

## دراسة وتحليل أسباب ضعف أداء بورصة الجزائر وسبل تفعيل دورها في النشاط الاقتصادي

## Study and Analysis of the reasons of the weak performance of the Algiers Stock Exchange and the requirements for activating its role in economic activity

BEKIHAL Abdelkader بكيجل عبد القادر<sup>1</sup>جامعة الشلف، <sup>1</sup>a.bekihal@univ-chlef.dz

تاريخ النشر: 2021/06/08

تاريخ القبول: 2021/06/01

تاريخ الاستلام: 2021/03/05

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أسباب ضعف أداء بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيل دورها في تمويل النشاط الاقتصادي، وتوصلت الدراسة إلى أنه رغم الجهود المبذولة لتفعيل دور البورصة إلا أن ذلك لم يغير من واقع البورصة. وهو ما يتطلب توفير مجموعة من الشروط أبرزها إدراج مؤسسات اقتصادية عمومية ناجحة، لبث الثقة في البورصة، وفتح مجال الاستثمار في البورصة للأجانب، إضافة إلى تعديل القانون التجاري للسماح بتداول الصكوك وأدوات مالية أخرى، فضلا عن تفعيل دور الوساطة المالية.

كلمات مفتاحية: بورصة الجزائر، سوق الأوراق المالية، الأداء، السيولة، حجم السوق.

تصنيف JEL: O16, E44.

## Abstract:

This study aims to analyze the reasons of the weak performance of the Algiers Stock Exchange and the requirements for activating its role. The study concluded that despite the efforts made, the Algiers stock exchange is always in the same situation. This requires the provision of a set of conditions, the most important of which are the introduction of some successful public companies, to bring confidence to the market, and opening the investment in the stock exchange to the foreigners, in addition to amending Commercial Law for other financial instruments transactions, and also activating the role of financial intermediation.

**Key words:** Algiers Stock Exchange; stock market; performance; liquidity; market size.

**Jel Classification Codes:** O16, E44.

## Résumé:

Cette étude vise à analyser les raisons de la faible performance de la Bourse d'Alger et les exigences pour activer son rôle. L'étude a conclu que malgré les efforts déployés, la réalité de la bourse n'a toujours pas été changée. Ce qui nécessite la mise en place d'un ensemble de conditions, dont l'introduction des entreprises économiques publiques performantes, pour apporter la confiance au marché, et l'ouverture de l'investissement en bourse pour les étrangers, en plus d'un amendement du code de commerce pour introduire d'autres instruments financiers, et aussi l'activation du rôle de l'intermédiation financière.

**Mots-clés:** Bourse d'Alger; marché financier; performance; liquidité; taille du marché.

**Codes de classification de Jel:** O16, E44.

المؤلف المرسل: بكيجل عبد القادر، الإيميل: [a.bekihal@univ-chlef.dz](mailto:a.bekihal@univ-chlef.dz)

## 1. مقدمة:

في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها الجزائر في ظل الانتقال من نظام الاقتصاد المخطط إلى نظام اقتصاد السوق، بالانفتاح على الخصخصة وفتح رؤوس أموال المؤسسات الاقتصادية العمومية وزيادة استقلاليتها، جاءت فكرة إنشاء بورصة لمسايرة أهداف المرحلة، إلا أنه ورغم مرور فترة طويلة على بداية نشاطها في سنة 1999، لم تؤد بورصة الجزائر الدور المنتظر منها في تمويل النشاط الاقتصادي إلا بشكل هامشي، ولم تصل بعد إلى تحقيق الأهداف المرجوة منها في تمويل وتنمية

الاقتصاد الوطني، بالمساعدة على تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الأنشطة الاقتصادية وإتاحة مصادر تمويل ميسرة للتمويل على أساس المشاركة، بحيث لم تستطع جلب المؤسسات الاقتصادية إليها، والمساهمة في تمويل أنشطتها كبديل للتمويل عن طريق الخزينة والبنوك العمومية.

وتظهر أهمية وجود بورصة قوية جليا خاصة في الفترة الحالية، التي تشهد انخفاض محسوس في الإيرادات النفطية، وزيادة العجز في الميزانية العامة للدولة، الذي أثر بدوره على تمويل المشاريع، مما يتطلب البحث عن حلول للمشاكل والصعوبات التي تعاني منها البورصة، وأسباب عزوف الشركات عن الدخول إليها، رغم المزايا الجبائية التي أقرتها السلطات العمومية، للمستثمرين والمؤسسات الراغبة في الإدراج، وتخفيف شروط الإدراج للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن ذلك لم يغير من واقع البورصة التي بقيت بعيدة عن التطلعات، متجسدا في العدد القليل من الشركات المدرجة بها، وضعف السيولة وأحجام التداول بها.

### 1.1 إشكالية الدراسة

وبناء على ما سبق، يمكن طرح السؤال الرئيسي التالي:

ما هي أسباب ضعف أداء بورصة الجزائر؟ وكيف يمكن تفعيل دورها في تمويل النشاط الاقتصادي؟

### 2.1 الأسئلة الفرعية

للإجابة عن السؤال الرئيسي، تم تقسيمه إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو واقع بورصة الجزائر من حيث مقاييس الأداء والتطور؟
- ما هي الصعوبات التي لم تترك البورصة تعلق بعد 20 سنة من انطلاق نشاطها؟
- كيف يمكن تفعيل دور بورصة الجزائر للقيام بدورها في تمويل النشاط الاقتصادي؟

### 3.1 الفرضيات

من أجل الإجابة عن الأسئلة الفرعية، تم وضع الفرضيات التالية:

- لا يشكل حجم نشاط بورصة الجزائر إلا نسبة قليلة من الناتج الداخلي الخام.
- لم تلق بورصة الجزائر الاهتمام الكافي لتفعيل دورها في تمويل النشاط الاقتصادي مقارنة بالتمويل البنكي.
- زيادة إدراج المؤسسات الاقتصادية العمومية وفتح المجال أمام المستثمرين الأجانب، يؤدي إلى رفع حجم بورصة الجزائر وزيادة السيولة بها.

### 4.1 أهمية الدراسة

تكتسي هذه الدراسة أهمية من خلال العناصر الآتية:

- أهمية دور البورصة كبديل لتمويل النشاط الاقتصادي في ظل انخفاض إيرادات النفط وتزايد عجز الميزانية العامة للدولة.
- أهمية البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمؤسسات الناشئة، في ظل صعوبة حصولها على التمويل البنكي الذي يتطلب ضمانات عقارية.
- دور البورصة في جلب الشفافية للمؤسسات بفعل الرقابة الدائمة التي تخضع لها من هيئات البورصة.
- أهمية البورصة في مرافقة عمليات الخصخصة وتحسين جودة التسيير بالمؤسسات.

### 5.1 أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- تشخيص أبرز الصعوبات التي تواجهها بورصة الجزائر في أداء الدور المنوط بها.
- قياس أداء البورصة، والتعرف على أسباب ضعف حجمها وسيولتها.
- التعرف على أهم المتطلبات التي ينبغي توفيرها لتفعيل دور بورصة الجزائر.

## 6.1 المنهج

تم الاعتماد في هذه الدراسة على منهجين، المنهج الوصفي لدراسة الجوانب النظرية المتعلقة ببورصة الجزائر، والمنهج الاستنباطي لتحليل واقع وأداء بورصة الجزائر والمتطلبات اللازمة لتفعيل دورها في النشاط الاقتصادي.

## 7.1 الدراسات السابقة

1.7.1 دراسة الشريف ربحان والطاوس حمداوي سنة 2013 بعنوان " بورصة الجزائر- رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية".

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز رهانات وتحديات بورصة الجزائر لمسايرة اقتصاد السوق بتمويل التنمية الاقتصادية، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة، أن بورصة الجزائر لم تتمكن من فرض التمويل المباشر للاقتصاد باعتباره بديلا للتمويل بالاستدانة، ما جعلها في ذيل الترتيب مع البورصات العربية، سواء من حيث حجم السوق أو سيولته أو درجة تركزه، التي تظهر بوضوح ضعف قدرة بورصة الجزائر على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، وتم اقتراح التعجيل بالخصخصة كآلية لتفعيل نشاط بورصة الجزائر، بالإضافة إلى تنويع منتجات البورصة ونشر الثقافة المالية.

2.7.1 دراسة دغموم هشام سنة 2016 بعنوان " واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999-2015".

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم درجة نمو وتطور بورصة الجزائر، ومدى قدرتها على أداء الدور المنتظر منها في عملية التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المحدودة على الشركات والمشروعات الاستثمارية، التي تسهم في تحقيق التنمية والازدهار، وأهم النتائج التي تم التوصل إليها هي أن بورصة الجزائر تتميزها بقلّة عدد الشركات المدرجة بها، جعلها تشهد ركودا كبيرا في نشاطها وتنمو بمعدل بطيء جدا، مع تذبذب في تعاملاتها، وانعكس ذلك على انخفاض سيولتها بشكل كبير، جعلها بعيدة كل البعد عن فعالية سوق رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية.

3.7.1 دراسة DERBAL Abdelkader و BEKADA Mohamed سنة 2016 بعنوان:

## Le Marché Financier en Algérie, état des lieux et perspectives de son développement

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على أسباب عدم تطور السوق المالية بالجزائر، وبينت الدراسة بأن ذلك يحتاج إلى تطهير البيئة الاقتصادية والقانونية، وتحقيق الشفافية وتبسيط الإجراءات وتحسين بيئة الأعمال، بالإضافة إلى وجود نظام بنكي متطور ومهيكل كضرورة لتطوير السوق المالية، وكوسيلة تمويل بديلة، في ظل عدم قدرة البنوك المحتركة للتمويل على تلبية احتياجات المؤسسات الكبرى، بما يستدعي إصلاح وتطوير السوق المالية بالجزائر، التي لا تحتوي على مؤسسات مدرجة بشكل كاف وضعف رأسمالها السوقي وغياب الإرادة من الفاعلين الاقتصاديين العموميين والخواص. كما تم التنويه إلى أن غياب النشاط في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يشكل عائق لتطور السوق المالية والمؤسسات، وتم اقتراح أن تقوم السلطات العمومية بإدراج مؤسسات عمومية لبعث نشاط البورصة.

## 2. تقديم عام لبورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها

تشكل بورصة الجزائر للقيم المنقولة من ثلاث (03) هيئات تعمل على تنظيم عملها.

