

## توجه المؤسسات العمومية الاقتصادية نحو اقتصاد الأسواق المالية في ظل التنمية خارج قطاع المحروقات

### The orientation of public economic institutions towards the financial market economy in light of development outside the hydrocarbon sector

خديجة شيخي<sup>1\*</sup>، فائزة عدمان<sup>2</sup>، الربيع بوغريوة<sup>3</sup>

<sup>1</sup>جامعة بومرداس (الجزائر)، [k.chikhi@univ-boumerdes.dz](mailto:k.chikhi@univ-boumerdes.dz)

<sup>2</sup>جامعة الجزائر3 (الجزائر)، [Admane.faiza@univ-alger3.dz](mailto:Admane.faiza@univ-alger3.dz)

<sup>3</sup>جامعة بومرداس (الجزائر)، [r.bouarioua@univ-boumerdes.dz](mailto:r.bouarioua@univ-boumerdes.dz)

تاريخ النشر: 2022/06/30

تاريخ القبول: 2022/05/06

تاريخ الاستلام: 2022/02/08

#### Abstract:

Public economic institutions suffer from several financing problems that negatively affect them Its sustainability, development and competitive advantage, especially in light of the Algerian economy's openness to the global economy. Hence, the importance of the financial market in financing the investment needs of these institutions to integrate with the requirements of the global economy:

This paper will highlight the most important reforms that have affected the capital market in Algeria, and mechanisms to enable it in order to play an effective financing role to support the investment needs of these institutions.

**Keywords:** Investment needs; reforms; capital market; financial market; capital opening.

**JEL Classification :** B26; F65; F63;G1.

#### مستخلص:

تعاني المؤسسات العمومية الاقتصادية من عدة مشاكل تمويلية تؤثر سلبا على استمراريتها وتطورها وميزتها التنافسية خاصة في ظل انفتاح الاقتصاد الجزائري على الاقتصاد العالمي، ومن هنا تبرز أهمية السوق المالي في تمويل الحاجيات الاستثمارية لهذه المؤسسات للاندماج مع متطلبات الاقتصاد العالمي.

من خلال هذه الورقة البحثية سيتم إبراز أهم الإصلاحات التي مست سوق رأس المال في الجزائر، وآليات تفعيله لكي يؤدي دور تمويلي فعال لدعم الحاجات الاستثمارية لهذه المؤسسات.

الكلمات المفتاحية: حاجيات استثمارية؛ إصلاحات؛ سوق رأس المال؛ فتح رأس المال.

تصنيفات JEL: B26؛ F65؛ F63؛G1.

## مقدمة

عملت الجزائر على إصلاح المحيط المالي للمؤسسات الاقتصادية العمومية، على اعتبار أن هذه المؤسسات تمثل الركيزة الأساسية لعملية التنمية خارج قطاع المحروقات. وتعاني المؤسسات العمومية الاقتصادية من عدة مشاكل تسيرها وتمويلية إذ أن معظم هذه المؤسسات كانت تعتمد على التمويل المصرفي بمختلف أنواعه دون أن تواجه أية شروط أو قيود تمويلية، غير أن هذا الاتجاه التمويلي أثر سلبا عليها، بحيث أدى إلى الرفع من حجم استدانتها وجعلها عاجزة أمام تلبية استحقاقاتها الاستدانية الأمر الذي ألزم الدولة إلى اللجوء إلى سلسلة من التطهيرات المالية، غير أن الاستمرار في هذا المنهج غير ممكن في ظل توجه نحو اقتصاد السوق مع وجود عدم تدخل المباشر في السوق بالإضافة إلى الآثار السلبية على خزينة الدولة في ظل ظروف انخفاض أسعار المحروقات، وهو ما جعل الدولة تبحث عن بدائل تمويلية تلبي مختلف الاحتياجات الاستثمارية لهذه المؤسسات بشرط أن تتصف بالوفرة والاستقرار والديمومة.

ومن هنا تظهر أهمية والزامية فتح رأس مال هذه المؤسسات الاقتصادية وذلك لتحقيق عدة أهداف متمثلة أساسا فيما يلي:

✓ الحفاظ على التوازن المالي لهذه المؤسسات؛

✓ الحصول على التكنولوجيا الحديثة، وتفعيل نشاطها الاستغلالي لتحسين جودة منتوجاتها ودعم قدرتها التنافسية ومدخيلها المالية والتخفيف من عبئ الاستدانة وحمايتها من خطر الإفلاس.

غير أن نجاح هذه العملية يستلزم إعادة النظر في إصلاح السوق المالي لتفعيل دوره التمويلي لهذه المؤسسات وجعله المصدر التمويلي الرئيسي لها.

إشكالية البحث: انطلاقا مما سبق تتمحور الإشكالية الرئيسية لموضوع البحث فيما يلي:

كيف يمكن للسوق المالي أن يؤدي دور تمويلي فعال لتغطية الاحتياجات

الاستثمارية للمؤسسات العمومية الاقتصادية؟

فرضيات البحث: بغية الإحاطة بالإشكالية الرئيسية سنقوم باختبار صحة الفرضيات التالية:

✓ تعد استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية نقطة هامة لانطلاق عمليات إصلاح سوق رأس المال في الجزائر؛

✓ تفضل المؤسسات العمومية الاقتصادية التمويل غير المباشر عن طريق الاقتراض البنكي على التمويل المباشر عن طريق السوق المالي؛

- ✓ لا يؤدي السوق المالي الجزائري دورا فعالا في تمويل الاقتصاد الوطني؛
- ✓ تعد عملية فتح رأس مال المؤسسات العمومية الاقتصادية ضرورة قصوى في ظل الظروف الراهنة.

أهداف البحث: نهدف من خلال هذه الدراسة إلى:

- ✓ إبراز أهم الإصلاحات التي مست سوق رأس المال في الجزائر؛
- ✓ التأكيد على ضرورة تفعيل الدور التمويلي للسوق المالي الجزائري؛
- ✓ تشجيع المؤسسات العمومية الاقتصادية على فتح رأس مالها من خلال إبراز إيجابيات هذه العملية وضرورتها.

منهجية البحث: للإجابة على الإشكالية المطروحة وتحليل أبعادها ومختلف جوانبها وكذا اختبار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي.

**1- حتمية إصلاح أسواق رأس المال في الجزائر لتمويل عملية التنمية خارج قطاع المحروقات**  
كثيرا ما يختلط الأمر على البنوك التجارية الجزائرية حول نوعية وطبيعة العلاقة التي تربطها بالمؤسسة العمومية الاقتصادية، هل هي علاقة حتمية التمويل؟ أو هي علاقة تمويلية مبنية على العقلانية وتحليل مالي معمق لميزانيات المؤسسات طالبة القروض؟ هل هي علاقة شراكة وتعاون وتنسيق؟ أم هي علاقة عرض وطلب نقد يوم إلى فقط؟ هل القروض المقدمة للمؤسسات العمومية الاقتصادية من طرف البنوك التجارية هي واجبة الاسترداد؟ أم هي ممنوحة على سبيل الإعانة في الأزمات المالية المتعاقبة التي تعاني منها هذه المؤسسات التابعة للقطاع العام (بن يوسف، 2006، صفحة 16)؟

إن نجاح إصلاح سوق رأس المال الجزائري لعملية تمويل التنمية خارج قطاع المحروقات يتطلب إعادة النظر في العلاقات القائمة بين المؤسسات العمومية الاقتصادية والبنوك الجزائرية، بحيث يتطلب الأمر إيقاف انسياب الأموال إلى المؤسسات الخاسرة والتعجيل بفتح رأس مالها، ويساعد في ذلك تحسين الإطار التشريعي والتنظيمي التي تعمل في ظلها هذه البنوك والمؤسسات والسوق المالي معاً لأن كل منهم لا يمكن أن ينجح بمعزل عن الآخر.

