

المدرسة الوطنية العليا للعلوم السياسية  
قسم علم الاجتماع السياسي و العلاقات الدولية

مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم السياسية  
تخصص: شؤون اقتصادية دولية

الموضوع:

بورصة الجزائر  
واقع و افاق

تحت إشراف :

الأستاذة شابي عبير

إعداد الطالبة:

خندق ليندة

السنة الدراسية :

2014/2013

## كلمة شكر

أحمد المولى عزّوجلّ الذي منّ عليّ بالصحة والعافية، ومنحني الإرادة والصبر لإنجاز هذا العملأدعو الله أن يوفقتي وينير طريقعملي.

فلك الفضل يا الله حتى ترضى ولك الفضلإذارضيت، ولك الفضل بعد الرضى.

أتقدم بالشكر الجزيل الى الأستاذة المشرفة السيدة شابي عبير التي رافقتني طيلة فترة انجاز مذكرتي دون أن تبخل علي بالنصائح والتوجيهات.

كما أخص بالشكر إطارات شركة تسيير بورصة القيم من المؤطر السيد بعطوش بلقاسم نائب مدير الدراسات، الى مديرة الدراسات السيدة منصورى راضية والمدير العام السيد

بن ميهوب يزيد على كل المساعدات والمعلومات القيمة التي ساعدتني في إثراء موضوع

مذكرتي

إلى كل من منحني الدعم وقدر مجهوداتي في إنجاز هذا العمل، ولو بالكلمة الطيبة .

## اهداء

إلى من ليست ككل النساء، رمز التضحية والعطاء، صدر الحنان والنقاء

أمي ثم أمي ثم أمي

بوركت يا أماه وأطال الله في عمرك.

\*\*\*\*\*

إلى من ساندي وكان حصن الأمان، وقف بجانبني واحترم رأيي

أحنّ قلب وأعظم أب في الوجود

حفظك الله ورعاك.

\*\*\*\*\*

إلى من تقاسمت معهم حلو الدنيا ومرّها

اخوتي :ايمان ، نسيم، وردة

حفظكم الله ووفقكم في مشواركم، فأنتم رمز المفخرة

إلى ذكرى جدتي الغالية وريّة رحمها الله وجعل مثواها الجنة

إلى صاحبة القلب الكبير جدتي غنيمة أطال المولى في عمرك

إلى من شاركني أفراحي وأحزاني، أعز أصدقائي

الى كل من يسعهم قلبي ولم تسعهم الورقة

**ملخص باللغات:**

**العربية - الفرنسية - الانجليزية**

## ملخص المذكرة:

بعد الإصلاحات الاقتصادية المعلن عنها سنة 1988 ودخول الجزائر الى اقتصاد السوق، قامت الحكومة بتعزيز النظام المالي عن طريق انشاء سوق للأوراق المالية أو ما يعرف بالبورصة، التي من المفروض أن تحد من تدخل الدولة في تمويل المؤسسات العمومية من جهة، وأن تساهم في تمويل المؤسسات الاقتصادية الخاصة من جهة أخرى.

بعد مرور 13 سنة من النشاط المتذبذب في السوق الأولي والثانوي لبورصة الأوراق المالية منذ تاريخ انشائها سنة 1997، قررت السلطات الجزائرية أن تنمي القطاع المالي وتظهر مساهمته في الاقتصاد الوطني، وعليه اعتمدت مخطط خماسي لإصلاح السوق المالي في الجزائر للفترة 2010 -2014، بغرض تفعيل نظام مالي جزائري يكون أكثر كفاءة للتمويل.

وعليه، بداية خطة التحديث في مرحلة التقييم والتصميم للفترة 2011-2012، ساعدت في وضع الخطوط العريضة لاستراتيجية الإنعاش والتعريف بهدف المخطط من حيث تنظيم وسير عمل السوق المالي، حيث حدد مشروع الإصلاح خمس أهداف ذات أولوية اعتمدها السلطات المالية وترتكز بالأساس على تعزيز قدرات البنى التحتية للسوق المالي بتحديث نظام المعلومات وعصرنته لتشجيع الشركات على ادراج وتبوع الأوراق المالية وبالتالي نشر ثقافة البورصة لكسب ثقة المدخرين والمستثمرين. أيضا لا بد من متابعة المرحلة الثانية من مخطط الإنعاش التي لاتزال قيد الإنجاز من أجل ضمان تحسين تنظيم و سير بورصة الجزائر.

الكلمات الدالة المرتبطة بالموضوع:البورصة، السوق المالي، الأوراق المالية، الادخار، الاستثمار، مخطط الانعاش، نظام المعلومات.

## **Résumé :**

Après les réformes économiques annoncées en 1988 en Algérie ; le passage à l'économie de marché a incité les pouvoirs publics à renforcer le système financier par la mise en place d'un marché boursier censé limiter l'intervention de l'Etat dans le financement des entreprises publiques d'une part, et de contribuer à financer l'émergence économique du pays, d'autre part.

Après 13 années d'activité instable sur le marché primaire et boursier, depuis la date de sa création en 1997, le gouvernement algérien souhaite accroître très sensiblement la contribution du marché financier dans l'économie nationale, un programme de réforme du marché financier algérien a été adopté pour la période 2010 -2014, ayant pour objectif d'instaurer un système de financement plus efficace.

le plan de modernisation dans sa phase évaluation et conception, entamé en 2011 et achevé en 2012 , a permis de tracer les contours de la stratégie de relance et de la définition du schéma cible d'organisation et de fonctionnement du marché. En effet, le plan de réforme du marché financier s'est fixé cinq objectifs prioritaires, identifiés et adoptés par les autorités financières. Il s'agit essentiellement de développer le marché financier et renforcer les capacités de ses infrastructures, par la modernisation du système d'information, afin d'encourager les entreprises à s'introduire en bourse et à diversifier les valeurs mobilières ; et donc la diffusion de la culture de la bourse, et par voie de conséquence gagner la confiance des épargnants et celle des investisseurs.

Par ailleurs, la poursuite de la deuxième phase du plan de réforme, en cours de réalisation, permettra d'améliorer l'organisation et le fonctionnement de la bourse d'Alger.

Mots Clés : marché boursier, marché financier, plan de réforme, épargne, investissement, système d'information.

## **Abstract :**

After the economic reforms announced in 1988 and the entry of Algeria to a market economy, the government has to strengthening the financial system through the establishment of a stock market; which is supposed to limit state intervention in financing of public enterprises on the one hand, and contribute to financing the private economic institutions on the other hand.

After 13 years of the oscillating activity in the primary market and the secondary stock exchange since the date of its establishment in 1997, the Algerian authorities decided to develop the financial sector and show its contribution to the national economy, why it has adopted a program of financial market reform in Algeria in 2010 -2014, in order to activate the financial system Algerian to be more efficient for funding.

Thus , the beginning of the modernization plan at the stage of evaluation and design for the period 2011-2012 ; helped to develop the outline of the recovery strategy and the definition of the aim of the planned terms of the organization and functioning of the market, in terms of financial market reform has set five priorities identified and adopted by the financial authorities objectives , it is mainly to develop the market and strengthen the capacity of market infrastructure by updating the most modern information system to encourage companies to integrate and diversify securities , and thus the spread of the culture of scholarship to gain the confidence of savers and investors.

In return, the financial authorities are urged to follow the second phase of the reform plan is still underway to ensure the improvement and development of the operation of the Algiers Stock Exchange.

### **Keywords:**

Stock market, stock exchange, information system, saving, investment.

# عرض الخطة

## عرض الخطة

### مقدمة عامة.

#### الفصل الأول: الإطار النظري للسوق المالي وبورصة الجزائر

المبحث الأول: مدخل للسوق المالي

المبحث الثاني: ماهية بورصة الجزائر

#### الفصل الثاني: الإطار العملي لبورصة الجزائر

المبحث الأول: طريقة عمل بورصة الجزائر

المبحث الثاني: دراسة عملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات

#### الفصل الثالث: بورصة الجزائر بين المعوقات وافاق التطوير

المبحث الأول: تقييم أداء بورصة الجزائر والمعوقات التي تواجهها

المبحث الثاني: إنعاش بورصة الجزائر في ظل مخطط تطوير سوق رأس المال للفترة 2010-2014

### خاتمة عامة.

# المقدمة العامة

## 1. تمهيد عام للموضوع:

يتنامى الدور الذي يلعبه النظام المالي في ظل ما يعرفه العالم من تحولات سريعة تتميز بتزايد الانفتاح و ظهور التكتلات و الاندماجات في الأسواق العالمية ، و ثورة في ميدان المعارف لتكنولوجيا الإعلام و الاتصال ، الأمر الذي أدى إلى تسريع حركة رؤوس الأموال بمعدلات تفوق بكثير معدلات المبادلات التجارية ، إلا أن هذه القفزة النوعية تركزت في الدول المتقدمة التي تتوفر على نظام مالي متطور تتميز أسواقه بسيولة عالية و اتساع نطاق معاملاتها مما جعلها تنمو بسرعة أكبر إذا ما قورنت بالدول النامية التي تعاني من محدودية وجود أسواق مالية ، هذا ما جعل عجلة النمو تتأخر . وبالتالي فان بورصة الأوراق المالية تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها.

إن سعي الدول النامية وراء تطوير هذه الأسواق بما يتناسب مع متطلبات الحاجات الاقتصادية لازال متواصلا، وذلك من خلال تبني العديد من الحكومات برامج لإنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية، وتعد الجزائر من بين هذه الدول التي عرفت تحولا بانئقالها إلى اقتصاد السوق المفتوح من خلال الإصلاحات الاقتصادية المعلن عنها منذ سنة 1988، حيث وعت بضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية للمساهمة في عملية تمويل الاقتصاد الوطني بعدما أصبحت ضرورة حتمية لترجمة الانفتاح الاقتصادي ضمن اقتصاد السوق.

## 2. أسباب اختيار الموضوع:

هناك مجموعة من المبررات تدفع لاختيار دراسة هذا الموضوع تتمثل في:

- ميررات ذاتية: من خلال الميول الذاتي والاهتمام الشخصي بالبحث في مجال الأسواق المالية بصفة عامة وبورصة الجزائر بصفة خاصة من أجل إثراء الرصيد المعرفي حول الاقتصاد المالي.
- ميررات موضوعية: تظهر في القيمة العلمية للموضوع، باعتبار بورصة الأوراق المالية تحظى بمكانة وأهمية معتبرة في اقتصاديات الدول لما تقدمه من دور فعال في دفع العجلة التنموية،

وبالنسبة للجزائر فواقع البورصة يحتم على الباحثين تقديم دراسات تمكن من توجيه المتعاملين الاقتصاديين وتعريفهم بالسوق المالي، أهميته وما يجب القيام به للمشاركة في التنمية الاقتصادية.

### 3. أهمية دراسة الموضوع:

تتم أهمية الموضوع في الحاجة الماسة إلى المساهمة بدراسة تحليلية للسوق المالي باعتباره جزء مهم وركيزة أساسية لاقتصاد السوق من جهة، ومن جهة أخرى الحاجة لدراسة واقع بورصة الجزائر من أجل تشخيص الاختلالات التي تعاني منها وتأثيرها على نمو الاقتصاد الوطني.

### 4. أهداف الدراسة:

تتوجه هذه الدراسة إلى المهتمين بمجال البورصة كعنصر فعال تستعمله السياسة الاقتصادية على المستوى الكلي من أجل رفع معدلات النمو وتطوير مختلف القطاعات الاقتصادية، لذلك تتمثل أهداف الدراسة في:

- التعرف بواقع بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها وكذا تحدياتها.
- إظهار مراحل وكيفية إدراج الشركات في البورصة.
- إبراز ضرورة إصلاح بورصة الجزائر وإلزامية تحديثها.

### 5. طرح الإشكالية:

من خلال العرض السابق يمكن صياغة الإشكالية التالية:

إلى أي مدى تساهم بورصة الجزائر في تنشيط حركة الاقتصاد الوطني؟

لتبسيط الإشكالية المطروحة يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف كانت الظروف الاقتصادية والمالية للجزائر عندما أصبح إنشاء بورصة القيم ضرورة ملحة؟

- فيما تتمثل الأدوات المتداول عليها في بورصة الجزائر؟ وهل حققت قيمة مضافة للاقتصاد الوطني؟

- ما هو الواقع العملي لبورصة الجزائر؟ وهل تم توفير كل الشروط اللازمة لتطوير أدائها؟

- فيما تكمن تحديات تنشيط بورصة الجزائر في ظل مخطط إنعاش سوق رأس المال الجزائري للفترة 2010 - 2014؟

#### 6. الفرضيات:

للإجابة عن إشكالية الموضوع والأسئلة المطروحة سابقا، يستلزم وضع مجموعة من الفرضيات كإجابات أولية موجهة لمسار البحث في الموضوع ويعد طرحها للاختبار ضروريا، تتمثل فيما يلي:

- يعتبر إنشاء بورصة الجزائر بمثابة مصدر جديد لتمويل الاقتصاد الوطني.
- تكمن أهداف الدخول إلى البورصة بالنسبة لمصدري الأوراق المالية في الحصول على مصادر التمويل، وبالنسبة للمستثمر في توظيف أمواله قصد تحقيق الربح.
- إن نجاح واستمرار نشاط سوق رأس المال مرتبط بثقة المدخرين والمستثمرين في هذه السوق.
- دخول شركات جديدة إلى البورصة يؤثر على ديناميكية السوق المالي بشكل ايجابي.

#### 7. حدود الدراسة :

تكمن حدود الدراسة الزمنية لهذه الدراسة بعد الاصلاحات الاقتصادية المعلن عنها سنة 1988 ، و اقرار ضرورة انشاء سوق للأوراق المالية تزامنا مع دخول الجزائر لاقتصاد السوق ، الى غاية وقتنا الحالي المتزامن مع فترة المخطط الخماسي لانعاش سوق رأس المال الجزائري 2010-2014 ، أما بالنسبة للحدود المكانية تتجسد من خلال تحليل و تقييم أداء بورصة الجزائر و المشاكل التي تعترضها من جهة ، و من جهة أخرى في كيفية إنعاش سوق رأس المال التي تعتمد على إعادة هيكلة السوق الجزائري .

#### **8. مصادر الدراسة :**

تم الاعتماد في هذه الدراسة على الكتب باللغتين العربية و الفرنسية ، وكذا مذكرات متعلقة بالموضوع منها رسائل ماجستير و أطروحات دكتوراه ، بالإضافة إلى مجموعة من المداخلات في ملتقيات وطنية و دولية ، و مختلف الوثائق و المطويات الصادرة عن شركة تسيير بورصة القيم .

#### **9. المنهجية المتبعة:**

بغرض الإجابة عن الإشكالية المطروحة ، تم اعتماد مزيج من المنهج التاريخي والوصفي التحليلي ، حيث يتجسد المنهج التاريخي في تتبع مراحل تطور بورصة الجزائر منذ إنشائها والمراسيم التشريعية المتعلقة بها ، إضافة إلى مراحل سير مخطط إنعاش سوق رأس المال الجزائري وفقا للفترات الزمنية المدروسة .

أما المنهج الوصفي التحليلي يتجسد في عرض الجوانب النظرية للأسواق المالية عموما و بورصة الجزائر على وجه الخصوص و تحليل واقع عمل هذه الأخيرة باعتماد مجموعة من الإحصاءات و العمليات الحسابية بغية استخلاص مدى مساهمة البورصة في الناتج الوطني ، وتقديم اقتراحات لتطوير أدائها .

#### **10. هيكل البحث :**

للإجابة على الإشكالية المطروحة وبناءا على الفرضيات السابقة ، تم تقسيم خطة البحث إلى الفصول التالية :

- الفصل الأول " الإطار النظري للسوق المالي و بورصة الجزائر " : يتناول مفاهيم عامة حول الأسواق المالية من تركيب بنوي و الأدوات المالية المتداولة فيها ، ثم التطرق إلى تشخيص بورصة الجزائر بعرض ظروف إنشائها ، المتدخلين على مستواها و الشروط الخاصة للدخول فيها .
- الفصل الثاني " الإطار العملي لبورصة الجزائر": يتناول طريقة عمل بورصة الجزائر من خلال العمليات التي تقوم بها و تجارب الشركات المدرجة فيها، إضافة إلى دراسة حالة لإدراج أسهم أول شركة جزائرية خاصة في البورصة.
- الفصل الثالث " بورصة الجزائر بين المعوقات و آفاق التطوير " : يتم من خلال هذا الفصل تقييم أداء عمل بورصة الجزائر منذ إصدار أول ورقة مالية الى غاية سنة 2012 مع التطرق إلى العقبات التي تواجهها ، ثم البحث عن مقاييس تطوير البورصة في ظل مخطط تطوير رأس المال الجزائري .

## الفصل الأول :

# الاطار النظري للسوق المالي و بورصة الجزائر

### مقدمة الفصل :

ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم الدول الرأسمالية حيث أصبحت تتحكم و تؤثر الى حد بعيد في حركية الاقتصاد ، كما أنه أصبح من غير الممكن الحديث عن موضوع التنمية الاقتصادية دون الأخذ بعين الاعتبار العنصر المالي كمحرك رئيسي لتنشيط العملية الاقتصادية .

و من أجل بعث التنمية الاقتصادية في الجزائر خاصة بعد الصدمة البترولية لسنة 1986 و ما انجر عنها من أزمة اقتصادية ، شرعت السلطات الجزائرية في تطبيق اصلاحات تهدف الانتقال من نظام اقتصادي قائم على التخطيط المركزي الى اقتصاد يعتمد قوانين السوق و بالتالي أصبحت اقامة سوق مالية في الجزائر ضرورة ملحة خاصة بانسحاب الخزينة العمومية من عملية تمويل الاستثمارات .

من خلال هذا الفصل سنحاول دراسة و تحديد المفاهيم المتعلقة بالسوق المالي بصفة عامة و بورصة الجزائر على وجه الخصوص من خلال المباحث التالية :

- المبحث الأول : مدخل للسوق المالي .
- المبحث الثاني : ماهية بورصة الجزائر .

## المبحث الأول : مدخل للسوق المالي

لا يغيب عن الذهن أن المال هو عصب الحياة الاقتصادية لأي منظمة أعمال و المحرك الرئيسي للوظائف و المهام داخل هذه المنظمة ، و بالتالي فلا بد من توفر الأموال في الوقت المناسب وأيضا بالقدر الكافي ، وتلبية لهذه الاحتياجات تظهر ضرورة توفر أسواق مالية كقنوات اتصال من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد من سد احتياجاتها المالية .

## المطلب الأول : مفهوم السوق المالي .

### الفرع الأول : تعريف السوق المالي

للسوق المالي تعريفات متعددة الا أنها تصب في معنى واحد ، و من مختلف التعاريف نجد :

تعريف 1 : يعرف السوق المالي على أنه "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار و وحدات العجز التي هي بحاجة لأموال القرض و الاستثمار وذلك عبر فئات عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة " <sup>1</sup>

تعريف 2 : عرف السوق المالي على أنه " الوسيلة التي يلتقي من خلالها المشترون و البائعون و الوسطاء و المتعاملون من ذوي الاهتمامات المالية و النقدية ، ذلك بغرض تداول الأصول المختلفة لفترات معينة ( طويلة و قصيرة ) و ذلك اعتمادا على قوانين و أنظمة و تعليمات و كذلك عادات و تقاليد و أعراف معتمدة محليا أو دوليا " <sup>2</sup>

تعريف 3 : عرف السوق المالي على أنه " الألية التي بموجبها يتم تحويل الأموال من الوحدات الاقتصادية المدخرة الى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية " <sup>3</sup>

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام : الاستثمار في الأوراق المالية تحليل و ادارة ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، ط1 ، عمان الأردن ، 2004 ، ص 110

<sup>2</sup> هوشيار معروف : الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع ، ط1 ، عمان ، الأردن ، 2003 ، ص 58

<sup>3</sup> عاطف وليم أندراوس : السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، ط1 ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية 2005 ، ص 03

**تعريف 4 :** يعرف السوق المالي على أنه " عبارة عن رؤوس الأموال طويلة الأجل ، حيث تمثل مجموع الطلبات و العروض على رؤوس الأموال من أجل توظيفها بما في ذلك الأوراق المالية ( الأسهم و السندات )<sup>4</sup> .

من خلال هذه التعريفات يمكن أن نخرج بمفهوم أن السوق المالي يمثل التقاء العرض و الطلب على رؤوس الأموال عن طريق تدخل هيئات و وسطاء يعملون على تنظيم و سير العمليات التي تخضع لقوانين و تعليمات .

### **الفرع الثاني: وظائف السوق المالي**

يمكن تلخيص وظائف السوق المالي فيما يلي<sup>5</sup> :

- تسهيل انتقال الأموال من وحدات الفائض الى وحدات العجز .
- توفير السيولة لحملة الأوراق المالية .
- تسعير الأوراق المالية .
- التنبؤ بالنشاط الاقتصادي خلال الفترات القادمة .
- التوزيع الأمثل للموارد المالية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة .
- ايجاد قنوات لتوزيع المدخرات .

### **الفرع الثالث : أهمية السوق المالي**

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في نقل الأموال بين المتعاملين الاقتصاديين، هذا ما يكسبه أهمية كبيرة على المستويات التالية<sup>6</sup>:

<sup>4</sup> George Depallens:Gestion Financière de l'entreprise, Sirey édition, 11<sup>ème</sup> édition, Paris, 1996.

<sup>5</sup> أحمد طاراطا : الترشيح الاقتصادي للطاقت الانتاجية في المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2000 ، ص 78 .  
<sup>6</sup> زيدان محمد ، نورين بومدين : دور السوق المالي في التنمية الاقتصادية بالجزائر – المعوقات و الافاق - ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات –دراسة حالة الجزائر و الدول النامية- ،بسكرة يومي 22/21 نوفمبر 2006 .

- **أولاً : الأهمية المالية:** لتمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية و العمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة. و لجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية، لأن المستثمرين غالباً ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، و بهذا فإن الاستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية ( المستثمر ) من الربح و تستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل و عليه فإن البورصة تؤدي دوراً مزدوجاً إذ تفيد المستثمر من جهة و المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى.