## 1.2 التعريف ببورصة الجزائر

تأسست بورصة الجزائر للقيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الذي يعرفها بأنها الإطار التنظيمي الذي يتم من خلاله القيام بالعمليات على القيم المنقولة الصادرة من طرف الدولة والهيئات التابعة لها والشركات ذات الأسهم (مرسوم، 1993، صفحة 04)، وتم قبل ذلك تعديل القانون التجاري، من أجل تحقيق توافقه مع متطلبات سير عمل البورصة، بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08، المؤرخ في 25 أفريل 1993، الذي يعدل ويتمم الأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري.

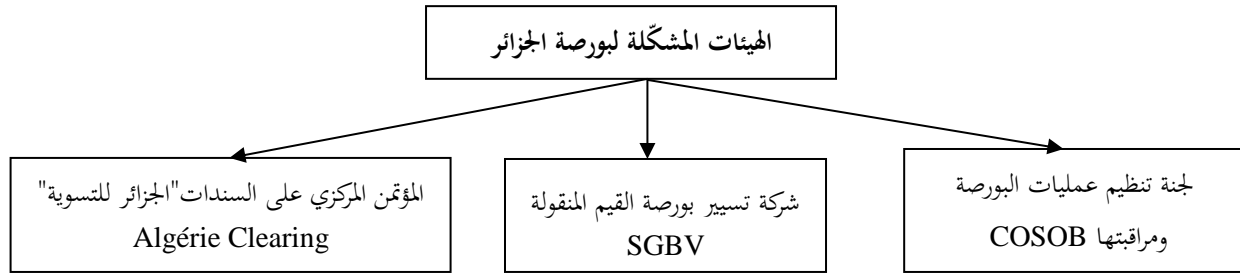
وافتح بورصة الجزائر لتداول الأوراق المالية في 13 سبتمبر 1999، وبدأ التعامل على سند واحد هو سند الشركة الوطنية للمحروقات سوناطراك، وسهم واحد هو سهم شركة الرياض سطيف المتخصصة في الحبوب ومشتقاتها، حيث أصدرت آنذاك 01 مليون سهم أو ما يعادل 20 % من رأسمالها. التحقت بعدها شركة صيدال المتخصصة في صناعة وتوزيع الأدوية بعد أسبوع

من ذلك، حيث أصدرت 2 مليون سهم أو ما يعادل 20% أيضا من رأسمالها. ثم أدرجت مؤسسة التسيير الفندي الأوراسي في 14 فبراير 2000، متخلفة على 20% من رأسمالها، حيث أصدرت 1.2 مليون سهم (جبار، 2017، الصفحات 312-313).

## 2.2 الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

حسب المادة الثانية من القانون 03-04 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003، الذي يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، تتكون بورصة الجزائر من ثلاث (03) هيئات، تتمثل في كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات (قانون، 2003، صفحة 21).

### الشكل 1: الهيئات المشكّلة لبورصة الجزائر للقيم المنقولة



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003. - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هي الهيئة المكلفة بتنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة ببورصة الجزائر. - شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)، هي الشركة التي تتولى تنظيم عمليات إدخال القيم المنقولة إلى بورصة الجزائر. - المؤتمن المركزي على السندات (أو الجزائر للتسوية Algérie Clearing)، مكلف بمسك حسابات الأوراق المالية الخاصة بالوسيط المالي، وترقيم وتشفير الأوراق المالية.

## 3.2 المتدخلون في البورصة

بعد إصدار القيم المنقولة في السوق الأولية، تتطلب عملية تداولها في السوق الثانوية ببورصة الجزائر، تدخل أطراف تتمثل أساسا في وسطاء عمليات البورصة وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. وتتمثل هذه الأطراف فيما يلي (بكيحل، 2017، الصفحات 169-172):

### 1.3.2 الوسيط في عمليات البورصة

الوسيط في عمليات البورصة (IOB)، هو كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها، لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص.

### 2.3.2 هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) هي عبارة عن شركات أو صناديق تهدف إلى إنشاء وتسيير محفظة القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى لحساب الغير. بهدف نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

### 3.3.2 ماسكو الحسابات- حافظو السندات

تتمثل مهام ماسكو الحسابات- حافظو السندات (TCC)، في ضمان حماية وإدارة الأوراق المالية لصالح حاملها، وذلك بأن يتم تسجيلها في حساب باسم صاحبها، أي الإقرار بحقوقه من جهة، ومن جهة أخرى حفظ الحقوق المرتبطة بهذه الأوراق المالية.

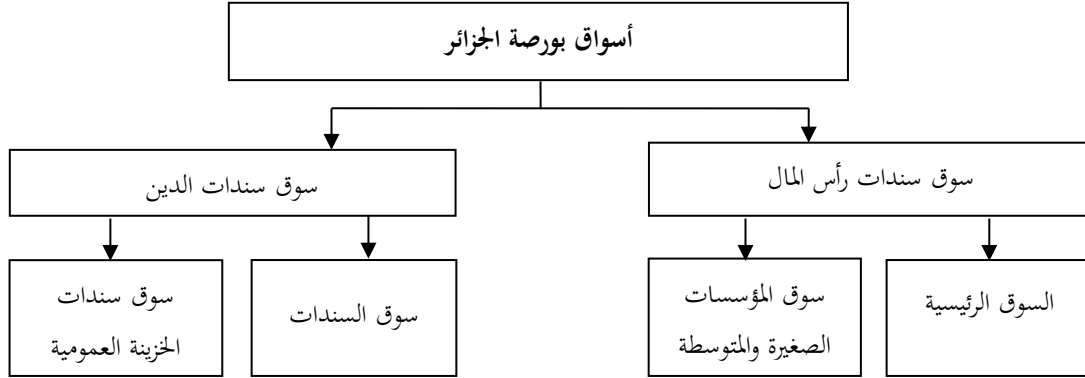
### 4.3.2 مُرقي البورصة

مُرقي البورصة (Le Promoteur en Bourse)، يمكن أن يكون وسيط مالي أو شركة استشارة مالية مسجلة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، يتمثل دورها في مرافقة أي شركة تقرر الدخول إلى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببورصة الجزائر.

## 4.2 أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة سوقين حسب نوعية الأوراق المالية، الخاصة برأس المال (أسهم) والخاصة بالدين (سندات)، وفق ما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل 2: أسواق بورصة الجزائر



المصدر: الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر للقيم المنقولة (SGBV)، اطلع عليه بتاريخ 18 جانفي 2021:

[www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145](http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145)

حيث إن سوق سندات رأس المال تتشكل من السوق الرئيسية وهي السوق الموجهة للشركات الكبرى، أما سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهي السوق المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، تم إنشاؤها سنة 2012. بينما سوق سندات الدين تتكون من سوق سندات الدين (للمؤسسات)، وهي السوق المخصصة للسندات القابلة للتداول، التي تصدرها شركات ذات أسهم ترغب في الحصول على أموال ضرورية للتمويل. أما سوق سندات الخزينة العمومية (OAT) التي تأسست سنة 2008، فهي مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية لتغطية احتياجات تمويل الدولة وسد العجز على مستوى ميزانيتها.

## 5.2 مزايا الإدراج ببورصة الجزائر بالنسبة للشركات

تتمثل أهمية بورصة الجزائر للأوراق المالية، في إمكانية أن تؤدي دوراً فعالاً بالمساهمة في تمويل المؤسسات الاقتصادية وتحقيق التنمية، بدلا من الاقتصار على التمويل عن طريق الخزينة والبنوك العمومية، خاصة مع الانخفاض المتواصل لأسعار النفط منذ عدة سنوات.

ويؤدي إدراج المؤسسة بالبورصة إلى تحسين جودة التسيير بها فضلا عن ضمان التمويل لها، باعتبار أن المؤسسة تكون تحت رقابة دائمة من مساهميها ولجنة مراقبة السوق المالية المتمثلة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، كما يبرز دورها في المزايا التي يمكن أن توفرها للمؤسسات المدرجة بها، والتي يمكن إيجازها فيما يلي (SGBV, 2020):

- تساعد الشركات في رفع رأس مالها وتعزيز أموالها الخاصة، فمهما كانت طبيعة طموحات الشركة بإطلاق مشاريع جديدة أو تحسين قدراتها الإنتاجية، فإنها تحتاج إلى تمويل، وتشكل البورصة في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ودائم؛
- تسمح البورصة للشركات المدرجة بها بزيادة شهرتها وسمعتها، وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي؛
- تؤدي عملية الإدراج في البورصة إلى ديمومة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية، لأنها تجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار؛
- تفرض عملية الإدراج في البورصة مزيد من الشفافية والمصداقية في حسابات الشركة، بزيادة الاتصال المالي الموجّه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين، وهذا ما يؤدي إلى رفع كفاءة التسيير؛
- يؤدي إدراج الشركة ببورصة الجزائر إلى تهيئة الموارد البشرية، وذلك بتخصيصها جزء من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها، ويسمح ذلك بتحفيز الموظفين بالمؤسسة.

## 3. تقييم وتحليل أداء بورصة الجزائر

لقياس وتحليل أداء بورصة الجزائر، تتم الاستعانة ببعض المؤشرات المستخدمة لقياس درجة تطور سوق الأوراق المالية.

## 1.3 مؤشرات قياس أداء أسواق الأوراق المالية:

لقياس أداء سوق الأوراق المالية، هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمها، ومن أهمها: حجم السوق، الذي يقاس بمؤشر رسملة السوق ومؤشر عدد الشركات؛ وسيولة السوق، التي تقاس بمؤشر حجم التداول ومعدل دوران السهم؛ وكذلك المؤشر العام لأسعار الأسهم (الخيكاني و الموسوي، 2013، الصفحات 133-135)؛ بالإضافة إلى درجة التركيز (ريحان و حمداوي، 2013، صفحة 52).

## 1.1.3 حجم السوق:

ويقاس بمؤشرين أساسيين هما (الخيكاني و الموسوي، 2013، الصفحات 133-134):

1.1.1.3 مؤشر القيمة السوقية: أو رسملة السوق (رأس المال السوقي Market Capitalization) ويقصد بها مجموع قيم الأسهم المدرجة في السوق مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي.

2.1.1.3 مؤشر عدد الشركات: ويشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة.

## 2.1.3 سيولة السوق:

سيولة الأوراق المالية تعني إمكانية تحويل هذه الورقة إلى نقود سائلة بسرعة وسهولة وأقل تكلفة (Frederic & Stanley, 2018, p. 304)، وهناك مؤشران رئيسيان لقياس سيولة الأوراق المالية وهما (El-wassa, 2013, p. 611):

1.2.1.3 مؤشر حجم التداول: ويحسب بقسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي.