### **1-1 لمحة عامة عن النظام المصرفي الجزائري وأهم الإصلاحات التي شهدتها**

منذ نشأة النظام المصرفي على أنقاض بنوك فرنسية تم تأميمها سنة 1966 مر بعدة إصلاحات، أهمها إصلاح سنة 1971 الذي جاء مواكباً لسياسة المخططات الاقتصادية، ثم إصلاح سنة 1986 عقب الأزمة المالية العالمية التي أفرزها انهيار أسعار النفط، ثم إصلاحات 1988 التي

طبقت ما يسمى باستقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية، إلا أن أهم هذه الإصلاحات جاءت بعد صدور قانون النقد والائتمان لسنة 1990 (حديدي و ناصر، 2015، الصفحات 14-15).

### ➤ قانون النقد والائتمان رقم 10-90

تعتبر سنة 1990 منعرجًا هامًا وحاسمًا في مسار الإصلاحات المالية والنقدية في الجزائر، والتي صادفت صدور قانون النقد والائتمان القانون رقم 90-10 الصادر في 14 أفريل 1990، والذي حاولت من خلالها السلطات الجزائرية تفادي القصور الذي وقع في الإصلاحات السابقة، وتماشياً مع سياسة التحول إلى اقتصاد السوق الحر، وأهم ما تضمنه هذا القانون هو إلغاء القوانين والأحكام المتعارضة معه، إعطاء مكانة هامة للسياسة النقدية كأداة ضبط اقتصادي تحت إشراف البنك المركزي والذي أصبح يسمى " بنك الجزائر"، وتعديل مهام البنوك لزيادة فعاليتها في النشاط الاقتصادي بعد منحها الشمولية في العمل المصرفي، وكذا فتح الاستثمار في السوق المصرفية الجزائرية أمام القطاع الخاص والأجنبي (حقيقة، 2017، الصفحات 185-186) عرف النظام المصرفي الجزائري بعد عدة سنوات من صدور قانون النقد والائتمان 90-

10، تعديلات نتيجة التغيرات التي مست المحيط الاقتصادي الجزائري أهمها:

✓ الأمر رقم 01-01: أول تعديل لقانون النقد والائتمان 10-90 كان الأمر رقم 01-01 الصادر في 27 فيفري 2001، حيث تضمن هذا الأمر تعديلا لجوانب الإدارية في تسيير بنك الجزائر دون المساس بمضمون القانون. إضافة إلى الفصل بين مجلس إدارة بنك الجزائر ومجلس النقد والقرض.

✓ الأمر رقم 11-03: لقد تسببت الفضائح المتعلقة ببنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري في ضعف الجهاز المصرفي الجزائري وضرب مصداقيته، مما دفع بالسلطات النقدية والمالية إلى إصدار الأمر 11-03 في 26 أوت 2003، حيث جاء هذا الأمر مدعماً لأهم أفكار ومبادئ قانون 10-90 ولكنه يلغيه ويحل محله، وبتشددًا أكثر مع المسؤولين عن تسيير البنوك بتوضيح المخالفات في إدارتها والنص على العقوبات المقابلة لها.

✓ الأمر رقم 10-04: جاء الأمر 04-10 المؤرخ في 26 أوت 2010 بهدف تعديل وتتميم الأمر رقم 11-03 المتعلق بالنقد والائتمان، وتتمثل أهم النقاط التي تطرق إليها فيما يلي (العابد و بوقنة، 2017، صفحة 94):

- اشتراط نسبة المساهمة الوطنية في إطار الشراكة بما لا يقل عن 51% من رأس المال بالنسبة للترخيص بالمساهمات الخارجية في البنوك والمؤسسات المالية التي يحكمها القانون الجزائري؛
- تعزيز الرقابة الداخلية من خلال وضع جهاز رقابة داخلي فعال.

- إلزام البنوك والمؤسسات المالية باحترام المعايير والمبادئ الدولية في مجال التسيير المصرفي.

## 2-1 نشأة السوق المالي الجزائري وإصلاحه

### 1-2-1 مراحل إنشاء بورصة الجزائر

وتتمثل المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر فيما يلي (بوكساني، 2007، الصفحات 51-52):

✓ **المرحلة الأولى 1990-1992:** اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات العمومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة. ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة SVM مهمتها تشبه إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة. وقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقدر رأسمالها ب 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 8 أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، وعرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية: مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل تنظيم العمليات على القيم المنقولة، مرسوم تنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

✓ **المرحلة الثانية 1992-1999:** لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992 تم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها إلى بورصة القيم المتداولة BVM، بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات، وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري، والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة، وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر.

### 1-2-2 جهود إصلاح بورصة الجزائر

تم التوقيع على اتفاق في 2 ديسمبر 2008 بين برنامج الأمم المتحدة للتنمية PNUD ووزارة الشؤون الخارجية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أجل الانطلاق في الأشغال التحضيرية لمشروع تنمية وتطوير بورصة الجزائر (خاطري و بلقاسم، 2016، صفحة 351).

النتائج الرئيسية لهذه الأشغال تم تسليمها في ماي 2009 وخلصت إلى (مراقبتها، 2010، صفحة 91):

✓ ضرورة اللجوء إلى خبرة دولية ووطنية: تتكون من 5 خبراء دوليين، 3 استشاريين وطنيين، وتوظيف 5 متربصين يختارون في مسابقة وطنية سيتم دمجهم في مجموعات العمل؛

- ✓ الحاجة إلى إنشاء وحدة لتسيير المشروع على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مع لجنة تنسيق تضم كل السلطات والأطراف الفاعلة؛
- ✓ أهمية الإشراف المؤسسي والتشغيلي للمشروع من قبل لجنة وزارية مشتركة تعتمد على لجنة إشراف برئاسة وزير المالية؛
- ✓ تحقيق إصلاح السوق المالية على مرحلتين هامتين ومتكاملتين:
- المرحلة الأولى (2011): تقييم وتصميم المخطط المستهدف والتنظيم النموذجي للسوق المالية، خلال فترة 8 أشهر؛
- المرحلة الثانية (2012-2013): تنفيذ إصلاح السوق المالية على أساس الخيارات المحددة خلال فترة من 16 إلى 18 شهرا.