#### ○ **بالنسبة للمستثمر:**

يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، و هو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

"فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين و المعنويين المستثمرة في شكل أسهم و سندات، و المعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقاً لظروفه الطارئة و التي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضاً في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة<sup>7</sup>، إذا فحامل السهم لا يمكنه استرجاع مدخراته من الشركة التي يساهم بها، لأنها قد تحولت إلى موجودات داخل المؤسسة الاقتصادية و تبقى على حالها طالما أن المؤسسة موجودة، و عليه فلحملة الأسهم الحق في التنازل عنها لغيرهم بالبيع في البورصة، و بهذه الطريقة يمكنهم تحقيق التوازن من ناحية العرض و الطلب، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم، مع احتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة و الاحتياجات الخاصة.

<sup>7</sup>عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص: أسواق المال، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 09 .

## ○ بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية:

للحصول على ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل، "حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها"<sup>8</sup>، و عليه فإن القيد بالبورصة يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة الشركة و كفاءتها و ضمان لربحيته، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات و البيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيته، و هو ما يخلق درجة من الاطمئنان و الثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، و بهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها و احتياجاتها. إلى جانب التمويل طويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض " التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في الأسهم"، التي تلجأ إليها الشركات باعتبارها مصدراً للتمويل من جهة ووسيلة لتتويع المخاطر من جهة أخرى.

هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دوراً كبيراً في خلق السيولة؛ إذ تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين أنهم لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها ولكن وفي ظل سوق الأوراق المالية بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع تلك الأوراق المالية بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم و من خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات.

- **ثانياً : الأهمية الاقتصادية :** إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساساً بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من

<sup>8</sup> زيدان محمد، نورين بومدين : مرجع سابق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات -دراسة حالة الجزائر و الدول النامية-، بسكرة يومي 22/21 نوفمبر 2006 .

مردودية المؤسسات الإقتصادية الخاصة و العامة و هذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليووجهه نحو الإنعاش و التسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماما أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، و في هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الإقتصادية.

### ○ دور سوق الأوراق المالية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية :

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية و هذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الإقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول.

و منه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها<sup>9</sup> و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الإقتصادي لتجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

### ○ دورها في جلب المدخرات و تمويل التنمية الإقتصادية:

- تشجيع و تعزيز مستوى و عملية الادخار و الاستثمار في الاقتصاد الوطني، من خلال ما تسمح به السوق من زيادة السيولة و الوساطة و تنويع مصادر التمويل، و تسهيل التقاء رؤوس الأموال الباحثة عن فرص الاستثمار بالطلب عليها من قبل رجال الأعمال و المستثمرين و القطاع الحكومي، وهو ما يوفر مصدر هام لتمويل الاستثمارات<sup>10</sup> التي يحتاجها قطاع الأعمال عبر اصدارهم للسندات و الأسهم، وتحسين ادارة الشركات باعتبار أن أسواق الأوراق المالية تمثل سلطة رقابية على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق، وبالتالي فان هذه الأخيرة تعتبر أداة لتقويم الشركات و المشروعات الاستثمارية.

<sup>9</sup>فريد النجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص 16

<sup>10</sup> M. Dib: Mise en place du marché financier en Algérie, Media Banque, Revue interne de la Banque d'Algérie, N°30, Juillet 1997, pp : 16-17

- توفر سوق الأصول المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيء للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجود هذه الاستثمارات و بالأشكال التي تناسبهم، بالإضافة الى تشجيع صغار المدخرين على الادخار و الذين لا يستطيعون اقامة المشاريع الاستثمارية لعدد من الأسباب ، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات فضلا عن عدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة و المجدية، و بالتالي فان الأفراد الذين لا يستطيعون اقامة مشاريع استثمارية، يفضلون شراء أصول مالية على قدر أموالهم ، الأمر الذي ينعكس في تكوين أو زيادة رؤوس الأموال للشركات و المؤسسات الاستثمارية و بالتالي زيادة معدلات التشغيل ، و من ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي.
- الحد من معدلات التضخم في الاقتصاد الوطني ، حيث يساعد سوق الأصول المالية على جذب المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك ، و من ثم المساهمة في زيادة فعالية السياسة النقدية و المالية.

#### ○ دورها في علاج المديونية :

فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين . كما تساهم سوق الأوراق المالية في خفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية . وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج . إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.<sup>11</sup>

#### المطلب الثاني : التركيب البنوي للسوق المالي

يتكون السوق المالي من سوقين فاعلين هما : سوق النقد و سوق رأس المال

<sup>11</sup>عمر صقر: العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 125

## الفرع الأول : سوق النقد

يعتبر سوق النقد جزء من السوق المالي ، حيث تتداول فيه الأدوات المالية قصيرة الأجل الأقل من سنة واحدة<sup>12</sup> ، و الهدف الأساسي من وجود السوق النقدي هو تمويل المشاريع الانتاجية عن طريق القروض التي تقوم بتقديمها . و أهم ما يميز سوق النقد ما يلي<sup>13</sup> :

- المرونة العالية : حيث أن معظم الصفقات التي تتم في هذا السوق تكون باجراءات مبسطة و تكاليف منخفضة .

- انخفاض درجة المخاطرة ، و ذلك راجع لسببين هما :

○ التغييرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية تترك اثار محددة على الأسعار السوقية للورقة مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة و بالتالي فان المخاطرة قليلة .

○ الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنك المركزي و البنوك التجارية لذلك فان احتمالات عدم الوفاء بالدين تكون منخفضة .

و عليه ، بوجود سوق نقدي فعال ، فانه تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل مما يؤدي الى انخفاض تكاليف التمويل و بالتالي هذا يزيد من سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية ، ينجم عن ذلك زيادة الطاقة الانتاجية لهذه المشروعات مما يخلق الانتعاش الاقتصادي .

## الفرع الثاني : سوق رأس المال :

يعتبر سوق رأس المال ، سوق التداول بالأوراق المالية طويلة و متوسطة الأجل أي التي يزيد استحقاقها عن السنة الواحدة ، هذه الأوراق المالية يمكن أن تعبر عن دين كالسندات أو عن ملكية كالأسهم و يعرف سوق رأس المال على أنه :

- المجال الذي يتم من خلاله اصدار و تداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط و الطويل<sup>14</sup> .

<sup>12</sup> حسين بن هاني : الأسواق المالية ( طبيعتها – تنظيمها – أدواتها المشتقة ) ، دار الكندي ، ط1 ، الأردن ، 2002

<sup>13</sup> رسمية أحمد أبو موسى : الأسواق المالية و النقدية ، ط1 ، المعزز للنشر و التوزيع ، عمان ، 2005 ، ص 25

<sup>14</sup> مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان : أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، دار كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع ، ج1 ، ط1 ، المملكة العربية السعودية ، 2005 ، ص 62.

- السوق الذي يتم فيه بيع و شراء الأوراق المالية متوسطة و طويلة الأجل التي يكون أجل استحقاقها أكثر من سنة و المتمثلة في ( السندات ، السندات الحكومية ، الأسهم العادية و الأسهم الممتازة ) ، حيث يتميز بأكثر خطورة عكس السوق النقدي . و يكون سوق رأس المال في شكل السوق الأولية و السوق الثانوية .<sup>15</sup>

- الاطار الذي من خلاله تلتنفي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة و الاكتتاب بالأسهم و السندات .<sup>16</sup>

من خلال هذه التعريفات ، يتضح أن سوق رأس المال يتسم بالمخاطرة و ذلك لطول فترة الاستحقاق . و يقسم سوق رأس المال الى أسواق حاضرة و أسواق مستقبلية

○ **الأسواق الحاضرة :** عبارة عن تلك الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل ( الأسهم و السندات ) ، و تقسم هذه الأسواق بدورها الى <sup>17</sup> :

• **السوق الأولي :** أو سوق الاصدارات يشمل الأوراق المالية المطروحة لأول مرة اما لتمويل مشروعات جديدة أو لتوسيع مشروعات قائمة ، حيث تمثل هذه السوق أداة لجمع المدخرات و تقديمها للمشاريع ، و تعتبر بنوك الاستثمار من أهم المؤسسات التي تنشط في السوق الأولي باعتبارها وسيط مالي تقوم بشراء الاصدارات الجديدة من المؤسسات المصدرة بسعر متفق عليه و بيعها للمستثمرين بسعر أعلى و الحصول على هامش الربح .

• **السوق الثانوي المنظم ( البورصة ) :** و يسمى أيضا سوق الأوراق المالية تمثل المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم اصدارها في السوق الأولي ، من خلال نقل الملكية طبقا لسعر السوق السائد وقت البيع و الشراء تحت اشراف هيئة رسمية .

<sup>15</sup>NardjesBoubakri ,YoserGadhoum , Imed Chkir , Maher Kooli:Les principes de la finance d'entreprise ,éditeur Gaetan Morin ,Canada , 2005 , P10.

<sup>16</sup> أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام : مرجع سبق ذكره ، ص 120.

<sup>17</sup>رسمية أحمد أبو موسى :مرجع سبق ذكره ، ص 21 .

• **السوق الثانوي غير المنظم:** التعامل في هذه السوق لا يتحدد بمكان معين مثلما هو حال البورصة ، و اما سعر الورقة المالية يتحدد طبقا للتفاوض ببيوت السماسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين ، و من خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار .<sup>18</sup>

• **السوق الثالث :** هي عبارة عن نوع من الأسواق غير المنظمة ، تتكون من بيوت السماسرة على استعداد لشراء و بيع الأوراق المالية ، أما جمهور العملاء يتمثل في المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات و الأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية .<sup>19</sup>

• **السوق الرابع :** أيضا يعتبر من الأسواق غير المنظمة حيث يتم استبعاد السماسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة ، و يتم التعامل بين البائع و المشتري من خلال شبكة اتصال الكترونية تسمى Insti net و يتم تحديد الأسعار وفقا لحجم التعامل .<sup>20</sup>

○ **الأسواق المستقبلية :** تتعامل هذه الأسواق أيضا في الأسهم و السندات و لكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق ، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة و يستلمها في وقت لاحق ، و الغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع و يشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته و الاستثمار في الأوراق المالية خاصة الأسهم .<sup>21</sup>

<sup>18</sup> عصام حسين: أسواق الأوراق المالية ( البورصة ) ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، ط1، عمان الأردن ، 2008 ، ص 22.

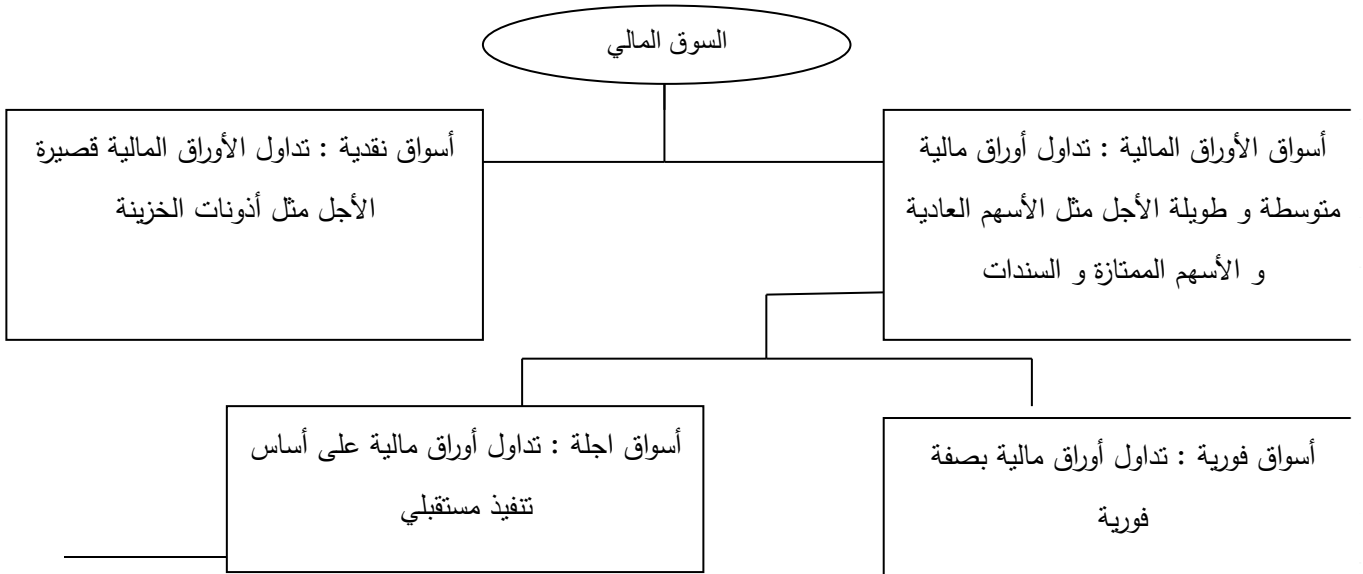
<sup>19</sup> سيد سالم عرفة : إدارة المخاطر الاستثمارية ، دار الراجية للنشر و التوزيع ، ط1 ، عمان ، الأردن ، 2009 ، ص 186.

<sup>20</sup> عبد الغفار حنفي: البورصات أسهم سندات صناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، الأردن ، 1995 ، ص 58.

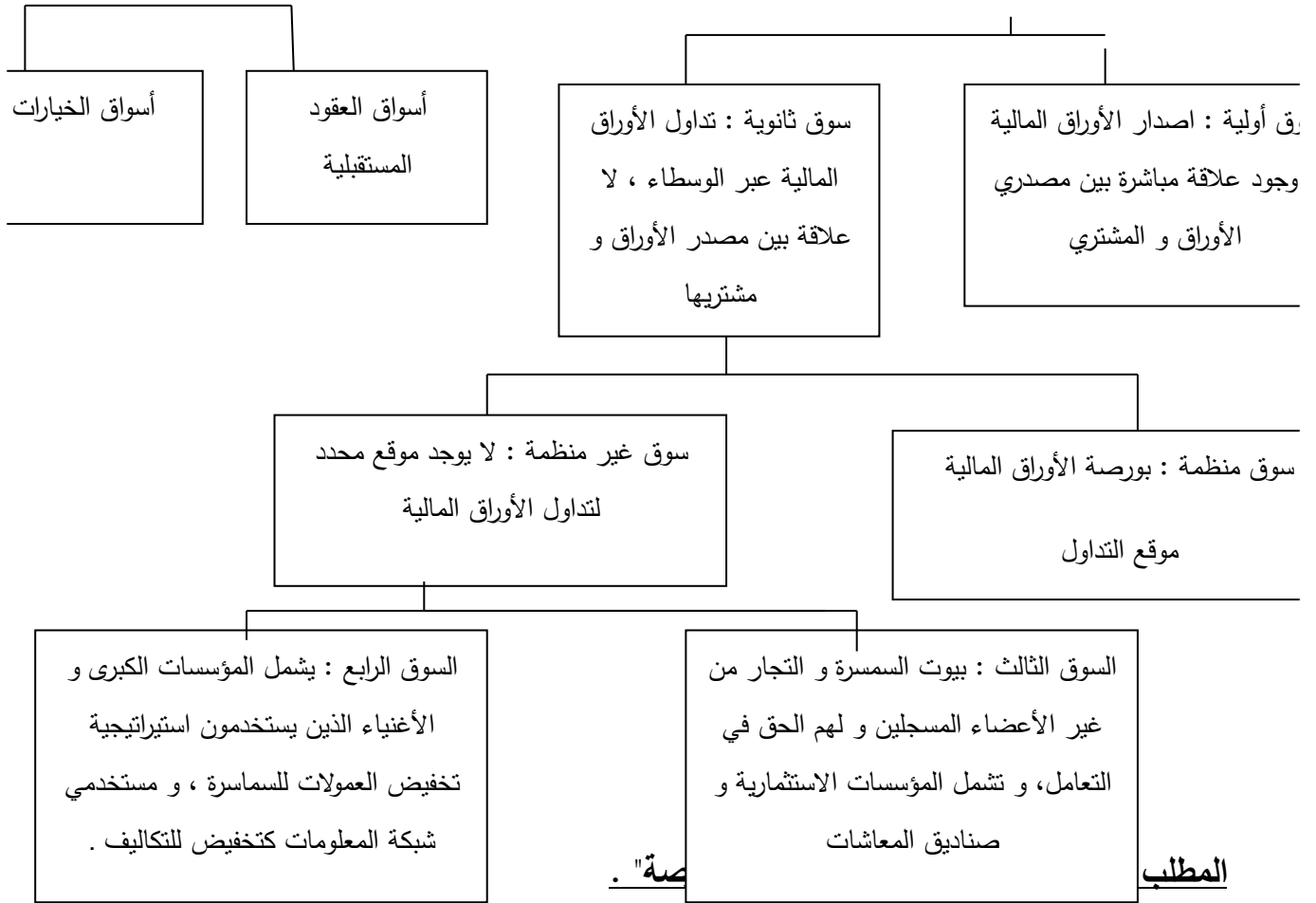
<sup>21</sup> سمير محمد عبد العزيز : التأجير التمويلي ، مكتبة الاشعاع الفنية ، ط1 ، الاسكندرية ، 2006 ، ص 78.

يمكن توضيح تقسيم السوق المالي من خلال الشكل التالي<sup>22</sup>:

**الشكل رقم 01 : تقسيم السوق المالي**



-- المصدر : ناصر دادي عدون : اقتصاد المؤسسة ، ط2 ، دار المحمدية العامة ، الجزائر ، 1998 ، ص 24.



على مستوى تطور اقتصاد الدول الكبرى، تلعب البورصة دوراً مهماً حيث لاقت الاهتمام و التنظيم القانوني ، مما جعلها تعتبر أداة فعالة في تطور المستوى الاقتصادي لهذه الدول .

ويعود أصل كلمة " بورصة" الى اسم عائلة فان در بورصن (Van der Bursen) البلجيكية التي كانت تعمل في مجال البنوك واتفق على أن يكون الفندق الذي تملكه هذه العائلة بمدينة بروج مكاناً لالتقاء التجار المحليين<sup>23</sup> في فترة القرن الخامس عشر، فأصبح بمرور الزمن رمزا لسوق رؤوس الأموال و بورصة للسلع. جاء أول نشر لما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة انفرز (Anvers) البلجيكية و في لندن عام 1773.

<sup>23</sup>شمعون شمعون: البورصة و بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، ط1، الجزائر، 1999، ص19

## الفرع الأول : مفهوم البورصة

تعددت التعاريف حول البورصة ، نذكر منها :

- تعريف 1 : تعرف البورصة على أنها سوق منظمة تتعقد في مكان معين و في أوقات دورية بين المتعاملين في بيع و شراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية ، وتؤدي كلمة البورصة معنيين : المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون بيعا و شراء و مجموع العمليات التي تتعقد فيه <sup>24</sup> .
- تعريف 2 : تعرف البورصة على أنها الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات شراء البضائع و الأوراق المالية و بيعها ، وقد يطلق هذا اللفظ على مكان الاجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد <sup>25</sup> .
- تعريف 3 : و يمكن تعريفها أيضا بأنها "السوق المالية طويلة الأجل التي تتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الجديدة أو التوظيف في المشروعات القائمة، وهي تساعد على انتقال رأس المال من المدخر إلى المستثمر"<sup>26</sup>

من خلال التعاريف السابقة نخلص الى مفهوم أن البورصة هي تلك السوق المنظمة التي يتم فيها التداول على الأوراق المالية ، وتحكمها مجموعة من القوانين .

## الفرع الثاني : وظائف البورصة

تقوم البورصة بمجموعة من الوظائف سواء بالنسبة للمستثمرين أو بالنسبة للاقتصاد الوطني ، وأهم هذه الوظائف نذكر <sup>27</sup> :

- التعامل في الأوراق المالية : من خلال تداول الأدوات المالية وتعد الصفقات بصفة علانية ويتم تسجيل الأسعار في نشرات يومية بعد أن تراجع من قبل اللجنة المختصة .

<sup>24</sup> شمعون شمعون ، مرجع سبق ذكره ، ص28- 29

<sup>25</sup> وليد الصافي، أنس البكري : الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، ، ط1، عمان ، 2009 ، ص 226 .

<sup>26</sup>فؤاد مرسي: التمويل المصرفي للتنمية الاقتصادية، منشأة المعارف بالاسكندرية، 1980، ص264.

<sup>27</sup> شمعون شمعون : مرجع سبق ذكره ، ص52

- تشجيع الادخار و تجميع الأموال : عن طريق تشجيع الوعي الادخاري في المجتمع باعلام و نشر الأسعار قصد جذب مدخرات الأفراد مما يتيح للدولة تنفيذ الكثير من مشاريعها الانتاجية .
- خلق رؤوس أموال جديدة : تتحقق هذه الوظيفة عندما يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية جديدة و بارتفاع أسعارها يرتفع رأس ماله الحقيقي .
- ضمان سيولة أموال المستثمرين : حيث أن المستثمر يستطيع الحصول على سيولة الورقة المالية التي بحوزته و امكانية تحويل أمواله الى الاستثمار في العقارات ( الأراضي ) .

### الفرع الثالث : أهمية البورصة

من خلال المفهوم العام للبورصة و الوظائف التي تقوم بها ، يمكن استخلاص بعض النقاط فيما يخص أهمية البورصة كما يلي :

- مكان التقاء المدخرين و المستثمرين في اطار تنظيمي و أممي لاتمام الصفقات .
- تجذب البورصة فائض من رأس المال و الذي يستفاد منه في الاقتصاد الوطني و تحوله من مال عاطل الى رأس مال موظف لتمويل المشاريع و الاستثمارات .
- تؤمن البورصة جوا من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات و التي تكرس حرية الاقتصاد " مبدأ اقتصاد السوق " .

### المطلب الرابع : الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية " البورصة"

تتمثل الأوراق المالية طويلة الأجل التي تأخذ شكل أسهم ، سندات و مشتقات مالية تصدرها مؤسسات الأعمال ، في الأدوات المالية التي يتم تداولها في البورصة عن طريق التقاء العرض و الطلب على رؤوس الأموال ، و من خلال هذا سنتناول هاته الأدوات بالتعريف و الايضاح .

