغ نسبة 41%.

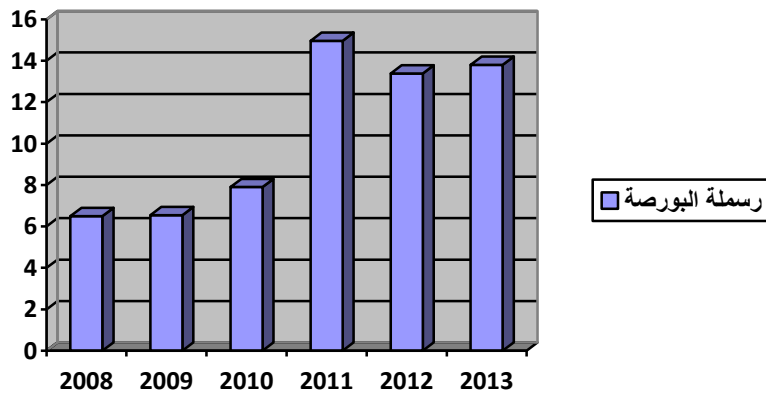
ويمكن أن نرجع هذا التحسن في نشاط البورصة إلى العوامل التالية :

- ارتفاع المعاملات في قسم السندات بالنسبة لأربع سندات المدرجة في البورصة والتي توفر معدل مردود يتراوح بين 4.82% و 5.83%.
- إدراج القرض السندي الرابع لشركة سونلغاز لمدة 6 سنوات بقيمة تبلغ 30 مليار دينار مما رفع حجم القروض السندي إلى 81 مليار دينار.

- التقديرات باحتمال ارتفاع أسعار أسهم شركة صيدال بعد النتائج المالية الايجابية للشركة بالرغم من انخفاض حجم التوزيعات التي تمنحها الشركة للمساهمين إذا ما قورنت بالشركات الأخرى.

بالمقابل عرفت رسملة البورصة في الجزائر تغيرات حيث بلغت أكبر حجم من الرسملة 14.96 مليار دينار سنة 2011 وذلك على اثر إدراج أسهم شركة أليانس للتأمينات للتداولات الرسمية بسعر إصدار بلغ 830 دج للسهم الواحد. لتبلغ عدد المؤسسات المدرجة أربعة مؤسسات.

الشكل رقم 18: تطور رسملة بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2013)



المصدر: موقع البورصة، تاريخ الإنزال 2015/09/20

يتضح لنا جليا من خلال تطور رسملة البورصة أن سنة 2011 عرفت أكبر حجم من رسملة السوق أي سعر مضروب في حجم المعاملات ويرجع السبب في ذلك بالدرجة الأولى إلى إدراج أسهم شركة أليانس للتأمينات في التداول في السوق مما رفع حجم رسملة السوق من 7.9 مليار دينار سنة 2009 إلى 14.96 مليار دينار سنة 2011 أي بارتفاع بلغ نسبة 69% قبل أن تتراجع نسبيا إلى 13.8 مليار دينار سنة 2013.

#### 11- بعض المقارنات في البورصات المغربية:

لكي تكون لنا نظرة حول رسملة بورصة الجزائر مقارنة ببعض البورصات المغربية نقترح الجدول الموالي الذي يبين رسملة البورصة كنسبة من الناتج الداخلي الخام في بعض الدول المغربية (الجزائر وتونس والمغرب) من سنة 2000 إلى سنة 2011.

جدول رقم 59: رسملة البورصة كنسبة من الناتج الداخلي الخام (2000-2011)

الدول	2000	2005	2007	2009	2010	2011
الجزائر	0.25	0.2	0.2	0.06	0.06	0.1
المغرب	29.4	45.7	100.4	69.2	67.2	60
تونس	13.2	8.9	13.8	21	24.1	21.1

المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح لنا جليا من خلال معطيات الجدول ضعف نسبة رسملة البورصة كنسبة من الناتج الداخلي الخام (PIB) مقارنة بباقي البورصات المغاربية، حيث لم تتجاوز 0.1% سنة 2011 وتعد هذه النسبة من أضعف النسب في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا حيث تبلغ نفس النسبة 60% في بورصة الدار البيضاء بالمغرب و 21.1% في بورصة تونس. ويرجع ذلك أيضا إلى قلة عدد المؤسسات المدرجة في السوق حيث لم تتعدى أربع مؤسسات في الجزائر مقابل 234 شركة في البورصة المصرية و 75 مؤسسة مدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب و 57 مؤسسة مدرجة في بورصة تونس.

وفيما يلي جدول يبين عدد الشركات المدرجة في بعض البورصات في دول شمال إفريقيا.

جدول رقم 60: عدد الشركات المدرجة في البورصة في بعض دول شمال إفريقيا

الدول	المؤشر	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
مصر	EGX30	795	744	595	435	373	313	228	234
تونس	Tunindex	44	45	48	51	50	52	56	57
المغرب	MASI	53	54	63	73	77	76	74	75
الجزائر		3	3	2	2	2	2	2	4

المصدر: fédération des bourses des valeurs, paris 2012:

أهم ما يمكن ملاحظته أن رسملة بورصة المغرب مثلا قدرت سنة 2007 بما يعادل 61 مليار يورو أي بنسبة 75% من الناتج الداخلي الخام بعدد شركات بلغ 75 شركة في سنة 2011 مدرجة في البورصة وفي مختلف القطاعات منها البنوك وشركات التأمين وشركات استثمار وشركات عقارية ومؤسسات صناعية ، بالمقابل بلغت حجم رسملة بورصة تونس 5 ملايين يورو أي ما يعادل نسبة 15% من الناتج الداخلي الخام حيث 70% من المؤسسات التونسية المدرجة في البورصة تتكون من بنوك وشركات تأمين وشركات استثمار و 7.4% فقط تتكون من شركات صناعية.

بالنسبة لحالة البورصة المصرية وهي الأكبر من حيث الرسملة وعدد الشركات المدرجة في البورصة فقد بلغت رسملة البورصة 139 مليار دولار سنة 2007 وبعدها عرفت تراجعا محسوسا بفعل آثار الأزمة المالية لسنة 2008 كما تراجعت عدد الشركات المدرجة في البورصة بسبب الصعوبات المالية التي أدت إلى خروجها من البورصة حيث انتقل العدد من 744 شركة مدرجة في البورصة خلال سنة 2005 إلى 234 شركة مدرجة في البورصة في سنة 2011 أي بتراجع بلغ 510 شركات تنشط في قطاعات اقتصادية ومالية متنوعة.