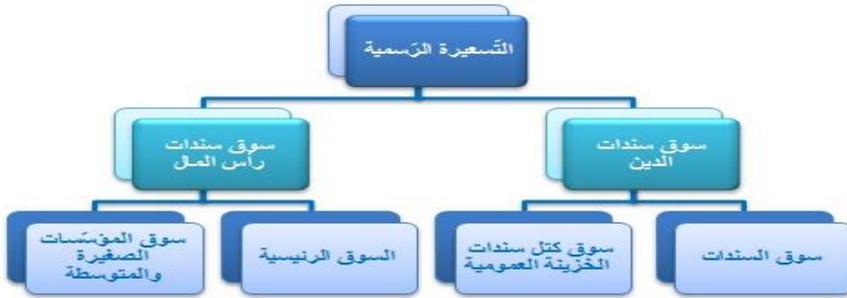
## 2- دراسة تقييميه للدور التمويلي للسوق المالي وسبل تفعيله

رغم كل المجهودات التي بذلتها السلطات الجزائرية في إصلاح منظومتها المالية بهدف الانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد أسواق المال لتغطية الحاجيات الاستثمارية للمؤسسات العمومية، غير أن النتائج على أرض الواقع كانت بعيدة كل البعد عن الأهداف المسطرة.

## 2-1 تشكيلة السوق المالي الجزائري

تعرف أقسام السوق المالي بالتسعيرة الرسمية، ويمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01): التسعيرة الرسمية للسوق المالي الجزائري



Source: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>

يتضح من خلال الشكل أن السوق المالي الجزائري مقسم إلى سوق للأسهم (سندات رأس المال)، والذي ينقسم بدوره إلى سوق أسهم المؤسسات الكبيرة وسوق أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا سوق للسندات (سندات الدين) والذي ينقسم بدوره إلى سوق لسندات الشركات وسوق لسندات الحكومة.

أما بالنسبة للأوراق المالية فيمكن توضيح المدرجة حاليا في كل سوق من خلال الجدول التالي:  
الجدول رقم (01): الأوراق المالية المدرجة في مختلف أقسام السوق المالي الجزائري

أقسام السوق	عدد الأوراق المسجلة	تفاصيل الشركات المصدرة
سوق الأسهم للشركات الكبرى (السوق الرسمي)	05	مجمع صيدال وهو مؤسسة عمومية تنشط في مجال الصناعة الصيدلانية تم إدراجها سنة 1999 بفتح رأسمالها بنسبة 20 %
		مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي وهي مؤسسة عمومية تنشط في قطاع السياحة تم إدراجها سنة 2000 بفتح رأسمالها بنسبة 20 %
		اليانيس للتأمينات شركة خاصة تنشط في قطاع التأمينات تم إدراجها سنة 2011 برفع رأسمالها بنسبة 31 %
		NCA روية وهي شركة خاصة تنشط في قطاع الصناعات الغذائية تم إدراجها سنة 2013 بفتح رأسمالها بنسبة 25%
		شركة بيوفارم وهي شركة خاصة تنشط في مجال الصناعة الصيدلانية تم إدراجها سنة 2016 بفتح رأسمالها بنسبة 20 %
سوق أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	01	منذ إنشائها سنة 2012 إلى اليوم تم إدراج مؤسسة واحدة وهي aoinvest سنة 2018 حيث قامت بإدراج أكثر من 10% من أسهمها وكانت موضوع استثمار مع ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين.
سوق سندات الشركات	00	حاليا ولا سند ولكن سابقا تم تسجيل عدة سندات لعدة شركات SONATRACH03(1998) Air Algérie (2007) Sonalgaz11(2006) Algérie tellecome(2006) Spa DAHLI16 (2009)
سوق السندات الحكومية	حاليا يتم تداول 28 سند تختلف فترات استحقاقها بين 7 10 15 سنة وبمعدلات فائدة تتراوح بين 3% و6.5%	يتم إصدار السندات الحكومية من طرف الخزينة العمومية وتحت إشراف بنك الجزائر تأسست هذه السوق عام 2008

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على [http://www.sgbv.dz/ar/?page=societe\\_cote](http://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote)

و <https://www.cosob.org/listes-des-emetteurs>

يتضح من الجدول أعلاه أن السوق المالي الجزائري يتشكل حاليا من سوق للأسهم يضم خمسة أسهم للشركات (صيدال، الاوراسي، اليانس، روية، بيوفارم)، وسوق لسندات الشركات لا يوجد فيه ولا سند متداول، وسوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يوجد فيه أسهم مؤسسة واحدة متداولة منذ نشأته، وكذلك سوق للسندات العمومية وهو أنشط سوق مقارنة بباقي الأسواق، خاصة بعد إطلاق عملية القرض السندي التي قام بها بنك الجزائر من اجل تمويل الخزينة العمومية سنة 2018.

كما يتضح أيضا إجماع المؤسسات العمومية عن دخول سوق الأسهم فممنذ نشأته لم تدخل إلا ثلاث مؤسسات وهي: مؤسسة رياض سطيف التي أدرجت سنة 1999 عن طريق رفع رأس مالها بنسبة 25% والتي انسحبت سنة 2006 نظرا للصعوبات المالية التي أثرت على أداء الشركة، مجمع صيدال تم إدراجه سنة 1999 بفتح رأسماله بنسبة 20 %، مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي تم إدراجها سنة 2000 بفتح رأسمالها بنسبة 20 % كما نشير في هذا الإطار إلى محاولة المؤسسة العمومية شركة الاسمنت العين الكبيرة الدخول إلى البورصة سنة 2016 برفع رأسمالها بنسبة 35% والتي كانت فاشلة، كونها لم تنجح في عملية الاكتتاب حيث بلغت نسبة الاكتتاب 5% فقط من الأسهم المطروحة للاكتتاب بينما القانون يتطلب تغطية نسبة 20% كحد ادني وتم سحبها من السوق(الجزائر ب.. من اجل التطور في ظروف اقتصادية صعبة المؤسسة العمومية ستركز على اليات جديدة للتمويل، 2019)، ويرجع هذا الفشل إلى تزامن عملية الاكتتاب مع طرح الدولة لسندات الخزينة في ظل أزمة مالية خانقة وتزامنها أيضا مع فصل الصيف وشهر رمضان اللذان يؤثران سلبا على السيولة لدى صغار المستثمرين .