2.2.1.3 معدل الدوران: ويشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تبادل الأسهم، ويحسب هذا المؤشر بقسمة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة على القيمة السوقية (رأس المال السوقي).

## 3.1.3 المؤشر العام لأسعار الأسهم

وهو مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق والاتجاه العام لنشاطه، ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم تستخدم مقياسا للحركة العامة للسوق. (الخيكاني و الموسوي، 2013، صفحة 135)

## 4.1.3 درجة التركيز

ويقصد بها ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ولقياس درجة التركيز، يحسب نصيب أكبر عشر (10) شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول (ريحان و حمداوي، 2013، صفحة 52).

## 2.3 قياس وتحليل مؤشرات الأداء ببورصة الجزائر

يتم تطبيق مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية على بورصة الجزائر منذ تاريخ بداية نشاطها سنة 1999، بالتركيز على مؤشري حجم السوق وسيولته، باعتبارهما أهم المؤشرات، ويتم استبعاد مقياس درجة التركيز لأنه يتطلب وجود 10 شركات، وهو ما لا يتوفر في بورصة الجزائر.

## 1.2.3 تقييم حجم سوق بورصة الجزائر

يتم في الجدول الموالي تقييم حجم سوق بورصة الجزائر من خلال مؤشري رأس المال السوقي وعدد الشركات المدرجة.

الجدول 1: تطور نسب رأس المال السوقي وعدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر

| عدد الشركات المدرجة | نسبة رأس المال السوقي |                                 |                                     | السنوات |
|---------------------|-----------------------|---------------------------------|-------------------------------------|---------|
|                     | النسبة (%)<br>(1 ÷ 2) | رأس المال السوقي (مليار دج) (2) | الناتج الداخلي الخام (مليار دج) (1) |         |
| 02                  | 0,592                 | 19,17                           | 3 238,2                             | 1999    |
| 03                  | 0,521                 | 21,49                           | 4 123,5                             | 2000    |
| 03                  | 0,348                 | 14,72                           | 4 227,1                             | 2001    |

|    |       |       |          |      |
|----|-------|-------|----------|------|
| 03 | 0,243 | 10,99 | 4 522,8  | 2002 |
| 03 | 0,197 | 10,36 | 5 252,3  | 2003 |
| 03 | 0,164 | 10,10 | 6 149,1  | 2004 |
| 03 | 0,137 | 10,40 | 7 562    | 2005 |
| 02 | 0,079 | 06,71 | 8 514,8  | 2006 |
| 02 | 0,069 | 06,46 | 9 366,6  | 2007 |
| 02 | 0,059 | 06,50 | 11 077,1 | 2008 |
| 02 | 0,065 | 06,55 | 9 968,8  | 2009 |
| 02 | 0,066 | 07,90 | 11 991,6 | 2010 |
| 03 | 0,103 | 14,97 | 14 589   | 2011 |
| 03 | 0,080 | 13,03 | 16 209,6 | 2012 |
| 04 | 0,083 | 13,82 | 16 647,9 | 2013 |
| 04 | 0,086 | 14,79 | 17 228,6 | 2014 |
| 04 | 0,092 | 15,43 | 16 712,7 | 2015 |
| 05 | 0,261 | 45,78 | 17 514,6 | 2016 |
| 05 | 0,218 | 40,59 | 18 575,8 | 2017 |
| 06 | 0,217 | 43,93 | 20 259   | 2018 |
| 06 | 0,221 | 44,78 | 20 288,4 | 2019 |

المصدر: تم إعداد الجدول بناءً على التقارير السنوية لشركة بورصة الجزائر (SGBV) ولجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها (COSOB) والموقع الإلكتروني للديوان الوطني للإحصائيات (ONS): www.ons.dz

تعكس نسبة رأس المال السوقي مدى مساهمة التمويل عن طريق البورصة في النشاط الاقتصادي للبلد، إذ كلما ارتفعت قيمة هذه النسبة دل ذلك على ارتفاع حجم سوق البورصة، والقدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، وهو ما لا ينطبق على بورصة الجزائر، كما توضحه بيانات الجدول رقم 1 أعلاه، حيث إن نسبة رأس المال السوقي لم تتجاوز 0.1% من الناتج الداخلي الخام لفترة طويلة من سنة 2003 إلى غاية سنة 2016، التي ارتفعت فيها إلى نسبة 0.2%، وهي نسبة ضعيفة جدا في تمويل النشاط الاقتصادي. رغم أن قيمة رأس المال السوقي ارتفعت منذ سنة 2016 بنسبة معتبرة إلى 45.78 مليار دينار بعد أن كانت 15.43 مليار دينار في سنة 2015، بعد انضمام شركة بيوفارم. وكان قد شهد انخفاض معتبر سنة 2006 وصل فيها إلى 06.71 بعد أن كان في سنة 2005 بقيمة 10.40 مليار دينار، وذلك بفعل خروج شركة الرياض سطيف من البورصة، وبقي في نفس المستوى حتى سنة 2011، التي شهدت إدراج شركة أليانس للتأمينات، مما أدى إلى ارتفاع القيمة من 07.90 إلى 14.97 مليار دج. وبالنسبة لمؤشر الشركات المدرجة، الذي يعتبر مكملا لنسبة رأس المال السوقي، فهو بعيد كذلك عن المستوى المطلوب، بحيث تضم البورصة ست (06) شركات فقط (أصبحت خمس شركات بعد خروج شركة رويبة)، 05 منها في السوق الرئيسية للبورصة وشركة واحدة (01) في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، متمثلة في الشركات التالية:

- شركة صيدال الناشطة في القطاع الصيدلاني، بـ 2 000 000 سهم مدرج بالبورصة يمثل 20% من رأس مال الشركة.
- شركة التسيير الفندقية الأوراسي الناشطة في قطاع الفنادق، بـ 1 200 000 سهم مدرج بالبورصة، يمثل 20% من رأسمال المؤسسة.
- شركة أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمين، بـ 1 804 511 سهم مدرج، يمثل 31% من رأسمال الشركة.
- شركة أن سي أرويبة (NCA Rouiba) الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية، بـ 2 122 988 سهم يمثل 25% من رأسمال الشركة، علما أنها خرجت من البورصة سنة 2020.
- شركة بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني، بـ 5 104 375 سهم، تمثل 20% من رأسمال الشركة.
- شركة AOM Invest الناشطة في قطاع الفنادق والسياحة، والمدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بـ 1 159 300 سهم تمثل 100% من رأس مال الشركة.

ويعتبر هذا العدد قليل جدا مقارنة بعدد الشركات الناشطة عبر الوطن، فمنذ سنة 1999 إلى غاية سنة 2010 لم تستطع البورصة جذب سوى 03 شركات فقط، وهي شركات عمومية تابعة للدولة، والتي انخفض عددها في سنة 2006 بعد انسحاب شركة الرياض سطيف، لتبقى شركتين فقط هما شركتي صيدال والأوراسي، ليتم بعدها الانتظار حتى سنة 2011 بدخول أول

الشركات الخاصة المتمثلة في شركة أليانس للتأمينات، ثم انضمت بعدها شركة رويبة (NCA Rouiba) سنة 2013 وشركة بيوفارم سنة 2016؛ هذا بالنسبة للسوق الرئيسية، أما بخصوص سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فمنذ إنشائها سنة 2012، لا تضم إلا شركة واحدة فقط انضمت سنة 2018 وهي شركة AOM Invest.

وما يلاحظ كذلك هو غياب البنوك عن الشركات المدرجة بورصة الجزائر، التي تعتبر من المؤسسات التي تتميز بالتخصص والدراية والخبرة بالاستثمار والتعامل في أسواق الأوراق المالية، التي وصلت نسبة مساهمتها في رأس المال السوقي ببورصة تونس بـ 38.8% في 13 جويلية 2015، بقيمة 7 295 مليون دينار تونسي، من خلال 11 بنك مدرج (BEKADA & DERBAL, 2016, p. 72). وبعد أن أودعت شركة رويبة في مارس 2020 طلب الخروج من البورصة (COSOB, 2020)، وموافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) على ذلك، فقد أصبح عدد الشركات المدرجة خمسة (5) فقط، وكذلك الأمر بالنسبة لرأس المال السوقي بانخفاض بقيمة 424 597 600 دج (2 122 988 سهم بسعر سوقي للسهم قدره 200 دج في مارس 2020).

### 2.2.3. تقييم سيولة السوق ببورصة الجزائر

من أجل تقييم سيولة سوق الأسهم ببورصة الجزائر، يتم حساب مؤشر حجم التداول ومعدل دوران الأسهم.

الجدول 2: مؤشر حجم التداول ومعدل دوران السهم لأسهم الشركات المتداولة ببورصة الجزائر

| السنوات | مؤشر حجم التداول                |                                  |            | معدل دوران السهم |                             |
|---------|---------------------------------|----------------------------------|------------|------------------|-----------------------------|
|         | الناتج الداخلي الخام (مليار دج) | قيمة الأسهم المتداولة (مليار دج) | النسبة (%) |                  | رأس المال السوقي (مليار دج) |
|         | (1)                             | (2)                              | (1 ÷ 2)    | (3)              | (3 ÷ 2)                     |
| 1999    | 3 238,2                         | 0,043                            | 0,0013     | 19,17            | 0,224                       |
| 2000    | 4 123,5                         | 0,351                            | 0,0085     | 21,49            | 1,633                       |
| 2001    | 4 227,1                         | 0,252                            | 0,0060     | 14,72            | 1,712                       |
| 2002    | 4 522,8                         | 0,036                            | 0,0008     | 10,99            | 0,327                       |
| 2003    | 5 252,3                         | 0,017                            | 0,0003     | 10,36            | 0,164                       |
| 2004    | 6 149,1                         | 0,008                            | 0,0001     | 10,10            | 0,079                       |
| 2005    | 7 562                           | 0,004                            | 0,00005    | 10,40            | 0,038                       |
| 2006    | 8 514,8                         | 0,024                            | 0,0003     | 06,71            | 0,358                       |
| 2007    | 9 366,6                         | 0,014                            | 0,0001     | 06,46            | 0,217                       |
| 2008    | 11 077,1                        | 0,021                            | 0,0002     | 06,50            | 0,323                       |
| 2009    | 9 968,8                         | 0,014                            | 0,0001     | 06,55            | 0,214                       |
| 2010    | 11 991,6                        | 0,012                            | 0,0001     | 07,90            | 0,152                       |
| 2011    | 14 589                          | 0,185                            | 0,0013     | 14,97            | 1,236                       |
| 2012    | 16 209,6                        | 0,036                            | 0,0002     | 13,03            | 0,276                       |
| 2013    | 16 647,9                        | 0,049                            | 0,0003     | 13,82            | 0,354                       |
| 2014    | 17 228,6                        | 0,041                            | 0,0002     | 14,79            | 0,277                       |
| 2015    | 16 712,7                        | 1,252                            | 0,0075     | 15,43            | 8,114                       |
| 2016    | 17 514,6                        | 0,805                            | 0,0046     | 45,78            | 1,758                       |
| 2017    | 18 575,8                        | 0,302                            | 0,0016     | 40,59            | 0,744                       |
| 2018    | 20 259                          | 0,206                            | 0,0010     | 43,93            | 0,469                       |
| 2019    | 20 288,4                        | 0,249                            | 0,0012     | 44,78            | 0,556                       |