أما بالنسبة لبورصة الجزائر فلقد بلغت عدد المؤسسات المدرجة في البورصة إلى غاية سنة 2011 أربعة مؤسسات فقط ، برسملة كلية للبورصة بلغت 13.26 مليار دينار (حوالي 13.26 مليون يورو) ، مما يجعل بورصة الجزائر من أضعف البورصات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

## - نتائج وتوصيات الدراسة:

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التي يمكن أن نلخصها فيما يلي :

إن ظهور بورصة القيم في الجزائر جاء في سياق إصلاحات مالية ونقدية ظهرت منذ بداية التسعينات في الجزائر بدأ من إصلاح الجهاز المالي والمصرفي وإعطاء استقلالية أكبر في التسيير لبنك الجزائر كسلطة نقدية مشرفة على السياسة النقدية إلى إعادة تنظيم الجهاز المالي من جلال إنشاء بورصة الجزائر، إلا أن الجانب التقني الخاص بشروط إدراج المؤسسات وعددها وإمكانيات الحصول على تمويل من البورصة بالنسبة للشركات المدرجة يعتبر غير كافيا كما أن عصرنة البنوك والجهاز المالي والمصرفي لم تساير بنفس الوتيرة مسار الإصلاحات نحو إقامة اقتصاد سوق قائم على مبدأ المنافسة ما بين البنوك والسوق المالي في مجال عرض التمويل المتوسط والطويل المدى.

من جهة أخرى وجدنا من خلال تحليل البيانات والإحصائيات الخاصة بالقروض الممنوحة للمؤسسات أن حصة البنوك العمومية لا تزال هامة حيث بلغت في سنة 2008 نسبة 87.5% مقابل 12.5% فقط لحصة للقطاع الخاص كما بلغت نسبة القروض المتوسطة والطويلة الأجل الممنوحة من طرف البنوك نسبة 54.5% مقابل نسبة 45.5% كقروض قصيرة الأجل مما بين مدى هيمنة البنوك العمومية على هذا النمط من التمويل.

بالنسبة لجانب الإصلاح المالي والنقدي الخاص بعملية تطهير المؤسسات العمومية فقد شملت العملية شراء الخزينة العمومية للمديونية المشكوك فيها والمحتفظ بها على عاتق المؤسسات الاقتصادية العمومية والدولة ، فقد تمت العملية على مراحل من 1990 إلى غاية سنة 2007 ، وكلفت العملية خلال الفترة من 1996 إلى سنة 1998 ما قيمته 186.7 مليار دينار كمديونية تم شرائها من بعض دواوين استيراد الحبوب و 349.4 مليار دينار خلال سنة 2001 كمديونية البنوك اتجاه المؤسسات المنحلة أو التي أعيد هيكلتها.

أما بالنسبة لعملية تطهير البنوك العمومية كلفت العملية 1240.6 مليار دينار ، فقد قامت الخزينة العمومية بمنح تسبيقات للبنوك على المديونية المشتراة بهدف التخفيف من أثارها على نقدية البنوك بقيمة 281.2 مليار دينار وبمساهمة تكميلية بلغت 959.4 مليار دينار تم تمويلها من خلال إصدار سندات عمومية لمدة 20 سنة.

فيما يخص عمليات الخصخصة التي شرع فيها بداية من سنة 1997 فقد كانت بطيئة وغير فعالة بحيث عرفت فقط 192 مؤسسة اقتصادية عملية خصخصة كلية خلال الفترة الممتدة من سنة 2003 إلى غاية سنة

2007 مقابل 33 مؤسسة اقتصادية عمومية مستها عملية الخوصصة الجزئية ، كما لم تلجأ الجزائر إلى عملية البيع عبر اللجوء إلى السوق المالي كتقنية فعالة لتنفيذ برامج الخوصصة.

بالنسبة للنتائج المستخلصة من الجدول الاقتصادي التجميعي وجدنا أن هناك أرصدة سالبة لكل من قطاع الشركات وشبه الشركات والإدارات العمومية التي تنتج خدمات غير سوقية وتقوم بإعادة توزيع المداخل، إضافة إلى قطاع باقي العالم (RDM) حيث أبدى هذا القطاع احتياجات تمويلية خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى غاية سنة 2012.

بالمقابل عرف قطاع كل من الأسر والمؤسسات المالية أرصدة ايجابية أي قدرات كبيرة على التمويل تعكس حجم الموارد المالية المتاحة والتي تستخدم لتمويل قطاعات تعاني من عجز في مجال التمويل.

بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة اقتضت العملية في بدايتها على المؤسسات الاقتصادية العمومية فقط وهي شركة رياض سطيف ومجمع صيدال وفندق الأوراسي الدولي وكان هدف العملية في البداية هو فتح المجال للتداولات على مستوى السوق الثانوي للحصول على تمويل يناسب برامج الشركات الاستثمارية في انتظار دخول شركات أخرى لانتعاش السوق المالي.

من جانب آخر وجدنا أن المنهجية المتبعة في تقييم أسهم الشركات المدرجة في البورصة لا تستجيب مع المعايير المعتمدة في مجال تقييم المؤسسات مما أدى إلى الحصول على مؤشرات من الصعب تفسيرها على غرار تراجع مؤشر السعر عند الإصدار (PER) بالنسبة لمجمع صيدال من 13.43 سنة 2001 إلى 2.86 سنة 2008 وهو مؤشر يضعف ثقة المستثمرين في أسهم المجمع ويعطي إشارات خاطئة للمتعاملين في البورصة.

إذا أخذنا بعين الاعتبار حالة شركة رياض سطيف وهي من بين أولى الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ، فإن معدل الخصم المعتمد من طرف مكتب الخبرة وهو 8% لا يعكس مستوى خطر المؤسسة ، لأنه غير متطابق مع تكلفة الأموال الذاتية  $K_e$  ولا لتكلفة رأس المال  $k$ .

لا يمكن معرفة هل أن قيم المؤسسة هي قيم كلية والتي يجب طرح منها مجموع الديون للحصول على قيمة الأموال الذاتية للشركة أو قيمة الأموال الذاتية.

قد يكون سبب اختيار معدل خصم ضعيف نسبيا من طرف مكتب الخبرة سببا لتقييم أسهم المؤسسة تقييما مضخما مما قد يكون له اثر سلبي على تسعير أسهم المؤسسة بعد الإدراج في البورصة وهو ما أدى بعد ذلك إلى انسحاب الشركة من البورصة بعد العرض العمومي للانسحاب في سنة 2006 .

من جانب آخر إذا تتبعنا مردود أسهم الشركات المدرجة في البورصة لاحظنا أنه سلبى بالنسبة للشركات الخاصة وهي كل من بيوفارم وشركة روبية وأيانس للتأمينات والسبب في ذلك راجع لمنح هذه الشركات توزيعات للمساهمين حيث أن منح التوزيعات من شأنه أن يساهم في تراجع تسعير أسهم الشركات المدرجة في البورصة وجعلها تعاني من صعوبات مالية.

إن تغيير العلاقة بين البنك والمؤسسة تتوقف على تطوير وتنويع مصادر التمويل وعلى عصنة وتطوير السوق المالية والتكفل بالحاجات الجديدة للتمويل المباشر ، خاصة منها حاجيات التمويل الطويل الأجل ، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال زيادة فعالية وحجم التداول على مستوى بورصة القيم المنقولة كبديل مكمل عن التمويل البنكي التقليدي.