ويعود هذا الإحجام إلى دخول سوق الأسهم رغم كل الصعوبات المالية التي تعانيها هذه المؤسسات لتفضيلها للجوء إلى الاستدانة عن طريق البنوك التجارية وهذا راجع إلى جملة من العوامل يتمثل أهمها فيما يلي(رفاع، 2015، الصفحات 132-134):

— توجه البنوك إلى تسهيل توزيع القروض للمؤسسات مما يثبط لجوئها إلى السوق المالية، ويدني من عزمها على تشكيل طاقة تمويل داخلية؛

— تتجه سياسة المؤسسة إلى البحث عن التوازن بين الاستقلالية المالية والنمو، ولو ذلك على حساب منطوق المردودية - الخطر الذي يتماشى مع أمثليه السلوك التمويلي للمؤسسة. إذ تبحث المؤسسة على إظهار تمتعها باستقلالية مالية وتحقيقها لنمو طاقة تمويلها الذاتي، وذلك كي تستفيد من استمرارية تدفق القروض للمؤسسة وإن استلزم ذلك تخصيص معظم مردوديتها

لتغطية الأعباء المالية والاستثمار في مشاريع ضعيفة المردودية، بدلا من البحث عن رفع مردوديتها، بالاستثمار في المشاريع ذات مردودية عالية، ومحاولتها تقليل المخاطر؛

— عدم ارتباط مستوى التمويل الذاتي للمؤسسة بتحليل ماضي مردوديتها بل بمدى رغبة المؤسسة في تشكيل مستوى لإرضاء البنوك، حيث يتحدد سلوك هذه الأخيرة حسب حصة الأموال الخاصة المقدمة من المؤسسة. ففي العادة تعتمد المؤسسات إلى حجز مؤقت أو تحويلات محاسبية من اجل تضخيم ميزانيتها لتحصيل القروض، لكن تفاجئ البنوك في السنة الموالية بتراجع حاد وغير منطقي لمردودية المؤسسة كنتيجة لتضخيم لحسابات.

إن هذا الإحجام من قبل المؤسسات العمومية يجعل من السوق المالي الجزائري عاجزا عن القيام بمهمته الرئيسية المتمثلة في تمويل الاقتصاد الوطني، وإثبات ذلك يمكن الاعتماد على مؤشرات الأداء بالنسبة للأسواق المالية والتي يمكن توضيح البعض منها في العنصر الموالي.

## 2-2 تقييم أداء السوق المالي الجزائري في تمويل المؤسسات

بما أننا سنركز في البحث على فتح رأس المال فإننا سنتطرق فقط لسوق الأسهم

### 2-2-1 طبيعة ومعايير تقييم بورصة القيم المتداولة

يتم تقييم البورصة من خلال جملة من المعايير وهي (بديسي و سرارمة، 2017، الصفحات 11-12)

#### ➤ تمويل الاستثمارات ومعدل الوساطة البنكية

— معيار تمويل الاستثمارات: أي مدى مساهمة السوق المالي في تمويل الاستثمارات ويمكن قياس ذلك بواسطة العلاقة التالية:

مبلغ الاصدارات الجديدة (أسهم فقط أو أسهم وسندات) / مبلغ الاستثمار الإجمالي خلال الفترة

ويمثل أيضا مدى التمويل المباشر غير التضخمي للمشاريع من غير اللجوء إلى الوساطة المالية (التقليدية) التي قد تسبب في إحداث تضخم من خلال ظاهرة التوسع النقدي بواسطة مضاعف الاستدانة.

— معدل الوساطة البنكية: والمتمثل في العلاقة التالية

مبلغ القروض الجديدة الممنوحة للاقتصاد / مبلغ الاستثمار الإجمالي خلال الفترة

والذي يقيس مدى مساهمة التمويل غير المباشر من طرف الجهاز المصرفي للاقتصاد بحيث ارتفاع هذا المعدل هو دليل على سيادة نظام اقتصاديات المديونية، بينما يمثل انخفاضه سيادة نظام اقتصاديات الأسواق المالية على النظام المالي في البلد المطبق.

➤ معيار حجم السوق: يقاس حجم السوق بمؤشرين هما:

- عدد الشركات المدرجة: من المنطقي أن زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة لها دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالي؛

- معدّل رأس مال السوق (معدل الرسملة): عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسمة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، كما يدل على نسبة تمويل السوق المالي للاقتصاد الوطني.

➤ معيار سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في

السوق الثانوية بسهولة، ونميز مؤشرين للقياس هما:

- معدل قيمة التداول (معدل السيولة): وهو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هذا المؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي؛

- معدل دوران السّهم: هو إجمالي القيمة المتداولة للأسهم مقسوما على رسملة السوق، وهذا المؤشر يستخدم لتقييم نشاط السوق المالي وحركيته، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، إذ يمكن أن يكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض؛

2-2-2 تقييم أداء سوق الأسهم في تمويل المؤسسات

من خلال تطبيق المعايير المذكورة سابقا ودراسة مختلف القيم المتداولة بها يمكننا تقييم

وتحليل نشاط بورصة الجزائر من خلال عرض مجمعة المؤشرات وتطورها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (02): تطور مؤشرات أداء بورصة الجزائر للأوراق المالية خلال الفترة 2018-2008

معدل الرسملة	معدل الرسملة	معدل الموزان	معدل التداول	PIB مليار \$	قيمة التداول مليار \$	قيمة التداول مليار دج	الرسملة البورصية مليار \$	سعر الصف دج/\$	الرسملة البورصية مليار دج	عدد الشركات السوق	المؤشر السنوات
0,058830	0,058830	0.33	0.000193	171.00	0.000331	0.0214	0.1006	64.58	6.500	2	2008
0,065666	0,065666	0.21	0.000139	137.21	0.000191	0.0139	0.0901	72.65	6.550	2	2009
0,065877	0,065877	0.15	0.000099	161.21	0.000161	0.0120	0.1062	74.39	7.900	2	2010
0,102594	0,102594	1.23	0.001268	200.01	0.002537	0.1851	0.2052	72.94	14.968	3	2011
0,080363	0,080363	0.27	0.000222	209.05	0.000464	0.0360	0.1680	77.54	13.029	3	2012
0,082992	0,082992	0.35	0.000294	209.78	0.000618	0.0491	0.1741	79.38	13.820	4	2013
0,085802	0,085802	0.55	0.000472	213.98	0.001010	0.0814	0.1836	80.56	14.793	4	2014
0,093215	0,093215	8.11	0.007562	164.78	0.012462	1.2520	0.1536	100.46	15.429	4	2015
0,260839	0,260839	1.76	0.004590	160.29	0.007358	0.8055	0.4181	109.47	45.778	5	2016
0,218442	0,218442	0.74	0.001625	167.55	0.002723	0.3022	0.366	110.96	40.587	5	2017
0,206995	0,206995	0.47	0.000977	180.68	0.001767	0.2061	0.374	116.59	43.587	6	2018

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على

COSOB, Publication en ligne, Disponible sur: [www.cosob.org](http://www.cosob.org),  
Ministère des finances, Publication en ligne, Disponible sur: [www.mf.gov.dz](http://www.mf.gov.dz),  
Banque mondiale, Publication en ligne, Disponible sur: [www.banquemondiale.org](http://www.banquemondiale.org),

من خلال الجدول نلاحظ أن أغلب مؤشرات الأداء متراجعة سواء بالنسبة لحجم السوق

ورسملته أو لسيولته ونشاطه، وكذا وزنه ضمن الاقتصاد الوطني.

بالنسبة لحجم السوق يتضح أن سوق الإصدار يعاني من ركود شديد فمنذ نشأة السوق المالي الجزائري لم تنضم سوى 6 مؤسسات، وهذا راجع لغياب ثقافة البورصة لدى مسيري المؤسسات الجزائرية، والخوف من مبدأ الشفافية والإفصاح.