المصدر: تم إعداد الجدول بناءً على التقارير السنوية لشركة بورصة الجزائر (SGBV) وموقعها الإلكتروني [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) ولجنة مراقبة عمليات البورصة (COSOB) والموقع الإلكتروني للديوان الوطني للإحصائيات (ONS): [www.ons.dz](http://www.ons.dz)

يلاحظ من خلال بيانات الجدول رقم 2 أعلاه انخفاض كبير في معدلات السيولة والتداول ببورصة الجزائر للتقييم المنقولة، حيث إن نسبة سيولة البورصة بالنسبة لاقتصاد البلد، من خلال مقارنة حجم التداول مع الناتج الداخلي الخام، لم تتجاوز طيلة فترة النشاط في 20 سنة نسبة 0.0085% كأعلى نسبة، أي أن نسبة الأسهم التي تم التعامل بها في البورصة لا تتعدى نسبة 0.0085% من النشاط الاقتصادي للبلد، وهي نسبة ضئيلة جدا تعكس ضعف أداء بورصة الجزائر. أما بالنسبة لمعدل دوران الأسهم، الذي يقيس سيولة الأسهم المتداولة مقارنة بالقيمة السوقية للأسهم المدرجة بالبورصة، إذ كلما كان



معدل الدوران كبيرا كلما دل على سيولة السهم، وسهولة تحويله إلى نقد دون تحمل تكاليف أو خسائر في قيمتها، وهذا ما لا تتوفر عليه بورصة الجزائر، حيث إنه لم يتجاوز 1% طيلة 15 سنة، بينما تجاوز 1% في 05 سنوات فقط، منها سنة 2015، التي شهدت أعلى معدل بـ 8.114%، كاستثناء بفعل الحجم الكبير للتعاملات التي قام بها الوسيط المالي الخاص المتمثل في بنك BNP Paribas بنسبة تفوق 95% مقارنة بالوسطاء الماليين الآخرين. ومن أسباب هذا الضعف العدد القليل من الشركات المدرجة والمستثمرين، فعند شراء سهم من طرف المستثمر قد يجد صعوبة في بيعه لاحقا بالنظر إلى قلة السيولة، ويعتبر ارتفاع السيولة في السوق الثانوية من أهم العوامل المشجعة على نشاط البورصة.

### 3.3 مكانة بورصة الجزائر في الساحة العربية

بمقارنة بسيطة مع بورصات الدول العربية، وخاصة بورصات بعض دول الجوار كتونس، المغرب ومصر، يتبين المستوى الضعيف لحجم السوق والأداء ببورصة الجزائر، وفق ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول 3: مقارنة بين بورصات الجزائر، تونس والمغرب

| بورصات الدول العربية مجتمعة | البورصة المصرية | بورصة الدار البيضاء المغربية | بورصة تونس | بورصة الجزائر |                                  |
|-----------------------------|-----------------|------------------------------|------------|---------------|----------------------------------|
| 1 542                       | 252             | 75                           | 81         | 06            | عدد الشركات المدرجة              |
| 1 239 200                   | 42 727,70       | 58 749,92                    | 8 662,84   | 370,76        | القيمة السوقية (مليون دولار)     |
| 85 029                      | 9 410,3         | 756,9                        | 14,7       | 0,9039        | حجم التداول (مليون دولار)        |
| 54 282                      | 15 453,1        | 25,1                         | 270,2      | 1,0022        | عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم) |

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على تقرير صندوق النقد العربي، حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 98، الإمارات العربية المتحدة، الثلاثي الثالث 2019، ص ص: 86-89 (بتصرف)

يلاحظ من خلال الجدول رقم 3 أعلاه، أن بورصة الجزائر لا تشكل إلا نسبة قليلة جدا من أسواق الأوراق المالية العربية على مختلف المستويات، وبعبارة عن المستوى الذي وصلت إليه بورصات الدول المجاورة، حيث لا تتعدى نسبة مساهمة بورصة الجزائر في القيمة السوقية (رأس المال السوقي) للأسواق المالية العربية 0,03%، بقيمة 370.76 مليون دولار خاصة ببورصة الجزائر من أصل 1 239 200 مليون دولار خاصة بالبورصات العربية مجتمعة؛ أما عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر فلا يشكل إلا 0,39% من حجم المؤسسات العربية المدرجة، بـ 06 مؤسسات فقط من بين 1 542 شركة تمثل مختلف البورصات العربية؛ وبالنسبة لحجم التداول فيشكل 0,001% فقط، بقيمة أسهم متداولة قدرها 0.9039 مليون دولار ببورصة الجزائر مقارنة بـ 85 029 مليون دولار بالبورصات العربية.

### 4. الجهود المبذولة من أجل تشجيع الاستثمار ببورصة الجزائر ومتطلبات تنشيط دورها في الاقتصاد الوطني

حتى يتم تفعيل دور بورصة الجزائر بالمساهمة في تمويل النشاط الاقتصادي، وتصبح في مستوى بورصات مختلف الدول، فلا بد من زيادة الاهتمام بها وتوفير الشروط الضرورية لذلك.

#### 1.4 الجهود المبذولة لتشجيع الاستثمار ببورصة الجزائر

لتحفيز الشركات على الانضمام إلى بورصة الجزائر، أقرت السلطات العمومية امتيازات جبائية، بالإضافة إلى تخفيف شروط الإدراج للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### 1.1.4 الامتيازات الجبائية لتشجيع الاستثمار ببورصة الجزائر

من أجل تشجيع الاستثمار بالبورصة، تضمنت قوانين المالية تحفيزات جبائية لفائدة الشركات الراغبة في الإدراج بالبورصة، ولفائدة المستثمرين عند حصولهم على أرباح الأسهم، وذلك لمدة خمس (05) سنوات:

- تخفيض في الضريبة على أرباح الشركات، يساوي نسبة فتح رأسمال الشركة المدرجة في البورصة، وفق ما نصت عليه المادة 66 من القانون رقم 08-13 المؤرخ في 30 ديسمبر 2013 المتضمن قانون المالية لسنة 2014.

- إعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، مداخيل الأسهم والأوراق المماثلة لها المسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو متداولة في سوق منظم، وكذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة، وفق ما نصت عليه المادة 73 من القانون رقم 14-10 المؤرخ في 30 ديسمبر 2014، المتضمن قانون المالية 2015.
- إعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن سندات الخزينة والسندات والأوراق المماثلة، المسعرة في البورصة، وفق ما نصت عليه المادة 44 من القانون رقم 18-18 المؤرخ في 30 ديسمبر 2018 المتضمن قانون المالية لسنة 2019.
- إعفاء من حقوق التسجيل للعمليات المتعلقة بالإدخال إلى البورصة كما نصت عليه المادة 44 من القانون رقم 18-18 المؤرخ في 30 ديسمبر 2018 المتضمن قانون المالية لسنة 2019.

#### 2.1.4 إنشاء سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتخفيف شروط إدراجها

منذ إنشاء بورصة الجزائر وضعت شروط لإدراج أي شركة في سوق البورصة، وهي شروط تتلاءم مع المؤسسات الكبيرة، خاصة من حيث رأس المال الأدنى المطلوب للإدراج، وعليه، ومن أجل جذب الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة، تم في سنة 2012، فتح سوق خاص بها، من خلال إصدار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) للنظام (Règlement) رقم 01-12 مؤرخ في 12 جانفي 2012، والذي نتج عنه تخفيف بعض الشروط وفتح سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بما يساعد هذه الشركات في الحصول على التمويل، مقارنة بالشركات الكبيرة التي تتوفر لها الضمانات الكافية للحصول على تمويل من البنوك.

#### الجدول 4: ملخص لشروط الإدراج في سوق سندات رأس المال ببورصة الجزائر

| سوق سندات رأس المال  |  | الشروط                                    |
|--|--|---|
| سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة   | السوق الرئيسية                                     |   |
| شركة ذات أسهم (SPA)  | شركة ذات أسهم (SPA)                                | الشكل القانوني                            |
| لا يوجد حد معين  | 500 000 000 دينار جزائري                           | رأس المال الأدنى المدفوع                  |
| ليست مطلوبة  | ربح  | نتائج السنة المالية الأخيرة               |
| 10%  | 20%  | الحصة الأدنى لرأس المال المطروحة للاكتتاب |
| للسنتين الأخيرتين، ما لم تحصل على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها | للسنة الأخيرة، على أن تكون نتيجة السنة الأخيرة ربح | القوائم المالية المصادق عليها والمنشورة   |
| مطلوب مع تعيين مرقي البورصة  | مطلوب  | هيكل التدقيق المحاسبي الداخلي             |
| 50 مساهما أو 3 مستثمرين مؤسستين  | 150 مساهما   | عدد أصحاب الأسهم يوم الإدراج في البورصة   |

المصدر: الموقع الإلكتروني للشركة (SGBV)، أطلع عليه بتاريخ 18 جانفي 2021:

<https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf>, p: 09

ومع افتتاح السوق الجديدة، لم يصبح على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اشتراط حد أدنى من رأس المال، بعد أن كان يشترط 500 مليون دينار كحد أدنى للدخول إلى البورصة، بالإضافة إلى تخفيض نسبة رأس المال المفتوح إلى 10% فقط، بعد أن كانت 20%، وهي نسبة غير مؤثرة على هيكل ملكية الشركات؛ وتستفيد الشركات الصغيرة والمتوسطة بالمقابل من شهرة الإدراج بالبورصة، والحصول على تمويل منخفض التكلفة يساعدها على النمو وتطوير أنشطتها مستقبلا، بالنظر إلى صعوبات حصولها على تمويل بنكية تشترط ضمانات قد تتجاوز قدراتها.