وإذا ما أدركنا أن السوق المالية في الجزائر حديثة النشأة و لا تزال في بداياتها فان مستقبلها يتوقف على تجاوز الصعوبات والعراقيل التي تعترض تطور هذا السوق والعمل على الحد منها من خلال اقتراح التوصيات التالية:

#### - توصيات الدراسة:

- فتح المجال لإدراج شركات أخرى تنتمي للقطاع الخاص الوطني أو الأجنبي في البورصة لتنشيط السوق المالي ولترفع من رسملة السوق.
- ترقية مبدأ احترافية المهن المرتبطة بالسندات والأسهم على مستوى الساحة المالية.
- تأهيل جميع المتعاملين والأنظمة والإجراءات والتنظيم الخاص ببورصة القيم خاصة من جانب استخدام التكنولوجيات الحديثة.
- تعزيز سلطة الضبط من خلال إطار تنظيمي عصري وتوضيح مجال التدخل.
- مرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف البنوك والمؤسسات المالية الوسيطة في رفع رأس مالها لتمويل نموها عن طريق بورصة الجزائر وفقا لقواعد شفافة.
- الإسراع في إزالة العراقيل التي تعيق تطوير ونمو السوق خاصة الجانب الإجرائي والإعلامي.
- التحضير لعمليات حوصصة من الحجم الكبير من طرف بورصة الجزائر ، ورفع رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وكذا تمويل عملية إنشاء مؤسسات جديدة.

- تجاوز العراقيل المرتبطة بشروط إدراج الشركات في البورصة على غرار اثبات سنتين وجود للمؤسسات وحصول المؤسسة على صفة شركة ذات أسهم (SPA) مع شرط تحقيق نتيجة ربح خلال الثلاثة سنوات الأخيرة.

- الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية بالنسبة للشركات ضمن إطار قواعد الشفافية والإفصاح.
- إدراج ضمن إستراتيجية الشركات تقنيات تسيير المحافظ المالية وإدارة المخاطر وتوظيف مواردها المالية بما يحقق مردودية مع استغلال الفرص المتاحة في السوق.
- إدخال تقنيات الإستراتيجية المالية لدى مسيري الشركات عند إعداد إستراتيجية نمو وتطوير الشركات على المدى المتوسط والطويل.
- تنظيم دورات تكوينية وورشات عمل حول طرق الاستثمار في السوق المالي بالنسبة للشركات وللمستثمرين.

وفي سبيل تحقيق ذلك فإن اللجوء إلى الخبرة الدولية يصبح أمرا بديهيا من أجل الاستفادة من تجارب البلدان الأخرى والاستفادة من الإسهامات المعتبرة في مجال التقدم التكنولوجي في هذا الميدان ، والقيام في النهاية بإدراج مبادئ الشفافية والإفصاح والتقييد بالمعايير المحاسبية والمالية الدولية المعمول بها في الأسواق المالية والتي تقتضيها المقاييس الدولية.

ويجب أن تشمل الخبرة الدولية ميادين القانون المعمول بها في البورصة ، وإلى جانب الأنظمة والتكنولوجيات السائدة في البورصة ، وتهدف هذه الخبرة إلى تقديم المشورة والدعم للسلطات والمتعاملين في السوق المالية لتحديد مخطط محدد الأهداف في مجال تنظيم وسير السوق.

ويتطلب مخطط تطوير وعصرنة السوق المالية في الجزائر مشاركة العديد من المتعاملين ، ويمتد مخطط التطوير والعصرنة حسب تصور القائمين على البورصة على المدى المتوسط من خلال ما يلي :

- ورشات كبرى يجب انجازها (صورة السوق ، والمتدخلون، والمهنة الموجودة في السوق، وإصدار السندات، والأنظمة ، والمنظمات القائمة في السوق).
- خمسة مستويات من الخبرة الواجب اللجوء إليها (القانون المتعلق بالبورصة ، والأنظمة الإعلامية وتكنولوجيات البورصة ، والمهنة المرتبطة بالسندات ، وتنظيم السوق وسيرها ، والتسويق والاتصال الماليين).

إلى جانب كل ذلك يجب تحسين مناخ الأعمال في الجزائر وتكييف المنظومة القانونية والتشريعية حتى تواكب التطورات والتغيرات المالية والنقدية إلى جانب عصرنة وتطوير النظام المالي والمصرفي وتنويع عرض المنتجات المالية لتشمل إلى جانب الأسهم والسندات بما فيها القروض السندية والأوراق المالية الآجلة والمشتقات المالية والصكوك بما فيها الصكوك الإسلامية كلها أدوات من شأنها أن ترفع من الموارد المالية المتاحة وتوسع مجال عرض المنتجات المالية حتى تستفيد منها الشركات والمستثمرين والبنوك وشركات التأمين و مختلف المؤسسات المالية .

ومن شأن هذه العمليات أن تغير وتحول العلاقة بين البنك والمؤسسة من علاقة قائمة على الاستدانة والتمويل الشبه آلي للمؤسسات خاصة العمومية منها ، إلى علاقة قائمة على قواعد تجارية وتعاقدية بحيث تنافس الأسواق المالية أو البورصة البنوك في مجال عرض الخدمات والمنتجات المالية حسب قواعد اقتصاد السوق، أي حسب أسعار فائدة سوقية وبذلك تغير من أنماط تمويل احتياجات المؤسسات الاقتصادية خاصة المتوسطة والكبيرة الحجم المدرجة في البورصة وتنشط المعاملات على مستوى هذا السوق لكي يلعب دوره الحقيقي كمول بديل للمؤسسات الاقتصادية وبتكاليف منخفضة نسبيا.

#### - أفاق الدراسة:

على ضوء دراسة العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل الانتقال من نموذج الاستداني إلى نموذج اقتصاد السوق يمكن أن نفتح آفاق جديدة للدراسة من حيث تغيير أسلوب تناول الموضوع بالتركيز خاصة على جانب تطور وتغير النشاط البنكي بعد تطور النشاط خارج الميزانية (إيداع الأصول والعقود ومعدلات الفائدة والخيارات...الخ) ، ولجوء البنوك بدورها إلى الحصول على مواردها المالية عبر السوق .

من جانب آخر يمكن تناول العلاقة بين البنك والمؤسسة من جانب متابعة العلاقة مع الزبائن باستخدام الأدوات التكنولوجية الحديثة التي تهدف إلى جلب الزبائن وتحليل البيانات والمعلومات الخاصة بكل زبون بغرض ضمان وفاء الزبائن ومنحهم خدمات أفضل.

هذا النوع من تبادل المعلومات بين الطرفين يمكن أن يغير من سلوك الزبائن ومن إستراتيجية البنك التي أصبحت تبذل مجهودات أكبر في مجال تسويق خدماتها ومنتجاتها أي جانب تسويق العلاقة مما يجعل العملية أكثر تشاركية وتراعي الجوانب السلوكية والثقافية وغيرها من المعايير وهو مجال للبحث يفتح آفاق جديدة للدراسة.

