

## واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري The reality and mechanisms of activating the Algiers Stock Exchange to finance the Algerian economy

أمينة بودريوة

جامعة محمد بوقرة- بومرداس، (الجزائر)

[a.boudrioua@univ-boumerdes.dz](mailto:a.boudrioua@univ-boumerdes.dz)

تاريخ القبول: 2019/11/13

تاريخ الارسال: 2019/10/11

**الملخص:** تسعى هذه الدراسة إلى تحليل واقع بورصة الجزائر و تبيين آليات تفعيلها لتمويل الاقتصاد الجزائري باستخدام المنهجين الوصفي والتحليلي. وأظهرت التحليلات ضعف مؤشرات أداء بورصة الجزائر وبالأخص مؤشرات التداول منها حيث سجلت القيم السوقية لبورصة الجزائر منحى تنازليا خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى غاية سنة 2017 نتيجة خروج الشركات الناشط في سوق السندات بسبب انتهاء تواريخ استحقاق سنداتها، بينما انخفض مؤشر أسعار بورصة الجزائر من 67.1% في شهر جانفي 2008 إلى 60.4% في جوان 2018 بنسبة (9.98%). ويعود ضعف أداء بورصة الجزائر إلى غياب المنظومة الصناعية والتجارية التي تسمح بممارسة النشاط البورصوي وعدم رسوخ الثقافة البورصية في العقلية الاستثمارية الجزائرية. وهذا ما يحتم على الجزائر نشر الثقافة البورصية والترويج لها من خلال وسائل الإعلام، تنمية القطاع الخاص والقطاع العام وتطوير أساليب الشراكة فيما بينهما لإعداد منظومة تجارية وصناعية جاهزة لممارسة النشاط البورصوي.

**الكلمات الدالة:** تنظيم بورصة الجزائر ; مؤشر أسعار بورصة الجزائر، القيمة السوقية لبورصة الجزائر،

معوقات عمل بورصة الجزائر، آليات تفعيل بورصة الجزائر .

**تصنيف جل : G12, G18, G19**

**Abstract :** This study seeks to analyze the reality of the ASE and to define mechanisms for activating the Algerian economy using descriptive and analytical methods. The analysis showed weakness in the performance indicators of the Algerian stock exchange, especially trading indicators. The weakness of the performance of the Algiers Stock Exchange is due to the absence of the industrial and commercial system that allows the practice of the financial activity and the non-establishment of the stock exchange culture in the algerian investment mentality. This is why it is imperative for Algeria to spread and promote the stock exchange culture through the media, the development of the private sector and the public sector and the development of partnership methods between them to prepare a commercial and industrial system ready for the activity of the stock market.

**Key Words:** Organization of the Algiers Stock Exchange, Algeria Stock Exchange Index, Algeria Stock Exchange Market Value, Constraints of the Algiers Stock Exchange, Mechanisms to Activate the Algiers Stock Exchange:

**JEL classification :** G12, G18, G19

**تمهيد:**

تعتبر بورصة الجزائر خيارا تمويليا بديلا للجباية البترولية التي تشكل إيراداتها نسبة 36% من الميزانية العامة، فهي تساهم في استقطاب مدخرات الأفراد وتوجيهها لتمويل الاستثمارات وتنشيط الحياة الاقتصادية للبلد، وهذا ما يؤدي إلى زيادة محددات الطلب الكلي ورفع الناتج الداخلي الخام. وللوصول إلى هذا المسعى لابد من توفر بورصة الجزائر على بنية مؤسساتية متنوعة تضمن لها تحسين مؤشرات التداول فيها وزيادة القيمة السوقية لها.

حاولت الجزائر تعزيز نشاط البورصة من خلال إصدار قانون الخصوصية في 26 أوت 1995 بموجب القانون رقم 95-22 المعدل في مارس 1997، وتبني المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993 الذي سمح للوسطاء بأن يكونوا أطرافا في الصفقات مع مطالبتهم بتوفير الضمانات الكافية لذلك، وتقديم إعفاءات ضريبية بموجب قانون المالية لسنة 2019 منها الإعفاء المتعلق بالرسم على الدخل الإجمالي والضريبة على القيمة المضافة لصالح المؤسسات الاقتصادية والمساهمين.