#### 2.4 متطلبات تنشيط دور بورصة الجزائر في الاقتصاد الوطني

رغم الجهود المبذولة في سبيل تفعيل دور بورصة الجزائر في تمويل النشاط الاقتصادي، إلا أن ذلك لم يؤدي إلى النتائج المرجوة، وهو ما يستدعي زيادة العمل على تحقيق الشروط اللازمة من أجل أداء بورصة الجزائر للدور المنوط بها.

## 1.2.4 تجسيد عملية إدراج بعض المؤسسات الاقتصادية العمومية على أرض الواقع

ما يلاحظ على بورصة الجزائر، أنه منذ إدراج مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي سنة 2000، لم يسجل بعدها دخول أي مؤسسة اقتصادية عمومية للبورصة وفتح جزء من رأسمالها عن طريقها، بحيث لا تضم البورصة إلا مؤسستين عموميتين فقط، ما يعكس قلة الاهتمام بالتمويل عن طريق البورصة مقارنة بالتمويل البنكي بالنسبة لهذه المؤسسات، التي يحقق إدراج المزيد منها زيادة الثقة بالبورصة ويشجع الشركات الخاصة على الدخول إليها.

فرغم بعض القرارات المتخذة من طرف السلطات العمومية لتفعيل دور البورصة، لكنها بقيت دون تجسيد على أرض الواقع، ويدخل في هذا الإطار موافقة مجلس مساهمات الدولة سنة 2013 على دخول ثمان (08) شركات اقتصادية عمومية إلى البورصة (COSOB, 2013, p. 21)، حيث كان مقررا إدراج ثلاث شركات عمومية تابعة للمجمع العمومي لإسمنت الجزائر، القرض الشعبي الجزائري، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، فرع المحاجر التابع لمجمع كوسيدار، مؤسسة الري والتهيئة بالإضافة إلى المتعامل التاريخي لهاتف النقال موبيليس. وهو القرار الذي لم يطبق، والذي كان من شأنه إعطاء دفعة قوية للبورصة، وزيادة قيمتها السوقية. رغم أنه كانت خطوة أولى في سنة 2016 بإدراج شركة الاسمنت عين الكبيرة التابعة للمجمع الصناعي لإسمنت الجزائر (GICA)، إلا أن العملية فشلت لعدم جمع الحد الأدنى المطلوب من الاكتتاب.

## 2.2.4 تنشيط دور الوساطة المالية لزيادة السيولة

من بين أبرز المشاكل تعاني منها بورصة الجزائر مشكلة السيولة، نتيجة انخفاض أحجام التداول وقلة الشركات المدرجة بها، ونقص الحركية في عمليات بيع وشراء الأسهم، مما يصعب على المستثمرين بيع أسهمهم بسرعة ودون خسارة في ظل عدم وجود سيولة للأسهم المتداولة، التي تعتبر من أهم محفزات التداول في الأسواق المالية.

ويرجع السبب الأساسي في ذلك إلى ضعف دور الوسيط في عمليات البورصة (IOB)، الذين يلجأ إليهم المستثمرون والمتعاملون في سوق الأوراق المالية، بالنظر إلى تخصصهم وخبرتهم وكفاءتهم في العمل في الأسواق المالية وإلمامهم بالعمل بها، إلا أن هناك ضعف في أداء دورهم في تنشيط السوق والترويج للأسهم وتوجيه ونصح الزبون وتحفيز المستثمرين المحتملين، ذلك أن الوسيط يتشكل أغلبهم من البنوك العمومية، التي تحتاج إلى تحفيز من السلطات العمومية، حيث إن ليس لمسؤوليها حرية مطلقة في اتخاذ قرارات قد تنجر عنها مساءلة أو عقوبات، وهو ما يحد من المبادرة لديهم.

وتظهر بيانات بورصة الجزائر المتعلقة بالسيولة، أنه من بين 11 وسيطا ماليا، هناك بنك خاص بي أن بي باريبا (BNP Paribas EL Djazair)، يهيمن على نشاط الوساطة المالية في البورصة، منذ تاريخ اعتماد نشاطه سنة 2012، حيث وصلت نسبة مساهمته في حجم التعاملات إلى أكثر من 95% في سنة 2015، من بين كل الوسطاء الآخرين.

الجدول 5: حجم ونسب تعاملات الوسطاء الماليين ببورصة الجزائر

| نسبة مساهمة الوسطاء في حجم التعاملات |               |                |               | حجم التعاملات (دج) | السنوات |
|--------------------------------------|---------------|----------------|---------------|--------------------|---------|
| عمليات البيع                         |               | عمليات الشراء  |               |                    |         |
| باقي الوسطاء %                       | BNP Paribas % | باقي الوسطاء % | BNP Paribas % |                    |         |
| 62                                   | 38            | 69             | 31            | 101 027 990        | 2013    |
| 97                                   | 3             | 86             | 14            | 148 946 340        | 2014    |
| 4.25                                 | 95.75         | 01.45          | 98.55         | 1 259 536 825      | 2015    |
| 17                                   | 83            | 07             | 93            | 805 500 430        | 2016    |
| 52                                   | 48            | 14             | 86            | 302 261 260        | 2017    |
| 78                                   | 22            | 24             | 76            | 206 127 271        | 2018    |
| 79                                   | 21            | 35             | 65            | 248 990 023        | 2019    |

المصدر: تم إعداد الجدول بناءً على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

يلاحظ من بيانات الجدول رقم 05 أعلاه أن بنك بي أن بي باريبا الجزائر (BNP Paribas El Djazair)، حقق لوحده سنة 2015 ما نسبته 95.75% من حجم التداول الخاص بعمليات البيع و98.55% من حجم التداول الخاص بعمليات الشراء، مقارنة

مع ستة (06) بنوك عمومية أخرى تمارس عملية الوساطة المالية بالبورصة، التي حققت كلها مجتمعة نسبة 1.45% فقط من حجم التعاملات بالنسبة لعمليات الشراء و4.25% لعمليات البيع، حيث كان حجم التداول 1 259 536 825 دينار، منها 1 205 819 900 دينار لبنك "بي أن بي باربوا" الجزائر بالنسبة لتعاملات الشراء. وفي سنة 2018، كان نصيب بنك بي أن بي باربوا الجزائر (BNP Paribas El Djazair) من عمليات الشراء 70% في حجم التعاملات و76% في قيمة التعاملات، مقارنة بثمانية (08) وسطاء ماليين آخرين.

يذكر أن بورصة الجزائر تضم أحد عشر (11) وسيطا في عمليات البورصة (IOB)، معتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، ستة (06) وسطاء يمثلون البنوك العمومية، هي بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، بنك التنمية المحلية (BDL)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)، والقرض الشعبي الجزائري (CPA)، بالإضافة إلى خمسة (05) وسطاء خواص، يمثلون بنك "بي أن بي باربوا" الجزائر (BNP Paribas El Djazair)، وبنك سوسييتي جينرال الجزائر (Société Générale Algérie)، بالإضافة إلى الشركة ذات الأسهم تال ماركيتس (Tell Markets)، وبنك البركة الجزائري وبنك السلام الجزائر. (COSOB, IOB, 2020)

### 3.2.4 تعزيز دور صناديق الاستثمار وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM

هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) هي عبارة عن شركات أو صناديق استثمار تعمل على تجميع مدخرات المستثمرين واستثمارها في السوق المالية، وإدارتها وفق إستراتيجية تهدف إلى تحقيق مزايا يصعب على المستثمر تحقيقها بشكل منفرد، إما لمحدودية موارده أو لقلته خبرته. وتؤدي هذه الصناديق دور كبير في تنشيط البورصة، لضمان السيولة ومساعدة المستثمرين الأفراد على الدخول إلى البورصة.

وتأسست هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) بمقتضى الأمر رقم 08-96 المؤرخ في 10 جانفي 1996، وما يلاحظ أنه توجد شركة استثمار واحدة فقط ببورصة الجزائر، مملوكة من طرف ثلاث مؤسسات مالية عمومية، وهي المسماة "شركة الاستثمار المالي" (COSOB, 2020) «Célim» SICAV Charikat El-Istithmar El-Mali، وهو عدد قليل جدا لا يسمح بتنشيط دور البورصة، غير أن قلة حجم الأسهم المتداولة ببورصة الجزائر ونقص السيولة بها، غير مشجع على جلب صناديق الاستثمار، بالنظر إلى قلة الخيارات المتاحة عند الإقدام على شراء الأسهم في السوق، أو بيعها لاحقا.

وبمقارنة مثلا مع بورصة الدار البيضاء المغربية، يتبين دور هذه الهيئات في تنشيط البورصة، حيث توجد بها 474 هيئة توظيف جماعي للقيم المنقولة (OPCVM)، تمثل 40.88% من الناتج الداخلي الخام (AMMC, 2019, pp. 54-56).

### 4.2.4 انفتاح البورصة على المستثمرين الأجانب وغير المقيمين

من أجل النهوض بالبورصة ينبغي أن يتم فتح بورصة الجزائر للمستثمرين الأجانب وغير المقيمين، مثل ما هو معمول به في بورصات دول الجوار، إلا أنه لا يسمح لهم بالاستثمار بالبورصة، ولا بإخراج قسائم الأرباح التي يحصلون عليها في الجزائر، رغم أن بنك الجزائر أصدر نظام (Règlement) رقم 04-2000 بتاريخ 02 أفريل 2000، المتعلق بحركات رؤوس الأموال الخاصة باستثمارات المحفظة لغير المقيمين، إلا أنه لم يصدر بعد بالجريدة الرسمية (Bank, 2000).

وبإمكان وجود مستثمرين أجانب بالبورصة زيادة السيولة بها، خاصة المؤسساتيين منهم (Institutionnels)، وهنا يمكن ذكر تجربة إدراج شركة عين الكبيرة للإسمنت في سنة 2016، والتي فشلت في جمع قرابة 19 مليار دينار لأنها لم تستطع الحصول على الحد الأدنى المطلوب المقدر بـ20% من رأس المال، وجمعت 2.70% فقط (SGBV, 2016, p. 09)، في فترة شهدت نقص في السيولة وإصدار القرض السندي للدولة، وبافتراض لو كان المجال مفتوحا للمستثمرين غير المقيمين، لكان الأمر مفيد للبورصة، بتوفير السيولة لإدراج هذه الشركة وزيادة القيمة السوقية بالبورصة.