### الفرع الأول : الأسهم و السندات.

- أولا : الأسهم : هناك مجموعة من التعاريف للأسهم الا أنها تصب في نفس المعنى :

○ تعريف 1 : " الأسهم طبقا لمختلف الأنظمة القانونية تمثل حق الشريك أو حصة الشريك (المساهم) في رأس مال شركة المساهمة ، اذ يحق للمساهم أن يحصل على عائد متغير يتوقف على نتيجة النشاط الاقتصادي " .<sup>28</sup>

○ تعريف 2 : كما يعرف السهم على أنه " صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة و يعطي للمساهم حصته في رأس مال الشركة حيث تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة ، اذ تطرح للاكتتاب ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الاصدار " .<sup>29</sup>

من خلال هاته التعاريف، نستنتج أن السهم يمثل ورقة مالية تثبت ملكية حاملها لجزء من رأس مال الشركة التي أصدرته مع الاستفادة من الأرباح المحققة و تحمل المخاطرة في حالة الخسارة .  
وتقسم الأسهم بدورها الى أسهم عادية و أسهم ممتازة .

○ الأسهم العادية : يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية ، قيمة دفترية و قيمة سوقية .<sup>30</sup>

- **القيمة الاسمية** : تمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم و عادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي للشركة .
- **القيمة الدفترية** : تتمثل في قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة .
- **القيمة السوقية** : تتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في البورصة ، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية .

<sup>28</sup> عبد الرزاق بن حبيب: اقتصاد و تسيير المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1984 ، ص 78 .

<sup>29</sup> محمد مطر ، فايز تيم : ادارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر و التوزيع ، ط1 ، عمان ، الأردن ، 2005 ، ص 77 .

<sup>30</sup> منير ابراهيم هندي : سلسلة الأوراق المالية ، المعهد العربي للدراسات المالية و المصرفية ، ط1 ، الأردن ، 1995 ' ص 8 .

○ الأسهم الممتازة : هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية و الضريبية لكنها تختلف عن الأسهم العادية<sup>31</sup>، فهي تمثل هجينا من الأسهم العادية و السندات و يمكن ادراجها ضمن أوراق الملكية<sup>32</sup> .

وتعرف أيضا هذه الأسهم على أنها تلك الأسهم التي لها الأولوية في الحصول على الأرباح و في الحصول على نصيب المساهمين من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل أصحاب الأسهم العادية<sup>33</sup> .

يظهر الاختلاف بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة فيما يلي<sup>34</sup> :

- يعطي السهم الممتاز الأولوية في السداد عند التصفية .
- يحصل صاحب السهم الممتاز على حصة من الأرباح اذا تحققت قبل السهم العادي .
- تعتبر الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية بالنسبة للمستثمر حيث تتغير أسعار الأسهم العادية في صورة مستمرة اذا ما قورنت بالثبات النسبي للأسعار الأسهم الممتازة.

#### - ثانيا : السندات

- يعرف السند على أنه " ورقة مالية تصدرها المنشآت التجارية و الحكومية كوسيلة لاقتراض أموال طويلة الأجل " <sup>35</sup> .
- كما تعرف السندات بأنها تلك الأوراق المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات أو الحكومات للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل لتمويل المشاريع<sup>36</sup> .

<sup>31</sup> محمد صالح الحناوي ، فريد مصطفى ، جلال العبد : تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية ، ط1 ، المكتب الجامعي الحديث ، الاسكندرية ، 2007 ، ص 159 .

<sup>32</sup> حسان خضر : تحليل الأسواق المالية ، سلسلة دورية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، العدد 27 ، مارس 2004 ، ص 04.

<sup>33</sup> مبارك بن سليمان بن محمد بن سليمان : مرجع سبق ذكره ، ص 121 .

<sup>34</sup> دونالد واتسن ، ترجمة ضياء مجيد الموسوي : نظرية السعر و استخداماتها ، ج1 ، دار زهران للنشر و التوزيع ، الإسكندرية ، 2005 ، ص93

<sup>35</sup> مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان : مرجع سبق ذكره ، ص 201 .

<sup>36</sup> محمد صالح النواوي : مقدمة في الأعمال ، ط1 ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2003 ، ص 26.

○ تعرف السندات أيضا على أنها عبارة عن قروض يقدمها المستثمر الى المؤسسات و الحكومات ، حيث يقوم بالحصول على سعر الفائدة محددة نظير اقراض أمواله لفترة ما ، و في المقابل تحصل الحكومة أو الشركة المقترضة على الأموال التي تحتاجها <sup>37</sup> .

من خلال هذه التعاريف ، يمكننا استنتاج أن السند يعتبر بمثابة اتفاق بين المؤسسات و المستثمرين ، اذ يمثل ديناً على المؤسسة التي أصدرته لحامله ، وبذلك يكون ورقة مالية قابلة للتداول ، وهو مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ اليه المؤسسات للحصول على احتياجاتها المالية من خلال الاكتتاب العام عن طريق سوق رأس المال .

- **ثالثاً : خصائص الأسهم و السندات :** الأوراق المالية هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل ، تطرح في السوق الأولي و تتداول في البورصة ، تتميز بمجموعة من الخصائص يمكن أن نوضحها انطلاقاً من التعاريف السابقة ، في الجدول التالي :

---

<sup>37</sup> عصام حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص 78 .

**الجدول رقم 01 : خصائص الأسهم و السندات**

السندات	الأسهم
- قابلة للتداول في البورصة	- قابلة للتداول في البورصة
- الجهات المصدرة للسند هي شركات الأموال أو الدولة أو الخزينة العمومية	- الجهات المصدرة للأسهم هي شركات ذات أسهم ( الشركاء ) .
- عائد السند ثابت .	- عائد السهم متغير .
- صاحب السند لا يتحصل على ربح بل عائد يشمل فائدة يتم الاتفاق مسبقا على طريقة التسديد اما دفعة واحدة أو في شكل دفعات ، ولا يتحمل الخسارة.	- صاحب السهم يستفيد من الربح أو الحصة عند توزيع الأرباح حسب نسبة مشاركته في رأس المال ، وكذلك يتحمل المخاطرة في حالة تحقيق الشركة لخسائر .
- حامل السند ليس له الحق في التدخل في شؤون تسيير المؤسسة .	- صاحب السهم له الحق في المشاركة في التسيير و اتخاذ القرار .
- في حالة تصفية المؤسسة أو افلاسها ، تمنح الأولوية لأصحاب السندات على حملة الأسهم في استرجاع رأس المال الموظف باعتبارهم دائنين للمؤسسة .	- يحق لصاحب السهم الحصول على المعلومة في التوقيت المناسب و بالدقة المطلوبة فيما يخص التقارير الدالة على نشاط الشركة .

**المصدر :** من إعداد الطالبة بناء على استنتاجات التعاريف السابقة

**الفرع الثاني : المشتقات المالية**

تمثل المشتقات المالية أدوات ترتب لحاملها التزاما أو خيارا لشراء أو بيع أصل مالي ، حيث أن هذه الأدوات تشتق قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية ( أسهم أو سندات ) ، وتعد هذه المشتقات أحد أهم ملامح تطور أسواق رأس المال ، وقد بدأ التعامل بهذه الأخيرة في السبعينيات و ذلك نتيجة للتقلبات

التي شهدتها العديد من الأسواق المالية و ذلك في كل من سعر الفائدة و سعر الصرف و سعر الأصول المالية ،حيث تستخدم هذه الأدوات المالية في التحكم الذي يكون مصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية<sup>38</sup> .

ويعرفها صندوق النقد الدولي<sup>39</sup> "المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري " .

وبصفة عامة يمكن القول أن المشتقات المالية عبارة عن أدوات للتأمين من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر خاصة مخاطر تغير أسواق الأوراق المالية ، ظهرت كنتائج الهندسة المالية حيث تتميز بمزيج من صفات الأسهم و السندات فهي بذلك تحمل صفة السند من خلال الأمان الذي يتمتع به اضافة الى صفة الأسهم من جاذبية التملك و المرودية في حالة الربح . و من أهم هذه الأوراق :

- سندات المساهمة .
- أسهم التمتع .
- أسهم في أدونات الاكتتاب في السندات .
- سندات في أدونات الاكتتاب في الأسهم .

### المبحث الثاني : ماهية بورصة الجزائر .

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر ، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي ، الذي أعلن عنه عام 1987، و دخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة ، فكان ابتداء من سنة 1990 ، و منذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي ، مرت هذه العملية بعدة مراحل وفي

<sup>38</sup> عاطف وليم أندراوس : مرجع سبق ذكره ، ص 22 .

<sup>39</sup> سامي السويلم : المشتقات المالية أدوات للتحوط أم المجازفة ، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، الكويت ، يناير 2010 .

هذا الاطار نتطرق الى التعريف بهذه المؤسسة المالية و ظروف نشأتها ثم نقوم بتقديم الهيئات المكونة لها

## المطلب الأول : بورصة الجزائر و مراحل تطورها .

### الفرع الأول : ظروف انشاء بورصة الجزائر .

تعتبر سنة 1986م ، سنة التحول في الاقتصاد الجزائري بعد أزمة انهيار أسعار البترول الذي يشكل الركيزة الأساسية للاقتصاد الوطني اضافة الى حجم المديونية الذي وصل الى مستوى لم يعد التحكم فيه ، فالجزائر لم تجد امامها من حل سوى البحث عن مصادر أخرى خارجية لتمويل المديونية ،

فكانت اعادة الجدولة التي حتمت عليها القبول باجراء تعديلات على مختلف الأصعدة من خلال برنامج التعديل الهيكلي المدعم من طرف صندوق النقد الدولي الذي يعتبر الخطوة الأولى نحو اقتصاد السوق وذلك بتطبيق مجموعة من الاصلاحات تشمل السياسة المالية ، السياسة النقدية و السياسة التجارية بالاضافة الى الاصلاح الهيكلي الذي يقوم على فتح المجال أمام الاستثمار الخاص .

تم اصدار 3 نصوص أساسية تمهد و تقود التحول الى اقتصاد السوق وهي :

- قانون 86-12 المتعلق بنظام القروض و البنوك.<sup>40</sup>

- قانون 88-01 المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية.<sup>41</sup>

- قانون 90-10 المتعلق بالنقد و القرض .<sup>42</sup>

هذه القوانين التي جاءت في اطار الاصلاحات الاقتصادية ، جعلت الجزائر تعرف تغيرات جذرية ، أهمها تجسدت في استقلالية المؤسسات ثم خوصصتها حيث أنه تم تقسيم رأس مال المؤسسات العمومية و

<sup>40</sup> بموجب القانون رقم 86-12 الصادر في 14 ذو الحجة 1406، الموافق لـ 20 أوت 1986 ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية ، العدد 34 المتضمن القانون المتعلق بنظام البنوك و القرض تم إدخال نظام اصلاحي جديد على الوظيفة البنكية، وقد كان روح هذا القانون يسير في اتجاه إرسال المبادئ للنشاط البنكي، وهو من الناحية العملية جاء ليوحد الإطار القانوني الذي يسير النشاط الخاص بكل المؤسسات المالية مهما كابت طبيعتها القانونية.

<sup>41</sup> بموجب القانون رقم 88-01 الصادر في 22 جمادى الأولى 1408 ، الموافق لـ 12 يناير 1988 ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية ، العدد 2 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية .

<sup>42</sup> بموجب القانون رقم 90-10 الصادر في 23 رمضان 1420 ، الموافق لـ 18 أبريل 1990 ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية ، العدد 16 المتضمن القانون المتعلق بنظام النقد و القرض ، محتواه العام هو تنشيط وظيفة الوساطة المالية ، و ابراز دور السلسلة النقدية .

توزيعه على صناديق المساهمة أدى الى تحويل المؤسسات العمومية الى شركات ذات أسهم ، الأمر الذي استلزم انشاء سوق "بورصة" تتداول فيها الأوراق المالية لشركات المساهمة .

- تم اصدار المرسوم التنفيذي رقم 91-169 عام 1991 لتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة ، هذا المرسوم استمد أحكامه من القانون 88-04 الصادر عام 1988 ، حيث عرف هذا المرسوم القيم المنقولة بأنها كل منتج مالي قابل للتداول في البورصة واعتبر أن البورصة شركة أسهم يكون فيها المساهمون هم صناديق المساهمة و المؤسسات المالية ، وحدد أيضا الأطراف المتدخلة في البورصة هم : بنك الجزائر ، الخزينة العامة ، الوسطاء ، المراقب .

- في نفس اليوم صدر المرسوم 91-170 ، الذي حدد أنواع القيم المنقولة و شروط اصدار الشركات المساهمة لها ، كما بين مفهوم كل ورقة مالية سواء كانت سهما أو سندا ، وطرق اصدارها و تداولها .

- كما دعم هذا المرسوم بمرسوم رقم 91-171 ، الذي صدر في نفس اليوم ، يتعلق بـ "لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة" ، حيث حدد وظائفها و بين أنها تتكون من خمسة أعضاء هم : الرئيس ، نائب الرئيس ، و ثلاث خبراء .

- في 25/04/1993 صدر المرسوم رقم 93-08 المعدل و المتمم للقانون التجاري التي تخضع بموجبه المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري بما في ذلك امكانية اشهار افلاسها اذا ما أخلت بالتزاماتها ، كما تعرض هذا المرسوم للأحكام المتعلقة بشركات المساهمة .

- في 23/05/1993 صدر مرسوم رقم 93-10 ، المتعلق ببورصة القيم التي عرفت فيما بعد ببورصة الجزائر ، هذا المرسوم أقر بانشاء بورصة القيم المنقولة مقرها الجزائر العاصمة و اعتبرها المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم و السندات الصادرة من طرف الحكومة و الشركات المساهمة ، كما أقر بتبعية الهيئتين التاليتين للبورصة وهما :

○ لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ( COSOB )

○ شركة تسيير بورصة القيم ( SGBV )

- في 1993/06/13 صدر المرسوم التنفيذي رقم 93-176 ، الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية أو المؤسسات التي تعتمدها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة كوسطاء وهم : البنوك ، شركات التأمين و صناديق المساهمة .

و عليه فبعد الصعوبات التي عرفتھا الجزائر بعد انهيار أسعار البترول في منتصف الثمانينات ، وجدت نفسها مجبرة على تبني مجموعة من الاصلاحات الاقتصادية ، أصدرت من خلالها مجموعة من القوانين و المراسيم التي اعتبرت حجر الأساس في انشاء بورصة الجزائر .

### الفرع الثاني : مراحل انشاء بورصة الجزائر .

مر انشاء بورصة الجزائر بمجموعة من المراحل ، تظهر من خلال الفترات التالية :

#### **- المرحلة ما قبل سنة 1990 :**

نظرا لطبيعة النظام الاشتراكي الذي كان قائما في الجزائر منذ الاستقلال ، فإنه لم يكن هناك مبرر لوجود بورصة ولا للقيم المتداولة ، لكن بعد الصدمة البترولية التي تعرض لها الاقتصاد الجزائري ، كان لابد من تبني مجموعة من الإصلاحات<sup>43</sup> ، و بالفعل تم الاعلان عن اصلاح الهيكل الاقتصادي عام 1988، تجسد ذلك من خلال صدور أولى نصوص الإصلاحات والمتمثلة تحديدا في كل من القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية نحو الخصوصية، وكذا القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، ومع التحضير لنص تشريعي تجاري جديد يتضمن المعطيات الجديدة المتعلقة بالإصلاحات الاقتصادية التي شرع فيها بغية المرور إلى اقتصاد السوق والتي اعتبرت عملية شاقة جدا وتحتاج إلى وقت طويل.

#### **- المرحلة ما بين 1990 و 1993:**

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها مع إنشاء صناديق المساهمة، ويهدف التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهتم

<sup>43</sup> براق محمد: محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام: 22 و 23 أبريل 2003 ، ص5.

بالأنشطة البورصية في انتظار توفر الشروط الاقتصادية والقانونية، تم إنشاء مؤسسة دعيت شركة القيم المنقولة، ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة، وقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقدر رأسمال هذه الشركة بمبلغ 3200.00 دج، ويتولها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية.

وقد مرت هذه الشركة بوضعية حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها و الدور غير الواضح الذي تلعبه، ورغبة في رفع بعض هذه العقبات تم في شهر فبراير 1992 اتخاذ القرار برفع رأس مالها ليصل إلى مبلغ 9.320.000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المتداولة وقد أخذت هذه الشركة رسمياً تسمية بورصة القيم المتداولة<sup>44</sup>

وبالرغم من كل ما سبق، فإن هذه البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات منها<sup>45</sup>:

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل التضخم وأسعار فائدة مرتفعة.
- الإطار القانوني الضيق والمتميز بتعدد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.
- ينص القانون 88-01 في مادته 22 على أن بيع اسهم المؤسسات العمومية الاقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.
- الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية، حيث تمنعها من الدخول في البورصة، إضافة إلى أنها غير كفؤة.
- غياب هيئات ومؤسسات التي من اللازم أن تكون أطرافاً في البورصة، ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم.
- غياب الثقافة البورصية.

- المرحلة ما بين 1993 و 1996 :

<sup>44</sup>شمعون شمعون: مرجع سبق ذكره، ص 80، 81.

<sup>45</sup>براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص 5.

وقد تم خلال هذه المرحلة بروز الوضع القانوني التشريعي والتنظيمي للبورصة<sup>46</sup>، ففي غضون عام 1993، تم إصدار مرسومين تشريعيين هما:

○ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.

○ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، وقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إنشاء، هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

#### ○ مرحلة 1996 الى وقتنا الحالي :

مع نهاية سنة 1996 ، كان تقريبا كل شيء جاهز من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث :

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة.
- أصبح للبورصة مكان بغرفة التجارة .
- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة الى جانب شركة تسيير بورصة القيم ، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل البورصي .
- تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصة حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء.
- البداية الفعلية في قبول المؤسسات الاقتصادية وإدخالها في قيد البورصة، وكذا الشروع في عملية التداول المتعلقة بالقيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر.

#### المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر .

تضم بورصة القيم في الجزائر الهيئات التالية :

<sup>46</sup> براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص 6.

## الفرع الأول : لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB)

هيئة تنظيمية مستقلة ، ذات شخصية معنوية و استقلال مالي <sup>47</sup> . تم تأسيسها بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 23-05-1993 المعدل و المتمم ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة .

يتمثل دور لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في توليها مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة و مراقبتها بالسهر خصوصا على :

○ حماية المستثمرين في القيم المنقولة .

○ حسن سير سوق القيم المنقولة و شفافيته .

و لتمكينها من القيام بمهامها ، زودت اللجنة بسلطات :

○ السلطة التنظيمية : تقوم اللجنة بسن أنظمة تخص :

● واجبات الاعلام التي تتعين على الشركات المصدرة القيام بها عند اصدار القيم المنقولة من خلال اللجوء الاعلاني للادخار ، الدخول في البورصة أو عمليات العرض العمومي .

● قواعد مهنية مطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة .

● شروط التداول و المقاصة التي تخص القيم المنقولة المسجلة في البورصة .

● القواعد التي تخص ماسكي الحسابات / حافضي السندات .

● القواعد التي تخص تسيير نظام الدفع / التوصيل على السندات .

● تسيير حافظة القيم المنقولة .

هذه الأنظمة سنت من طرف اللجنة بموافقة الوزير المكلف بالمالية ، و تم نشرها في الجريدة الرسمية.

○ سلطة المراقبة و التحقيق : تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا من :

● احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية و التنظيمية التي تحكم السوق .

<sup>47</sup> <http://www.cosob.org/commission-presentation.htm> vu le 10/10/2013 à 15h:12

- امتثال الشركات التي تطلب اللجوء العلني للادخار لواجبات الاعلام التي تخضع لها.
- حسن سير السوق .

○ سلطة التأديب و التحكيم : ينشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية و تحكيمية مكونة من رئيس و

عضوين (02) ينتخبان ضمن أعضاء اللجنة ، وقاضيين (02) يعينهما وزير العدل .

• في المجال التأديبي : تختص الغرفة بدراسة كل اخلال أو فتك بالالتزامات المهنية و

الأدبية الخاصة بالوسطاء في عمليات البورصة و كذا كل مخالفة للأحكام التشريعية

و التنظيمية .

• في مجال التحكيم : تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين

و التنظيمات التي تحكم سير البورصة ، وهذا النزاع يمكن أن يحدث بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة .
- الوسطاء في عمليات البورصة و شركة ادارة بورصة القيم .
- الوسطاء في عمليات البورصة و زبائنهم .
- الوسطاء في عمليات البورصة و الشركات المدرجة .

و تتكون لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة من :

- رئيس معين بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربع (04) سنوات .
- ستة أعضاء يعينون بقرار من وزارة المالية لمدة أربع (04) سنوات .

### **الفرع الثاني : شركة تسير بورصة القيم (SGBV)**

- أنشئت شركة تسير بورصة القيم بتاريخ 1997/05/25 وفقا للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ

ب1993/05/23 ، وهي شركة ذات أسهم تقدر ب 475 200 000, 00 دج و هي تشكل اطارا

عموميا و منظما<sup>48</sup> في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في

بيع و شراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين و التنظيمات المعمول بها

<sup>48</sup> [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) vu le 14/10/2013 à 16h :00

- يتمثل الأعضاء المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم في :

- البنوك الوطنية :البنك الوطني الجزائري ، البنك الخارجي الجزائري ، القرض الشعبي الجزائري ، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط ، بنك الفلاحة و التنمية الريفية .
- شركات التأمين الوطنية : الشركة الجزائرية للتأمينات ، الشركة الجزائرية للتأمين و اعادة التأمين ، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل ، الشركة المركزية لاعادة التأمين، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي .

تأخذ شركة تسيير بورصة القيم على عاتقها المهام التالية :

- التنظيم العملي لادراج الأوراق المالية في البورصة و التنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة .
- تسيير نظام التداول و التسعيرة .
- تسيير نظام المقاصة على الأوراق المالية .
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة و اصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

### الفرع الثالث : المؤتمر المركزي ( الجزائر للتسوية)

تم تأسيس المؤتمر المركزي ( الجزائر للتسوية) طبقا للقانون 03-04<sup>49</sup> المؤرخ في 17/02/2003 ، هو شريك مهم للمندخلين في بورصة القيم في الجزائر حيث يوفر خدمات موثوقة و فعالة من ناحية الإيداع ، المقاصة ، التسويات ، التنظيمات و المعلومات . ومهامه الرئيسية تتمثل في :

- افتتاح و ادارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحساب الحافظين المنخرطين فيه .
- يركز حفظ السندات بتسهيل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين .
- تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة ( دفع أرباح السهم ، رفع رأس المال ، ... ) .

<sup>49</sup> <http://www.algerieclearing.com/vu> le 16/10/2013 à 20 :00

- ترميز السندات المقبولة لعملياته و ذلك حسب المقياس الدولي ISIN (International Securities Identification Number )
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق .

و قد ساهم تأسيس هذه الهيئة في تخفيض تكلفة و اجال عمليات الدفع / التوصيل و العمليات الأخرى من تحصيل أرباح الأسهم ، الفوائد ، ... الخ .

### الفرع الرابع : الوطاء في عمليات البورصة

حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم ، المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، القانون الأساسي لوططاء عمليات البورصة<sup>50</sup>، حيث يتم تنظيم و مراقبة نشاط و سيط عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة كما يخضع لموافقتها . و بالامكان ممارسة نشاط وطاء عمليات البورصة من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم و الذين تم قبولهم لدى اللجنة .

و حاليا تحصي الساحة المالية في الجزائر سبعة (07) وطاء في عمليات البورصة تمثل البنوك العمومية التالية :

- البنك الخارجي الجزائري .
- البنك الوطني الجزائري .
- الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط .
- بنك التنمية المحلية .
- القرض الشعبي الجزائري .
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية .

و بنك خاص هو BNP Paribas Djazair .

<sup>50</sup> بموجب المرسوم التشريعي رقم 90-10 الصادر بتاريخ 2 ذي الحجة 1413 الموافق لـ 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 34، المتضمن المهام المتعلقة ببورصة القيم المنقولة و الذي حدد مهام و سيط عمليات البورصة

حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم ، المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، فان وسيط عمليات البورصة مكلف ب :

- تشغيل القيم المنقولة أو قيم المنتجات المالية لحساب المرسل .
- التفاوض على الصفقة لحساب زبائنها .
- التسيير بموجب حوالة أو محفظة سندات .
- نشاط المماتلة .
- السعي التجاري المرتبط باحدى النشاطات المذكورة أعلاه .

### المطلب الثالث : تقسيمات بورصة الجزائر و شروط القبول فيها .

#### الفرع الأول : تقسيمات بورصة الجزائر

تتشكل بورصة الجزائر من قسمين<sup>51</sup> هما :

#### ○ القسم الأول : قسم القيم المنقولة .

حيث يتم التداول في هذا القسم على سندات رأس المال و سندات الدين ، و حاليا الشركات المسجلة في التسعيرة الرسمية في مقصورة شركة تسيير بورصة القيم :

- أربع (04) شركات للأسهم ( مجمع صيدال ، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي ، أليانس للتأمينات ، NCA Rouïba ) .
- مؤسستين للسندات ( سونلغاز ، مجمع دحلي ) .

و يتم تداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع و ذلك يومي الاثنين و الأربعاء صباحا .

#### ○ القسم الثاني : قسم سندات الخزينة العمومية .

<sup>51</sup> مطويات بورصة الجزائر ، سنة 2013.

في اطار الاصلاحات المبذولة من طرف وزارة المالية و التي ترمي الى اعادة الاعتبار الى السوق المالي في عملية تمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة و تفعيل دور البورصة بصفة خاصة ، تم ادراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر في 2008/02/11 حيث تنتوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات الاجال 7 سنوات ، 10 سنوات و 15 سنة و يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين و شركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة بمعدل 5 حصص في الأسبوع

### الفرع الثاني : شروط القبول في بورصة الجزائر .

حتى يتم الادراج في بورصة الجزائر ، لابد من توفر مجموعة من الشروط يمكن توضيحها كما يلي :

- الشروط العامة للادراج في بورصة الجزائر<sup>52</sup> :

- أن تكون المؤسسة منظمة على شكل شركة ذات أسهم .
- أن تكون المؤسسة قد حققت أرباح في السنة السابقة لسنة الدخول .
- نشر القوائم المالية مصادق عليها للسنوات الثلاث الأخيرة .
- تقديم تقرير تقييمي لأصول المؤسسة معد من طرف خبير محاسبي معتمد في الجزائر .
- تقديم مذكرة اعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .
- اعلام شركة تسيير بورصة القيم بأي تغيير في عناصر أصول المؤسسة .
- الموافقة على احترام شروط نشر المعلومات .
- تبرير توفر هيكل مراقبة داخلي بالمؤسسة .
- ضمان التكفل بتكاليف عمليات تحويل الأوراق المالية .

- الشروط الخاصة حسب الورقة المالية<sup>53</sup> :

<sup>52</sup>Guide d'introduction en bourse, société de gestion de la bourse des valeurs d'Alger,2012, p4.

<sup>53</sup> فاطمة الزهراء سعدي:ليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخصوصية ، حالة الجزائر 2000-2004 ، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة البليدة ، 2006.

○ الشروط الخاصة بالأسهم :

- أن تكون شركة ذات أسهم.
- أن تتوفر على رأس مال لا يقل عن 100.000.000 دج .
- توزع على الجمهور نسبة 20% على الأقل من رأس المال الاجتماعي للشركة و ذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير .
- توزيع رأس مال الشركة على 150 مساهما على الأقل في أجل لا يتعدى يوم الإدخال .

○ الشروط الخاصة بالسندات :

- قيمة القرض تعادل على الأقل 100 مليون دج يوم الإدخال على أبعد تقدير .
- توزيع السندات على 100 مقرض على الأقل في أجل لا يتعدى يوم الإدخال .

## خاتمة الفصل :

لقد تعرضنا في هذا الفصل الى دراسة كل ما هو متعلق بالجانب النظري للسوق المالي بكل أقسامه من السوق النقدي " قصير الأجل " و سوق رأس المال " طويل الأجل " ، وتبين لنا أن هذا السوق هو المجال الذي يعتبر حلقة وصل بين المدخرين و المستثمرين ، بمعنى عارضي الأوراق المالية و طالبيها من أجل الحصول على سيولة التمويل لإنشاء أو توسيع مشاريع استثمارية تساهم في عملية التنمية الاقتصادية للدول .

ان انشاء بورصة القيم في الجزائر جاء لضرورة حتمية تملئها خطوات دخول الجزائر الى اقتصاد السوق ونصت على ذلك مختلف النصوص التشريعية المتعلقة بهذه المؤسسة المالية من خلال توضيح و تبيان الهيئات المنظمة و العاملة في البورصة المتمثلة في كل من : لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة شركة تسيير بورصة القيم ، الوسطاء في عمليات البورصة و المؤتمن المركزي للسندات وتم تحديد المهام الخاصة بكل هيئة .

كل شركة ترغب في إدراج أوراق مالية في بورصة الجزائر ، لابد لها من مراعاة مجموعة من الشروط تنص عليها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بين شروط متعلقة بالشركة التي تريد الإدراج في حد ذاتها و شروط أخرى متعلقة بالقيم المنقولة محل الإدراج ، وبعد قبولها تطرح للتداول من خلال مجموعة من الإجراءات سيتم التعرض إليها في الفصل الموالي .

## الفصل الثاني :

الاطار العملي لبورصة الجزائر

## مقدمة الفصل :

في ظل الإصلاحات الاقتصادية و برامج إعادة الهيكلة التي تم تطبيقها ، حرص المشرع الجزائري على إصلاح النظام المالي و عصرنته ، وبالتالي أصبحت بورصة الجزائر واقعا فرض نفسه على الساحة الاقتصادية الجزائرية كإطار مؤسساتي قائم على انسياب رؤوس الأموال من المدخرين إلى المستثمرين ، الأمر الذي يستوجب دراسة و تحليل الإطار الاقتصادي و القانوني الذي تنشط فيه هذه المؤسسة منذ إنشائها و دورها في توفير موارد التمويل للشركات المدرجة .

و عليه يأتي هذا الفصل لعرض و تقديم الإطار العملي لبورصة الجزائر من خلال تناول المباحث التالية :

- المبحث الأول : يتم فيه التطرق إلى آلية و طريقة عمل بورصة الجزائر .
- المبحث الثاني : يخصص لدراسة تجربة أول مؤسسة خاصة تقوم بعملية رفع رأس مالها عن طريق النداء العلني للادخار ، ويتعلق الأمر برفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات .

## المبحث الأول : طريقة عمل بورصة الجزائر

اليات العمل و ادراج الأوراق المالية في بورصة الجزائر تتم بصفة قانونية وفق مجموعة من المراحل، و من الأسباب الرئيسية التي تدفع بالمؤسسات لادرج أوراق مالية في البورصة هو الرغبة في تغيير رأسمالها الاجتماعي خاصة المرشحة منها للخصوصية ، تحسين تنافسية المؤسسة ، التفتح على الخارج و ما يصحبه بعد ذلك من تعزيز لمصداقيتها و صورتها أمام زبائنها و المتعاملين معها .

## المطلب الأول :مرحل الادراج في بورصة الجزائر .

تمر المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بثلاث مراحل هي :

### الفرع الأول : مرحلة ما قبل الدخول

وهي مرحلة تفكير المؤسسة في الدخول الى البورصة ، هذا يتطلب منها مجموعة من الإجراءات تتمثل في 54 :

- القرار الذي هو أصل العملية : حيث يمكن للجمعية الاستثنائية فقط اتخاذ قرار عملية اللجوء العلني للدخول و لا يمكن تفويض هذه السلطة الى مجلس الادارة .
- التحضير القانوني للشركة : وهو قيام المؤسسة بمراجعة وضعيتها القانونية بسبب التغييرات المحتملة على وضعيتها المؤسسة ، هيكلها القانوني و وضعيتها رأس المال .
- اختيار وسيط في عمليات البورصة : وهي الجهة المكلفة بمساعدة ومرافقة و تقديم الاستشارات اللازمة للمؤسسة طول فترة الادخال ، ولضمان نجاح العملية يقوم الوسيط رئيس الصف بتشكيل نقابة التوظيف التي تتكون من وسطاء البورصة المعتمدين ، أيضا يخضع اختيار الوسيط المرافق إلى مجموعة من المعايير الموضوعية كالفعالية ، حيث تسأل الشركة عن قدرة مرافقها الوسيط في مساعدتها من خلال سمعته و خبرته في مجال الدخول إلى البورصة ، اضافة الى التكاليف التي تعتبر معيار مهم بالنسبة للشركة لأن

<sup>54</sup>Guide d'introduction en bourse, société de gestion de la bourse des valeurs d'Alger, 2012, p5.

عملية الدخول الى البورصة مكلفة جدا ، و الشركة تبحث عن تخفيض تكاليفها طيلة هذه العملية .

- اعداد جدول زمني للعملية : وهو ملخص زمني لأهم المراحل التي يجب على المؤسسة المرور بها لنجاح العملية بمساعدة الوسيط .
- تقييم المؤسسة : يتم ذلك من طرف خبير اقتصادي معتمد و معروف من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة الذي يقوم بتقييم أصول المؤسسة التي تسمح بتحديد سعر الدخول الى البورصة .
- ايداع مشروع المذكرة الاعلامية : تقوم المؤسسة باعداد ملف من نسختين يحتوي على وثائق قانونية ، اقتصادية ، مالية ، محاسبية يتم تقديمها للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، و يحتوي هذا الملف على :
  - الهيكل التنظيمي للمؤسسة .
  - مشروع مذكرة المعلومات .
  - جدول حسابات النتائج لثلاث سنوات الأخيرة .
  - تقرير تقييم أصول المؤسسة.
- البيان : و هو ملخص للمذكرة الاعلامية ، من خلال عرض المعلومات الأكثر دلالة بالنسبة للمصدر ، تكون عليه رقم تأشيرة المذكرة الاعلامية ، و يكون مؤرخا و ممضيا من طرف الممثل الرسمي للمصدر .
- تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : تقوم اللجنة بفحص المعلومات الواردة في المذكرة الاعلامية و التأكد من صحتها ، و في الأخير يتم منح تأشيرة الدخول في البورصة و يتم ذلك كما يلي :
  - في البداية على الشركة دفع 5 نسخ من مشروع المذكرة للجنة ، ومنه يتاح لهذه الأخيرة مدة شهرين لقبول أو رفض التأشيرة ( دراسة مشروع المذكرة) من تاريخ إقرار بالاستلام للمذكرة .

○ مشروع البلاغ معرض من طرف ممثل المصدر أو من طرف الوسيط المالي حيث إذا عرض من طرف هذا الأخير عليه منح معلومات عن المسؤول الذي تستطيع المصلحة المعنية للجنة الاتصال به في الشركة<sup>55</sup>.

○ تبلغ اللجنة كتابيا رقم و تاريخ التأشير على المذكرة على شكل فقرة في آخر صفحة من المذكرة على الشكل التالي : " حسب تطبيق المواد 41 و 42 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 1993/05/23 المعدل و المكمل المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، وضعت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التأشير رقم...بتاريخ... " <sup>56</sup>.

○ كل الاشهارات المتعلقة بالعملية تكون مصطحبة برقم التأشير الممنوحة من طرف اللجنة بعد اراحة التأشير ، على المصدر بعدها دفع 10 نسخ من المذكرة الاعلامية للجنة تحت شكلها النهائي ، و التي تكون فيها تأشير اللجنة و موقعة من طرف الممثل القانوني للمصدر و كذلك من طرف الخبير المحاسبي .

- الانضمام الى المؤتمر المركزي : على المؤسسة الانضمام الى المؤتمر المركزي ( الجزائر للتسوية) لتسجيل الأوراق المالية التي ترغب في اصدارها .  
- العقود و الاتفاقيات : هناك عدة أطراف تعمل في الدخول الى البورصة ، لهذا يجب وجود عقود و اتفاقيات لابرار واجبات كل طرف في العملية .مثلا :

○ عقد المصدر / الوسيط : يبين دور الوسيط و قيمة العمولة .  
○ اتفاقية الوسيط / البنك : تؤكد على كيفية تسيير العهدة و مكافأة تقديم الخدمة .

○ عقد سيولة الشركة / الوسيط : يضمن استمرارية حصص التداول .  
- التسويق و الاتصال : من أجل ضمان الاستجابة الواسعة ، تقوم المؤسسة بتفعيل سياسة اتصالية و تسويقية من خلال :

<sup>55</sup>Guide d'introduction en bourse, société de gestion de la bourse des valeurs d'Alger, 2012, p9

<sup>56</sup>Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), 2001, p9.

- نشر بلاغات رسمية في الجرائد الوطنية .
- انجاز نشرات إعلامية و إعلانات ملصقة أو معلقة .
- وضع النشرات الاعلامية و المذكرات الاعلامية تحت تصرف الجمهور على مستوى مقرها ، و على مستوى وكالات البنوك و مقرات الوسطاء في عمليات البورصة ، حتى يتمكن الجمهور من الاطلاع عليها .
- نشر مطبوعات أوامر الشراء : على المؤسسة نشر المطبوعات حسب تعليمات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و بكميات متوفرة .
- مدة العرض : خلال مدة العرض ، يقدم المستثمرون أوامر الشراء مباشرة في الوكالات البنكية المشاركة في العملية مقابل القيمة الممثلة لكمية الأوراق المالية المطلوبة .
- قرار القبول : يكون قرار قبول الشركة للتقييد من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، مدة صلاحيتها 04 أشهر<sup>57</sup> .

### الفرع الثاني : مرحلة الدخول .

يمكن التمييز هنا بين نوعين من اجراءات الدخول الى البورصة كما يلي<sup>58</sup>:

- الاجراء العادي : وهو الاجراء الذي يسمح بتسجيل القيم بشكل مباشر في جدول التسعيرة المعمول بها في السوق انطلاقا من سعر الدخول المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم، و يكون رأس مال الشركة المعنية موزعا على الجمهور بين ثلاث مائة مساهم على الأقل ، أو سندات موزعة بين مائة حامل سند .
- اجراء العرض العمومي للبيع : يمكن التمييز بين نوعين من العرض العمومي للبيع هما :
  - اجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى : السعر المعروض في هذه الحالة هو السعر الأدنى و يكون محددًا من طرف الشركة الداخلة للبورصة ، هذه العملية تكون على شكل البيع بالمزاد في البداية ، و السوق تكون على علم بعدد الأوراق

<sup>57</sup>Instruction COSOB n°98-01 du 30 avril 1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse.

<sup>58</sup>Guide d'introduction en bourse, société de gestion de la bourse des valeurs d'Alger, 2012, p 15.

المالية المطروحة و السعر الذي لا يسمح للمصدر بالبيع بأقل منه . وإذا جرت العملية بشكل ايجابي ( أي الطلب أكثر من العرض ) فتسعيرة الدخول الى البورصة ستكون أكبر من تسعيرة العرض .

○ إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت : هذا الإجراء يمنح للسوق كمية معينة من الأسهم بسعر ثابت و نهائي، هي عملية بسيطة حيث يعلم المصدرون من قبل سعر الدخول ومنه القيمة التي سيجنونها من هذا الدخول حيث :

بعد إغلاق فترة التسجيل و تمركز المعلومات ( أوامر الشراء) القادمة من الوسطاء ، تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتأكيد الأوامر حسب شروط البورصة (عدد مقدمي الأوامر أكبر أو يساوي 300 و كمية الأوراق المالية المطلوبة أكبر أو يساوي 20% من رأس المال الاجتماعي للشركة الداخلة في البورصة) ، وهذا حتى يكون العرض ايجابيا.

بعدها تعلن نتيجة العملية للجمهور خلال حصة مميزة للبورصة و تنشر شركة تسيير بورصة القيم اشعار النتيجة ، و اعلام السوق بتاريخ أول تسعيرة للورقة المالية . يحتوي الاشعار على المعلومات التالية :

- الكمية الكلية المطلوبة .
- الكمية الكلية للأوراق الموزعة .
- كمية و عدد الأوراق الموزعة حسب كل وسيط و كل فئة.

### الفرع الثالث : مرحلة ما بعد الدخول .

هي المرحلة التي تأتي بعد أول تسعيرة في البورصة و تطورها في السوق خلال فترة زمنية معينة ، حيث تلتزم الشركة بنشر كل التغييرات التي من شأنها تؤثر على سعر الورقة المالية، ويتم من خلال هذه المرحلة التزام المصدر بنشر المعلومات ، عن طريق <sup>59</sup> :

- إعلام الجمهور عن كل تغير مهم و قادر على التأثير في سعر الورقة المالية .
- نشر القوائم المالية السنوية ، و المتمثلة في <sup>60</sup>:

<sup>59</sup> <sup>59</sup>Guide d'introduction en bourse, société de gestion de la bourse des valeurs d'Alger, 2012, p21.

- الميزانية.
- جدول حسابات النتائج .
- مشروع توزيع الأرباح .
- ملاحق القوائم المالية .
- جدول تدفق الخزينة .

تقوم القوائم المالية على السنة الأخيرة مقارنة بالسنة التي سبقت ، هذه القوائم تنشر في جريدة أو أكثر ذات توزيع وطني ، وتتجز حسب أركان النظام المحاسبي المالي (SCF) و المتطلبات المسطرة من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .

- نشر القوائم المحاسبية السداسية ، و المتمثلة في :

- جدول حسابات النتائج.
- ملاحق القوائم المالية السداسية.

تمتد القوائم المحاسبية من نهاية الدورة الى نهاية أول سداسي ، وتقارن بالدورة السابقة بنفس قواعد الحسابات السنوية ، ويجب أن تحقق هذه القوائم من طرف محافظ الحسابات .

- دفع تقرير سنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و لشركة تسيير بورصة القيم ، اضافة الى القوائم المالية ، تقرير مفتش الحسابات .
- يتم دفع تقرير سداسي عن التسيير للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و لشركة تسيير بورصة القيم يتضمن القوائم المحاسبية و شهادة من طرف محافظ الحسابات في أجل 90 يوم ابتداء من نهاية السداسي الذي يسبق .

## المطلب الثاني : التداول والتسعير في بورصة الجزائر .

### الفرع الأول : كيفية ادخال الأوامر في البورصة

ان ادخال أمر الشراء أو البيع في البورصة لا يتم الا عن طريق الوسيط في عمليات البورصة، حيث يجب ان يتضمن أمر البورصة بعض البيانات الضرورية من بينها<sup>61</sup> :

- هوية مقدم الأمر .
- الغرض من العملية : شراء أو بيع .
- اسم القيمة التي يتعلق بها الأمر .
- كمية أو عدد الأوراق المالية المطروحة للتداول
- السعر الأعلى للشراء أو الأدنى للبيع الذي يبدي المستثمر استعداده لدفعه أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره .
- فترة صلاحية الأمر و التي يجب ألا تتعدى 30 يوما ابتداء من يوم انشائه .
- توقيع صاحب الأمر .

### الفرع الثاني : طرق التسعير في البورصة

يتم التداول في البورصة بمواجهة أوامر الشراء و أوامر البيع ، ويتم ذلك باحدى الطريقتين<sup>62</sup> :

- طريقة التثبيت : تسمح هذه الطريقة بتحديد سعر يومي بمواجهة أوامر الشراء و البيع للوصول الى سعر توازني ، عن طريق :
- تحقيق أكبر عدد ممكن من الصفقات .
- تعيين سعر الوحدة الذي تتداول عليه القيم .
- التخفيض من اللاتوازن .
- هو وحيد صالح خلال كل مدة حصة التداول .