ومن هذا المنطلق نطرح الإشكالية التالية:

**ما هو واقع و آليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري ؟**

**أهمية وأهداف الدراسة:** تكمن أهمية وأهداف معالجة هذه الإشكالية في النقاط التالية:

- تبين الهيئات المسيرة لبورصة الجزائر والأسواق المكونة لها.
- تقييم تطور أهم مؤشرات أداء بورصة الجزائر.
- تحليل معوقات تطور بورصة الجزائر وإظهار أهم آليات تفعيلها لتمويل الاقتصاد الجزائري.
- منهج الدراسة:** للإجابة على هذه الإشكالية اعتمدنا على المنهج الوصفي والتحليلي لإظهار كل من واقع بورصة الجزائر الممثل في الإطار التنظيمي لها وتطور أدائها خلال الفترة الراهنة في المحورين الأول والثاني، وتبيين معوقات عملها وسبل تفعيلها في تمويل الاقتصاد الجزائري في المحور الثالث.

**محاور الدراسة:** قمنا بتقسيم دراستنا إلى ثلاث محاور وهي:

- الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر.
- تطور مؤشرات أداء بورصة الجزائر.
- معوقات عمل بورصة الجزائر وآليات تفعيلها لتمويل الاقتصاد الجزائري.

**1. الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر:**

تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة، حيث تم تأسيسها سنة 1988 بموجب نصوص تشريعية استندت على عدد مهم من المعايير الدولية. وفي إطار تحريك نشاطها، قامت السلطات بتعديل النصوص القانونية المؤسسة لها عدة مرات أهمها كان في 23 ماي 1993 بموجب المرسوم التشريعي 93-10، كما تم أيضا إصدار قانون الخصوصية في 26 أوت 1995 بموجب القانون رقم 95-22 المعدل في مارس 1997. ويعد تنظيم بورصة الجزائر الإطار المنظم للسوق المالية والقيم المنقولة المتداولة من خلال هيكله الإدارية والفنية إذ جاء لتلبية مطالب التنمية وتوسيع فرص الاستثمار للأفراد والمؤسسات.

### 1.1. الهيئات المكونة لبورصة الجزائر:

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين الذين يتمثلون في:  
**أ. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:** تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، وهي هيئة تنظيمية مستقلة ذات شخصية اعتبارية واستقلال مالي تتولى مهمة التنظيم والإشراف على سوق القيم المنقولة من خلال السهر بوجه الخصوص على ضمان حماية المدخرين والمستثمرين في الأوراق المالية أو غيرها من المنتجات المالية، وكذلك ضمان السير الحسن والشفافية لعمليات البورصة.

وحتى تتمكن من أداء مهامها تتوفر اللجنة صلاحيات تنظيمية ورقابية واسعة منحها إياها القانون، فهي تسن الأنظمة والتعليمات كما تمنح التأشير والموافقات والتراخيص للمؤسسات والوسطاء المتدخلين على مستوى السوق زيادة على مهام الرصد والمراقبة والتحقيق من أجل ضمان سلامة وأمن سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى صلاحيات تأديبية وتحكيمية من خلال النظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، وأيضا التحكيم في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق البورصة. (خاطر، بلقاسمي، 2016، ص ص 339-340)

**ب. شركة إدارة بورصة القيم المنقولة SGBV:** هي شركة ذات أسهم مملوكة كلياً من طرف الوسطاء تمارس مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي تتمثل فيما يلي: (بوزيان، بربار، 2017، ص 121)

- التنظيم العلمي لإدراج القيم المنقولة في البورصة.