ومقارنة مع بعض الدول العربية الأخرى ومنها المجاورة للجزائر، فإن الاستثمارات الأجنبية تشكل نسبة لا بأس بها من عمليات البورصة، ففي تونس وصلت نسبة مساهمة الأجانب ببورصة تونس سنة 2019 بنسبة 24.73% من القيمة السوقية بما يعادل 5 867 مليار دينار مع تملك 437 مليون سهم (Bourse, 2019, p. 35)، وكذلك في المغرب، يمتلك المستثمرون الأجانب والمغاربة في الخارج 200,19 مليار درهم قيمة بنسبة 31.94% (AMMC, 2019, p. 47). وكذلك في البورصة المصرية، بلغت نسبة تعاملات

غير المصريين في السوق المصري سنة 2019 نسبة 32.94%، من إجمالي التعاملات (البورصة، 2019، صفحة 79). وينطبق الأمر كذلك على إدراج الشركات الأجنبية، حيث إن البورصات المتطورة هي تلك التي تنجذب إليها الشركات الأجنبية، فمثلا في بورصة نيويورك من بين 2 335 شركة مدرجة توجد 503 شركة أجنبية بما نسبته 21.5%، وبورصة سنغافورة من بين 738 شركة مدرجة توجد من بينها 260 شركة أجنبية، بنسبة 35.2% (Kieso, D, 2020, p. 60).

ويعطي تداول الأجانب في السوق مؤشرا جيدا لمستوى الاستقرار الاقتصادي للدولة ويشجع أيضا تدفق الاستثمار المباشر، وقد يرفع من سعر صرف العملة المحلية، الذي سينعكس ايجابيا على معدلات النمو؛ ومن الضروري أن توضع الضوابط اللازمة لحماية الاقتصاد من المضاربات الضارة ودخول التدفقات النقدية الساخنة وعمليات غسل الأموال، كما ينبغي على الدولة الاحتياط لتفادي حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية من خلال تقديم التسهيلات اللازمة لتشجيعها على البقاء والخروج السلس دون التأثير على السوق بإمكانية وضع قيود على نسبة حجم الأوراق المالية المشتراة بواسطة المستثمر الأجنبي مباشرة من السوق (الفكي، 2017، الصفحات 137-138). ويحتاج المستثمر الأجنبي إلى حوافز أمام المنافسة بين الأسواق المالية الدولية، من بينها حجم السوق وكفاءتها وسيولتها من حيث عدد الشركات المدرجة والأدوات الاستثمارية المتوفرة، ومزيد من الشفافية في التعاملات والحماية للمستثمرين، واستعمال أدوات مالية متنوعة ومتطورة كالمشتقات المالية والبيع على المكشوف.

#### 5.2.4 تعديل القانون التجاري لإدخال الصكوك الإسلامية وأدوات مالية جديدة للتداول

من أجل إعطاء بورصة الجزائر إمكانية لزيادة دورها في النشاط الاقتصادي، لابد من إدخال منتجات جديدة متنوعة لجلب المستثمرين الباحثين عن الفرص الاستثمارية، ومن أهمها الصكوك الإسلامية، التي تعد في العديد من الدول وسيلة هامة لتجميع رؤوس الأموال وتمويل عجز الموازنة وتمويل المشاريع، والتي يسمح وجود البورصة بسهولة تداولها بين المستثمرين، بعد إصدارها الأولي.

وتمثل الصكوك المالية الإسلامية حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو شركات متعددة تشارك في الربح المتوقع والخسائر المحتملة، تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية، وتعتبر ماليزيا أكبر سوق للصكوك الإسلامية، حيث تم فيها إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية على مدى العقد الماضي (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، الصفحات 51-52)، حيث قدرت القيمة السوقية للأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة في ماليزيا في نهاية 2019 بقيمة 1 096,62 بليون رينغيت ماليزي ومجموع صكوك بقيمة 938,96 بليون رينغيت ماليزي، وتشكل السوق المالية الإسلامية 63.57% من السوق المالية الماليزية (Malaysia, 2019, p. 180).

وبما أن إصدار هذه الأدوات يحتاج إلى إطار قانوني من البنك المركزي، فقد أصدر بنك الجزائر النظام (Règlement) رقم 02-18 في 04 نوفمبر 2018، يتضمن قواعد ممارسة العمليات المصرفية المتعلقة بالصيرفة التشاركية من طرف المصارف والمؤسسات المالية (الجريدة، 2018، الصفحات 20-22)، غير أن الأمر يحتاج كذلك إلى تعديل القانون التجاري في مادته 715، لتوسيع مجال القيم المنقولة المقبولة للتداول بالبورصة، لتشمل الصكوك وحتى أدوات مالية أخرى متطورة مستعملة في الأسواق المالية الدولية، التي يبحث عنها المستثمر الأجنبي، كالأدوات المالية المشتقة وأدوات التحوط.

#### 6.2.4 إعادة النظر في طريقة تقييم الأسهم

عندما ترغب شركة ما في الإدراج ببورصة الجزائر، تقوم بالاستجابة إلى مجموعة من الشروط، ومنها إيداع مذكرة إعلامية (Notice d'Information) مفصلة، يتم فيها توضيح تقييم المؤسسة وتقييم قيمة السهم التي يصدر بها في السوق الأولية. وما يلاحظ بخصوص أغلب الشركات المدرجة أن قيمة إصدار السهم تتعد بشكل معتبر عن القيمة الاسمية للسهم، بحيث ينتج عنها علاوة إصدار مضاعفة، يدفعها المستثمر الذي يرغب بشراء السهم، مما يجعل قيمة السهم مبالغ فيها نوعا ما وغير مشجعة على ارتفاع محفز أكثر مستقبلا، وهو ما توضحه المعطيات الخاصة بالمؤسسات للسنوات الأخيرة في الجدول الآتي:

## الجدول 06: تطور أسعار أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر

| أعلى قيمة للسهم خلال السنة |       |       |       |              |              |              | سعر إصدار السهم | القيمة الاسمية للسهم | الشركات  |
|----------------------------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|-----------------|----------------------|----------|
| 2019                       | 2018  | 2017  | 2016  | 2015         | 2014         | 2013         |                 |                      |          |
| 472                        | 440   | 465   | 465   | 625          | 610          | 825          | 830             | 380                  | أليانس   |
| 550                        | 525   | 550   | 495   | 480          | 450          | 400          | 400             | 250                  | الأوراسي |
| 1 311                      | 1 230 | 1 225 | 1 470 | لم تكن مدرجة | لم تكن مدرجة | لم تكن مدرجة | 1 225           | 200                  | بيوفارم  |
| 240                        | 300   | 335   | 395   | 380          | 420          | 405          | 400             | 100                  | روبية    |
| 635                        | 660   | 665   | 645   | 665          | 560          | 620          | 800             | 250                  | صيدال    |

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر (SGBV): [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

يلاحظ من خلال الجدول رقم (06) أعلاه أن ثلاث مؤسسات مدرجة لم يعد سعر أسهمها محفزاً لبيعه أو شرائه من طرف المستثمرين، كونه إما أقل من سعر الإصدار، أو قريب منه، الأمر الذي يزيد من صعوبة سيولته، فإذا كان مستثمر قد اشتراه بسعر الإصدار فإن بيعه بأقل من سعر الإصدار تنجم عنه تحمل خسارة، والمستثمر الذي يرغب بشراء هذا السهم لا يتوقع في المستقبل تحقيق هامش في التعامل بهذا السهم في السوق، وهو ما يؤدي إلى ضعف سيولة سوق البورصة. فشركة أليانس منذ انضمامها إلى البورصة سنة 2011 لم يتجاوز سعر سهمها سعر الإصدار الأولي المقدر بـ830 دج، حيث أصبح سعره في السنوات الأخيرة يقارب نصف قيمته. ومن ضمن أبرز أسباب ذلك إضافة إلى ضعف حجم وسيولة البورصة، عملية تقييم السهم عند الإدراج الأولي، حيث يتم الاختيار بين عدة طرق للتقييم تعطي قيم متباينة.

فمثلاً شركة أليانس اعتمدت خمس (05) طرق للتقييم والترجيح بينها لتحديد سعر الإصدار، حيث كانت الأسعار 311 دج وفق الطريقة الأولى، 430 دج وفق الطريقة الثانية، 1 201 دج وفق الطريقة الثالثة، 985 دج وفق الطريقة الرابعة و1 271 دج وفق الطريقة الخامسة، وعند الترجيح بينها تم اختيار تحديد سعر 830 دج (Alliance, 2010, p. 11). وكذلك الأمر بالنسبة لشركة روبية (NCA Rouiba)، فمنذ انضمامها سنة 2013 أصبح سعر سهمها يقارب نصف قيمة إصداره.

بالإضافة إلى ذلك، تعاني بعض الشركات من عدم توافق أسعار أسهمها مقابل أدائها، فشركة روبية مثلاً حققت نتائج جيدة سنة 2014 بزيادة 17% في رقم الأعمال و36% في الأرباح، واعتبرت أحسن مؤسسة للتصدير خارج المحروقات لسنة 2015، بتصدير منتوجاتها نحو عدة أسواق خارجية لا سيما السوق التونسية والليبية، بقيمة تجاوزت 01 مليون يورو (Rouiba, 2015)، إلا أن هذا الأداء لم ينعكس على تطور سعر سهم الشركة، الذي عرف انخفاضاً متتالاً خلال سنة 2014، حتى وصل 375 دج في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2015، ووصل 355 دج في نهاية سنة 2015 إلى أقل من السعر الذي أدرجت به الشركة بـ400 دج، وعرف سعر الشركة انخفاضاً متتالاً حتى وصل إلى 200 دج في مارس 2020 (SGBV, 2020)، وهو التاريخ الذي أودعت فيه الشركة طلب للخروج من البورصة.

## 7.2.4 الاهتمام بحوكمة الشركات والإفصاح والشفافية

نتج عن عملية إدراج أي شركة في البورصة، أن تصبح أعمالها وأنشطتها وتقاريرها المالية أكثر شفافية، لأنها تخضع إلى إطار قانوني وتنظيمي إضافي تفرضه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، وخاصة من خلال النظام رقم 02-2000 الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بتاريخ 20 جانفي 2000، والمتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة. لأن حماية المستثمرين لأموالهم في المؤسسة يتطلب حصولهم على معلومات ملائمة، لتمكينهم من الاطلاع على كيفية التصرف بأموالهم.