<sup>61</sup> مطويات بورصة الجزائر، سنة 2013

<sup>62</sup> مطويات بورصة الجزائر، سنة 2013.

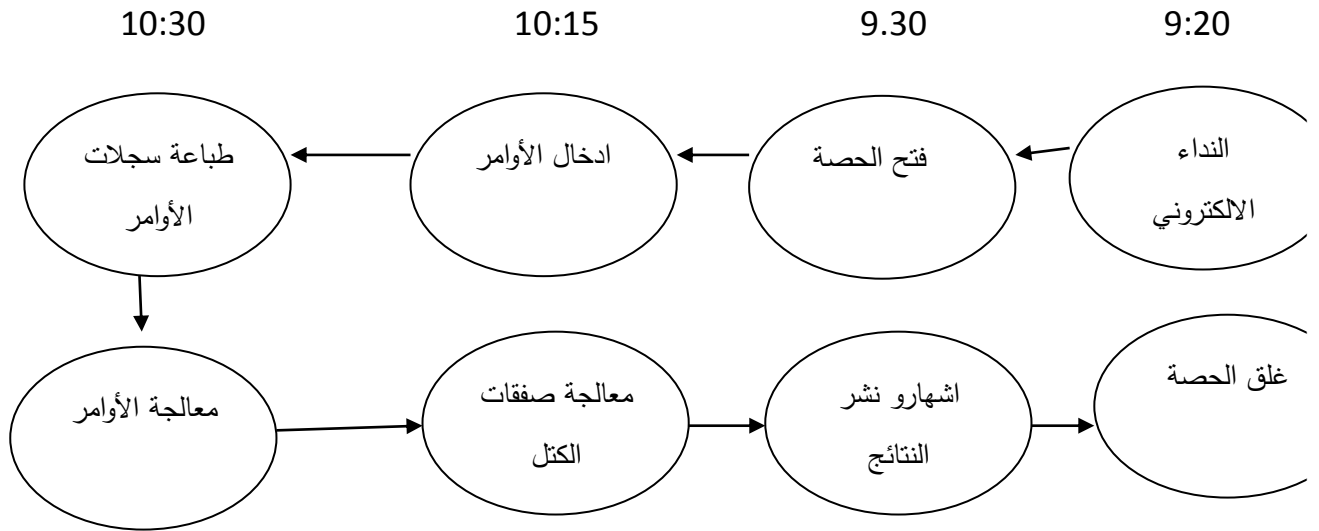
- طريقة التسعيرة المستمرة : تتمثل في مواجهة متواصلة لأوامر الشراء و البيع و الذي يتشكل من خلالها العديد من أسعار التوازن ، حيث يتم من خلالها تجميع كل الأوامر غير أنه بمجرد ما يتفق البائع و المشتري حول السعر يتم التبادل

إن الطريقة المتبعة في التسعير على مستوى بورصة الجزائر هي التسعير بالتثبيت الالكتروني حيث تتم مواجهة الأوامر عن طريق جهاز الإعلام الآلي داخل مقصورة شركة تسيير بورصة القيم ، و تتم سير جلسات التداول في بورصة الجزائر كما يلي :

- تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتنظيم جلستين للتداول على القيم المنقولة التي تصدرها الشركات ذات الأسهم و ذلك بشكل أسبوعي يومي الاثنين و الأربعاء
- تجري عمليات التداول على السندات بصفة يومية من الأحد الى الخميس ، وتكون فترة التداول من الساعة 9:30 صباحا الى غاية 11:30 صباحا .

من خلال ما سبق يمكن توضيح سير جلسات التداول و آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر عن طريق الأشكال التالية :

### الشكل رقم 02 : سير الجلسات التداول في بورصة الجزائر



10:40

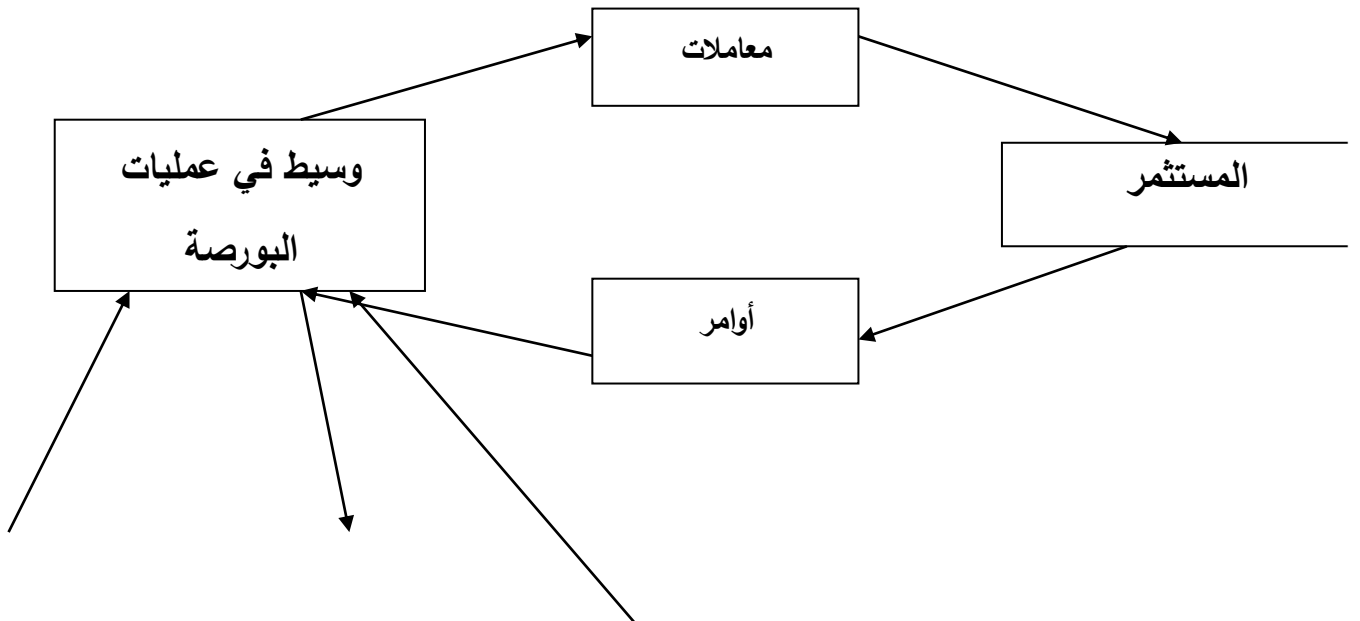
10:50

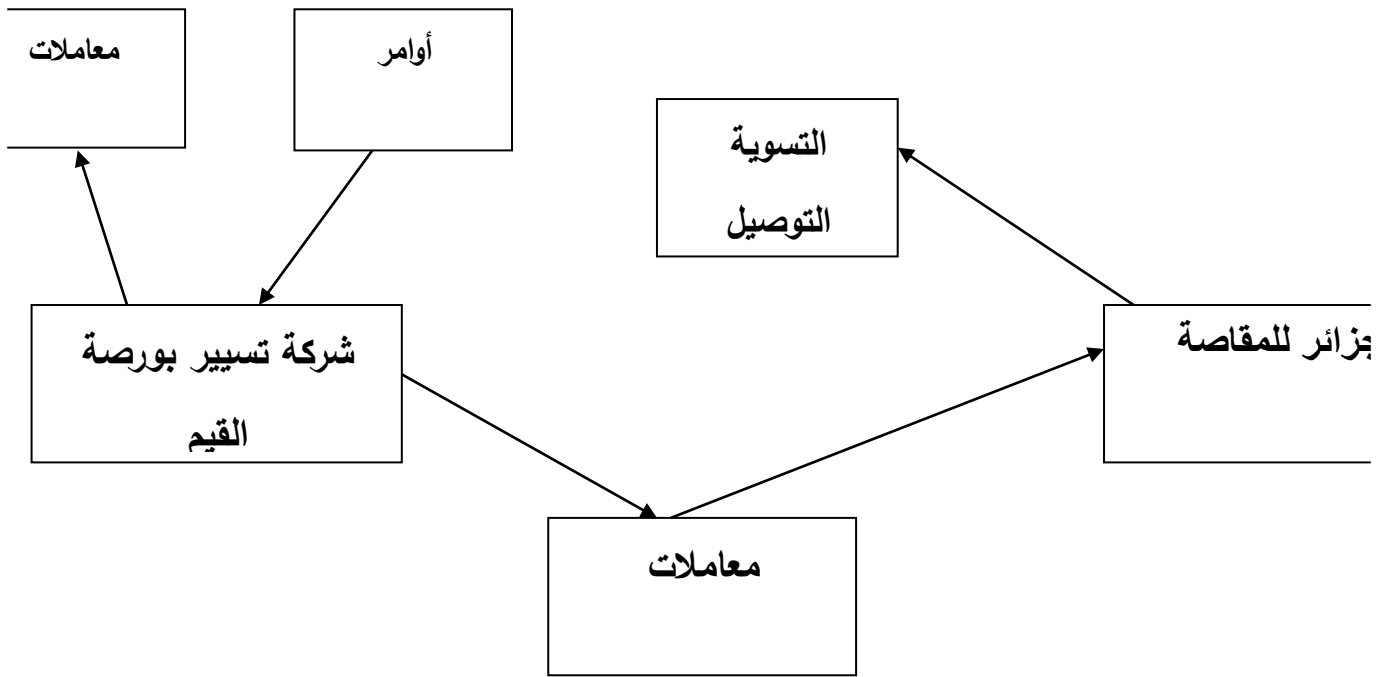
11:05

11:15

المصدر: من اعداد الطالبة بناء على ملاحظات أثناء حضور جلسة تداول بتاريخ 2013/10/23

الشكل رقم 03: الية تداول الأوامر في البورصة .





المصدر : وثائق متحصل عليها من بورصة الجزائر ، سنة 2013

### المطلب الثالث : الشركات المدرجة في بورصة الجزائر .

الفرع الأول : تجربة الشركات الوطنية المصدرة للأوراق المالية بالجزائر <sup>63</sup> .

- القرض السندي لسوناطراك :

منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 001 بتاريخ 18/11/1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار

<sup>63</sup>زيدان محمد ، نورين بومدين : مرجع سبق ذكره ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات -دراسة حالة الجزائر و الدول النامية-، بسكرة يومي 21/22 نوفمبر 2006

بسعرفائدة مقداره 13% مدته خمس سنوات<sup>64</sup>. و كانت أهم خصائص هذا القرض أنه تميز بالأمان و المردودية، الشيء الذي أكسبه سيولة عالية ترجمت بطلب يفوق بكثير مبلغ القرض ، الأمر الذي تطلب تعديل المذكرة الإعلامية أعلاه لتشتمل بذلك على الخصائص التالية :

- مبلغ القرض النهائي قدر بحوالي 12,126 مليار دج .
  - علاوة الإصدار تقدر بنسبة 2,5% من القيمة الاسمية .
  - مدة القرض 5 سنوات انطلاقا من 4 جانفي 1998 .
- و تم طرح ثلاث فئات من السندات بقيم اسمية مختلفة تمثلت في : 10000 ، 50000 ، 100000 دج وذلك بغية إستقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، و توفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار ، و تمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999 ، أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 2003-01-03.

- مجمع الرياض سطيف :

قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة بتاريخ 1998/04/25 ، إدخال الشركة العمومية الإقتصادية الرياض سطيف بسوق الأوراق المالية بالجزائر لوضعيتها المالية الإيجابية ، في 29 أبريل 1998، حددت الجمعية العامة غير العادية للمؤسسة الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار برفع رأس مالها من 4.000.000.000 دج إلى 5.000.000.000 دج ، أي بنسبة 25%. و ذلك بإصدار 1.000.000 سهم بقيمة إسمية 1000 دج. و قد تم تحديد سعر إصدار 2300 دج. خلال فترة الإكتتاب التي إمتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998.

و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

#### الجدول رقم 02 : نتائج اللجوء العلني للإدخار لأسهم مجمع الرياض سطيف

عدد الأسهم	عدد المكتتبين	الفئات
63082	68	الأشخاص المعنويين الخواص

<sup>64</sup>محمد براق: بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية ، أطروحة دكتوراه ، معهد العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1999-2000، ص 399 .

395844	5106	الأشخاص الطبيعيين
541074	06	المؤسسات المالية
<b>1000000</b>	<b>5180</b>	<b>المجموع</b>

**Source : Synthèse de l'opération appel public à l'épargne, Eriad-Sétif, 1999**

- مجمع صيدال :

قام مجمع صيدال بإجراء عملية العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، وبسعر معلوم يتم تحديده مسبقاً. حددت قيمة العرض العمومي للبيع بـ 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2.000.000 سهم، بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي 80 % فيبقى ملكاً للمجمع. وتم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة إكتتاب إبتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999. و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

**الجدول رقم 03 : نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال**

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
5.13	102658	المؤسسات المالية
4.48	89615	الأشخاص المعنويين الآخرين
0.83	16514	عمال مجمع صيدال
89.56	1791213	الأشخاص الطبيعيين الآخرين
<b>100</b>	<b>2.000.000</b>	<b>المجموع</b>

**Source : La notice d'information, Groupe SAIDAL, 1998, Page: 08**

- فندق الأوراسي :

بمقتضى المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة ، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات ، و تنفيذاً لبرنامج الخوصصة و بهدف تنشيط بورصة الجزائر ، تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20% ، من رأسماله الاجتماعي أي ما يقدر بحوالي 1200000 سهم وذلك انطلاقاً من 15 جوان 1999 إلى غاية 18 جويلية 1999 ، و قدر السعر الوحدوي للسهم بقيمة 400 دج ، و تمت العملية بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الراشد المالي<sup>(1)</sup>. و قد أسفرت عملية الإصدار عن النتائج التالية

#### الجدول رقم 04: نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
15	180000	بنوك ، شركات التأمين ، الوسطاء
20	240000	شركات معنوية و تجار
5	60000	أجراء فندق الأوراسي
60	720000	الخاص طبيعيين
100	1.200.000	المجموع

Source : Marché primaire, Analyse de l'OPV EGH .EL AURASSI, SGBV, 1997, P 05

#### - شركة الخطوط الجوية الجزائرية<sup>65</sup> :

تتمتع شركة الخطوط الجوية الجزائرية بتجربة رائدة في مجالها، حيث تتمثل حصتها في سوق نقل المسافرين بنسبة 78.4% على مستوى الشبكة الدولية، و 100% فيما يخص الشبكة الداخلية، ولديها 38 محطة دولية ومحطة 29 وطنية، كما تتمتع بشبكة تجارية قوية و تشمل 43 وكالة بالخارج و 48 وكالة

1 Marché primaire , Analyse de l'OPV EGH .EL AURASSI , SGBV , 1997 , P 05

<sup>65</sup> زواوي فضيلة : تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة سونلغاز - ، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس ، 2009/2008 ، ص 121 - 122 .

موزعة على التراب الوطني موصلة بشبكة للبيع بأكثر من 3000 وكالة معتمدة في الجزائر وفي الخارج. وتحصلت شركة الخطوط الجوية الجزائرية على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 27 أكتوبر 2004 تحت رقم 02/04 .

قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية بإصدار سندات على مرحلتين، المرحلة الأولى تمت في شهر مارس 2004، أما المرحلة الثانية فتمت في شهر نوفمبر 2004، وكان الهدف من إصدار هذه السندات هو تمويل عملية اقتناء طائرتين جديدتين، و حدد المبلغ الأدنى للاكتتاب 50000 دج ، وكل اكتتاب اضافي يكون بـ 10000 دج لكل قسط ، ويمكن للمكتتبيين شراء ما يريدون من السندات ابتداء من 02 إلى غاية 30 نوفمبر 2004 على مستوى كل البنوك المتعاملة مع الشبكة ، و البنك المرافق لهذه العملية هو البنك الوطني الجزائري .

و قد بلغت قيمة القرض السندي في المرحلة الأولى 4.4 مليار دج ، و الذي كان يخص قطاع البنوك و مؤسسات الاستثمار ، كما تضمن هذا القرض شطرين :

○ الشطر الأول : بمعدل فائدة 3% و مدة استحقاق تتراوح بين سنة و 3 سنوات .

○ الشطر الثاني : بمعدل فائدة 3.75 % و مدة استحقاق 5 سنوات .

أما قيمة القرض السندي في المرحلة الثانية فق دبلغ 24.98 مليار دج ، وتضمن هذا القرض شطرين:

○ الشطر الأول : والذي خصص للاكتتاب من قبل الجمهور العام بمبلغ 14.18 مليار دج

و لمدة 6 سنوات بمعدل فائدة متزايد كل ( 3% ، 3.75% ، 6% ) .

○ الشطر الثاني : والذي خصص لقطاع البنوك ومؤسسات الاستثمار، بمبلغ إجمالي 10.71

مليار دج و لمدة محصورة بين سنتين و 5 سنوات بمعدل فائدة 3% و 3.75%.

- مجمع سونلغاز: قامت شركة سونلغاز بإصدار قرض سندي بقيمة 20 مليار دج<sup>66</sup>، خصص لتمويل مشاريع استثمارية من أجل التوسع في نشاطها ، وقد اقتصر العرض على البنوك و مؤسسات الاستثمار في مرحلة أولى ، و بعدها تم إصدار جزء آخر للجمهور .

<sup>66</sup> NOTICE D'INFORMATION DE SONELGAZ ,2008

تحصلت شركة سونلغاز على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 2005/04/27 تحت رقم 02/05 .

وتضمن الإصدار الأول من هذا القرض السندي ثلاثة أقسام وهي:

- القسم الأول : بمبلغ 8 مليار دج بمعدل فائدة 3% ومدة 5 سنوات.
- القسم الثاني : بمبلغ 6 مليار دج بمعدل فائدة 3.25 % ومدة 6 سنوات .
- القسم الثالث : بمبلغ 6 مليار دج بمعدل فائدة 3.50 % ومدة 7 سنوات .

وبعدها تم تخصيص إصدار آخر للجمهور و الأشخاص المعنويين باستثناء المؤسسات المالية ما عدا البنوك العضوة في نقابة الإصدار ، وذلك لضمان سيولة السندات و حدد المبلغ الأدنى للاكتتاب بقيمة 20000 دج ، وتم إصدار هذه السندات بقيمة 10000 دج للسند الواحد ، ويمكن للمكتتبين شراء ما يريدون من السندات ابتداء من 22 ماي إلى 23 جوان 2005 على مستوى البنوك التابعة لنقابة الإصدار ، و البنك المرافق في هذه العملية هو البنك الوطني الجزائري .

- مؤسسة اتصالات الجزائر: حيث قامت بإصدار قرض سندي<sup>67</sup> في أكتوبر 2005 بقيمة 5.6 مليار دج، و في سبتمبر 2006 بقيمة 20 مليار دج لتمويل المشاريع التنموية الخاصة بالاستثمار و تطوير شبكة MOBILIS .

#### الفرع الثاني : الشركات الخاصة المصدرة للأوراق المالية في بورصة الجزائر

- شركة دحلي: هي شركة ذات رأس مال مختلط ( تأسست في 1996/10/09 بعد التعديل القانوني للشركة SAHLI Mixte ، الذي انشئ في 1988/05/24 بين Onafex وشركة DAEWOO ) ، تعمل في مجال العقارات و تشارك في قطاع السياحة، الفنادق و الخدمات . وفي إطار تمويل جزء

<sup>67</sup> زاواي فضيلة : مرجع سابق ذكره، ص 123 .

من مشروعها مدينة الجزائر، لجأت إلى إصدار سندات للجمهور ابتداء من 2009/01/11 وكان ذلك كالتالي<sup>68</sup> :

- مدة الاستحقاق : 7 سنوات .
- قيمة الإصدار : 8.3 مليار دج .
- نسبة الفائدة % تدريجية : 4 % ، 4.25 % ، 4.75 % ، 5.25 % ، 5.75 % ، 6.25 % ، 6.75 %
- تاريخ الإصدار : 2009/01/11 .
- تاريخ الاستحقاق : 2016/01/11 .

- أليانس للتأمينات : هي شركة مساهمة ، تم انشاؤها في جويلية 2005 برأس مال أولي قدره 5.000.000 دج ، من قبل مجموعة من المستثمرين المحليين ، وفي عام 2010 شهد رأس المال قفزة الى 2.2 مليار دج للملكية و التأمين ضد الحوادث حيث تمت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق الاكتتاب العام ، و مكن الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 من 2009/11/16 المعدل و المتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 من 1995/10/30 بشأن الحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين .

- قامت أليانس للتأمينات في نوفمبر 2010 بزيادة رأس مالها ، وكان مبلغ العرض يقدر ب 31% من رأس المال .
- رأس المال الاجتماعي : 2.205.714.180 دج مقسم إلى 1.804.511 سهم بقيمة اسمية قدرها 830 دج للسهم الواحد .
- فترة العرض : من 2010/11/02 إلى 2010/12/01 .
- الوسيط المرافق : القرض الشعبي الجزائري .

- NCA Rouiba : تعتبر هذه الشركة من بين الشركات الرائدة في مجال إنتاج المشروبات و العصائر ، وهي شركة ذات أسهم ، يعد دخولها إلى البورصة من بين الأهداف المدرجة حيث كانت تسعى

<sup>68</sup><http://www.algermedina.net> vu le 10/05/2013 à 13h45

لفتح قناة دائمة للحصول على أموال خاصة توفر للمؤسسة بدائل تمويلية توافق طموحاتها ، تلقت القبول من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لطرح أسهمها للبيع كما يلي<sup>69</sup>:

- طبيعة العملية : عرض علني للبيع .
  - قيمة البيع : 849.195.200 دج .
  - عدد الأسهم : 2.122.988
  - القيمة الاسمية : 100 دج
  - سعر البيع : 400 دج .
  - مدة الاكتتاب : من 07 الى 25 أبريل 2013
  - تقسيم العرض : العرض مقسم الى قسمين
- القسم الأول : خصص لموظفي الشركة في حدود 85.000 سهم أي ما يعادل 4% من الأسهم المعروضة .
- القسم الثاني : 96% من الأسهم المتبقية خصصت للمستثمرين الجزائريين و المقيمين من الأشخاص الطبيعيين و المعنويين .
- الوسيط في عمليات البورصة : BNP Paribas Algérie
- الحد الأدنى للسهم : 75 .
- الحد الأقصى : 85.000

#### المبحث الثاني : دراسة عملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات .

تعتبر مؤسسة أليانس للتأمينات أولى المؤسسات الخاصة التي قامت برفع رأس مالها عن طريق اللجوء الى بورصة الجزائر من خلال النداء العلني للاذخار ، وتمكنت من الاستجابة للشروط الجديدة المفروضة من قبل الحكومة بمقتضى المرسوم رقم 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل و المتمم .