- التنظيم المادي لحصص البورصة.
  - تنظيم عمليات المقاصة للتعاملات الخاصة بالقيم المنقولة .
  - تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديداتها.
  - تسجيل المفاوضات (تقييدها).
  - نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات.
  - نشر النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.
- ج- الوسطاء في عمليات البورصة IOB:** أدى دخول القانون 10-93 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 للجنة مراقبة عمليات البورصة (COSOB) مهمة تحديد الجوانب التنظيمية لاعتماد الوسطاء في البورصة. واشترط القانون في هذا الشأن ضرورة اكتتاب الوسيط في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، حتى يكون له اعتماد في البورصة. كما حددت نصوص القرار 97-01 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 كافة الجوانب المتعلقة بالوسطاء في بورصة الجزائر، وسجل لحد الآن وجود خمسة وسطاء على مستوى بورصة الجزائر، وهم:
- (خبابة، 2003، ص: 82)
- مؤسسة الراشد المالي التي تستخدم في جمع أوامر عملاء الوكالات التجارية لبنك الجزائر الخارجي (BEA) والصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA).
  - مؤسسة SPDM التي تستخدم البنك الجزائري للتنمية الريفية (BADR).
  - مؤسسة SOGEFI التي تستخدم في جمع أوامر العملاء الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP) ووكالات القرض الشعبي الجزائري (CPA).
  - مؤسسة SOFICOP التي تستخدم وكالات بنك التنمية المحلية (BDL) والبنك الوطني الجزائري (BNA).
  - مؤسسة UB BROKERAGE التي تستخدم الوكالات التجارية للبنك المتحد ( UNION BANK).

## 2.1. الأسواق المكونة لبورصة الجزائر:

تتكون بورصة الجزائر للقيم المنقولة من سوقين وهما سوق سندات الدين وسوق سندات رأس المال حيث يتكون هذا الأخير من سوقين وهما:

أ. السوق الرئيسية: وهي موجهة للشركات الكبرى. ويوجد حاليا خمس شركات مدرجة في

تسعيرة السوق الرئيسية، وهي: (بلفيطح، 2017، ص 270)

- مجمع صيدال saidal الناشط في القطاع الصيدلاني.
  - مجمع بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني.
  - مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي el ourassi الناشطة في قطاع السياحة.
  - أليانس للتأمينات alliance الناشطة في قطاع التأمينات.
  - أن-سي-اروبية NCA الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- أما فيما يتعلق بحجم إصدارات الشركات الخمسة في السوق الرئيسية يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

#### الجدول (1): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في الوقت الراهن.

رمز ISIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	5804511
DZ0000010045	ROUI	أن.سي.أ. روبية	الصناعة الغذائية	100	8491950
DZ0000010029	AUR	م.ت.ف. الأوراسي	الفندقة	250	6000000
DZ0000010003	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10000000
DZ0000010052	BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25521875

المصدر: موقع بورصة الجزائر، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع: 2017/11/24، التوقيت: 4:45 سا.

#### ب. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق ل 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.(دغموم، 2016، ص ص 77-78)

### ج. سوق سندات الدين:

أما بالنسبة لسندات سوق الاستحقاق نجد كل من شركة سونلغاز SONELGAZ، الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات Spa DAHLI، شركة النقل الجوي الجزائرية AIR ALG، والجزائرية للاتصالات، وشركة سوناطراك SONATRACH، فندق رياض سطيف ERIAD، المؤسسة المالية "الائتمان الإيجاري المغربي" بالجزائر MLA. وبطبيعة الحال، جل هذه المؤسسات المصدرة في هذا السوق حلت تواريخ استحقاق سنداتهما، الأمر الذي استوجب خروجها من البورصة.

وسوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حاليا 27 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 320 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.(شمام، زودة، 2016، ص 159)