وقد تتخوف الشركات الخاصة التي ترغب في الإدراج من هذه الشفافية، لاعتبارات المنافسة أو لاعتبارات جبائية، والتي تستوجب إيداع التقارير والقوائم المالية السنوية ونصف السنوية، وكشف كل الحقائق أمام مختلف الأطراف. ومن أجل ذلك ينبغي تشجيع الشركات ومجالس إدارتها، سواء كانت مدرجة أم لا، على تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، والتي تتضمن ستة (06)

مبادئ أساسية وفق منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE)، منها مبدأ الإفصاح والشفافية، حتى لا تصبح الشفافية عائقاً أمام المؤسسات للإدراج بالبورصة.

وكانت الجزائر قد اتخذت أهم الخطوات في سياق تطبيق مبادئ الحوكمة في جويلية 2007، عندما انعقد ملتقى دولي بالجزائر العاصمة يعتبر الأول منه في الجزائر حول الحكم الراشد، برعاية ودعم السلطات العمومية عبر وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، حيث شكّل الملتقى نقطة البداية للشروع في إعداد نظام جزائري لحوكمة الشركات، تحت مسمى حوكمة الجزائر 2008 (-GOAL 08- Gouvernance Algérie 2008)، من طرف منتدى رؤساء المؤسسات ودائرة النشاط والتفكير حول المؤسسة (CARE)، من أجل وضع في متناول المؤسسات الجزائرية قواعد إرشادية مبسطة لحوكمة الشركات معترف بها دولياً، بناءً على مبادئ الحوكمة الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) سنة 2004، بهدف جلب مزيد من الصرامة والشفافية في تسييرها والرقابة عليها (CARE, 2009, pp. 13-17).

كما ينبغي الحرص على إلزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن المعلومات في الوقت المناسب، وخاصة الإفصاح الإلكتروني عبر مواقعها الإلكترونية، مع العمل على التوافق مع الممارسات الدولية بهذا الخصوص ولا سيما استعمال لغة التقارير المالية الموسعة (XBRL) للإفصاح الإلكتروني.

#### 8.2.4 نشر ثقافة الاستثمار والتمويل عن طريق البورصة

من بين المشكلات التي تعاني منها بورصة الجزائر، نقص ثقافة البورصة حول دورها وأهميتها لدى المستثمرين والمواطنين، ونقص الاهتمام بالتمويل عن طريق البورصة لدى المؤسسات العمومية والخاصة، فالمؤسسات الاقتصادية العمومية تابعة للدولة، التي توفر لها احتياجات التمويل عن طريق الخزينة والبنوك العمومية، ولا يملك مسيروها الحرية لاتخاذ القرار بالانضمام إلى البورصة، فيما المؤسسات الخاصة يغلب على كثير منها الطابع العائلي، وقد لا تقتنع بسهولة بفتح رأس مالها لشريك خارجي، فضلا عن التخوف من الشفافية التي تفرضها عملية الانضمام إلى البورصة.

وينبغي في هذا الإطار التركيز على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل أكبر، بتشجيعها للانضمام إلى البورصة، وتبيان مزايا الإدراج بالنسبة لها في الحصول على تمويل يسير وشهرة قد تساعدها مستقبلا في تطوير نشاطها، بالنظر إلى الصعوبات التي قد تواجهها هذه المؤسسات في الحصول على القروض البنكية، التي تتطلب توفر ضمانات قد لا تستطيع هذه الشركات توفيرها، بالإضافة إلى إمكانية استفادتها كذلك من الحصول على تمويل الاستثمار المخاطر عن طريق شركات رأس المال الاستثماري، التي تساهم فيها بشكل مؤقت طبقا للقانون رقم 11-06 الصادر في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري، بالنظر إلى ما توفره البورصة من مزايا ضريبية، عندما تتنازل شركات الاستثمار عن المساهمات لاحقا عن طريق البورصة.

#### 9.2.4 إصلاحات عميقة لهيكل وطبيعة الاقتصاد الجزائري

بالإضافة إلى ما سبق ذكره يمكن عرض أهم شروط النجاح المتعلقة بهيكل وطبيعة الاقتصاد التي ينبغي توفرها في بورصة الجزائر حتى تتمكن من تحقيق أهدافها في النقاط التالية: (براق، 24-25 أبريل 2007، الصفحات 387-392)

- تسويق الاقتصاد، ذلك أن البورصات الأكثر فعالية قد ظهرت وتطورت في أحضان الدول التي تبني اقتصاد السوق، من خلال إتباع فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة الاقتصادية وإعطاء دور الريادة للقطاع الخاص وتشجيعه بتأسيس أكبر قدر ممكن من شركات المساهمة وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في ظل المنافسة الحرة.
- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد، حيث إن هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، مع المحافظة على معدلات تضخم ضئيلة على النحو الذي يسمح للعائلات والأغوان الاقتصادييين بتوظيف قدراتهم التمويلية في القيم المتداولة دون الخوف من مضاعفات ظاهرة التآكل النقدي.
- الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية، حيث تتميز بورصات القيم المتداولة الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها، وهي مفتوحة حتى للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك، حيث إن سيطرة عدد محدد من المتدخلين كالبنوك والمؤسسات الكبرى وكذا عدم تنوع القيم المتداولة، يمكن أن يزيد من درجة مخاطرة عدم سيولة الادخار المستثمر.

- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة، حيث تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذا كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار بما يسمح باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار، ويتطلب ذلك شفافية في سير المعلومات الاقتصادية، المالية والإحصائية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة، ومصداقية هذه المعلومات شرط لازم لحسن سير بورصة فعالة.
- توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، حيث إن ربحية المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لاجتذاب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية. ومن شروط نجاح ذلك وجود هيئات تمويلية متخصصة في جمع الادخار العام ودراسة وإنشاء المشاريع الاستثمارية.
- حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية، من أجل استقطاب أكبر قدر ممكن من المدخرين، وهذا بدوره يتطلب جملة من العوامل أهمها: وجود شركات مساهمة ناجحة: رفع معدلات الفائدة للسندات المطروحة للاكتتاب العام؛ التخفيض من الأعباء الضريبية؛ تحقيق استقرار العملة باعتباره عاملا محدد للمدخر الأجنبي.
- تكييف بورصة القيم المتداولة مع التحولات الاقتصادية، بوجود إطار مؤسسي وتنظيمي مرن يسمح لها بالتطور والتكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة، ومقدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسات المسيرة جيدا ومحاولة ترقيةها ومعاينة تلك المسيرة بصورة سيئة كإخراجها من قيد البورصة مثلا.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين، حتى يطمئن أصحاب الفوائض على مصير رؤوس أموالهم الموظفة والمستثمرة وزيادة حرية تداول القيم المتداولة وتقييدها وسهولة تدفق رؤوس الأموال دون حواجز أو مخاوف.
- وجود جهاز مصرفي متكامل، ذلك أن الجهاز المصرفي ببنوكه التقليدية وبنوكه المتخصصة في الاستثمار والأعمال والبنك المركزي، يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة، لما يختص به بصفته وسيطا ماليا يعمل على تعبئة الادخار وترقيته وحسن توجيهه، وتوفير السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات والعمليات.
- ومن أبرز المشاكل الاقتصادية التي تؤثر كذلك على توجيه السيولة نحو بورصة الجزائر هي الاقتصاد الموازي، حيث تقدر الكتلة النقدية الموجودة خارج التداول بأكثر من 5 000 مليار دينار (الخبر، 2021)، حيث تمارس العديد من الأنشطة الاستثمارية خارج رقابة الدولة، وتحقق للمستثمرين أرباح أكثر من توجيههم للاستثمار في البورصة.

##### 5. خاتمة:

أصبح موضوع تفعيل دور بورصة الجزائر في النشاط الاقتصادي، يحظى باهتمام واسع في الفترة الأخيرة بعد الانخفاض المحسوس والمتواصل في إيرادات النفط، التي أدت إلى التأثير على تمويل المشاريع عبر الخزينة العمومية والقروض البنكية، وهو ما استدعى التفكير في تفعيل الدور الذي يمكن أن تؤديه البورصة على غرار ما في مختلف الدول ولا سيما دول الجوار، بالمساهمة في تمويل المؤسسات الاقتصادية وتحقيق التنمية، بدلا من الاقتصار على التمويل عن طريق الخزينة والبنوك العمومية. غير أن بورصة الجزائر ومنذ تاريخ بداية نشاطها سنة 1999، لم تسهم في النشاط الاقتصادي إلا بشكل قليل جدا، وتميزت طيلة فترة نشاطها بضعف حجم السوق وسيولته، بالنظر إلى العدد القليل من المؤسسات المدرجة بها، والتي لا تتجاوز ست (06) شركات، من ضمنها مؤسسة صغيرة ومتوسطة واحدة، فضلا عن انخفاض رسملة البورصة التي لا تتعدى منذ عدة سنوات نسبة 0.2% من الناتج الداخلي الخام، حتى وإن ارتفعت بنسبة معتبرة سنة 2016، إلى 45 مليار دينار بعدما كانت 15 مليار دينار سنة 2015. وهي مؤشرات جعلت من بورصة الجزائر في المرتبة الأخيرة عربيا، وفق مؤشرات صندوق النقد العربي. حيث إنه بالرغم من الامتيازات الجبائية التي أقرتها السلطات العمومية للمؤسسات الراغبة بالإدراج والمستثمرين، إلا أنه تواصل عزوف المؤسسات عن الدخول إلى البورصة، سواء بالنسبة للمؤسسات الكبيرة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، هذه الأخيرة رغم تخفيف شروط إدراجها بفتح سوق خاص بها سنة 2012، إلا أنها لم تنضم لها سوى شركة واحدة فقط طيلة 08 سنوات.



## 1.5 النتائج:

توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج، فيما يلي أهمها:

- لا تسهم بورصة الجزائر في النشاط الاقتصادي إلا بنسبة قليلة جدا، بحيث لا تتعدى قيمتها السوقية منذ عدة سنوات 0.2% من الناتج الداخلي الخام، فضلا عن العدد القليل من المؤسسات المدرجة بها، التي لا تتجاوز ست (06) شركات، بعد 20 سنة من النشاط، والتي أصبح عددها (05) فقط بعد خروج شركة روية سنة 2020.
- تعاني بورصة الجزائر من ضعف كبير في السيولة وحجم التداول الذي لم يتجاوز طيلة نشاط البورصة نسبة 0.008% من الناتج الداخلي الخام.
- من بين أبرز أسباب عزوف الشركات الخاصة عن البورصة، هو التخوف من الشفافية التي تفرضها عملية الإدراج، وكثير منها شركات عائلية، أما الشركات العمومية فتحتاج إلى موافقة السلطات العمومية عن طريق مجلس مساهمات الدولة.
- اتخذ مجلس مساهمات الدولة قرارا في سنة 2013 بإدخال ثماني (08) مؤسسات اقتصادية عمومية للبورصة، قبل أن يتم التراجع عن القرار، الذي كان يعول عليه لزيادة حجم السوق وتشجيع شركات أخرى خاصة على الإدراج بالبورصة.
- من بين الصعوبات التي تواجهها بورصة الجزائر أن عدم فعالية وسطاء البورصة، المشكلين في أغلبهم من بنوك عمومية، والتي يسيطر علي عملياتها بنك خاص بي أن بي باريبا الجزائر (BNP Paribas El Djazair)، وصلت نسبتها أكثر من 95% في سنة 2015.
- من بين أسباب نقص السيولة في البورصة بالإضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة، هو عدم السماح للمستثمرين الأجانب بالاستثمار بالبورصة، بسبب أن النظام (Règlement) رقم 04-2000 الصادر عن بنك الجزائر المتعلق بالعملية، لم ينشر بعد في الجريدة الرسمية منذ سنة 2000.