أما فيما يخص الرسملة البورصية فلقد ارتفعت من سنة 2008 إلى سنة 2016 بنسبة 103.97% وهذا راجع إلى ارتفاع سعر سهم الاوراسي وسهم صيدال خلال هذه الفترة إضافة إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة في البورصة نظرا لدخول شركة اليانس للتأمينات سنة 2011 بعدها عرفت الرسملة البورصية انخفاضا الى غاية سنة 2012 حيث بلغت 13.029 مليار دج (0.1680 مليار دولار) أي انخفضت بنسبة 18.12% وذلك بسبب تراجع سعر سهم كل من الاوراسي وصيدال بينما سعر اليانس للتأمينات بقي ثابتا، ثم ارتفعت مجددا إلى غاية 2014 بنسبة 9.28% بسبب ارتفاع سعر سهم الاوراسي وصيدال وزيادة عدد الأسهم المتداولة نظرا لدخول شركة رويبة للبورصة سنة 2013، بعدها حدث اختلاف في اتجاه الرسملة البورصية حيث نجد أن الرسملة بالدولار انخفضت ووصلت إلى 0.1536 مليار دولار أما الرسملة بالدينار ارتفعت ووصلت إلى 15.429 مليار دج سنة 2015، ويعود ذلك إلى ارتفاع سعر سهم كل من الاوراسي وصيدال، أما الاختلاف في اتجاه الرسملة فهو راجع إلى الارتفاع المفاجئ لسعر صرف الدولار مقابل الدينار حيث ارتفع من 80.56 دج إلى 100.46 دج أي بنسبة 24.70%، لترتفع الرسملة البورصية مرة أخرى بقيمة معتبرة سنة 2016 حيث وصلت إلى 0.4181 مليار دولار (45.778 مليار دج) أي ارتفعت بنسبة 172.20% بسبب ارتفاع سعر سهم الاوراسي إضافة إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة الناتجة عن دخول مؤسسة بيوفارم إلى البورصة سنة 2016، لتتخفف سنة 2017 بنسبة 11.34% بسبب انخفاض أسعار أسهم المؤسسات المدرجة باستثناء أسهم مؤسسة صيدال التي ارتفعت أسعارها، أما في سنة 2018 فلقد ارتفعت الرسملة البورصية بسبب ارتفاع أسعار أسهم مؤسسات اليانس والاوراسي وبيوفارم وزيادة عدد الأسهم نتيجة انضمام مؤسسة AOM INVEST إلى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ولكن رغم

كل هذه التطورات التي عرفتها الرسملة البورصية غير أنها ضعيفة جدا إذا ما قورنت حتى بالبورصات العربية المتخلفة.

بالنسبة لسيولة ونشاط السوق نستطيع أن نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة المتداولة للأسهم ضعيفة جدا طيلة فترة الدراسة، مع العلم أن الارتفاع أو الانخفاض في هذه القيمة لا يمكن تفسيره فهو راجع لسلوكيات المستثمرين في السوق، كما أن معدل الدوران جد منخفض حيث بلغ سنة 2018 نسبة 0.47% من إجمالي القيمة السوقية.

كما يمكن ملاحظة تدني مساهمة البورصة في تمويل الاقتصاد حيث أن معدل الرسملة (الرسملة البورصية /  $100 * PIB$ ) يبدو هامشي إذ وصل أقصى حد له سنة 2016 بنسبة 26%، وهذا ما يعكس ضيق حجم السوق المالي الجزائري وقلة تمويله للاقتصاد الوطني وعجزه عن تعبئة الادخار وزيادة الاستثمارات.

ومن جهة أخرى يوضح الجدول ضعف سيولة البورصة بالنسبة لحجم معاملات الاقتصاد حيث أن معدلات التداول (حجم التداول /  $100 * PIB$ ) لم تتجاوز حتى 0.7%، وهو ما يعكس الركود الكبير الذي يسود السوق المالي الجزائري وقصوره في تجسيد مصدر للتمويل المباشر للاقتصاد الوطني عوض التمويل البنكي.

## 2-3 سبل تفعيل الدور التمويلي للسوق المالي الجزائري

لاحظنا مما سبق ذكره تدني مساهمة السوق المالي الجزائري في تمويل الاقتصاد الوطني سواء كان ذلك عن طريق مؤسسات عمومية أو خاصة لهذا سنحاول من خلال هذا العنصر اقتراح بعض الآليات لتفعيل دوره التمويلي.

## 2-3-1 خصخصة المؤسسات ودور البورصة: ويتجلى ذلك في

— إدخال الإصلاحات القانونية على المؤسسات: يعتبر إشراك الخواص في رأس مال المؤسسات العمومية دافع على بعث النشاط والحركة للمؤسسات ومن ثم السوق المالية، ذلك لأن مساهمتهم في هرم القرار بمختلف مستوياته في المؤسسة، من شأنه ممارسة الضغوط على المسيرين وفرض رقابة مستمرة تؤدي حتما إلى تحسين أداء المؤسسة؛

— فبالرغم من تحويل المؤسسات العمومية الاقتصادية إلى شركات ذات أسهم، إلا أن عملية خصخصتها تبقى جد بطيئة واقتصرت على نسب ضئيلة (20%) من المؤسسات، ذات نشاطات غير أساسية (مؤسسات خدماتية)، ولذلك ينبغي على الدولة توسيع خصخصتها، وذلك بدفع بمؤسسات ذات جاذبية للمستثمرين، بهدف إضفاء جدية أكثر في الأداء وزيادة المنافسة وإرساء ثقافة الادخار والاستثمار في النشاطات الإنتاجية والخدماتية؛

- المساعدة في إنجاح برنامج الخوصصة (بوخلوف، 2009، صفحة 179): من بين طرق الخوصصة طرح أسهم الشركة للبيع للجمهور من خلال البورصة، ويتميز هذا الأسلوب بكونه يتيح فرصة توسيع وتنويع قاعدة الملكية، كما يعطي لبرنامج الخصخصة طابعا ديمقراطياً، ويوفر له فرصة أكبر للنجاح السياسي والتأييد الجماهيري، ومع هذا يبقى تحفظ جوهري بشأن هذا النجاح، ذلك لأنه مرهون بوجود بورصة ذات كفاءة، تتيح الفرصة لتسعير عادل للأوراق المالية المتداولة فيها.

كما يتوقف نجاح عملية الخوصصة على الشفافية التي تتم بها وعلى الهيئة التي تسهر على تطبيق البرنامج، وانطلاقاً من الأسس العملية والدراسة المعمقة لكل حالة على حدة، والعمل على تهيئة الظروف الضرورية لذلك، من استقرار في أسعار السلع، واستقرار أسعار الفائدة وتوفير المنافسة الزهيدة وأسعار صرف حقيقية.

إن العلاقة بين الخوصصة والبورصة هي علاقة مزدوجة، فكما تؤدي الخوصصة لازدهار وتنشيط البورصة، فإن البورصة تعتبر أحد المتطلبات الأساسية لتنفيذ واستمرارية الخوصصة. لذلك لم تلق العملية إقبال كبير من الجمهور لأنها اقتصر على مؤسسات ذات مردودية متدنية وارتفاع خطرها الاستغلالي كالمؤسسات السياحية.

كما أن دفع قطاعات جديدة للتسعيرة في البورصة من شأنه تفعيل السوق، وذلك بخصخصة جزئية للمؤسسات العمومية الأخرى.