## 2. تطور مؤشرات أداء بورصة الجزائر

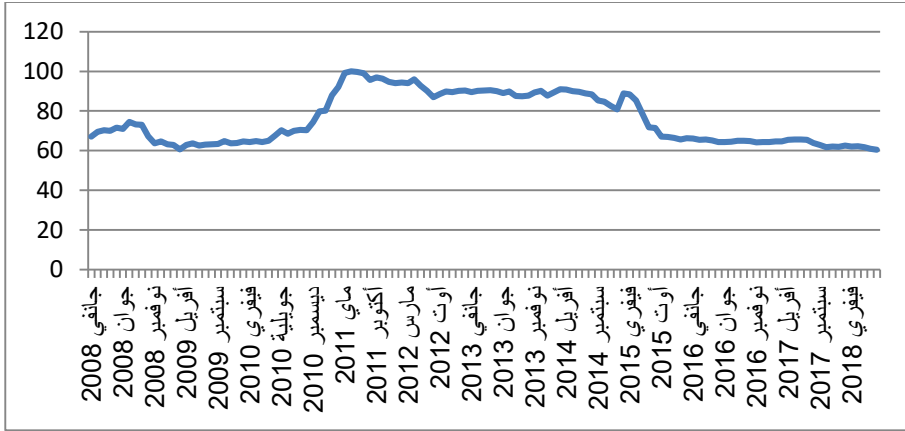
تضم مؤشرات أداء بورصة الجزائر إجمالي المؤسسات المسعرة في السوق الرئيسي من مختلف القطاعات، ويفترض أن تعكس الاتجاه العام للسوق، وتتم عملية تسييرها وحسابها من قبل رسمي المقصورة لشركة تسيير بورصة القيم. ويتم حسابها باتباع مبدأ ترجيح الرسمة العائمة للسوق، بحيث يكون وزن كل قيمة متضمنة في المؤشر موافقة لعدد الأسهم القابلة للتداول لكل شركة مدرجة بالبورصة.

### 1.1. تطور مؤشر أسعار بورصة الجزائر:

يأخذ مؤشر أسعار بورصة الجزائر حسب الشكل أدناه منحى تنازليا خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018، إذ انخفض من 67.1% في شهر جانفي 2008 إلى 60.4% في جوان 2018، بنسبة انخفاض قدرها (9.98%).

سجل مؤشر أسعار بورصة الجزائر أعلى قيمة له وهي 100 في شهر جوان 2011، محققا نسبة نمو تقدر بـ 49.03% مقارنة بفترة الأساس (شهر جانفي 2008)، حيث كانت بورصة

الجزائر إلى جانب بورصتي أبو ظبي والخرطوم في هذه السنة استثناء وحيدا من حالة التراجع التي عرفت أسواق الأوراق المالية العربية. ( صندوق النقد الدولي، 2011، ص8) في حين حقق مؤشر أسعار بورصة الجزائر أدنى قيمة له في شهر جوان من سنة 2018 ألا وهي 60.4%، بنسبة انخفاض تقدر ب (9.98%)، وتزامن هذا الانخفاض مع ارتفاع حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة في البورصة الجزائرية. (صندوق النقد الدولي، 2018، ص10) الشكل رقم (01): تطور مؤشر أسعار بورصة الجزائر من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

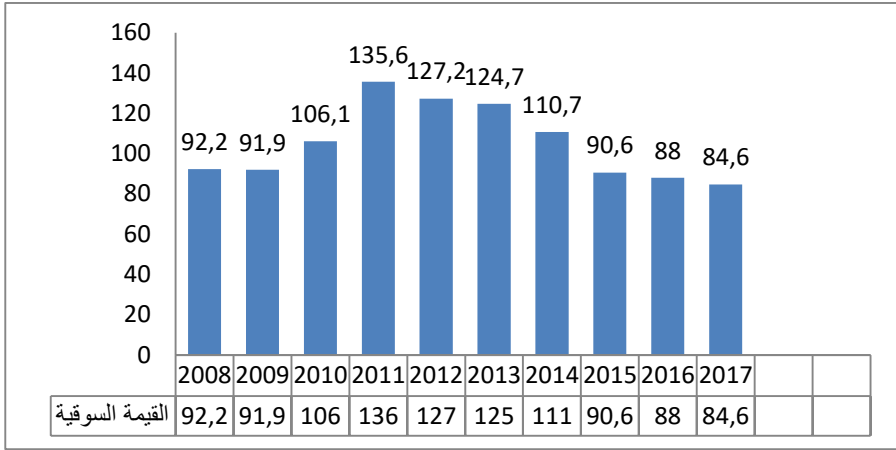


المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الصادرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018، [www.amf.org](http://www.amf.org)، تاريخ الاطلاع: 2018/12/24، التوقيت: 4:45 سا.