- تؤدي صناديق وشركات الاستثمار دور كبير في تطوير أداء البورصة، على العكس ما يحدث في بورصة الجزائر، التي تضم شركة واحدة فقط كهيئة توظيف جماعي للقيم المنقولة (OPCVM).
- يمكن لزيادة منتجات الأدوات المالية للتداول بالبورصة ولا سيما الصكوك بعد صدور الإطار التنظيمي لها من بنك الجزائر، أن يساهم في ترقية عمل البورصة، إلا أن ذلك يحتاج إلى تعديل القانون التجاري.
- ما يلاحظ على أسعار أسهم بعض الشركات المدرجة، أن أسعار أسهمها تقل عن أسعار إصدارها الأولية، مما يقلل من سيولتها.

## 2.5 الاقتراحات

بناءً على النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم الاقتراحات الآتية:

- ضرورة تشجيع السلطات العمومية من خلال مجلس مساهمات الدولة، على إدراج بعض الشركات الكبيرة والناجحة لجذب المستثمرين والثقة للسوق، بفتح نسبة من رأس مالها عن طريق البورصة، خاصة وأنه منذ دخول مؤسسة الأوراسي سنة 2000 لم تدخل بعدها أي مؤسسة اقتصادية عمومية أخرى إلى البورصة.
- حتى تشجع المؤسسات الخاصة بالدخول إلى البورصة، ينبغي البدء ببعض المؤسسات الاقتصادية العمومية الناجحة، لتعطي المثل وتزيد الثقة بالبورصة.
- إعادة بعث قرار مجلس مساهمات الدولة الصادر سنة 2013، الذي نص على إدراج ثماني (08) مؤسسات اقتصادية عمومية ببورصة الجزائر، والذي تم التراجع عنه.
- من أجل رفع السيولة وجلب الكفاءة والخبرة للبورصة، ينبغي فتح المجال للمستثمرين الأجانب وغير المقيمين، من أجل الاستثمار في بورصة الجزائر، بنشر النظام (Règlement) رقم 04-2000 الصادر عن بنك الجزائر في الجريدة الرسمية، حتى يصبح ساري المفعول.
- التركيز على تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالانضمام إلى البورصة، للحصول على تمويل سهل مقارنة بالتمويل البنكي الذي يتطلب ضمانات قد تفوق إمكانياتها.
- إدخال منتجات جديدة للتداول في أسواق بورصة الجزائر، وخاصة الصكوك بعد أن وافق بنك الجزائر على استعمالها، وتعديل المادة 715 من القانون التجاري المتعلقة بالعملية.

- الاستفادة من البورصة بطرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلا من الاعتماد في تمويلها على الموازنة العامة للدولة.
- يستحسن عند إدراج شركة ما أن يتم اختيار فترات ملائمة لإدراج ذلك، حتى لا تتكرر عملية فشل إدراج مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة بسطيف، التي انطلقت في شهر ماي 2016، وهي الفترة التي تزامنت مع إطلاق السلطات العمومية للقرض السندي، وتنافس على السيولة.
- تفعيل دور الوسطاء الماليين (IOB) وخاصة البنوك العمومية وتحفيزهم على أداء مهامهم باحترافية.
- تفعيل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) وصناديق الاستثمار، وزيادة عددها، لمساعدة المستثمرين الصغار.
- تشجيع الشركات المدرجة على تطبيق مبادئ حوكمة الشركات التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، بالتركيز على توفير مزيد من الشفافية والإفصاح الإلكتروني حول المؤسسات، وبالأخص الإفصاح وفق لغة التقارير المالية الموسعة (XBRL)، حيث كلما زادت الشفافية قلت المخاطرة.
- البحث في الأسباب التي أدت إلى طلب شركة روية الخروج من البورصة، وهل لذلك علاقة بعدم ارتفاع أسهم مختلف الشركات عن أسعار الإصدار الأولية، طيلة عدة سنوات، أو له علاقة بالاختيار الخاطئ لطريقة تقييم السهم عند تاريخ الإدراج، خاصة وأن ذلك قد يزيد من عزوف شركات أخرى عن الإدراج.
- الإسراع في رقمنة البورصة والاستفادة من التكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها الأسواق المالية المتطورة، بما يسهل شراء وبيع الأسهم والتداول المستمر وعن بعد، بتسعيرة محدثة باستمرار وعن طريق الانترنت والهاتف المحمول.
- يمكن أن تشكل البورصة فرصة لشركات رأس المال المخاطر في التمويل المؤقت للشركات الصغيرة والمتوسطة والناشئة، ذلك أن التنازل عن حصتها عند الخروج عن طريق البورصة يجعلها تستفيد من إعفاء من الضريبة.
- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد، لما لذلك من دور في رفع حجم الادخار الخاص وتوجيهه نحو التوظيف في القيم المتداولة.
- التحكم في التضخم والمحافظة على معدلات ضئيلة منه، لإزالة مخاوف الأعوان الاقتصاديين من مضاعفات ظاهرة التآكل النقدي لأموالهم التي تم توظيفها في القيم المتداولة بالبورصة.
- معالجة ظاهرة الاقتصاد الموازي، حتى يتم توجيه الكتلة النقدية الموجودة خارج رقابة الدولة إلى التوظيف في القيم المتداولة بسوق البورصة.

## 6. قائمة المراجع:

- Alliance Assurances. (2010). *Notice d'information*, Alger.
- AMMC. (2019). *Rapport Annuel*. Maroc: Autorité Marocaine du Marché des Capitaux.
- Bank of Algeria. (2020). Récupéré sur [www.bank-of-algeria.dz/html/legist8.htm](http://www.bank-of-algeria.dz/html/legist8.htm) (Consulté le 18 Janvier 2021).
- BEKADA, M., & DERBAL, A. (2016). *Le marché financier en Algérie, état des lieux et perspectives de son développement*. *Revue algérienne d'économie et gestion*, 10(03).
- Bourse de Tunis. (2019). *Rapport d'Activité*. Tunis.
- CARE. (2009). *Code Algérien de Gouvernance d'entreprise*. ALGER.
- COSOB. (2013). *Rapport Annuel*. Alger.
- COSOB. (2020). Consulté le 18 Janvier 2021, sur <https://www.cosob.org/opcvm/>
- COSOB. (2020). Consulté le 18 Janvier 2021, sur <https://www.cosob.org/communique-de-la-cosob-portant-sur-le-depot-dun-projet-doffre-publique-de-retrait-par-nca-rouiba-spa-et-suspension-des-negotiations-sur-le-titre-de-la-societe/>
- COSOB. (2020). *IOB*. Consulté le 18 Janvier 2021, sur: <https://www.cosob.org/iob/>
- El-wassa, K. A. (2013). The Development of Stock Markets: In Search of a Theory. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3( 3).
- Frederic, S. M., & Stanley, G. E. (2018). *FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS* (Ninth Edition). United Kingdom: Pearson.

Kieso, D. & others. (2020). *intermediate accounting ifrs edition* (4th edition.). United states of America: wiley.

Malaysia Securities Commission. (2019). *ANNUAL REPORT 2019*.

Rouiba NCA. (2015). Consulté le 18 Janvier 2021, sur [www.rouiba.com.dz](http://www.rouiba.com.dz),

SGBV. (2016). *Rapport Annuel*.

SGBV. (2020). Consulté le 18 Janvier 2021, sur [www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145](http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145)

SGBV. (2020). Consulté le 18 Janvier 2021, sur [www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=150](http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=150)

SGBV. (2020). Consulté le 18 Janvier 2021, sur

[http://www.sgbv.dz/?page=details\\_boc&id\\_sea=2069&lang=fr](http://www.sgbv.dz/?page=details_boc&id_sea=2069&lang=fr)

البورصة المصرية (2019). *التقرير السنوي*. مصر.

الجريدة الرسمية (2018). النظام رقم 18-02 في 04 نوفمبر 2018، يتضمن قواعد ممارسة العمليات المصرفية المتعلقة بالصرافة التشاركية من طرف المصارف والمؤسسات المالية، الجريدة الرسمية رقم 73، الصادرة بتاريخ 09 ديسمبر 2018، الجزائر.

الخيكانى، ن. ك. &، الموسوي، ح. ي. (2013). *السياسات الاقتصادية، الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العلمية، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2013*، الطبعة الثانية. الأردن: دار اليازوري العلمية.

الفكي، أ. (2017). *أسواق المال*. الطبعة الأولى. الأردن: دار الجنان للنشر والتوزيع.

براق محمد. (24-25 أبريل 2007). *الملتقى الوطني الثاني حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري*. بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها (الصفحات 387-392): جامعة أدرار.

بكيحل عبد القادر. (2017). *النظام المحاسبي المالي ومدى تأثيره في دعم الشفافية والإفصاح ببورصة الجزائر*. أطروحة دكتوراه في علوم التسيير. الجزائر: جامعة الشلف.

بن إبراهيم، أ. &، بن ضيف، م. (2019). *الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم والسندات*. الطبعة الأولى. الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر.

جبار محفوظ. (2017). *الأسواق المالية مفاهيم أساسية*. الجزء الأول. الجزائر: دار هومة.

جريدة الخبر. (07 فبراير 2021). [/https://www.elkhabar.com/press/article/181415](https://www.elkhabar.com/press/article/181415).

ريحان، أ. & حمداوي، أ. (2013). *بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية*. جامعة عنابة. *مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية*.

القانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجزائر

مرسوم تشريعي (1993). مرسوم تشريعي رقم 10-93، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة. الجزائر.