الخاتمة العامة

في الأخير يمكن القول انه ساهمت التغييرات السريعة التي يعرفها المحيط المالي والمؤسسي الدولي ، وكذا عولمة الأسواق المالية وظهور الهندسة المالية والتجديدات المالية ، في تغيير العلاقة بين البنوك والمؤسسات وفي تغيير أنماط تمويل الاقتصاد بعد إدراج أدوات تمويل جديدة على غرار الأسهم والسندات والمنتجات المالية المشتقة.

كما أن تطور هذا النوع من المنتجات المالية تحديات جديدة على أهم الأسواق المالية الناشئة في مختلف مناطق العالم بما فيه الجزائر، ولكن شريطة تطوير التعاملات داخل البورصة وتوسيع حجم رسملة السوق وعدد المؤسسات المدرجة على مستوى هذا السوق بما فيها مؤسسات القطاع الخاص.

في الجزائر كانت البنوك تعاني تحت تركة من الإقراض الإجباري للمؤسسات العمومية والتخصص في الائتمان القطاعي ووجود أنظمة مصرفية احترازية غير كافية مما أضعف نوعية حوافظها المالية ، كما لعبت الخزينة العمومية دورا كبيرا في تمويل الاقتصاد خاصة المؤسسات الكبرى .

إن واقع نشاط التمويل في الجزائر جعل البنوك تفتقر إلى الإطار المؤسسي والخبرة للنهوض بأعمال الوساطة التي تتسم بالفعالية . فقد كانت تعاني البنوك تحت تركة من الإقراض الإجباري للمؤسسات العمومية والتخصص في الائتمان القطاعي ووجود أنظمة احترازية غير كافية مما أضعف نوعية حوافظها المالية. كما لا تمتلك البنوك كل المعلومات حول المشاريع المقدمة من طرف المؤسسات وبالاستراتيجيات المتبعة من طرف المؤسسات.

في هذا المجال شرعت الجزائر في تنفيذ إستراتيجية جديدة من شأنها حماية القطاع المالي والمصرفي واستعادة قدرة المؤسسات العامة على تحقيق الأرباح على المدى المتوسط في ظل اقتصاد السوق من خلال عمليات إعادة الهيكلة والخصوصية ، وكجزء من الإستراتيجية الجديدة أنشئت آلية البنوك والمؤسسات في سبتمبر 1996 للتصدي لعمليات السحب على المكشوف المتراكمة بأسعار فائدة عالية من جانب المؤسسات العمومية وبعد إجراء عملية التدقيق لحسابات المؤسسات ، قامت البنوك التجارية والشركات القابضة العمومية بتحديد الوحدات الإنتاجية القادرة على الاستمرار والمتعثرة، ووضعت خطة لتطبيع العلاقة المالية بين المؤسسات القوية اقتصاديا والجهاز المصرفي.

وبذلك اعتمدت الجزائر على مجموعة من الإصلاحات لإعادة هيكلة القطاع البنكي وقطاع المؤسسات العمومية وإجراء تغييرات جذرية في أنماط التمويل للانتقال من تمويل يعتمد بصفة هيكلية على الوساطة البنكية إلى تمويل مباشر يعتمد على آلية السوق .

كما شرعت الجزائر منذ بداية التسعينات في اتخاذ مجموعة من تدابير الإصلاح المالي لإعادة هيكلة القطاع المالي والمؤسسات العمومية وتم هذا الإصلاح بمساعدة فنية من البنك الدولي في إطار برنامج تصحيح وضع المؤسسات الاقتصادية والقطاع المالي ، حيث تحملت الدولة خلال الفترة 1992-1993 ما يزيد على 275 مليار دينار من المديونية المشكوك فيها والمستحقة على المؤسسات العمومية (أي ما يعادل 60% من إجمالي الائتمان المصرفي المستحق على الاقتصاد). وكانت تهدف هذه العملية إلى تغيير العلاقة بين البنك والمؤسسات و إنشاء سوق البورصة لتنويع مصادر التمويل المتاحة و لنقل العلاقة بين المؤسسات والبنوك من علاقة تمويل هيكلي وغير مباشر إلى تمويل مباشر يستجيب للاحتياجات التمويلية للمؤسسات خاصة دورة الاستثمار أو مخططات نمو وتطوير هذه المؤسسات بتكاليف منخفضة نسبيا.

لتقوية الوساطة المالية في الاقتصاد قامت الدولة بجهد رئيسي لإصلاح القطاع المصرفي ، ففي الفترة 1992-1993 ، تحملت الدولة ما يزيد على 275 مليار دينار من المديونية المشكوك في تحصيلها والمستحقة على المؤسسات العمومية (ما يعادل 60% من القروض المصرفية المقدمة للاقتصاد ) وذلك باستبدالها بسندات حكومية . وأغلق صندوق إعادة التأهيل في نهاية سنة 1996 ، حيث تمت آخر مدفوعات منه (10 ملايين دينار) في سنة 1997 .

ومنذ سنة 1995 نفذت معايير احترازية جديدة ، بما في ذلك فرض حدود على تركيز المخاطرة ووضع قواعد واضحة لتصنيف القروض و المخصصات والرقابة على البنوك والمؤسسات المالية.

توصلت الجزائر في أعقاب الموافقة على ترتيب الاستعداد الائتماني مع صندوق النقد الدولي إلى اتفاق لإعادة جدولة الديون مع مجموعة باريس من الدائنين الثنائيين الرسميين وقد حصلت على أجل مقبولة نسبيا لإعادة الجدولة حيث وافق الدائنون على شمول الديون المتعاقد عليها قبل سبتمبر 1993 -التاريخ الفاصل- وعلى جدول سداد للتخرج على مدى 15 سنة مع فترة سماح قصيرة ، مقابل ذلك التزمت الجزائر بتنشيط الاقتصاد وتحقيق النمو وإنشاء اقتصاد يقوم على قوى السوق ويتصف بالفعالية ويشجع نشاط القطاع الخاص من خلال توظيف الموارد المالية في السوق المالي.

على صعيد العلاقة بين البنك و المؤسسة فرضت الإصلاحات المالية والنقدية علاقات جديدة بين الطرفين مبنية على أساس التعاقد مع إلغاء بصفة نهائية مبدأ التوطين البنكي الوحيد والحصول على القروض بصفة شبه آلية مع إدراج إمكانية تأطير القروض البنكية للتحكم في الكتلة النقدية المتداولة المتداولة في الاقتصاد.

إن تحقيق كل هذه الإصلاحات والأهداف يظل مرهونا بالأوضاع الاقتصادية السائدة وبالتزام الجهات المختصة بإعطاء دفع حقيقي لبرامج الإصلاح الاقتصادي والمالي وتفعيل دور بورصة الجزائر ، حتى تلعب الدور الذي تلعبه كل البورصات العالمية كجهاز منشط للاستثمار الخاص والأجنبي وكمكان لجمع المدخرات ولتقييم المؤسسات بصفة شفافة ومحايطة وتوجيه مواردها المالية حسب معايير المردودية والخطر .