- رفع كفاءة المؤسسات: تعتبر البورصة أداة لتقييم وتقويم المؤسسات والمشروعات الاستثمارية، فالمؤسسات المربحة تلقى إقبال كبير على أسهمها وسنداتها بسبب قوة أوضاعها المالية، ما يعزز ثقة المستثمرين في أدائها ويقبلون على أوراقها المالية في البورصة، والذي بدوره يؤدي إلى زيادة أسعار تلك الأوراق بنسب كبيرة عن القيمة الاسمية لها، والعكس

صحيح

### 2-3-2 عصرنة الجهاز المصرفي وتوسع دور وساطته في السوق

إن العمل على عصرنة الجهاز المصرفي من الضروريات الأساسية التي من شأنها تنويع المنتجات المالية ولعب البنوك دور استشاري وتوجيهي للمؤسسات.

وتشكل الهيئات المالية وبنوك الاستثمار والضمان ركائز أساسية في الجهاز المصرفي من شأنها ممارسة العديد من الأنشطة المكملة لدور البنوك التجارية والداعمة للمؤسسات من الناحية المادية أو من ناحية تقديم الاستشارات المتعلقة بالإصدارات للأوراق المالية وتحليل الاحتياجات المالية لها، كما يمكن أن تؤدي إلى الأنشطة التالية:

- تولي الإجراءات الإدارية كالتحري عن أوراق العمل وتذليل العوائق البيروقراطية وخاصة عند إصدار الأوراق المالية؛
- امتلاكها لمحللين ماليين ذات كفاءة تسمح لها بالقيام بدراسات حول التغييرات المستقبلية للسوق وتصرف حيال ذلك بأسرع وقت لتقليل المخاطر المالية؛
- تولي هذه الهيئات عملية توزيع الأوراق المالية بلعب دور الوساطة وتقديم استشارات مالية للمؤسسات المستثمرة.

### 3-3-2 إنشاء مصادر معلومات مالية

تعتبر مصادر المعلومات المالية من الدعائم الضرورية لضمان استمرارية نشاط البورصة إذ توفر للمستثمرين والمحللين الماليين والأكاديميين والهواة تصورات قيمة حول الأوضاع المالية المحلية والدولية لاتحاد قرارات الاستثمار بناء على ذلك.

### 4-3-2 خلق أسواق جديدة

إن خلق أسواق جديدة في السوق المالية يتيح ضم مؤسسات ذات رأس مال خاص كسوق للمؤسسات ذات التكنولوجيا العالية، وبالتالي تصبح البورصة تلعب دور وسيلة للتسيير تتلاءم واحتياجات المؤسسات.

فإذا ما نظرنا إلى هيكلية المؤسسات المدرجة في البورصة (السوق السندي أو الأسهم)، فإننا نلاحظ غياب تمثيل العديد من القطاعات فيها، كالقطاع المالي...إلخ. لذلك من المهم إنشاء أسواق جديدة تتيح إدراج مؤسسات ذات خصائص معينة.

### 5-3-2 تجنيد ادخار العائلات

تشكل عملية جمع ادخار العائلات وتوجيهه للمؤسسات الإنتاجية، ذات أولوية للدولة لحل مشكل توفير الموارد للمؤسسات، ومن ثم إيجاد حل لمشكل تدني رسميتها.

يمكن تحسين عملية جمع الادخار في الجزائر بواسطة تقليص من امتناع الأفراد عن استعمال المسار البورصي الادخاري، وذلك بنشر الثقافة البورصية.

3- فرص التمويل المتاحة للمؤسسات الاقتصادية العمومية في السوق المالي وضرورة فتح رأسمالها سنحاول من خلال هذا المحور إعطاء نظرة شاملة حول موضوع فتح رأس المال وأهميته بالنسبة للمؤسسات العمومية.

### 3-1 مفهوم فتح رأس مال المؤسسات العمومية

#### 3-1-1 ماهية فتح رأس مال المؤسسات العمومية

يقصد بفتح رأس ما المؤسسات العمومية قيام الدولة ببيع كل أو جزء من الأسهم التي تمتلكها في رأسمال المؤسسة العامة للجمهور، يمكن أن يتم طرح العام للأسهم عن طريق إصدار أسهم جديدة أي إصدار أولي للأسهم يتزامن ذلك مع زيادة في رأس المال، ونشير في هذا الإطار أن الأموال الناتجة عن عملية فتح رأس المال دون رفعه تمول الخزينة العمومية. ويرمي طرح العام للأسهم إلى مجموعة من أهداف تتمثل أساسا في (زرقون، 2010، الصفحات 2-3):

— إظهار إرادة الدولة في استعمال عمليات الخصخصة من ديمقراطية المساهمة في المؤسسات الكبرى فهذا الإجراء المشجع للمساهمة المالية المباشرة لطبقة واسعة من الشعب، من شأنه أن يمنع المعارضة والانتقادات المتعلقة بالمخاطرة الناجمة عن حصول أغلبية المساهمات من طرف الأجانب والتركيز المتزايد لرأسمال في يد طبقة محددة؛

— المساهمة العملية في تطوير الأسواق المالية بالنسبة للدول النامية من خلال طرح الأسهم فيها، فهي بذلك تحول جزءا من الادخار النقدي إلى ادخار مالي، فزيادة هذا الأخير ومن ثم زيادة الطلب على المنتجات المالية تزيد في سيولة الأسواق المالية المحلية وانتعاش هذه الأخيرة من شأنه أن يشجع المؤسسات الاقتصادية على اللجوء إلى تغيير عاداتها التمويلية نحو الأسواق المالية بدلا من التوجه نحو الاستدانة البنكية؛

— تظهر هذه الطريقة بتوسيعها للمساهمة الشعبية في رأسمال المؤسسات العامة الكبرى، واحدة من بين العوامل التي تقف ضد إعادة التأميم المحتمل حدوثها.

#### 3-1-2 مزايا وعيوب فتح رأس مال المؤسسات العمومية

أن لطريقة طرح العامل للأسهم عدة مزايا نذكر منها:

— أن الخصخصة بهذه الطريقة تسمح بمشاركة تمس جمهور واسع جدا، أي أنها تسمح بتوسيع وتنوع دائرة الملكية وبذلك تتفادى امتلاك المؤسسة من طرف مجموعة محددة من ذوي المصالح؛

— تسمح بتعبئة موارد مالية يمكن أن توجه نحو خزينة الدولة؛

— شفافية صفقات الخصخصة؛

— تدعيم سمعة المؤسسة (فحلول، 2016، صفحة 321)؛

— تساهم في استمرارية المؤسسة وذلك من خلال مساهمة الجمهور في اتخاذ القرارات الخاصة بمستقبلها؛

– الاستفادة من الامتيازات الضريبية والجبائية التي يمنحها الإدراج في البورصة التمويل بهذه الطريقة يخفض من مخطر الرافعة المالية ويعزز القدرة الانتمانية للمؤسسة في ظل طريقة التمويل بفتح رأس المال تجسيد لفكرة " يزول الشريك وتبقى المؤسسة" نتيجة سهولة دخول وخروج الشركاء من والى المؤسسة من خلال شراء أو بيع أوراقها المالية. ولكن هذا لا يمنع من وجود بعض العوائق أو المشاكل التي يمكن أن تظهر خلال عمليات الطرح العام للأسهم منها:

- غياب البورصة يقف عائق أمام تطبيق هذه الطريقة؛
- الحالة الصحية للمؤسسة فإذا كانت المؤسسة العامة لها وضعية مالية سليمة وأداءات تسيير حقيقية، فإن خوصصتها لا تطرح أي مشكل، إلا أن معظم المؤسسات العامة المعنية بالخصوص لا تتوفر فيها ذلك مما يستدعي إجراء الخوصصة عبر مرحلتين، المرحلة الأولى تكون خوصصة جزئية الهدف منها تحسين أوضاع المؤسسة ماليا، تكنولوجيا ومن ناحية التسيير وفي المرحلة الثانية يتم خوصصتها عن طريق البيع العام للأسهم؛
- عملية تقييم المؤسسة المعنية بالخصوص وتحديد سعر أسهمها تكتسي أهمية بالغة، نظرا للانتقادات التي قد توجه للحكومة ببيعها للقطاع الخاص بأسعار رخيصة؛
- برنامج الخوصصة يجب أن يأخذ بعين الاعتبار طاقة الادخار للمستثمرين المحتملين خصوصا على المستوى الوطني،
- إذا كانت الحكومة تبحث عن مشاركة الجمهور الواسع، فإن خوصصة المؤسسات العامة عن طريق الطرح العام للأسهم يجب أن تنظم بصرامة من أجل تجنب تملكها من طرف مجموعة محددة من ذوي المصالح.
- الشفافية والإفصاح يؤدي إلى انعدام الخصوصية والسرية حول معلومات المؤسسة وهذا ما يجعل المنافسين قادرين على التنبؤ بأهدافها ومستقبلها
- تحمل المؤسسة لتكاليف كبيرة يمكن أن تثق لكاهلها كتكاليف الدراسات الاقتصادية والمالية، تكاليف مرتبطة بالإعلان والإشهار وأخرى متعلقة بمصاريف بيع ونشر ملف المؤسسة (Debboub, 2013, p. 4)

### 3-2 آليات فتح رأس المال في السوق المالي الجزائري

لمعرفة كيفية فتح رأس المال في السوق المالي الجزائري لا بد من التطرق إلى شروط القبول وطرق الإدراج.

#### 3-2-1 شروط القبول

- تمثل شروط القبول في النقاط التالية (الجزائر ب.، شروط القبول، 2019)
- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛
  - أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 د.ج)؛
  - أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة؛
  - أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين؛
  - أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
  - يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
  - إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة وان لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتهما في البورصة؛
  - ضمان التكبّل بعمليات تحويل السندات، وتسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
  - العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
  - طرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
  - ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

#### 3-2-2 أساليب الدخول إلى البورصة

ينص القانون العام على وجود ثلاث أساليب لإدراج القيم المنقولة المراد تداولها بالبورصة والمقبولة من طرف اللجنة في التسعيرة وهي (غاليم وروب، 2008، الصفحات 185-186):

أ. الإجراء العادي: وهو الإجراء الذي يسمح لشركة تسير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأس مال الشركة المعنية موزعاً بشكل كاف على الجمهور، بالقيام بالتسجيل المباشر للسهم في جدول

التسعير لكي يتم تداوله ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف لشركة تسير بورصة القيم المنقولة استنادا إلى شروط السوق.

ب. العرض العمومي للبيع: يطبق العرض العمومي للبيع أثناء الخصخصة وفتح رأس مال المؤسسة العمومية أو الخاصة والمنظمة في شكل شركات أسهم، حيث يتم وضع الأوراق المالية أمام الجمهور بسعر ادني أو بسعر ثابت.

ت. الطلب العمومي للادخار: يتطلب رفع رأس المال عن طريق الطلب العمومي إصدار أسهم جديدة على مستوى السوق المالي. ويعتبر كل من الطلب العمومي للادخار والعرض العمومي للبيع طريقة لفتح رأس المال وبالتالي الخصخصة، إلا أن أوجه الاختلاف يكمن في تحديد القانون نسبة 20% من رأس المال مع بقاء الاحتكار للدولة في حين لم يحدد القانون الحد الأقصى لتحرير رأس المال في إطار الطلب العمومي للادخار.

### 3-3 ضرورة فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية العمومية من أجل الحصول على رأس مال اقتصادي فعال يلي احتياجاتها التكنولوجية والاستثمارية

إن فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية لم يعد احد الخيارات المتاحة وإنما ضرورة قصوى في ظل الظروف الراهنة فمع تدهور أسعار البترول وانخفاض مداخيل الخزينة العمومية التي كانت تتحمل مديونية هذه المؤسسات على عاتقها عن طريق سياسة التطهير، واستفحال ظاهرة العولمة وانفتاح الاقتصاد الجزائري على الاقتصاد العالمي، وثورة التكنولوجيا، أصبحت جودة المنتج هي المعيار الأساسي لبقاء أو موت هذه المؤسسات، ولهذا فانه من الضروري لهذه المؤسسات تحسين جودة منتوجاتها، عن طريق البحث والتطوير والحصول على التكنولوجيا الحديثة، وتفعيل نشاطها الاستغلالي، كل هذا يتطلب رؤوس أموال ضخمة لا يمكن تلبيتها إلا عن طريق فتح رأس المال في السوق المالي، وهذا للمزايا العديدة التي تتميز بها هذه العملية والتي على رأسها تحسين الأداء المالي للمؤسسة وانخفاض تكلفتها مقارنة بالاستدانة.

#### 4- تحليل النتائج

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- كان لاستقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية أثرا بالغا في إصلاح المنظومة المصرفية الجزائرية والسوق المالي الجزائري وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى؛
- إجماع المؤسسات العمومية الاقتصادية عن دخول سوق الأسهم فمنذ نشأته لم تنضم سوى ثلاث مؤسسات وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية؛
- تدني معدل الرسملة البورصية ومعدل التداول وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة؛

— أدى انخفاض أسعار البترول إلى انخفاض مداخيل الخزينة العمومية التي لم تعد قادرة على تحمل مديونية المؤسسات العمومية الاقتصادية وهو ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة:

### خلاصة

لا زالت المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية تفضل التمويل غير المباشر عن طريق البنوك التجارية على التمويل المباشر عن طريق فتح رأس المال والدخول إلى السوق المالي على الرغم من المزايا الناتجة عن فتح رأس المال في السوق المالي والتسهيلات الممنوحة للقيام بهذه العملية. حيث لم يكن لمجهودات السلطات الجزائرية في التحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية نتائج مرضية حيث لازالت المؤسسات العمومية الاقتصادية تفضل أدوات التمويل التقليدي بما فيها القروض على الرغم من الصعوبات المالية التي تواجهها والانعكاسات السلبية لظاهرة العوامة عليها وهو الأمر الذي يضر بالاقتصاد الوطني خاصة في ظل الظروف الراهنة التي تتميز بانخفاض أسعار البترول وتراجع مداخيل الخزينة العمومية للدولة، حيث أن الدولة كانت تقوم بتدعيم أسعار هذه القروض وتطهير ديون هذه المؤسسات وهو الأمر الذي يعتبر صعبا في الوقت الراهن.