## 2.2. تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر:

يبين الشكل أدناه تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017، حيث أدرج في حساب القيمة السوقية وفق بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي شركتين فقط. وتم الاعتماد في إعداد هذا الشكل البياني على بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الصادرة خلال مدة عشر سنوات الأخيرة، وتحويلها إلى بيانات سنوية من خلال أخذ إجمالي القيمة السوقية لكل سنة على حدى.

الشكل رقم (2): تطور القيم السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017.



**المصدر:** بيانات نشرات صندوق النقد العربي خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017، [www.amf.org](http://www.amf.org)، تاريخ الاطلاع: 2018/12/24، التوقيت: 4:45 سا.

أخذت القيم السوقية لبورصة الجزائر منحى تصاعديا خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011، حيث ارتفعت هذه الأخيرة من 92,2 مليون دولار في سنة 2008 إلى 135,6 مليون دولار في سنة 2011، وهي أعلى قيمة مسجلة خلال فترة الدراسة، حيث كان هناك تطور في عدد الشركات المدرجة بانضمام شركة أليانس للتأمينات في بورصة الجزائر ليصل العدد إلى سبع شركات في سنة 2010، أين تعادل القيمة الرسملة لبورصة الجزائر مبلغ 106,1 مليون دولار أمريكي، لترتفع بعد ذلك إلى 135,6 مليون دولار أمريكي في سنة 2011، وهذا راجع إلى زيادة كل من حجم التداول لبورصة الجزائر ومتوسط التداول اليومي، مسجلان في هذه السنة قيمة تداول قدرها 254,6 ألف دولار و متوسط قدره 31,82 ألف سهم على الترتيب.

سجلت القيم السوقية لبورصة الجزائر منحى تنازليا خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى غاية سنة 2017، حيث انخفضت هذه الأخيرة تدريجيا من 135,6 مليون دولار في سنة 2011 إلى 84,6 مليون دولار في سنة 2017، رغم دخول شركة روبية للمشروبات NCA في سنة 2013 وشركة بيوفارم الناشطة في مجال الصيدلة في سنة 2015 لسوق الأسهم، إذ يعتبر هذا الأمر إيجابيا لبورصة القيم المنقولة بما يمكن أن تضفيه من حركية وسيولة أكبر، إلا أن ذلك لم يتحقق نتيجة خروج جميع الشركات الناشطة في سوق السندات نتيجة انتهاء تواريخ استحقاق سنداتها، وتدني متوسط التداول اليومي لبورصة الجزائر من 31,82 ألف سهم سنة 2011 إلى 11,65 ألف سهم سنة 2012،



11,05 ألف سهم سنة 2013، و8,97 ألف سهم سنة 2014، و5,15 ألف سهم سنة 2015، و8,18 ألف سهم سنة 2016، و6,64 ألف سهم سنة 2017. إضافة إلى انخفاض حجم التداول في بورصة الجزائر من 254,6 ألف دولار سنة 2011 إلى 93,2 ألف دولار سنة 2012، و88,4 ألف دولار سنة 2013، و71,8 ألف دولار سنة 2014، و65,4 ألف دولار سنة 2016، و53,1 ألف دولار سنة 2017 وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (2): مؤشرات التداول لبورصة الجزائر خلال الفترة (2011-2017).

السنوات	مؤشرات التداول اليومي (ألف سهم)	حجم التداول اليومي (ألف دولار)
2011	31.82	254.6
2012	11.65	93.2
2013	11.05	88.4
2014	8.97	71.8
2015	5.15	123.7
2016	8.18	65.4
2017	6.64	53.1

المصدر: تقارير صندوق النقد العربي الصادرة خلال الفترة (2011-2017)، [www.amf.org](http://www.amf.org)، تاريخ الاطلاع: 2018/12/24، التوقيت: 4:45 سا.

### 3. معوقات عمل بورصة الجزائر وآليات تفعيلها لتمويل الاقتصاد الجزائري

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية، وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية. إلا أنه ومن خلال المؤشرات السابقة نجد هناك ظروف عديدة حالت دون لعب البورصة لدورها الذي قامت لأجله منذ عشرين سنة تقريبا أي منذ التسعينيات، ومن المؤكد أن عزوف المتعامل الاقتصادي عن

الاتحاق ومعه المستثمر إلى جانب عدم إقبال الجزائريين على توظيف مدخراتهم فيها يعرقلان هذا الدور.