من ما تم استعراضه يمكن أن نستخلص بأن بورصة الجزائر تعاني من عدة صعوبات لم تمكنها في لعب دورها الرئيسي في مجال الاستجابة لاحتياجات مختلف الأعوان الاقتصاديين من رؤوس الأموال يضاف إلى ذلك تراجع رأس مال السوق سنة 2006 إلى يساوي 6.40 مليار دينار نتيجة انسحاب شركة رياض سطيف من البورصة في نفس السنة ، حيث لم يتجاوز عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى غاية نهاية سنة 2015 أربعة شركات فقط اثنين منها فقط مؤسسات خاصة بحجم رسملة بلغ 14.96 مليار دينار ، وقد كان لذلك انعكاسا مباشرا من خلال ارتفاع تكلفة التمويل البنكي ومعدلات الفائدة والتي تراوحت بين 3 إلى 3.5 % بالنسبة للقروض التي تحصل على معدلات تفضيلية وتخص عمليات تمويل مشاريع ضمن أنشطة تنويع الاقتصاد على غرار قطاع السياحة والفلاحة والطاقات المتجددة والرقمنة والصناعة ، إلى جانب عدم قدرة السوق المالي على استقطاب مستثمرين جدد وأثار ذلك على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصة حيث تراجعت مردودية أصولها بحكم عاملي الأسعار والحجم إضافة إلى تراجع أدائها بسبب تجاهل تكلفة المعاملات للأصول ذات الرسملة الصغيرة نسبيا في السوق ، إلى جانب قلة خبرة المؤسسات المدرجة في البورصة في مجال إدارة العمليات المالية وتوظيف حوافظها المالية.

من جانب آخر فإن تعثر برامج خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية والصعوبات التي عانت منها هذه المؤسسات بعد إتمام برنامج التعديل الهيكلي للاقتصاد سنة 1998 كان لها الأثر المباشر على أدائها المالي مما لم يمكنها من اللجوء إلى العرض العمومي للبيع من خلال إصدار سندات للاكتتاب العام للجمهور ورفع من حجم استدانيتها لدى البنوك مقابل تكاليف مالية عالية نسبيا. كما أن تعديل الإطار التشريعي لم يساهم في تنويع وسائل التمويل على اعتبار أن جل المؤسسات لا تزال تعتمد في مجال التمويل على القروض البنكية (التمويل الغير مباشر) بنسبة تتجاوز 70% وبالتالي لم تلعب دورها في مجال توظيف مواردها المالية (الإدخارية) تبعا لقواعد المردودية والخطر .

إن واقع بورصة الجزائر اليوم يبرز العديد من المعوقات منها ضعف المعاملات والمبادلات وقلة الشركات المدرجة في البورصة حيث مساهمتها في الناتج الداخلي الخام لم تتجاوز 0.1 % إلى جانب عدم قدرة السوق

المالي على تعبئة مدخرات المؤسسات ، وضعف التداول وانعدامه أحيانا وثبات تسعيرة المؤسسات المدرجة في البورصة على غرار أليانس للتأمينات . كلها عوامل لا يمكن أن تظهر الخطر كصنف مالي ، كما أن عائد السهم ضعيف نسبيا إذا ما قورن بأسعار الفائدة في البنوك والتي تتراوح بين 2.5 و 3% مما لا يشجع على اقتناء الأسهم والسندات ولا يؤدي بالبورصة إلى تأدية دورها لتمكين الاستثمار المتوسط والطويل المدى أي تجميد الأموال وضمان في نفس الوقت السيولة وفق معايير تقوم على الالتزام بقواعد الشفافية التامة والإفصاح. مما جعل من بورصة الجزائر من أضعف البورصات العربية، بالنظر إلى عدد الشركات المدرجة فيها ، وأيضاً حجم التداول اليومي للأسهم والسندات و قلة عدد الأوراق المالية المتداولة في السوق حيث لا تتداول في بورصة الجزائر سوى ثلاثة أصناف من الأوراق المالية مما يجعلها تفتقر للكفاءة التقنية.

يتطلب تطوير وتنشيط البورصة خلق آليات تحفيزية للمؤسسات والبنوك على السواء لكي تساهم في تنشيط البورصة وتوجيه السيولة إلى السوق المالي للتقليص من الاعتماد على التمويل عبر الوساطة البنكية ، بحيث تصبح البورصة بديل تمويل مكمل للتمويل البنكي وتمنح فرص للاستثمار وللتوظيف المالي للمؤسسات العمومية أو الخاصة للرفع من قيمتها المضافة وزيادة ثروة المساهمين.

فحتى تلعب بورصة الجزائر دورها الحقيقي كآلية مكملة للتمويل البنكي ينبغي توسيع مجال التداول وحجم المعاملات داخل السوق إضافة إلى تنويع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وتخفيف الصعوبات المرتبطة بشروط إدراج الشركات وطريقة تقييم أسهمها إلى جانب إدراج شركات جديدة تنتمي للقطاع الخاص ، ولعل إدراج أسهم شركة رويبة المختصة في العصائر في سنة 2013 وشركة Biopharm المختصة في إنتاج الأدوية الصيدلانية في مارس 2016 واحتمال إدراج شركات أخرى مع اعتماد التداول الإلكتروني المستمر في نشاط البورصة عوض نظام التداول خلال يومين فقط من الأسبوع يعتبر أحد هذه المؤشرات الايجابية لنمو وتطور رسملة سوق البورصة كما يعتبر عامل يساهم في ضمان شفافية المعلومات، وذلك حتى تواكب بورصة الجزائر باقي البورصات الدولية وتساهم في تطوير وتنويع أنماط تمويل الاقتصاد الوطني ضمن قواعد المردودية والخطر وبذلك تساهم بصفة فعالة في تغيير العلاقة بين البنك والمؤسسة والانتقال من نمط تمويل استنادي يعتمد على الإقراض البنكي بصفة شبه هيكلية إلى نمط تمويل يعتمد على آليات اقتصاد السوق.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع بالعربية:

- 1- الحناوي محمد ، شهاب فريد مصطفى (2006)، " مبادئ ومحددات الاستثمار " المكتب الجامعي الحديث، مصر.
- 2- دريدي كمال شبيب (2012) " الأسواق المالية والنقدية " دار المسيرة ، عمان الأردن.
- 3- محمود عبد السلام عمر (1996)، "المشتقات" ، المعهد المصرفي ، البنك المركزي المصري.

## قائمة المراجع بالفرنسية:

1. Abdeladim leila,(1998) .,« les privatisations des entreprises publiques dans les pays du Maghreb » édition international.
2. Abdoun Rabah,(1998)., « un bilan du programme de stabilité économiques en Algérie - (1994/1998) » ,les cahiers du Cread ,N°46/47
3. Aftalion Florin.(2003)., « la nouvelle finance et la gestion des portefeuilles » Edition Economica , Paris.
4. Ammour Banhalima,(2001)., « le système bancaire algérien » 2eme édition Dahleb,Algérie.
5. André farber, marie paule laurent ,kim oosterlinck,hugues pirotte.,(2011) « Finance », 3eme édition Pearson éducation ,Paris.
6. Berk J.,deMarzo P.,(2008), « finance d'entreprise »,Pearson education ,France .
7. Bessis joel, '(1998)., « risk management in Banking »,wiley ,London .
8. Benyakoub Farouk.,(2000), « l'entreprise et le financement bancaire »,casbah édition ,Alger.
9. Couppey –soubeyran.(2010) .,« Monnaie banques ,finances » ,Puf ,paris.
- 10.Darmon jaques.(1998)., « stratégies bancaires et gestion de bilan » Edition Economica , Paris.