<sup>69</sup> معطيات متحصل عليها من شركة تسيير بورصة القيم .

## المطلب الأول : مؤسسة أليانس للتأمينات و كيفية ادراجها في بورصة الجزائر.

تعد مؤسسة أليانس للتأمينات من بين أهم المؤسسات العاملة في قطاع التأمين بالجزائر .

### الفرع الأول : تقديم عام لمؤسسة أليانس للتأمينات <sup>70</sup>.

مؤسسة أليانس للتأمينات هي شركة مساهمة خاصة ، تأسست في جويلية 2005 بعد صدور القانون رقم 95-07 المؤرخ في جانفي 1995 ، و الذي فتح سوق التأمينات الوطنية أمام المتعاملين الخواص .

بدأت المؤسسة عملها سنة 2006 بعد الحصول على ترخيص من وزارة المالية ثم انطلقت في ممارسة نشاطها في مجال التأمين وإعادة التأمين .

قدر رأس مال المؤسسة سنة 2009 بمبلغ 800 مليون دج مقسمة على 04 ملايين سهم بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 200 دج للسهم ، مقسمة على المساهمين <sup>71</sup> :

- حسان خليفاتي بنسبة 50% من رأس المال .
- رشيد خليفاتي بنسبة 15% من رأس المال .
- محمد رحمون بنسبة 14% من رأس المال .
- محمد عيساتي بنسبة 10% من رأس المال .
- عربات المغرب شركة ذات أسهم بنسبة 05% من رأس المال .
- عبد الكريم أورحمون بنسبة 04% من رأس المال .
- الشركة ذات المسؤولية المحدودة ايترابا بنسبة 1.5% من رأس المال .
- الشركة ذات المسؤولية المحدودة ايجيترابا بنسبة 0.5% من رأس المال .

بعد صدور المرسوم التنفيذي رقم 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل و المتمم للمرسوم التنفيذي رقم 95-344 المؤرخ في 30/10/1995 و المتعلق برأس المال الأدنى لشركات التأمين الناشطة في

<sup>70</sup><http://www.allianceassurance.com> vu le 13/10/2013 à 11 :05

<sup>71</sup>Notice d'information pour augmentation du capital alliance assurance 2010, p 22.

السوق الوطنية ، تم رفع رأس مال شركة أليانس للتأمينات ليلبلغ 2.205.714.180 دج في فيفري 2012 ، وهذا من خلال اللجوء للطلب العلني للادخار .

### الفرع الثاني : اجراءات ادراج مؤسسة أليانس للتأمينات في بورصة الجزائر .

#### - أولا : تقييم المؤسسة

لقد تم تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات من طرف مكتب خبير محاسبي معتمد حاج علي مازار ممثل في الخبير حاج علي سمير ، وتم الاعتماد في عملية تقييم المؤسسة على مجموعة من الطرق منها <sup>72</sup> :

○ الأصول المحاسبية الصافية المصححة : استنادا الى هذه الطريقة قدر عدد أسهم الشركة في نهاية سنة 2009 بأربعة (04) ملايين سهم ، قيمة السهم الواحد وفق هذه الطريقة هو 311 دج .

○ القيمة المحاسبية التقديرية : تعتمد هذه الطريقة على التنبؤ بأصول المؤسسة على طول فترة 2010-2015 ، من ثم حساب القيمة المتوسطة للسهم و التي قدرت بمبلغ 430 دج للسهم الواحد .

○ التدفقات النقدية الصافية : تمكن هذه الطريقة من معرفة مدى قدرة المؤسسة على تغطية ديونها ، وانتاج تدفقات صافية يمكن المستثمرين من الحصول على تعويض الأموال المستثمرة ، وبلغت قيمة السهم الواحد حسب هذه الطريقة بمبلغ 1201 دج .

○ طريقة الموجودات : قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة تكون انطلاقا من مجموع الخصوم المرجحة بالديون التي قدرت بمبلغ 940.402.000 دج وهو ما يعطي قيمة للسهم الواحد تساوي بالتقريب مبلغ 985 دج .

○ طريقة المقارنة و مضاعف السوق : نظرا لانعدام مرجح يمكن من خلاله تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات و لانعدام مؤسسة تنشط في نفسالقطاع مسعرة في بورصة الجزائر ، تم استعمال

<sup>72</sup>Notice d'information pour augmentation du capital alliance assurance 2010, p09

مضاعف السوق يقدر ب 1.7 و هو يمثل مضاعف منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا ، وهو ما أنتج قيمة السهم الواحد تقارب 1271 دج .

- **ثانيا : سعر الدخول الرسمي الى البورصة .**

لقد تم ترجيح مختلف الطرق وفق المعاملات التالية و التي اعتمدها مكتب الخبير المحاسبي <sup>73</sup> :

○ 10 % بالنسبة لقيمة المؤسسة حسب الأصول المحاسبية الصافية المصححة.

○ 30 % من القيمة المحاسبية التقديرية للمؤسسة .

○ 25 % من قيمة المؤسسة على أساس التدفقات النقدية .

○ 25 % من قيمة المؤسسة على أساس قيمة الموجودات .

○ 10 % من قيمة المؤسسة على أساس المقارنة و مضاعف السوق .

و من بين العوامل التي تم أخذها بعين الاعتبار من أجل تحديد هذه الترجيحات هي :

● درجة الثقة الخاصة بكل قيمة .

● الخطر المرتبط بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة .

من خلال المعطيات السابقة ، يمكن ابراز سعر الدخول الى بورصة الجزائر من طرف أليانس للتأمينات في الجدول أدناه :

#### **الجدول رقم 05: سعر الدخول الى بورصة الجزائر من طرف أليانس للتأمينات**

الطريقة	سعر السهم	نسبة الترجيح	السعر بعد الترجيح
---------	-----------	--------------	-------------------

<sup>73</sup>Notice d'information pour augmentation du capital alliance assurance 2010, p 11.

31,1	% 10	311	الأصول المحاسبية الصافية
129	% 30	430	القيمة المحاسبية التقديرية
300,25	% 25	1201	التدفقات النقدية الصافية
246,25	% 25	985	طريقة الموجودات
127,1	% 10	1271	المقرنة و مضاعف السوق
833,7			السعر المرجح لسهم أليانس للتأمينات

**المصدر :** من اعداد الطالبة بناءا على المعطيات السابقة

اذن حسب الترجيحات المعتمدة من طرف مكتب الخبرة المحاسبي ، تم تقدير سعر السهم الواحد للمؤسسة بمبلغ 833,7 دج .

بعد هذه الدراسة حددت مؤسسة أليانس للتأمينات سعر الاصدار الرسمي للسهم الواحد بمبلغ 830 دج أي بتخفيض قدره 3,7 دج عن السعر المقترح من طرف مكتب الخبرة المحاسبي .

**المطلب الثاني: تقديم عملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات .**

**الفرع الأول : مراحل عملية رفع رأس المال**

أول خطوة تتخذ من أجل الدخول الى البورصة هي الاجتماع الذي يقوم به المساهمون بغية اتخاذ قرار الدخول من عدمه ، و في حالة القبول يتم تقديم العملية كما يلي :

- أولا : قرار مجلس الادارة برفع رأس المال عن طريق اللجوء الى الادخار العنفي<sup>74</sup>.

اجتمعت الجمعية العامة الاستثنائية لمؤسسة أليانس للتأمينات في الحصة المنعقدة بتاريخ 2010/06/21، وقد اعتمدت رفع رأس المال المؤسسة المقترح من طرف مجلس الادارة المجتمع في

<sup>74</sup>www.allianceassurances.com vu le 25/06/2013 à 14 :00

نفس التاريخ . هذه الزيادة مطابقة مع المرسوم التنفيذي رقم 95-375 المؤرخ في 2009/11/16 و المتعلق برأس المال الأدنى لمؤسسات التأمين .

و خلال نفس الجمعية الاستثنائية ، تم اقرار تخفيض القيمة الاسمية للسهم الواحد للمؤسسة من مبلغ 5000 دج الى مبلغ 1000 دج . و بتاريخ 2010/06/29 تم اتخاذ قرار جديد يقضي بتقسيم القيمة الحالية للسهم الى خمسة أسهم أي تقسيم 1000 دج على 5 أسهم بقيمة اسمية مقدارها 200 دج للسهم الواحد .

عملية رفع رأس المال التي أقرتها الجمعية العامة الاستثنائية كانت من خلال اللجوء الى الادخار العلني عن طريق اصدار أسهم جديدة للاكتتاب ، على أن يتم تسجيلها في البورصة من أجل التداول عليها ، حيث بلغ عدد الأسهم المتفق اصدارها 1.804.511 سهم جديد بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 200 دج ، بعدها حدد سعر الاصدار بقيمة 830 دج و هو المبلغ الناتج عن عملية التقييم الاقتصادي للمؤسسة ، أي بعلاوة اصدار تقدر ب 630 دج .

#### - ثانيا : خصائص عملية رفع رأس المال<sup>75</sup>.

يمكن اجمال خصائص عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال ما يلي :

- المصدر : مؤسسة أليانس للتأمينات .
- رأس المال الاجتماعي : 800.000.000 دج .
- نوعية الأسهم : أسهم عادية .
- البنك المرافق : القرض الشعبي الجزائري .
- نقابة الاصدار و التوظيف تتكون من : بنك الفلاحة و التنمية الريفية ، البنك الخارجي الجزائري ، البنك الوطني الجزائري ، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط ، بنك التنمية المحلية ، BNP Paribas ، Société Générale .
- تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة : رقم 02-2010 بتاريخ 2010/08/08 .

<sup>75</sup>Notice d'information pour augmentation du capital alliance assurance ,2010, p13

- السعر الاسمي للسهم : 200 دج .
- علاوة الاصدار : 630 دج .
- عدد الأسهم المصدرة : 1.804.511 سهم جديد .
- فترة الاكتتاب : من 2010/11/02 الى غاية 2010/12/01 .
- الأرباح و فوائد القيمة الناتجة عن بيع أسهم شركة أليانس للتأمينات معفاة كلياً من الضريبة على الدخل الاجمالي و الضريبة على أرباح الشركات الى غاية 2013/12/31 ، وهذا بموجب المادة رقم 63 من القانون رقم 11-20 المؤرخ في 2002/12/24 الخاص بقانون المالية لسنة 2003 المعدلة و المتممة من طرف المادة رقم 64 من قانون المالية لسنة 2009 .<sup>76</sup>
- **ثالثاً : التقسيم الأولي لعرض**

**الجدول رقم 06 : التقسيم الأولي لعرض مؤسسة أليانس للتأمينات .**

رمز القسم	فئة المستثمرين	عدد الأسهم الممنوحة	النسبة %	الحد الأدنى للاكتتاب	الحد الأقصى للاكتتاب
أ	الأشخاص الطبيعيون ذو الجنسية الجزائرية	600.000	33,30	05	50000
ب	المستثمرون المؤسساتيون	514.286	28,50	1000	250000
ج	الأشخاص المعنويون ذو الجنسية الجزائرية	604.511	33,50	1000	250000
د	الوكلاء العاملون لشركة التأمين أليانس للتأمينات	42.857	2,40	20	1400
هـ	العمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات	42.857	2,40	20	1400

**Source :** Notice d'information pour augmentation du capital alliance assurance, 2010, p14

و في حالة ما كان الاكتتاب في فئة أقل من النسبة المخصص لها في التقسيم الأولي فان الفرق يتم اكتتابه بالأولوية للصف أ ، ب ، ج ، د ، هـ .

<sup>76</sup>Notice d'information pour augmentation du capital alliance assurance, 2010 , p15

- رابعا : معالجة طلبات الاككتاب<sup>77</sup>.

بعد تجميع كل طلبات الاككتاب من طرف شركة تسيير بورصة القيم و التي يحق لها قبول أو رفض طلبات الاككتاب حسب الشروط المنصوص عليها ، اذ يحق لكل مستثمر ايداع مذكرة اكتتاب واحدة فقط في أحد الأصناف المذكورة أعلاه، و في حالة وجود أكثر من طلب اكتتاب في الصنف يتم اعتماد الطلب الذي يحتوي على أكبر عدد من الأسهم للاككتاب ، و تخصص الأسهم للاككتاب على أساس الطلبات المقبولة لكل صنف كما يلي :

- في حالة ما اذا كان عدد الأسهم المطلوبة في صنف ما أكبر من عدد الأسهم المخصصة له يتم تخفيض الاككتاب بطريقة متساوية .
- في حالة ما اذا كان عدد الأسهم المطلوبة في صنف ما أقل من عدد الأسهم المخصصة له يتم ارضاء جميع الطلبات .

الفرع الثاني : نتائج عملية رفع رأس المال .

تعتبر هذه المرحلة نهائية لتقديم العروض المصادق عليها من طرف شركة تسيير بورصة القيم .

- أولا : التقسيم النهائي لعملية الاككتاب .

جرت عملية الاككتاب الخاصة بسهم شركة أليانس للتأمينات على مدار الفترة الممتدة بين 2010/11/02 و 2010/12/01 و ذلك على مستوى جميع الوكالات البنكية التابعة لبنوك نقابة التوظيف على المستوى الوطني .

<sup>77</sup>Notice d'information pour augmentation du capital alliance assurance,2010 , p15

**الجدول رقم 07 : تقسيم عملية الاكتتاب النهائي لمؤسسة أليانس للتأمينات**

رمز القسم	فئة المستثمرين	عدد الأسهم الممنوحة	النسبة %
أ	الأشخاص الطبيعيون ذو الجنسية الجزائرية	1338346	74.17
ب	المستثمرون المؤسساتيون	181625	10.07
ج	الأشخاص المعنويون ذو الجنسية الجزائرية	186022	10.31
ج مكرر	شركة المغرب للعربات	90226	5.00
د	الوكلاء العاملون لشركة التأمين أليانس للتأمينات	3635	0.20
هـ	العمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات	4657	0.26
المجموع		1804511	100

**المصدر :** وثائق مطلع عليها في شركة تسيير بورصة القيم .

من خلال النتائج النهائية للعرض يمكن القول أن نسبة الاكتتاب النهائي تختلف عن نسبة العرض الأولي :

- الصنف أ : نتيجة الطلب الكبير تم رفع نسبة الاكتتاب من 33% الى 74% .
- الصنف ب : انخفضت النسبة من 28% الى 10% .
- الصنف ج : انخفضت النسبة من 33% الى 15% .
- الصنف د : انخفضت النسبة من 2.4% الى 0.20% .
- الصنف هـ : انخفضت النسبة من 2.4% الى 0.26% .

- **ثانيا : تكاليف عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات<sup>78</sup> .**

بلغت التكاليف الاجمالية لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال النداء العلني للدخار العام خرج الرسوم ، موزعة كما يلي :

<sup>78</sup>http:// [www.allianceassurance.com.dz](http://www.allianceassurance.com.dz) à 15 :20

- أتعاب لجنة عمليات تنظيم و مراقبة عمليات البورصة 1.075.341 دج .
- أتعاب المؤتمن المركزي على السندات 400.000 دج .
- أتعاب شركة تسيير بورصة القيم 14.120.901 دج .
- أتعاب قانونية 21.506.820 دج .
- أتعاب نقابة التوظيف 6.881.823 دج .
- مصاريف النشر ، الاشهار و الاتصال مبلغ 80.000.000 دج.

و منه للحصول على الناتج الصافي لعملية رفع رأس مال مؤسسة اليانس للتأمينات يتم من خلال طرح التكاليف الاجمالية من الناتج الاجمالي الخام لعملية بيع الأسهم للجمهور العام و الذي يقدر بمبلغ 1.254.288.629 دج خارج الرسوم .

## خاتمة الفصل :

تم في هذا الفصل تحديد الاطار العملي و التقني لأداء بورصة الجزائر من حيث كيفية ادراج الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات ، و المراحل الأساسية المتبعة في ذلك من أجل طرحها للتداول عن طريق الاجراء العادي أو العرض العمومي للبيع ، بعدها تم التطرق الى تجربة الشركات المدرجة في البورصة منذ اصدار أول قرض سندي لشركة سوناطراك في 1998 الى غاية شركة NCA Rouïba التي أدرجت أسهمها مؤخرًا في ماي 2013 .

بعدها تم عرض تجربة مؤسسة أليانس للتأمينات كدراسة حالة أول مؤسسة جزائرية خاصة تقوم برفع رأس مالها من خلال طرح مجموعة من أسهمها في بورصة الجزائر حيث اعتمدت قبل الادراج على عدة طرق للتقييم من أجل تحديد سعر بيع الأسهم في السوق الأولي بغية اصدقاء مصداقية أكبر على السعر الذي يعتبر من أهم محددات نجاح عملية رفع رأس المال ، كما اعتمدت على نشر القوائم المالية للسنوات الأخيرة لنشاطها ( 2007 ، 2008 و 2009 ) و التي ساهمت في تحفيز المستثمرين على الاكتتاب بقوة في أسهم المؤسسة .

## الفصل الثالث :

بورصة الجزائر بين المعوقات و افاق التطوير

## مقدمة الفصل :

عرف سوق الأوراق المالية الجزائري مجموعة من الإصلاحات على مستوى الأطر التشريعية و التنظيمية منذ المراحل الأولى لإنشاء بورصة الجزائر ، هذه الإصلاحات سمحت بتأطير النشاط العملي المخصص لبورصة الجزائر من جهة ، و من جهة أخرى تحديد مسؤوليات و مهام كل المتدخلين الماليين . غير أن أثر هذه الإصلاحات بقي محدودا و بورصة الجزائر لم تحقق فعاليتها على مستوى الاقتصاد الوطني .

لتخطي العقبات التي حالت دون وضوح مكانة البورصة في الاقتصاد الوطني ، قررت الحكومة الجزائرية بعث مخطط للتنمية و التطوير بأمر من رئيس الجمهورية و مصادق عليه من طرف وزارة المالية ، وزارة الخارجية و PNUD من أجل تنظيم و إنعاش سوق رأس المال في الجزائر .

من أجل تحليل ما سبق سنتعرض في هذا الفصل إلى مايلي :

- المبحث الأول : يتم من خلاله التقييم لأداء بورصة الجزائر عن طريق إحصائيات و حسابات رياضية تعكس نسبة مساهمة البورصة في الاقتصاد الوطني ، أيضا تشخيص العقبات و المعوقات المسببة لضعف نسبة المساهمة و التي تكاد أن تكون معدومة .
- المبحث الثاني :يتم من خلاله دراسة مخطط تطوير سوق رأس المال في الجزائر للفترة 2010-2014 بتبيان استراتيجيات المشروع نحو تحقيق الإنعاش في بورصة الجزائر .

## المبحث الأول :تقييم أداء بورصة الجزائر والمعوقات التي تواجهها .

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية .إلا أنه و من خلال بعض المؤشرات نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي ، واجتماعي وثقافي وتنظيمي ...إلخ.وعليه فإنه لا بد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر .

## المطلب الأول : تقييم أداء بورصة الجزائر .

لدراسة أداء بورصة الجزائر لا بد أن نعتد في ذلك على المؤشرات : نسبة رأس المال في السوق و حجم التداول .

### الفرع الأول : نسبة رأس مال السوق .

تمثل نسبة رأسمال السوق : قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي<sup>79</sup> .

الجدول الموالي يوضح تطور نسب رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة :

2011- 1999

---

<sup>79</sup>عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية "، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2005 ،ص95.

**الجدول رقم 08 : تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر للفترة 1999-2011**

الوحدة : مليار دج

السنوات	رأس مال السوق (Cap)	الناتج الداخلي الخام (PIB)	Cap/PIB (%)
1999	19.175	3238.2	0.59
2000	21.495	4098.8	0.52
2001	14.720	4241.8	0.35
2002	10.990	4455.4	0.25
2003	11.100	5124.0	0.22
2004	.....	6126.6	.....
2005	10.40	7519.0	0.14
2006	6.71	8391.0	0.88
2007	6.46	9366.6	0.069
2008	6.5	11077.11	0.059
2009	6.55	10006.81	0.065
2010	7.9	12034.41	0.066
2011	14.978	14481	0.103

**المصدر :** بيانات متحصل عليها من طرف شركة تسيير بورصة القيم .

**التعليق :** بالأخذ بعين الاعتبار أن : رأس مال السوق = عدد الأسهم المدرجة × سعر السهم .  
من خلال الجدول نلاحظ أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني يعتبر دورا محتشما من خلال حساب نسبة رأس مال السوق الى الناتج المحلي الاجمالي ، حيث بلغت هذه النسبة 0.59% عام 1999 ، ثم أخذت في الإنخفاض إلى أن وصلت % 0.22 عام 2003 ، رغم أن رأس مال السوق إرتفع في سنة 2000 إلى 21.495 مليار دج بعد أن كان 19.175 مليار دج أي بزيادة قدرها % 12.10 وهذا راجع إلى إدراج أسهم فندق الأوراسي . غير أن هذه الزيادة سرعان ما أخذت في التراجع إذ قدرت بـ 11100 دج عام 2003 ، و عرفت انخفاضا حادا سنة 2006 حيث بلغ رأس مال السوق 6.71 مليار دج أي ما يعادل 0.88% من الناتج المحلي الخام واستمر الانخفاض الشديد ووصل الى أدنى مستوياته 0.066% عام 2010 ، و يفسر هذا التراجع الحاد الى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى الى

انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة ، و بالتالي تفسير الدور غير الفعال لبورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني .

### الفرع الثاني : حجم التداول .

تشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الإقتصاد القومي و هي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني<sup>80</sup>. و من خلال الجدول التالي يمكن توضيح عدد و حجم المعاملات بالاضافة إلى السيولة المقدمة للاقتصاد الوطني .

### الجدول رقم 09 : تطور حجم التداول في بورصة الجزائر للفترة 1999-2012

السنوات	عدد المعاملات	حجم المعاملات	قيمة المعاملات (دج)
1999	1056	35348	108079690.00
2000	4559	323490	720039160.00
2001	2898	361445	533217905.00
2002	2071	80161	122060345.00
2003	393	39693	17257700.00
2004	141	22183	8432615.00
2005	64	13487	4188200.00
2006	234	76010	149391910.00
2007	410	130443	960417115.00
2008	545	184110	1218511505.00
2009	488	143563	896650625.00
2010	361	117729	670069575.00

<sup>80</sup> عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 96 .

321222985.00	252954	520	2011
673186960.00	167827	277	2012

**المصدر:** من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم 01<sup>81</sup>.

**التعليق:** الملاحظ من الجدول أعلاه ارتفاع عدد المعاملات المبرمة في بورصة الجزائر خلال عام 2000 إذ وصل عددها إلى 4559 ، و يفسر هذا الارتفاع الى الاقبال الكبير للمستثمرين على سندات سونطراك كذلك الادراج الجديد لأسهم فندق الأوراسي، لكن بعد هذا العام شهد انخفاضا شديدا إذ وصل عدد المعاملات خلال عام 2005 الى 64 معاملة أي بانخفاض نسبته 98.59% ، و ذلك لانخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة و انتهاء فترة استحقاق القرض السندي لسونطراك ، ثم بعدها عرف ارتفاعا متذبذبا في السنوات 2006 الى غاية 2012 ، وهذا راجع الى اقبال الجمهور و المستثمرين على سندات سونلغاز ، الخطوط الجوية الجزائرية ، شركة اتصالات الجزائر ، مجمع دحلي اضافة الى أسهم شركة أليانس للتأمينات ، حيث أنه على الرغم من خروج الرياض سطيف من البورصة الذي كانت أسهمه قليلة التداول لارتفاع أسعارها ، لكن مع دخول سندات الخطوط الجوية الجزائرية و تطور مجال الاتصالات اللاسلكية و الانترنت أدت الى زيادة انتاجية شركة اتصالات الجزائر و الذي أثر على تداول سندات المطروحة و بعد مرور سنة من دخول أليانس للتأمينات و انسحاب كل من سند سونلغاز Z/11 وسند اتصالات الجزائر ، انخفض حجم التداول في السوق .

من خلال هذا التعليق يمكن استنتاج أنه كلما زاد عدد الشركات المقيدة في البورصة كلما تزيد ديناميكية التداول ، أي حجم التداول في بورصة الجزائر غير مستقر حيث أنه يرتفع بدخول شركات جديدة بمختلف أدواتها المالية التي تؤثر في نشاط السوق ايجابيا على المدى القصير و ينخفض على المدى الطويل بمجرد سحب أحد الأدوات المالية بالتالي تؤثر الى درجة معينة في توفير السيولة للاقتصاد الوطني .

### **المطلب الثاني : معوقات تطور بورصة الجزائر**

#### **الفرع الأول : العراقيل الاقتصادية .**

- **التضخم:** و نعني به اختلال في التوازن الاقتصادي الذي يتميز بارتفاع عام و مستمر للأسعار و الخدمات مقابل عدم الزيادة في الانتاج ، ويؤثر في عرقلة سير البورصة من خلال تأثيره على

<sup>81</sup> انظر الملحق رقم 1 .

الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها. وإذا إستمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها. وقد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع و زيادة تداول الكتلة النقدية.

كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة و العائد على أساس الأرقام الحقيقية و ليست الاسمية ، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة .

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية ، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم ، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة ، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار<sup>82</sup> وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.

- ضعف الجهاز الإنتاجي<sup>83</sup>: 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.

1) السيد محمد أحمد جاهين : سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاحا لإقتصادي لمصر 1978/1981 ، دار النهضة العربية، القاهرة ، 2001 ، ص 363.

<sup>83</sup> محمد زيدان ، نورين بومدين ، مرجع سبق ذكره .

• تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسئولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

- ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل ، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح ، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين ، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلي حسابات المساهمين ، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري و الاستثماري.

- توجه المستثمرين الى المشاريع الاستثمارية غير المالية: حيث يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية: كالبناء، الأشغال العمومية، الفلاحة...، التي باتت تشكل بديل أحسن أو ضمان من سوق البورصة، ذلك أنها تضمن إيرادات سريعة، مضمونة سهلة وتجنب المخاطر.

- السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إدخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، وإن الضرائب تمثل عبئا ثقيلًا على المؤسسات المصروفة بنشاطها ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو تكون منعدمة .

### الفرع الثاني : العراقيل السياسية و التشريعية

يسعى كل مستثمر الى الحصول على أقصى حد من الضمانات للقيام بالعملية الاستثمارية ، وفي هذا الاطار يعد كل من الاستقرار السياسي و القانوني من العوامل الرئيسية لتأسيس سوق مالية و ضمان سيرها الفعال ، اذ ينبغي أن يكون المستثمر في البورصة متيقنا من ثبات القوانين الني تدير السوق

المالي أيا كان الفريق الحكومي المسير، كما أن الثقة في مصدر مصداقية مؤسسات الدولة ضرورية للمدخر لأن التخوف و انعدام الثقة يعيق في تطوير البورصة .

- العراقيل السياسية: من المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة و هذا ما أسهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية. بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان و المردودية بالدرجة الأولى ، و هذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي ، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب ، الانقلابات السياسية ، و التغيرات المستمرة للسياسات و القوانين المتعامل بها ، وبالتالي فالميدان السياسي يضم عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، فأمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولازالت لا يمكن ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية، حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في بلادنا .

- العراقيل التشريعية: طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط و جوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم<sup>1</sup>، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، صف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995 ، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها.<sup>84</sup> نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق

<sup>84</sup> بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم

للسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم<sup>85</sup>، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

### الفرع الثالث : العراقيل التنظيمية

- قلة المؤسسات المدرجة: تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة ، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح . وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة ، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات ، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

- عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية ، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم ، أهدافهم و ميولاتهم الشخصية ، و التنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة و لا نتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية ، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما و سبق الإشارة إليه ، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ، و يحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية .

- غياب الشفافية: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور ، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي ، محاسبي ... إلخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. و في حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر

<sup>85</sup> نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997

- سير عمل البورصة: حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل اثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحاً. أضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعاً كاملاً مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كلياً وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم ، فهذا الوقت الطويل سيحبط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر.

كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.

#### الفرع الرابع: العراقيل الاجتماعية - الثقافية - الدينية.

- العائق الاجتماعي و الثقافي: إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساساً نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة و الأمان و هذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها ، التي تمثل عائقاً حقيقياً بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة .

- العامل الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم و سندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية و الإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي ، و إذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 9 - 4 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.<sup>(1)</sup> كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

<sup>1</sup>جاسم علي الشامسي : سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجمع الفقهي الإسلامية بين الأمل و الواقع ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص 743.

## المبحث الثاني : انعاش بورصة الجزائر في ظل مخطط تطوير سوق رأس المال للفترة 2010-2014.

ان سوق رأس المال حساس و يتأثر بمجموعة من العوامل سبق ذكرها و التي كانت سببا في عدم فعالية دور بورصة على مستوى الاقتصاد الوطني ، وعليه يتم التطرق من خلال هذا المبحث الى امكانية النهوض بهذه السوق بدراسة مخطط الانعاش و تقديم مجموعة من الاقتراحات لامكانية تفعيل السوق المالي بالجزائر .

### المطلب الأول :مخطط تطوير سوق رأس المال الجزائري .

#### الفرع الأول: تحليل وضعية السوق في الجزائر<sup>86</sup> .

لا تزال امكانيات النمو المستدام في الجزائر محدودة ، وذلك لعدم وجود سوق رأس المال قادر على جلب الودائع و توجيهها نحو التمويل الاستثماري ، وعلى الرغم من بعض الانجازات المحققة كانشاء هيئات و مؤسسات في السوق و تطور نسبي للسوق السندي الا ان النتائج تبقى غير كافية و يظهر ذلك من خلال :

○ الاطار القانوني غير المتكامل :حيث لا يغطي جميع مجالات تسيير سوق رأس المال ، وكذلك العرض العام للبيع (OPV) و العرض العام للشراء (OPA) و العرض العام للتبادل (OPE)، وعمليات أخرى مرتبطة بتجارة القيم المنقولة فهي ليست محددة أيضا في اطار ترأس الشركات المقيدة في البورصة .

○ نقص السيولة في البورصة : عملت بورصة الجزائر بثلاث أسهم خلال 10 سنوات (وصلت أربعة مساهمين في 2013) ، اثنان منهم مصدر من طرف مؤسسات عمومية فتحت رأس مالها بنسبة 20% . هذا النقص في الأسهم لم يعطي للبورصة العمق اللازم لخلق سيولة ديناميكية ، كذلك القيم المنشورة في البورصة لا تتطابق مع أداء المؤسسات و حجم المبادلات يبقى ضئيل جدا. في حين أن قسم السندات في بورصة الجزائر عرف ديناميكية محسوسة بعد ارتفاع الأموال الى 216

<sup>86</sup>Document de projet, Réforme du marché financier en Algérie -1<sup>ère</sup> Phase : évaluation et conception, p3

مليار دج في شكل قروض سنديّة فترات استحقاقها ما بين 2 الى 11 سنة من طرف مؤسسات خاصة و عمومية ، أيضا دخول 14 سند حكومي سنة 2008 (OAT) فترة استحقاقها 7 - 10 - 15 سنة بقيمة 150 مليار دج <sup>87</sup>.

○ نقص احترافية المتدخلين في مجال القيم المنقولة : حيث أن الخدمات الاستثمارية غير نامية و تنقص فيها الاحترافية اللازمة لاصطحاب المؤسسات الى البورصة ، أيضا قلة عدد الوسطاء في البورصة ( عدد 7 ) ولا يضمنوا الا مسك حساب مالكي الأوراق المالية و توجيه الأوامر .

ومنه فالسوق المالي يحتاج الى خدمات استثمارية تقدم قيمة مضافة مثل :

- تسيير المحافظ .
- التسيير الجماعي .
- الدعم و تقديم المشورة و النصائح للمؤسسات المقيدة في البورصة .
- المعلومات و التقييم .

و بالتالي فمن الضروري اعادة تنظيم عمليات نشاطات الوسيط في عمليات البورصة من أجل الحفاظ على الفائدة و المساواة بين المستثمرين من جهة ، و ضمان جودة الخدمات الاستثمارية من جهة أخرى.

- عدم وجود هيكل للتنظيم و التعامل في سوق الأوراق المالية .
- الهيكل المعلوماتي و التقني الموجود لا يدعم احتياجات التنمية في السوق : حيث أن تطبيقات الحاسوب في بورصة الجزائر لا تضمن سوى عدد محدد من التعاملات في الأوراق المالية التقليدية ( الأسهم و السندات ) .
- القواعد و الاجراءات المتخذة بالنسبة لتعزيز الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية تتقى غير واضحة .

من أجل تنشيط السوق ، ولدت الساحة المالية الجزائرية تحت سلطة وزير المالية اهتماما عاما حيث اعتمدت 5 مشاريع أساسية من أجل احداث الديناميكية في السوق المالي الجزائري تمثلت في <sup>88</sup>:

<sup>87</sup><http://www.cosob.org> vu le 16/10/2013 à 10 :00

- 1- اصدار أسهم و سندات جديدة في اطار قانوني و جباية مناسبة .
- 2- تعزيز مكانة و قدرات الهيئات و المؤسسات المدرجة في السوق المالي .
- 3- اعادة التنظيم و ادخال الاحترافية في سوق الأوراق المالية .
- 4- تحديث نظام المعلومات في اطار المقاصة ، التسوية ، التسليم ، الاحتفاظ و الاشراف .
- 5- تحسين صورة السوق من أجل كسب ثقة مصدري الأوراق المالية و المستثمرين .

من خلال الاشتراك بين برنامج الأمم المتحدة الانمائي(PNUD) استنادا الى تعزيز قدرات المؤسسات العمومية ، و لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، تم الشروع في أعمال تحضيرية كدراسة أولية بقيادة خبير دولي نتج عن ذلك في ماي 2009 ، وثيقة تظهر المراحل التي يجب اتباعها من أجل تحديد خطة لتطوير و تحديث السوق المالي في الجزائر ، هذه المراحل التي وصى بها الخبير الدولي تمت المصادقة عليها من الجهات الفاعلة و وافقت عليها السلطات العمومية في 2009/06/03 مستهدفة مرحلتين هما : مرحلة التقييم و التصميم و مرحلة تنفيذ القرارات المتخذة من نتائج المرحلة الأولى .

#### الفرع الثاني : استراتيجيات تطوير السوق المالي الجزائري .

قامت الحكومة الجزائرية بتشكيل برنامج للتطوير و التنمية للفترة 2010 -2014 ، مركزة على تحقيق الأهداف التالية<sup>89</sup> :

- الانتقال الى تحقيق نمو مستدام ذو نوعية مع تنويع المشاريع الاستثمارية .
- زيادة حصة القيمة المضافة للفلاحة والصناعة خارج قطاع المحروقات بالنسبة للنتائج المحلي الخام (PIB) و التي قدرت على التوالي ب 6,5% و 4,4% سنة 2008<sup>90</sup> .
- تحسين ادارة الهيئات و المؤسسات .
- العمل على التقليل من حجم البطالة الى أقل من 10%.

<sup>88</sup>Ministère des affaires étrangères, PNUD, Réforme du marché financier en Algérie, 2011, p4.

<sup>89</sup>Ministère des affaires étrangères, PNUD, Réforme du marché financier en Algérie, 2011, p5

<sup>90</sup>Conseil National Economique et Social, Rapport National sur le développement humain, 2009, Annexe I, §4 p.101

لهذا فان الدولة تعمل على دعم ومرافقة جميع المؤسسات الوطنية من أجل التطوير سواء كانت عمومية أو خاصة بما فيها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، حيث تدعو الحكومة أصحاب رؤوس الأموال الوطنية الخاصة للاستثمار في القطاع الانتاجي الذي يخلق الثروة و بالتالي تكوين قيمة مضافة اضافة الى توفير و فتح مناصب للشغل .

وعليه يجب على الشركات الجزائرية أن تصبح محركا للتنمية الاقتصادية من خلال تقوية رؤوس أموالها بموارد طويلة الأجل من طرف شركاء استراتيجيين ، وتوجيه الادخارات نحو الاستثمار العام و الخاص يجعل اصلاح سوق الأوراق المالية في الجزائر ضرورة مطلقة لتحقيق أهداف المخطط الخماسي 2010-2014 .

من خلال ما سبق ، فان انعاش سوق الأوراق المالية بالجزائر يهدف الى تعزيز أهم النتائج الاقتصادية و المالية المحققة من طرف الحكومة ، وذلك بجمع تمويلات المؤسسات عبر البورصة بهدف<sup>91</sup> :

- ترشيد توزيع الموارد المالية المتاحة تحت شكل ودائع عمومية عن طريق التمويل المباشر و الشفاف للمؤسسات القوية .
- تعزيز قدرات الاستثمار على المدى الطويل و تطوير المؤسسات لزيادة وتنويع المعروض من السلع والخدمات والمساهمة فيتنفيذ أهداف المخطط الخماسي 2010-2014 .
- تمكين المؤسسات من تعزيز القدرة التنافسية ، وضعيتها في السوق محليا و خارجيا لتحسين الأداء و خلق القيمة المضافة .
- اعطاء العمق و الحيوية في السوق الأولي و ضمان ديناميكية التداول على مستوى البورصة .
- ضمان نمو الاقتصاد الوطني برقمين .

لتسيير المشروع ، تكونت عشرات من مجموعات العمل مؤطرة من طرف تقنيين دوليين محترفين و خبراء من السلطات الجزائرية ، بدأ المشروع في ماي 2011 و انتهى في جويلية 2012، أتيحت له موارد مالية

<sup>91</sup><http://www.dz.undp.org/evenements/Cosob0609.html> vu le 16/09/2013

تقدر ب USD 1483556.68 و صادق عليه كلا من وزارة الخارجية ،وزارة المالية و برنامج الأمم المتحدة للتطوير (PNUD)<sup>92</sup> .

وبالنسبة للأعضاء المستفيدة من مشروع المخطط ،تتمثل في كل من الهيئات العامة و الخاصة المكونة للسوق المالية الجزائرية<sup>93</sup> :

- وزارة المالية .
- المديرية العامة للخزينة .
- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .
- وزارة الصناعة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و ترقية الاستثمار .
- بنك الجزائر .
- البنوك ، المؤسسات المالية و الوكالات الخاصة بالتأمينات .
- شركة تسيير بورصة القيم .
- المؤتمر المركزي .
- الوسطاء الماليين و المختصين في قيم الخزينة .
- المؤسسات المصدرة للأوراق المالية ( سواء كانت عمومية ، خاصة أو مؤسسات صغيرة و متوسطة ) .
- صناديق و شركات الاستثمار .
- الغرفة الجزائرية للتجارة و الصناعة .
- المستثمرين أو المودعين سواء كانوا أفراد أم شركات

---

<sup>92</sup>Ministère des affaires étrangères, PNUD, Réforme du marché financier en Algérie, 2011, p1, p2.

<sup>93</sup>Ministère des affaires étrangères, PNUD, Réforme du marché financier en Algérie, 2011, p7

## المطلب الثاني: كيفية تنفيذ مخطط تطوير سوق رأس المال الجزائري .

### الفرع الأول: مرحلة التقييم و التصميم.

عملية انعاش سوق الأوراق المالية بالجزائر تضمنت مرحلتين هما : مرحلة التقييم و التصميم و مرحلة التنفيذ أو التطبيق ، الا أنه من خلال الدراسة سيتم تحليل المرحلة الأولى من تقييم و تصميم دون المرحلة الثانية التي لازالت في طور الانجاز لتحديث نظام عمل البورصة و دراسة كل المؤهلات المحددة لإدراج المؤسسات الى غاية نهاية فترة المخطط في 2014 .

و عليه فمرحلة التقييم و التصميم كمرحلة أولية لمدة 10 أشهر ( شهرين لانشاء وحدة التسيير و تثبيت الموارد البشرية و 8 أشهر للانجاز و التصميم) تعد بمثابة تفكير و دراسة على انشاء المقترحات التي تصبح قرارات فيما بعد ، حيث يتم من خلالها تحديد تنظيم و سير عمل بورصة الجزائر الخاضعة للعلاقات بين السلطات و المتدخلين في سوق رأس المال ، و كذلك دراسة امكانيات الاصلاح من الناحية القانونية ، التقنية و التنظيمية .

وتعد مرحلة تقييم بالنسبة للأسواق الناشئة الأخرى من خلال المعايير الدولية ، و تصميم من خلال الاجابة على بعض الفرضيات<sup>94</sup>:

- الاحترافية و تحديد مواقع الوسطاء الماليين فيما يخص العمليات المتعلقة بالزبائن ، الاستثمارات، الشركاء المحتملين و مراقبة المخاطر .
- الحث على انشاء مخطط للتسويق و طرحه للجمهور من أجل جلب ثقة المصدرين و المستثمرين في البورصة، يبرمج فيه عمليات تحسيسية و حملات توعوية من أجل تثقيف الجمهور حول الأدوات المالية ، أيضا استعمال وسائل الاتصال ( الاعلانات التجارية ، المنشورات ، لقاء ندوات ، ... الخ ) التي تكون مختارة مكيفة من طرف خبراء و مختصين في المجال .
- دراسة طرق التفاوض ، التداول ، التسوية و التوزيع ، وكذلك نظام المعلومات اللازم للمؤسسات المدرجة في السوق .

<sup>94</sup>Ministère des affaires étrangères, PNUD, Réforme du marché financier en Algérie, 2011, p6

- الإدراج للمؤسسات الاقتصادية العمومية ، الشركات ذات الأسهم ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، و غيرها من المؤسسات التي هي في مرحلة النمو .
- النظام المالي الكامل و الفعال و كذلك التنظيم المستهدف للسوق الأولي و البورصة .

و عليه تم تشكيل مجموعات عمل مكونة من اخصائيين جزائريين و دوليين من أجل التحليل ومعالجة هذه الفرضيات لايجاد حلول و نتائج وفقا للسياقات الدستورية الجزائرية و المعايير الدولية ، هذه المجموعات قسمت إلى 12 فريق<sup>95</sup> ، تغطي كل جوانب السوق المالية في الجزائر من أجل تقويته ، اصلاحه أو تغييره وذلك حسب النتائج المتوصل اليها عن طريق دراسة :

- كيفية التفاوض ، التداول و إعطاء هيكل السيولة .
- التعويض و الضمان .
- مسك الدفاتر و تسوية / تسليم الأوراق المالية .
- ادراج مختلف عمليات البيع ، الشراء ، التبادل ، التنازل .
- الخصوصية و البورصة .
- الدين الحكومي و البورصة .
- النداء العلني للادخار و تقييم الشركات الخاصة .
- الشفافية و تنظيم التسعيرة .
- تطوير التسيير الجماعي للأوراق المالية و كيفية ادارة الأصول .
- تطوير المساهمة العامة و الاستثمار الأجنبي .
- التعليم و التكوين في مجال السوق المالي .
- الاحترافية و تطوير الخدمات الاستثمارية للوسطاء في عمليات البورصة .