## 1.2. معوقات عمل بورصة الجزائر:

يمكن إجمال معوقات عمل بورصة الجزائر في هذه النقاط:

أ. ارتفاع التضخم وضعف الادخار: تتواصل ظاهرة التضخم في الجزائر رغم مجهودات السلطات المتكررة لامتصاصه، وهو يعرف بارتفاع منتظم ومستمر لأسعار السلع والخدمات، وهذا ما يتسبب في تدني المدخرات لدى الأفراد، حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء لمدخراتهم لإنفاقها على السلع الاستهلاكية، عندما لا تكفي دخولهم النقدية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها. (بن وارث، حملاوي، 2016، ص245)

ب. ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80 % من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع:

- ارتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة .
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

- إن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير . (بومدين، زيدان، 2006، ص14).

ج. هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري: إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشيا مع تبني خيار اقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، لكن في الواقع بقي القطاع العام يهيمن على الاقتصاد الجزائري بنسبة كبيرة مقارنة بالقطاع الخاص، كما تأخرت السلطات الجزائرية في تطبيق عمليات الخصخصة للمؤسسات التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة، الأمر الذي زاد من عرقلة نموها وتطورها. وبالرغم من أن قوانين البورصة في الجزائر تشترط من أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة المدرجة فيها هو شركة بالأسهم (SPA)، تبقى أغلب المؤسسات الخاصة في الجزائر مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة.<sup>14</sup> (بن أشنهو، 2016، ص61)

د. **عدم ملاءمة التشريعات القانونية:** لا تزال التشريعات القانونية تمنح كل الصلاحيات لوزير المالية في تعيين وعزل واستخلاف المديرين العامين والمسيرين في الهيئات المكونة للبورصة، وفي استبعاد الممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء. كما أن الاعتماد على السندات دون غيرها من الأوراق المالية في التداول تبين رغبة السلطات الجزائرية المستمرة في المحافظة على الملكية العامة للشركات العمومية، فلو يفسح المجال أمام رأس المال الخاص (المحلي أو الأجنبي) كعمول للشركات العمومية ومراقب لأنشطتها سيضمن هذا عليها المزيد من الديناميكية والفعالية بين مختلف القطاعات الاقتصادية، كما سيضمن هذا درجة التطور التي يفترض أن تطلع بها بورصة الجزائر أمام نظيراتها في المغرب وتونس.

هـ. **العائق الاجتماعي والثقافي:** إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس، إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية، باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان، وهذا ما يؤدي إلى إعاقة عمل بورصة الجزائر. كما نجد أن غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.

و. **العامل الديني:** لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية، غير أن التعامل بها في الجزائر يعتبرها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 4/9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال. (بن سميحة، طيبي، 2017، ص335)

### 2.3. آليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري:

إن نجاح بورصة الجزائر يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لها وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للنهوض ببورصة الجزائر، والمتمثلة في: (خبابة، 2003، ص ص 87-88)

أ. **تنشيط السوق المالية:** تنشيط السوق المالية خاصة ما تعلق بالسوق الأولي الذي يقوم بتوفير الأدوات المالية الكفيلة بنقل مدخرات المجتمع من عارضيتها إلى المحتاجين إليها. بمعنى

المساهمة في تسويق عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية التي حددها المشرع في عشرة أنواع باعتبارها السلعة المتداولة في إطار سوق التداول فيما بعد. فوجود البورصة مرهونا بوجود سوق الإصدار، لكن في غياب بنوك الاستثمار التي تتكفل بهذه العملية في الاقتصاديات المتقدمة يمكن في فترة أولية إسناد الأمر للبنوك التجارية للقيام بهذا الدور من حيث تقديم النصح والاستشارة مع إمكانية اللجوء إلى مكاتب الاستشارة المالية الأجنبية لإتمام العملية في إطار سليم بما ينعكس إيجابا على السوق المالية الوطنية.