- 11.Fama E.F.(1991) .,« efficient capital Markets II » ,journal of finance ,December 1575-1617.
- 12.Fougère jean pierre,(1994) « le système financier français », 3eme édition Nathan ,paris.
- 13.Fournier j.,Emonet c.,Sayegh-Geurmas L.,(2007), “la réglementation des marché financiers européens», édition economica ,gestion poche
- 14.François renversez (2008)., « de l'économie d'endettement à l'économie des marchés financiers »,document de travail ,université paris 10 Nanterre.
- 15.george celce .,(1983)., « l'entreprise et la banque : évaluation et financement bancaire de l'entreprise, entre de librairie et d'études techniques, Paris.
- 16.Ghannad Hervé.,(2002) « les modes de financement de l'entreprise », édition de vecchi ,Paris.
- 17.Gobin gilles,(1980)., « les opérations bancaires et leurs fondements économiques »,Bordas,Paris.
- 18.Goux jean François.,(1993) « économie monétaire et financière »,édition Economica, paris.
- 19.Jacoub Gille,(1998)., « la monnaie dans l'économie »,3eme édition Nathan ,paris.
- 20.john Hull.(1995)., « intoduction to futurs and option markets »,second edition- prentice –Hall.
- 21.Joseph Antoine,Rose Marie Dehan- Maroye et catherine dendauw,(2004) , « répertoire documenté des imputations »,1<sup>Er</sup> édition ,Edition de Boeck ,Bruxelles.
- 22.Lacoue labarthe Dominique.,(1980) « analyse monétaire »,édition Bordas,Paris.
- 23.Lamiri abdelhak,(2000) ., « crise de l'économie algérienne » les presses d'Alger 2000,

- 24.Mathieu pierre et Patrick d'herouville,,(1998), « les dérives de crédit »,édition Economica,Paris.
- 25.Nicolat venard,,(2001)., « économie bancaire »,édition Bréal,Paris.
- 26.Philippe Narassiguin,(2004), « Monnaie :Banques et banques centrales dans la zone euro »,1<sup>er</sup> édition ,édition de Boeck, Bruxelles.
- 27.Rouyet gerard et Alain Choinel ,, (1996) ,« la banque et l'entreprise »,édition revue Banque ,Paris.
- 28.Shelagh heffeman .,(1996), « Modern Banking in theory and practice » ,edition Wiley .London.
- 29.Snoussi kaouther jouaber,marie –josphé rigobert .,(2010) « Finance d'entreprise » ,2eme édition Dunod,Paris.
- 30.Timothy w.Koch, S Scott Mc Donald,(2006)., « bank management » ,7<sup>th</sup> edition ,previous edition.
- 31.Vishwanath S.R,(2000)., « corporate Finance ,theory and practice » second edition ,response Book, India.

#### الدوريات:

- 1-مجلة اتحاد المصارف العربية ، أبو ظبي جويلية سنة 2002.
- 2- Revue du Chercheur N\_1 m2002 universit2 de Blida.
- 3-M.Boussamouh, « nomenclature des entreprises publiques, RASJ,1989 ,N°4.
- 4- Rapport sur le débat National sur le développement économiques et politique sociale, Du 29/09 au 03/101996 ,plais des nations ,Alger
- 5-Abdoun Rabah,(1998)., « un bilan du programme de stabilité économiques en Algérie (1994/1998) » ,les cahiers du cread ,N°46/47
- 6-Document de travail ; fédération des bourses des valeurs, paris 2012.

#### -التقارير:

- 1- تقرير المجلس الوطني للخصوصة (CNP) ، 1998 .

2- التقرير السنوي لبنك الجزائر ، 2008.

3- إحصائيات بنك الجزائر لسنة 2014.

4-Rapport de gestion du groupe Saidal ,(1998-2008),Alger

الرسائل الجامعية غير المنشورة :

1-Fekhih Fatma zohra, « étude de la relation crédit-information à travers la mise en place des bureaux de crédit ;essai de modélisation en donnés de panel »thèse de doctorat en sciences économiques,2013/2014, université Aboubaker belkaid ,Tlemcen .

2-Omar Boufama, « les programme d'acquisition d'entreprise : vers un modèle d'évaluation de la profitabilité, essai d'adaptation à l'Algérie » ,thèse de Doctorat en sciences ,option Finance,2013/2014 ,université Badji Mokhtar-Annaba.

المواقع الالكترونية:

- 1- موقع بورصة القيم [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) تاريخ الإطلاع يوم 2014/09/21 و 2015/09/20.
- 2- موقع لجنة مراقبة ومتابعة عمليات البورصة [www.cosob.dz](http://www.cosob.dz) تاريخ الاطلاع يوم 2014/10/29.
- 3- موقع شركة رويبة على شبكة الانترنت : [www.rouiba.com.dz](http://www.rouiba.com.dz) تاريخ الإطلاع يوم 2015/09/20.
- 4- موقع شركة أليانس للتأمينات على شبكة الانترنت : [www.allianceassurances.com](http://www.allianceassurances.com) تاريخ الاطلاع يوم 2014/09/14.
- 5- موقع : [www.fr.wikipedia.org](http://www.fr.wikipedia.org) تاريخ الإطلاع يوم 2013/08/14.
- 6- موقع : [www.boursorama.com](http://www.boursorama.com) تاريخ الإطلاع يوم 2013/08/10.
- 7- موقع بنك الجزائر على شبكة الانترنت: [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz) تاريخ الإنزال من 2002/09/20 إلى 2013/12/20.
- 8- موقع الديوان الوطني للإحصائيات على شبكة الانترنت: [www.ons.dz](http://www.ons.dz) تاريخ الإنزال يوم 2012/08/13.
- 9- موقع صندوق النقد العربي على شبكة الانترنت: [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) تاريخ الإنزال 2012/07/11.