كل هذه العوامل سابقة الذكر تستوجب تدخل الدولة وبشكل سريع وذلك من خلال تشجيع هذه المؤسسات على فتح رأسمالها في السوق المالي من خلال تقديم تحفييزات جبائية و/أو سن قوانين تفرض على هذه المؤسسات فتح رأسمالها، والدخول إلى السوق المالي الجزائري بشكل إلزامي.

### قائمة المصادر والمراجع

- Debboub, Y. (2013). L'introduction d'une société en bourse. Revue des Sciences économiques de gestion et de commerce, VOL 1 (N27).
- ادم حديدي، وسليمان ناصر. (جوان، 2015). تأهيل النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، أي دور لبنك الجزائر؟ المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية (العدد2).
- بنك الجزائر. (2019). البنوك والمؤسسات المالية. تاريخ الاسترداد 1 جويلية، 2019، من بنك الجزائر: <https://www.bank-of-algeria.dz/html/banque.htm>
- بورصة الجزائر. (2019). شروط القبول. تاريخ الاسترداد 3 جويلية، 2019، من بورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>
- بورصة الجزائر. (2019). من اجل التطور في ظروف اقتصادية صعبة المؤسسة العمومية ستركز على اليات جديدة للتمويل. تاريخ الاسترداد 2 جويلية، 2019، من بورصة الجزائر: [http://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_presse&id\\_pre=216](http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_presse&id_pre=216)
- توفيق رفاع. (2015). دراسة السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الصناعية الجزائرية في ظل التحولات المالية، أطروحة دكتوراه. تخصص مالية ونقود، جامعة الجزائر3.

- خليدة بوخولوف. (2009). عوائق تطور السوق المالية في الجزائر، مذكرة ماجستير. تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر3.
- رشيد بوكساني. (2007). الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1990-2003 مع الإشارة لحالة الجزائر. مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي (العدد2).
- سليم بن يوسف. (24-25 افريل، 2006). الاتجاه الجديد للنظام المصرفي الجزائري في ظل العولمة. مداخلة مقدمة ضمن المنتدى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية. جامعة بشار.
- سميرة العابد، وسليم بوقنة. (جوان، 2017). قراءة لأهم محطات الإصلاح المالي بالجزائر قبل وبعد فترة التحول الاقتصادي. مجلة الاقتصاد الصناعي (العدد6).
- طارق خاطري، وسمية بلقاسم. (ديسمبر، 2016). تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1999-2003: جهود الإصلاح وأهم المعوقات. مجلة الاقتصاد الصناعي (العدد11).
- عبد الله غالم، وعلي روح. (2008). دور بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل الاقتصاد العالمي. مجلة البحوث والدراسات (العدد6).
- فهيمة بديسي، ومريم سرامة. (ديسمبر، 2017). اثر التحرير المالي على النظام المالي والبنكي الجزائري. مجلة العلوم الانسانية (العدد8).
- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. (2010). التقرير السنوي. الجزائر.
- مبارك فحلول. (2016). اثر الائتتاب على سياسة توزيع الأرباح ي المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة. مجلة الاقتصاد الصناعي (العدد11).
- محمد حقيقة. (جوان، 2017).، اثر الإصلاحات المصرفية على الناتج المحلي الإجمالي حالة النظام المصرفي الجزائرية للفترة 1990-2015. مجلة رؤى اقتصادية (العدد12).
- محمد زرقون. (2010). اثر الائتتاب على سياسة توزيع الأرباح ي المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة. مجلة الباحث (العدد8).

### قائمة المصادر والمراجع باللغة الإنجليزية

- Iron Blood et Suleiman Nasser. (Jeanne, 2015). Réhabilitation du système bancaire algérien à la lumière des évolutions mondiales actuelles, quel rôle pour la Banque d'Algérie ? Revue algérienne de développement économique (n° 2).
- Banque d'Algérie. (2019). Banques et institutions financières. Date de récupération 1er juillet 2019, auprès de la Banque d'Algérie : <https://www.bank-of-algeria.dz/html/banque.htm>
- Bourse d'Algérie. (2019). les conditions d'acceptation. Date de retrait le 3 juillet 2019, à la Bourse d'Algérie : <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>
- Bourse d'Algérie. (2019). Afin de se développer dans des conditions économiques difficiles, l'établissement public misera sur de nouveaux mécanismes de financement. Extrait le 2 juillet 2019 de la Bourse d'Algérie : [http://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_presse&id\\_pre=216](http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_presse&id_pre=216)
- Tawfik Riffa. (2015). Etude du comportement de financement des institutions économiques industrielles algériennes à la lumière des transformations financières, thèse de doctorat. Spécialité Finance et Monnaie, Université d'Alger 3.
- Khalida Boukhlov. (2009). Obstacles au développement du marché financier en Algérie, note de maîtrise. Spécialité Monnaie et Finance, Université d'Alger 3.

- Rachid Boukasani. (2007). Réformes économiques des marchés boursiers arabes durant la période 1990-2003 en référence au cas de l'Algérie. Journal des réformes économiques et de l'intégration dans l'économie mondiale (n° 2).
- Salim bin Yusuf. (24-25 avril 2006). La nouvelle orientation du système bancaire algérien face à la mondialisation. Une intervention présentée au sein du forum national sur le système bancaire à la lumière des transformations juridiques et économiques. Université Bachar.
- Samira El-Abed et Salim Bouguena. (Jeanne, 2017). Une lecture des stations les plus importantes de la réforme financière en Algérie avant et après la période de transformation économique. Journal d'économie industrielle (n° 12).
- Tarek Khatri et Soumaya Belkacem. (décembre 2016). Analyse de l'activité de la bourse en Algérie durant la période 1999-2003 : efforts de réforme et les principaux obstacles. Journal d'économie industrielle (n° 11).
- Abdullah Ghalem et Ali Rabouh. (2008). Le rôle de la Bourse d'Alger dans le financement des institutions économiques à la lumière de l'économie mondiale. Journal de recherche et d'études (n° 6).
- Fahima Badesi et Maryam Sarramé. (décembre 2017). L'impact de la libéralisation financière sur le système financier et bancaire algérien. Journal des sciences humaines (numéro 8).
- Commission de régulation et de contrôle des opérations boursières. (2010). le rapport annuel. Algérie.
- Moubarak Fahloul. (2016). L'impact de la souscription sur la politique de distribution de dividendes dans les institutions économiques cotées en bourse. Journal d'économie industrielle (n° 11).
- Mahomet est réel. (Jeanne, 2017). L'impact des réformes bancaires sur le produit intérieur brut, l'état du système bancaire algérien pour la période 1990-2015. Magazine Visions économiques (numéro 12).
- Mohammed Zarqoun. (2010). L'impact de la souscription sur la politique de distribution de dividendes dans les institutions économiques cotées en bourse. Magazine Al-Baht (numéro 8).