**ب. تنشيط سوق الإصدار:** يرتبط تنشيط أسواق الإصدار بعمليات تسهيم المؤسسات. إذ يمكن في مرحلة أولية اتخاذ مبادرة جديدة بخصوص إتمام جوانب من برنامج الخصخصة في الجزائر الذي لا يزال متعثرا وأهم سبب في تعطيل البورصة في الجزائر. ومنه ولتنشيط هذه الأخيرة، يتحتم على الدولة أن تفكر جديا في خصخصة بعض مؤسساتها لتخفيف العبء المالي على موازنتها من جهة. ومن جهة ثانية لنشر رأس المال الاجتماعي لهذه الشركات وجذب الفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات، وتجنيدتها لخدمة الاستثمار المحلي مع محاولة جذب رأس المال الأجنبي من خلال هذه العملية. في هذه النقطة بالذات يمكن للدولة أن تساهم في تحقيق الأمر بالإقبال على فتح رأس مال الشركات الاستراتيجية والتي تحقق نتائج إيجابية في شكل جزئي لتحقيق وفورات مالية من جهة، ومن جهة ثانية باعتبارها شركات تضمن في الواقع إقبالا حقيقيا على الاكتتاب في رأس مالها.

**ج. تحفيز المؤسسات الاقتصادية:** يحقق تحفيز المؤسسات الاقتصادية لاسيما الاستراتيجية نتائج إيجابية على الابتعاد عن أساليب التمويل بالوساطة المالية والتوجه أكثر نحو أسلوب التمويل باللاوساطة مالية عن طريق استخدام الأدوات المالية المختلفة بما يمكنها من الحصول على التمويل طويل الأجل من ناحية ويمكن البورصة من القيام بنشاطها من ناحية ثانية. فاتباع هذا النهج يساهم فعليا في تنويع الأوراق المالية المطروحة للتداول.

**د. تفعيل دور المؤسسات المالية:** دفع المؤسسات المالية التي تنشط في إطار ما يسمى بالوساطة المالية في الاقتصاديات المعاصرة من بنوك تجارية وشركات تأمين التي تمتلك سيولة عريضة يمكن تجنيدها في عملية الاستثمار في الأوراق المالية بما يساهم في تنشيط البورصة وتوفير سيولة كافية للنشاط الاقتصادي.

**هـ. تفعيل برامج الخصخصة:** يمكن لأصحاب القرار في الدولة تنشيط البورصة عن طريق المضي في برنامج التخصيص بانتهاج طريقة استبدال الديون بمساهمات في تلك الشركات

سواء أكانت الديون لدائنين محليين أو ديونا خارجية بما يخفف العبء على ميزانية الدولة ويساهم في تنويع الأوراق المالية بالبورصة الجزائرية. وهي العملية التي لقيت نجاحا لدى العديد من البلدان النامية.

**و. تعبئة مدخرات الأفراد:** تحفيز المستثمرين على توظيف فوائضهم المالية في توظيفات مربحة قليلة المخاطر وتبني أسلوبا مهما في هذا الاتجاه عن طريق إصدار سندات بعائد متغير وإصدار سندات مشاركة في الأرباح بإمكانها جذب المستثمرين وتجنيب ادخاراتهم في خدمة الاقتصاد الوطني.

### خاتمة:

تضم بورصة الجزائر السوق الرئيسية الموجهة للمؤسسات الكبيرة وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنشأة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق ل 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، وسوق السندات المخصصة لإصدارات الشركات الوطنية والخزينة العمومية. وتعتبر هذه الأسواق خيارا تمويليا للقطاع الخاص والقطاع العام لكنها تفنقر إلى العمق فهي تحتوي على عدد قليل جدا من البائعين والمشتريين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية.

ومن خلال هذه الورقة البحثية توصلنا إلى النتائج التالية:

- يميل مؤشر بورصة الجزائر إلى الانخفاض التدريجي في ظل ضعف التداول فيها، وهذا ما يؤدي إلى عدم قدرتها على توفير السيولة بحيث تعتبر هذه الأخيرة من أهم العوامل المحفزة على الاستثمار؛ فهي تعني إمكانية بيع أصول مالية بسرعة ودون خسارة، وهذا ما يصعب تحقيقه في بورصة الجزائر.