# ملاحق الجدول الإقتصادي التجميعي

- Tableau Economique d'Ensemble - Année 2012 -  
En Millions de DA

Emplois							Ressources							
S.Q.S	M.E.I	A.P	I.F	R.D.M	B & S	TOTAL	Opérations	S.Q.S	M.E.I	A.P	I.F	R.D.M	B & S	TOTAL
				5979809,5		5979809,5	Exportations						5979809,5	5979809,5
					4612074,7	4612074,7	Importations					4612074,7		4612074,7
					17480191,4	17480191,4	Production Brute	10281481,6	7198709,8					17480191,4
2752743,6	2244395,9					4997139,5	Consommation Productive						4997139,5	4997139,5
<b>7528738,0</b>	<b>4954313,9</b>					<b>12483051,9</b>	Valeur Ajoutée	<b>7528738,0</b>	<b>4954313,9</b>					<b>12483051,9</b>
		32733,0				32733,0	Subvention d'exploitation	3162,0	29571,0					32733,0
920890,2	648763,2	2638191,7	79303,6	10574,9		4297723,6	Rémun. des Salariés		4297696,1			27,5		4297723,6
1154303,7	138975,0					1293278,7	Imp. Liées à la Product.			1293278,7				1293278,7
<b>5456706,1</b>	<b>4196146,7</b>					<b>9652852,8</b>	Exc. Brut d'Exploitation	<b>5456706,1</b>	<b>4196146,7</b>					<b>9652852,8</b>
					739296,7	739296,7	T.V.A			739296,7				739296,7
					338209,0	338209,0	Droits de Douane			338209,0				338209,0
18474,8	81196,4	2982,8	557,4			103211,4	Loyers	2514,5	84333,0	16294,9	69,0			103211,4
92534,6	85815,6	72678,1	96653,1	374988,7		722670,1	Intérêts	14691,0	10771,9	11004,3	548660,7	137542,2		722670,1
	48966,7	2064,2	10035,5			61066,4	Impôts Indirects			61066,4				61066,4
2626552,3	631834,1		42660,8			3301047,2	Impôts directs			3301047,2				3301047,2
33966,3	52731,9	8050,2	5419,2	16722,0		116889,6	Primes d'Assurances				110829,7	6059,9		116889,6
			55213,0	13813,4		69026,4	Indemnités d'Assurances	22683,2	33090,1	5625,6	3495,3	4132,2		69026,4
	1117795,5					1117795,5	Cotisations Sociales			1117795,5				1117795,5
11830,6		1071334,2	348,7			1083513,5	Prestations Sociales		1083513,5					1083513,5
41309,0	20505,3	1414,0	24064,4	19273,1		106565,8	Services Financiers	15383,5			87915,4	3266,9		106565,8
667877,2			115277,0	31402,8		814557,0	Aut. Rev. de la Propriété	31402,8		298478,0		484676,2		814557,0
59644,6	23971,9	1596370,0	7912,7	323550,7		2011449,9	Aut. Transfert Courants	271309,5	575053,8	1113762,0	20539,0	30785,6		2011449,9
<b>2262501,2</b>	<b>8217787,6</b>	<b>2870040,1</b>	<b>334063,7</b>	<b>-1491569,9</b>		<b>12192822,8</b>	Revenu Disponible Brut	<b>2262501,2</b>	<b>8217787,6</b>	<b>2870040,1</b>	<b>334063,7</b>	<b>-1491569,9</b>		<b>12192822,8</b>
	5123908,5	658311,3	74103,2			5856323,0	Consommation Finale						5856323,0	5856323,0
	5090496,4	658311,3	74103,2			5822910,9	- Sur le Territoire						5822910,9	5822910,9
	33412,1					33412,1	- Hors Territoire						33412,1	33412,1
<b>2262501,2</b>	<b>3093879,1</b>	<b>2211728,8</b>	<b>259960,5</b>	<b>-1491569,9</b>		<b>6336499,8</b>	Epargne Brute	<b>2262501,2</b>	<b>3093879,1</b>	<b>2211728,8</b>	<b>259960,5</b>	<b>-1491569,9</b>		<b>6336499,8</b>
		108407,0		147755,9		256162,9	Transfert en Capital	155483,9	7046,8	80315,6	87,4	13229,2		256162,9
1692082,8	647898,6	2643057,5	9373,1			4992412,0	Accumulation Brute F.F.						4992412,0	4992412,0
1165517,4	178570,4					1344087,8	Variation de Stocks						1344087,8	1344087,8
24045,9	8320,6		48,6	527,5		32942,6	Acquisitions Nettes	78,8		21832,6		11031,2		32942,6
13463,4	8320,6		48,6			21832,6	- De Terrains			21832,6				21832,6
10582,5				527,5		11110,0	- D'Actifs Incorporels	78,8				11031,2		11110,0
						0,0	Capacité de Financement	<b>-463582,2</b>	2266136,3	<b>-437587,5</b>	250626,2	<b>-1615592,9</b>		<b>0,0</b>
					<b>23169771,8</b>		Équil. en Biens & Services						<b>23169771,8</b>	

ملاحق الجدول الإقتصادي التجميعي

- Tableau Economique d'Ensemble - Année 2013 -  
En Millions de DA

Emplois							Ressources							
S.Q.S	M.E.I	A.P	I.F	R.D.M	B & S	TOTAL	Opérations	S.Q.S	M.E.I	A.P	I.F	R.D.M	B & S	TOTAL
				5528756,9		5528756,9	Exportations						5528756,9	5528756,9
					5061121,5	5061121,5	Importations					5061121,5		5061121,5
3052964,4	2541075,7				18444513,8	18444513,8	Production Brute	10160299,9	8284213,9					18444513,8
						5594040,1	Consommation Productive						5594040,1	5594040,1
<b>7107335,5</b>	<b>5743138,2</b>					<b>12850473,7</b>	Valeur Ajoutée	<b>7107335,5</b>	<b>5743138,2</b>					<b>12850473,7</b>
		52624,0				52624,0	Subvention d'exploitation	6084,0	46540,0					52624,0
974781,4	787260,2	2541498,1	83034,0	12610,9		4399184,6	Rémun. des Salariés		4399184,6			0,0		4399184,6
1101730,9	163259,0					1264989,9	Imp. Liées à la Product.			1264989,9				1264989,9
<b>5036907,2</b>	<b>4839159,0</b>					<b>9876066,2</b>	Exc. Brut d'Exploitation	<b>5036907,2</b>	<b>4839159,0</b>					<b>9876066,2</b>
					838393,4	838393,4	T.V.A			838393,4				838393,4
					403771,0	403771,0	Droits de Douane			403771,0				403771,0
19560,7	85968,7	3158,1	590,1			109277,6	Loyers	2662,3	89289,6	17252,7	73,0			109277,6
94166,4	86063,2	73813,5	115063,5	245519,1		614625,7	Intérêts	13413,9	11771,6	12995,7	571154,5	5290,0		614625,7
		2185,6	10894,5			13080,1	Impôts Indirects			13080,1				13080,1
2361114,0	669331,4		36612,0			3067057,4	Impôts directs			3067057,4				3067057,4
37787,6	61492,4	9171,5	6431,4	15225,1		130108,0	Primes d'Assurances				126997,8	3110,2		130108,0
			58562,4	12328,1		70890,5	Indemnités d'Assurances	14675,9	44218,8	5993,6	4085,1	1917,1		70890,5
	1002345,7					1002345,7	Cotisations Sociales			1002345,7				1002345,7
		1201948,9				1201948,9	Prestations Sociales		1201948,9					1201948,9
48288,3	20190,2	1428,2	25051,4	11258,2		106216,3	Services Financiers	15229,7			88794,5	2192,1		106216,3
656697,9			112075,0	21507,0		790279,9	Aut. Rev. de la Propriété	21507,0		164675,0		604097,9		790279,9
69586,9	25275,5	1599335,0	8301,4	343423,8		2045922,6	Aut. Transfert Courants	311631,4	596497,3	1034741,0	20976,5	82076,4		2045922,6
<b>2128825,6</b>	<b>9231402,7</b>	<b>2340132,6</b>	<b>355465,7</b>	<b>-430823,9</b>		<b>13625002,7</b>	Revenu Disponible Brut	<b>2128825,6</b>	<b>9231402,7</b>	<b>2340132,6</b>	<b>355465,7</b>	<b>-430823,9</b>		<b>13625002,7</b>
	5674376,5	647027,4	82891,3			6404295,2	Consommation Finale						6404295,2	6404295,2
	5641462,2	647027,4	82891,3			6371380,9	- Sur le Territoire						6371380,9	6371380,9
	32914,3					32914,3	- Hors Territoire						32914,3	32914,3
<b>2128825,6</b>	<b>3557026,2</b>	<b>1693105,2</b>	<b>272574,4</b>	<b>-430823,9</b>		<b>7220707,5</b>	Epargne Brute	<b>2128825,6</b>	<b>3557026,2</b>	<b>1693105,2</b>	<b>272574,4</b>	<b>-430823,9</b>		<b>7220707,5</b>
		125664,0		140728,9		266392,9	Transfert en Capital	149133,2	4415,2	84063,3	24535,4	4245,8		266392,9
2166192,7	864336,3	2647752,5	12612,9			5690894,4	Accumulation Brute F.F.						5690894,4	5690894,4
1277594,2	252218,9					1529813,1	Variation de Stocks						1529813,1	1529813,1
25658,4	9645,4		49,3	478,7		35831,8	Acquisitions Nettes	102,1		22404,5		13325,2		35831,8
12709,8	9645,4		49,3			22404,5	- De Terrains			22404,5				22404,5
12948,6				478,7		13427,3	- D'Actifs Incorporels	102,1				13325,2		13427,3
						<b>0,0</b>	Capacité de Financement	<b>-1191384,4</b>	<b>2435240,8</b>	<b>-973843,5</b>	<b>284447,6</b>	<b>-554460,5</b>		<b>0,0</b>
					24747799,7		Équil. en Biens & Services						24747799,7	

# ملاحق الجدول الإقتصادي التجميعي

- Tableau Economique d'Ensemble - Année 2014 -  
En Millions de DA

Emplois							Ressources							
S.Q.S	M.E.I	A.P	I.F	R.D.M	B & S	TOTAL	Opérations	S.Q.S	M.E.I	A.P	I.F	R.D.M	B & S	TOTAL
				5252595,9		5252595,9	Exportations						5252595,9	5252595,9
					5502404,6	5502404,6	Importations					5502404,6		5502404,6
					19410624,5	19410624,5	Production Brute	10412325,1	8998299,4					19410624,5
3291848,0	2867475,5					6159323,5	Consommation Productive						6159323,5	6159323,5
<b>7120477,1</b>	<b>6130823,9</b>					<b>13251301,0</b>	Valeur Ajoutée	<b>7120477,1</b>	<b>6130823,9</b>					<b>13251301,0</b>
		134567,0				134567,0	Subvention d'exploitation	5658,0	128909,0					134567,0
1085905,5	774459,2	2702810,4	88446,8	16640,2		4668262,1	Rémun. des Salariés		4668262,1			0,0		4668262,1
1096183,2	165645,3					1261828,5	Imp. Liées à la Product.			1261828,5				1261828,5
<b>4944046,4</b>	<b>5319628,4</b>					<b>10263674,8</b>	Exc. Brut d'Exploitation	<b>4944046,4</b>	<b>5319628,4</b>					<b>10263674,8</b>
					869247,4	869247,4	T.V.A			869247,4				869247,4
					369162,0	369162,0	Droits de Douane			369162,0				369162,0
20879,5	91764,7	3371,0	629,9			116645,1	Loyers	2841,8	95309,7	18415,8	77,8			116645,1
109878,2	94868,2	82990,3	134332,7	198626,0		620695,4	Intérêts	13321,0	10082,6	12709,3	580996,2	3586,3		620695,4
		2333,0	11249,5			13582,5	Impôts Indirects			13582,5				13582,5
2061649,3	715076,7		43909,0			2820635,0	Impôts directs			2820635,0				2820635,0
41073,2	62979,0	9581,9	6736,9	19533,4		139904,4	Primes d'Assurances				136301,1	3603,3		139904,4
			62852,4	11138,4		73990,8	Indemnités d'Assurances	16040,8	43287,7	6023,4	6309,7	2329,2		73990,8
	1062910,0					1062910,0	Cotisations Sociales			1062910,0				1062910,0
		1252282,9				1252282,9	Prestations Sociales		1252282,9					1252282,9
42981,7	20143,4	1385,3	26302,3	13871,3		104684,0	Services Financiers	14772,8			87906,6	2004,6		104684,0
709561,4			122655,0	40453,1		872669,5	Aut. Rev. de la Propriété	40453,1		182376,0		649840,4		872669,5
71186,6	27202,9	1605906,4	9125,6	383146,2		2096567,7	Aut. Transfert Courants	425792,3	475232,0	1121603,0	23620,1	50320,3		2096567,7
<b>2400058,3</b>	<b>9789140,5</b>	<b>1943264,7</b>	<b>328971,4</b>	<b>278084,2</b>		<b>14739519,1</b>	Revenu Disponible Brut	<b>2400058,3</b>	<b>9789140,5</b>	<b>1943264,7</b>	<b>328971,4</b>	<b>278084,2</b>		<b>14739519,1</b>
	6162718,6	642647,3	87441,7			6892807,6	Consommation Finale						6892807,6	6892807,6
	6113430,6	642647,3	87441,7			6843519,6	- Sur le Territoire						6843519,6	6843519,6
	49288,0					49288,0	- Hors Territoire						49288,0	49288,0
<b>2400058,3</b>	<b>3626421,9</b>	<b>1300617,4</b>	<b>241529,7</b>	<b>278084,2</b>		<b>7846711,5</b>	Epargne Brute	<b>2400058,3</b>	<b>3626421,9</b>	<b>1300617,4</b>	<b>241529,7</b>	<b>278084,2</b>		<b>7846711,5</b>
		114545,0		128689,0		243234,0	Transfert en Capital	133337,3	5067,5	94343,8	4159,5	6325,9		243234,0
2291382,3	922827,8	3084034,7	13583,6			6311828,4	Accumulation Brute F.F.						6311828,4	6311828,4
1305579,6	229303,5					1534883,1	Variation de Stocks						1534883,1	1534883,1
24609,1	10296,5		48,3	883,8		35837,7	Acquisitions Nettes	245,3		23078,1		12514,3		35837,7
12733,3	10296,5		48,3			23078,1	- De Terrains			23078,1				23078,1
11875,8				883,8		12759,6	- D'Actifs Incorporels	245,3				12514,3		12759,6
						0,0	Capacité de Financement	<b>-1087930,1</b>	<b>2469061,6</b>	<b>-1780540,4</b>	<b>232057,3</b>	<b>167351,6</b>		<b>0,0</b>
					<b>26151438,5</b>		Équil. en Biens & Services							<b>26151438,5</b>