- تمكنت السوق الرئيسية من استقطاب خمسة استثمارات في حين احتوى سوق السندات على سبعة مؤسسات مدرجة انتهت تواريخ استحقاق سنداتها، وهذا ما يدل على ضعف مستويات الإدراج ببورصة الجزائر وغياب التداول فيها في ظل عدم قدرة سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على استقطاب جذب أي استثمار.

- تكمن نقطة ضعف بورصة الجزائر في غياب المنظومة الصناعية والتجارية التي تسمح بممارسة النشاط البورصي وعدم رسوخ الثقافة البورصية في العقلية الاستثمارية الجزائرية. و ينعكس ذلك سلبا على مؤشرات التداول فيها حيث تميل الأسعار إلى الانخفاض وبالتالي تراجع العوائد الرأسمالية المتأتية منها وهذا ما يعد غير محفزا للاستثمار فيها بالنسبة للجزائريين.

- تقف بورصة الجزائر لمنهجية الهندسة المالية الإسلامية إذ يعد هذا الأمر عاملا آخر يمنع من إقبال الجزائريين المتمسكين بمبادئ الشريعة الإسلامية على توظيف مدخراتهم في المعاملات الربوية للبورصة الجزائرية.

- من أهم العوامل التي أدت إلى قصور دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد هي هيمنة القطاع العام على النشاط الاقتصادي في الجزائر حيث تعد مؤسساته غير متوازنة ماليا ويفتقر إلى الكفاءات اللازمة لتسييره، إلى جانب عدم استعداد معظم مؤسسات القطاع الخاص لفتح رأسمالها للغير حيث أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن.

وفي هذا الإطار نقترح جملة من التوصيات لتفعيل دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الجزائري:

- نشر الثقافة البورصية والترويج لها من خلال وسائل الإعلام .
- تنمية القطاع الخاص والقطاع العام، وتطوير أساليب الشراكة فيما بينهما لإعداد منظومة تجارية وصناعية جاهزة لممارسة النشاط البورصي.
- إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر لاستقطاب مدخرات الأفراد المتمسكين بمبادئ الشريعة الإسلامية.

### قائمة المراجع:

- بربار صافية ، بوزيان عثمان. (2017)، أثر آليات الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات لتحقيق التنافسية الاقتصادية- دراسة تطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر-، المجلة المغاربية للاقتصاد والمناجمنت، 4(2).
- بلفيطح ريمة (2017)، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر (تحليل سلوك المؤشر Dzair index للفترة (2008-2015))، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 10(17).
- بلقاسمي سمية، خاطر طارق (2016)، تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1999-2013، مجلة الاقتصاد الصناعي، 6(2).
- بن سميحة عزيزة، طبني مريم (2017)، دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر، مجلة تاريخ العلوم، 4(7).
- بن شنهو فريدة (2016)، واقع السوق المالي في الجزائر وأفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، 12(13).
- بن وارث حبيلة، حملوي ربيعة (2016)، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري -دراسة حالة بورصة الجزائر-، مجلة دفاتر اقتصادية، 7(2).
- خبابة حسان (2003)، بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، 4(8).
- دغموم هشام (2016)، واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999-2015، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، 20(1).
- زودة عمار، شمام عبد الوهاب (2016)، طبيعة سوق الأوراق المالية، المشكلات والحلول، مجلة أفاق العلوم، 1(2).

### الملتقيات:

- بومدين نورين، زيدان محمد (2006)، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر -المعوقات والأفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.

### التقارير والمواقع:

- 1\_ صندوق النقد العربي (2011)، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 65.

- (2) \_ صندوق النقد العربي (2018)، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 93.
- (3) \_ النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الصادرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018، [www.amf.org](http://www.amf.org)، تاريخ الاطلاع: 2018/12/24، التوقيت: 4:45 سا.
- (4) \_ موقع بورصة الجزائر، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع: 2017/11/24، التوقيت: 4:45 سا.