---

<sup>95</sup> Ministère des affaires étrangères, PNUD, Réforme du marché financier en Algérie, 2011, p6

## الفرع الثاني:المحاور المعتمدة لدراسة المخطط

قامت PNUD و لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في دراسة المحاور الخمسة التي ارتكز عليها البرنامج و تجسد ذلك في <sup>96</sup> :

### ○ المحور الأول: اصدار أسهم و سندات جديدة في اطار قانوني و جباية مناسبة

1. قامت بتشخيص الاحتياجات و امكانات السوق الجزائري ( تقييم محلي و دولي ) عن طريق :
  - دراسة عمليات الخوصصة في البورصة .
  - دراسة احتمالات الخوصصة و المشاركة في تمويل المؤسسات .
  - اقتراح تشجيع دخول المؤسسات العامة ، الخاصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة .
2. توصيات لاصلاح التشريعات و القوانين الجزائرية من خلال :
  - اقتراح قواعد حوكمة و شفافية الشركات المقيدة .
  - اقتراحات متعلقة بمختلف العمليات ( شراء ، بيع ، تبادل ، ... ) .
  - اقتراح تنظيم جديد لتسعيرة شركة تسيير بورصة القيم .
  - القيام باختبار اعطاء شركة تسيير بورصة القيم المسؤولية بالنسبة لجميع المنتجات بما فيها قيم الخزينة و غيرها .
3. فحص الخوصصة عن طريق البورصة من خلال :
  - تقييم الشركات المراد خصصتها .
4. تعيين و تحديد الشركات الخاصة الداخلة الى البورصة عن طريق :
  - المصادقة على طبيعة المؤسسة للدخول في البورصة .
  - تقييم المؤسسات ذات رأس المال الخاص ( مجتمعات خاصة ، مؤسسات صغيرة و متوسطة ) .
  - القيام باجراءات مرافقة لدخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في البورصة .

<sup>96</sup>Ministère des affaires étrangères, PNUD, Réforme du marché financier en Algérie, 2011, p8, ..., p14.

○ المحور الثاني : تعزيز مكانة و قدرات الهيئات و المؤسسات المدرجة في السوق المالي .

1. التقييم و الاقتراحات من الناحية القانونية :

- دراسة التنظيم و عمليات الهيئات المنظمة .
- الاشراف على دراسة " ادارة الأصول " .
- وضع مبادئ خاصة باجراءات الرقابة و العقوبات .
- مراجعة تشريعات الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر و العمل على تطويرها .
- تقديم توصيات بشأن تنظيم الغرفة الخاصة بالتعويض و الضمان .

2. تحديث الأدوات و الاجراءات :

- اعادة النظر في اجراءات عمليات البيع ، الشراء ، التبادل و التنازل .
- التوصية من ناحية مراقبة الشركات المدرجة .
- اقتراحات بشأن الاجراءات المتعلقة بوسائل التعويض و الضمان .
- وضع مبادئ لحساب و تحليل المخاطر .

3. الحوكمة و الشفافية :

- تحديد قواعد الخصوصية و الشفافية للشركات المدرجة .
- طريقة حوكمة و تنظيم البورصة .
- طريقة حوكمة و تنظيم المؤتمن المركزي .

○ المحور الثالث : اعادة التنظيم و ادخال الاحترافية في سوق الأوراق المالية .

1. انشاء استراتيجية بنكية لتطوير الخدمات الاستثمارية للوسطاء في عمليات البورصة :

- التدقيق في العمليات المالية لكل وسيط ( البنك ) .
- دراسة المستوى التشغيلي و التنظيمي لكل وسيط في عمليات البورصة من خلال استراتيجية التكفل بالنشاطات ( ادارة الأصول ، تمويل الشركات ، التفاوض ، ... الخ ) .
- دراسة مستوى تفاعل العمليات البنكية و علاقة العمليات المالية بالمخاطر الداخلية و الخارجية الدورية.
- تقييم الزبائن المحتملين .

2. تحديد أهم المخططات التنظيمية للوسطاء الماليين ( البنوك ) :

- داخلية للبنك و الشراكة في الخدمات الاستثمارية ذات القيمة المضافة العالية .

3. صياغة اجراءات الرقابة للخدمات الاستثمارية من طرف بنوك الوسطاء الماليين مع البنوك الدولية المحترفة .

○ المحور الرابع: تحديث نظام المعلومات في اطار المقاصة ، التسوية ، التسليم ، الاحتفاظ و الاشراف .

1. تحديد مخطط الهيكل المستهدف من خلال :

- تقييم الأنظمة القائمة .
- دراسة السوق الثانوي ( الأسهم ، السندات ) .
- اقتراح شروط السيولة / الحركية / العمق .
- النظر في اجراءات عمليات البيع ، الشراء ، التبادل و التنازل .
- تحديد العلاقة بين المتدخلين .
- التكفل باعادة تنظيم التسعيرة .

2. دراسة نظام الرقابة الخاص بلجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة من خلال :

- دراسة / تقييم المخاطر .
- تحديد حدود تدخل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .
- اقتراح نظام للرقابة .
- الأثر من الناحية القانونية .

3. بالنسبة للمؤتمن المركزي ( الجزائر للمقاصة ) :

- دراسة / تقييم النظام القائم .
- تحليل مخاطر النظام .
- اقتراحات التطوير .

○ المحور الخامس: تحسين صورة السوق من أجل كسب ثقة مصدري الأوراق المالية و المستثمرين.

1. تحديد النظام القائم على بيانات السوق المالي في الجزائر ( نظام المعلومات الخاص بها ) .

2. وضع مخطط تسويقي لسوق رأس المال في الجزائر مستهدفا :

- المؤسسات .
- المستثمرين .
- المساهمة العامة .

3. دراسة الاستثمارات الفردية و الجماعية في القيم المنقولة بالنسبة ل :

- الأجانب .
- الأشخاص غير المقيمين .
- الأشخاص المقيمين و المهاجرين .

4. المصادقة على برنامج التكوين في التحليل المالي ، تسيير المحافظ المالية ، ادارة الأصول ، تمويل الشركات ، ... الخ .

### المطلب الثالث : اجراءات مقترحة لانعاش بورصة الجزائر

اضافة الى تجسيد محتوى مشروع مخطط انعاش سوق رأس المال الجزائري ، لابد من اعتماد مجموعة من المقاييس المؤثرة للنهوض بالاقتصاد المالي في الجزائر و البورصة على وجه الخصوص .

### الفرع الأول : الاجراءات الاقتصادية .

و يتم ذلك من خلال التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي عن طريق:

- محاربة الإقتصاد الموازي : إذ يعتبر وجود هذا النوع من الأسواق في الإقتصاد منافس شديد للسوق المالي حيث أن الأشخاص الذين يتعاملون في هذه السوق يحققون أرباحا طائلة دون مراقبة من طرف مصلحة الضرائب و دون قيود تجارية أو استثمارية ، لذلك على السلطات محاربة هذا المشكل بتشديد الرقابة على المؤسسات و الأفراد المتعاملين في السوق الموازية .
- تحسين المناخ الاستثماري : إن السير الحسن للسوق المالي يتطلب وجود مناخ استثماري مستقر و بمعدلات تضخم منخفضة و تحقيق استقرار اقتصادي كلي ، و الجزائر من خلال تطبيقها لبرنامج التصحيح الهيكلي عملت على التوجه إلى اقتصاد السوق و يبقى عليها فقط الوصول إلى

المقاييس الدولية للعمل على جلب المستثمرين للقطاع المالي من أجل السماح بتفعيل دور البورصة في الاقتصاد الوطني .

○ إصلاح النظام الجبائي<sup>97</sup> : و هذا لما للسياسة الضريبية أثر كبير في تطوير البورصة من

ناحيتين

● **الأثر على الاستثمار** : إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الاستثمار، إذ أنه في ظل وجود ضرائب تؤسس قرارات الاستثمار على التكلفة والعائد بعد الضريبة، وفي ظل هدف تعظيم الأرباح سوف تستثمر الشركة حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحقيقي على الاستثمار مع التكلفة الحدية له، ومن الطبيعي أن يتأثر حجم الاستثمار بالسياسة الضريبية المطبقة وحوافز الاستثمار المقررة. لذا فإن تعدد الضرائب المفروضة على دخل الاستثمار من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار الأمر الذي ينعكس سلبا على حجم الاستثمار، إذ يتزايد تبعا لذلك عدد المشروعات المرفوضة، ومؤدى ما تقدم انخفاض الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومن ثم عرض الأوراق المالية. ونتيجة لما تقدم لا بد أن تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يسهم في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة ويرفع من ثمن معدلات العوائد ويخفض من ثم تكلفة الاستثمار بعد الضريبة، وذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

● **الأثر على القرارات التمويلية للشركات** : تمثل تكلفة التمويل أحد أهم مكونات تكلفة رأس المال التي تعد المحدد الأساسي للاستثمار ومن ثم عرض الأوراق المالية. وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على اختيارات الشركات لمصادر تمويل الاستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر تمويلي. وتتأثر القرارات التمويلية بدورها بالسياسة الضريبية اعتمادا على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي. إذ أن المعاملة الضريبية لمصادر تمويل

<sup>97</sup> زاوي فضيلة ، مرجع سبق ذكره ، ص 128 .

الاستثمارات المختلفة: الدين، والأسهم، والأرباح المحتجزة قد تختلف بشكل يؤثر على تكلفة كل مصدر تمويلي ومن ثم على هيكل تمويل الشركة لاستثماراتها في ضوء القرارات التمويلية.

و عليه فان السياسة الجبائية المطبقة تؤثر بشكل مباشر على قرارات الاستثمار و التمويل عن طريق السوق المالي ، و بالتالي لابد على السلطات الجزائرية أن توفر حوافز جبائية ( امتيازات و اعفاءات ضريبية) من أجل تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية .

○ تسريع عملية الخصخصة: تعتبر البورصة آلية من آليات الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة ، و تنوع فرص الإستثمار بالنسبة للمدخرين و بالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق و هو عمق السوق.<sup>98</sup>

○ تفعيل دور البنك المركزي و الجهاز المصرفي في تنمية البورصة: يرتكز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساسا على مدى تحرير القطاع المالي و يضطلع كل من البنك المركزي و البنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي و تخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية على النحو التالي<sup>99</sup>:

○ دور البنك المركزي: يلعب البنك المركزي دورا هاما في إنعاش و تفعيل دور البورصة وذلك عن طريق:

○ السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج و الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات و ضمان الاكتتاب بها.

○ ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات.

<sup>98</sup> جمعون نوال، مرجع سبق ذكره ، ص 157 .

<sup>99</sup> زيدان محمد ، نورين بومدين ، مرجع سبق ذكره ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ، دراسة حالة الجزائر والدول النامية - ، بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006 .

- العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية.
- دور البنوك التجارية: كما تساهم البنوك التجارية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق<sup>100</sup>:
- المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار و من ثم سوق التداول.
- تسويق و ترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة.
- التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية، و إضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.

### الفرع الثاني : الاجراءات السياسية و التشريعية .

- العمل على ضمان الاستقرار السياسي<sup>101</sup>: إنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة و حقيقية لتجنيد الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد ، وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار ، لذا يجب أن تكون هناك إستراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لاتزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأن مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة و خاصة المتعلقة بضمان الأموال تكون مضمونة . إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية .

و عليه فان الاستقرار السياسي و الأمني يعدان من العوامل الأساسية لتشجيع الاستثمار و نمو السوق المالي ، حيث يساهم في جلب الشركات المحلية و الأجنبية من أجل اقامة المشاريع بالجزائر و تمديدها بالتمويل اللازم للحصول على احتياجاتها عن طريق البورصة .

<sup>100</sup> بن طلحة سعيدة : تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر في ظل الاصلاحات الاقتصادية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2008/2007 ، ص149

<sup>101</sup>زيدان محمد ، نورين بومدين ، مرجع سبق ذكره .

- مراجعة الإطار التشريعي: إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي و الخارجي يعتبر عاملا محددًا في نجاح أي مؤسسة ، وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات و المعطيات ذات الطابع السياسي ، الاقتصادي ، الاجتماعي والثقافي .ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات و التنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين ، ضف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة و مرنة و مرتبطة بالمستثمر.على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص و طبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني .

### الفرع الثالث : الإجراءات التنظيمية .

- زيادة عدد الشركات المقيدة في البورصة : يعتبر هذا المعيار جد مشجع لرفع نشاط البورصة ، الا أن الوضع المالي و التنظيمي لمعظم المؤسسات الجزائرية حال دون ذلك ، و للتغلب على هذه الوضعية كان لا بد من اللجوء الى <sup>102</sup> :

○ خصصة المؤسسات العمومية عن طريق البورصة كحل لإعادة تنظيمها مما يزيد من عدد المؤسسات المقيدة و بالتالي زيادة حجم الاصدارات و هذا ما يؤدي إلى تنشيط البورصة .

○ توفير محيط يشجع المؤسسات الخاصة و يحفزها على دخول البورصة و ذلك بتوفير شروط الاقتصاد الحر ، حيث أن الشركات تخاف في حالة دخولها الى البورصة من فقدان الرقابة على شركاتها .

- زيادة عرض الأوراق المالية عن طريق <sup>103</sup> :

○ زيادة اصدارات جديدة لشركات مساهمة قائمة أو تخصيص الحصص الحكومية في هذه الشركات .

○ تحويل شركات الأفراد الى شركات مساهمة .

<sup>102</sup> جمعون نوال ، مرجع سبق ذكره ، ص 42

<sup>103</sup> النجار سعيد ، السياسات المالية و أسواق المال العربية ، صندوق النقد الدولي العربي للانماء الاقتصادي و الاجتماعي ، دون سنة نشر ، ص 115.

- التنوع في الأدوات المالية يحفز زيادة العرض كما يستقطب عددا كبيرا من المستثمرين .
- دعم ثقافة المستثمرين في الوساطة المالية لهذه الأسواق .
- مكننة أنظمة التداول<sup>104</sup>: إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم ، وذلك من أجل رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

- تعزيز الشفافية و الإفصاح : حيث أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتمامًا كبيرًا لزيادة درجة الإفصاح و تعديل متطلباتها بما يتلاءم مع المعايير الدولية و ذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب ، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، فتوافر المعلومات ذات الكفاءة العالية و الإفصاح و الشفافية تؤدي إلى التعامل بأسعار تعكس حقيقة قيمة المؤسسات التي تتداول أوراقها فيها و هكذا يؤدي التقييم الحقيقي إلى اتجاه المستثمرين بمدخراتهم إلى المؤسسات الأكثر ربحية سواء في المدى القصير أو الطويل<sup>105</sup> .

فمن جانب السوق المالي ، يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي توجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية و أسماء أعضاء السوق ، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية . وفي هذا الجانب، على شركة تسيير بورصة القيم إصدار نشرات يومية، أسبوعية، شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق و قرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، مع إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية<sup>106</sup> .

<sup>104</sup> زيدان محمد ، نورين بومدين ، مرجع سبق ذكره .

محمود أمينزويل: بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لندنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص84

<sup>106</sup> رواوي فضيلة ، مرجع سبق ذكره ، ص 131 .

## الفرع الرابع : الإجراءات الثقافية و الدينية :

- نشر الوعي و الثقافة البورصية : أهم عوامل نجاح السوق المالي بصفة عامة هو إرساء الوعي

البورصي من خلال وضع برامج لتشجيع العائلات الجزائرية ذوات الدخل المرتفعة

( مع العلم بأن الادخار مرتبط بالأجور و القدرة الشرائية للأفراد ) في توجيه ادخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية ، وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية متعلقة بالبورصة<sup>107</sup> يكون الغرض من وراءها تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة هذه المؤسسة في تمويل مختلف الاستثمارات.

ولهذا ينبغي انتهاج سياسة إعلامية واضحة عن طريق مختلف وسائل الإعلام ، ولجنة تنظيم ومراقبة البورصة وشركة إدارة بورصة القيم وكذا الوسطاء في بورصة الجزائر وذلك من أجل تبديد المخاوف التي تؤثر على البورصة كذلك يجب ترسيخ هذه الثقافة لدى الطلبة من خلال المؤسسات التربوية والجامعات وغيرها من الوسائل التي تهدف في مجملها إلى التعريف بهذه المؤسسة الفعالة في تمويل الاقتصاد الوطني .

- الجانب الديني : بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية خاصة السندات المرتبطة

بالفوائد الربوية ، يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها الى جانب عملائها كمتعاملين في البورصة و كذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية معا لاستفادة من أنظمة الوساطة و التداول التي أنشأتها وجربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.

و عليه فلا بد من نشر ثقافة البورصة بما يتماشى مع الجانب الديني للمجتمع الجزائري و خلق نوع من الثقة بين أصحاب رؤوس الأموال من جهة و أصحاب المشاريع الاستثمارية من جهة أخرى ، و على هذا الأساس عمل المسؤولون في خلية الاتصال<sup>108</sup> التابعة لشركة تسيير بورصة القيم على إعداد مخطط ترقية و تطوير البورصة للفترة 2012-2013<sup>109</sup> الهدف منه هو خلق هيكل للاتصال الخارجي عن

<sup>107</sup>زيدان محمد ، نورين بومدين ، مرجع سبق ذكره

<sup>108</sup> أنظر الملحق رقم 2 .

<sup>109</sup> أنظر الملاحق رقم 3، 4 .

طريق نشر وثائق خاصة بسير بورصة الجزائر ، وكذا تنشيط حصص تلفزيونية من طرف مختصين و مسؤولين في القطاع المالي للتعريف بالبورصة و كل ما يتعلق بها في مجال الاستثمارات ، أيضا تنظيم ندوات ، ملتقيات و زيارات لطلبة معاهد الاقتصاد ، التسيير و التخطيط لتقريبهم أكثر لميدان الاقتصاد المالي و منحهم ثقافة بورصية تسمح لهم بالاندماج و المساهمة في ترقية هذه السوق .

## خاتمة الفصل :

في هذا الفصل تم استخلاص النقاط التالية :

- ✓ تقييم واقع و أداء بورصة الجزائر منذ تأسيسها الى غاية الوقت الحالي ومن خلال التحليل تبين أنها تتعرض لجملة من العقبات و العراقيل ذات الطابع المختلفة التي تسببت في شلل حركية و نشاط سوق رأس المال ، و عليه تبيننا و اقترحنا مجموعة من العوامل القادرة على تفعيل البورصة و ابراز مكانتها ضمن دولة تتبنى نظام اقتصاد السوق.
- ✓ تجسيد مخطط تطوير سوق المال بالجزائر يعد بمثابة عامل حاسم لتعزيز النمو الاقتصادي للسنوات القادمة .
- ✓ تقسيم المخطط الى مرحلتين حيث كانت الأولى قائمة على التقييم و التصميم في الفترة 2011-2012 تمثلت نتائجه في التركيز على خمس محاور المذكورة أعلاه ، أما المرحلة الثانية المتمثلة في مرحلة التنفيذ فلا تزال قيد الانجاز الى غاية نهاية فترة المخطط في 2014.
- ✓ في حال ما اذا تحققت أهداف المخطط بعد الفترة 2014 ، فهذا سيظهر الدور الفعال للبورصة في تمويل الاقتصاد الوطني و أخذها كآلية رئيسية في حلقة تعبئة المدخرات و توجيهها نحو النشاط الاستثماري المنتج .

الخاتمة العامة

## خاتمة عامة :

تم التوصل من خلال هذه الدراسة الى ان وضع السوق المالي و البورصة في الجزائر لا يزال ضعيفا على مستوى التطوير ، الانفتاح و الابداع في المجال المالي بالرغم من مرور عدة سنوات على انشائها، حيث لازالت تعتبر في مرحلتها الابتدائية لمحدودية الشركات المدرجة فيها من جهة ، و من جهة أخرى لازال التداول على الأدوات المالية الكلاسيكية التي تتميز بدرجة غير كافية من السيولة و بالتالي عدم القدرة على تمويل الاستثمارات ، ما يعكس الدور المحتشم للاقتصاد المالي في دولة منفتحة على اقتصاد السوق.

اثر ذلك قامت الحكومة الجزائرية مساندة مع الأمم المتحدة بوضع برنامج من أجل انعاش سوق رأس المال الجزائري ،حيث نفذت المرحلة الأولى منه بمشاركة الأمم المتحدة تقنيا بالاستعانة بخبرائها في المجال المالي ، وتمويلها حيث شاركت في تمويل المشروع . وخرجت بأهم النقاط المتلفة بكيفية اعادة تنظيم الأنشطة السوقية و تحديث نظام المعلومات ، تبقى محاور أخرى سيتم تطبيقها في المرحلة الثانية من المخطط التي لازالت قيد الانجاز .

أمام كل العوائق المسببة لركود النشاط المالي في الجزائر طيلة فترة الدراسة ، يتولد التحدي و تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير سوق رأس المال الجزائري قادر على استقطاب المدخرات و توجيهها الى الأوعية الاستثمارية ذات الكفاءة العالية و من ثم المساهمة في تنشيط حركية الاقتصاد الوطني الذي لازال مرتبطا بإيرادات قطاع المحروقات .

## النتائج العامة :

من بين أهم النتائج المتوصل إليها في خاتمة هذه الدراسة مايلي :

- تعد الصدمة البترولية لسنة 1986 ، بمثابة الانطلاقة نحو اقتصاد جديد و فتح مجال لخلق سوق رأس المال الا أنه من الناحية التطبيقية لم تتحقق الأهداف المسطرة بالرغم من مرور فترة 17 سنة من انشاء هذه السوق .

- انشاء بورصة الجزائر جاء بشكل مبكر دون مراعاة الظروف الاقتصادية و الاجتماعية التي تعيشها البلاد .
- قلة المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر و قلة حصص التداول مع التعامل فقط بالأوراق المالية الكلاسيكية دون التنوع في الإصدار .
- معيار الشفافية في سوق رأس المال هو الحاجز الذي سبب في قلة الشركات المدرجة في البورصة ( عددها 6 ) ، لأن معظم الشركات الكبرى في الجزائر تتميز بالغموض من ناحية التسيير و التدقيق الداخلي .
- عدم نجاح بورصة القيم في تفعيل حركية الاقتصاد الوطني الى حد الساعة يعود بشكل كبير الى ما يتواجد في محيطها من معوقات و عراقيل .

### نتائج اختبار الفرضيات :

من خلال النتائج المتوصل اليها ، يمكن اختبار صحة الفرضيات المقدمة من عددها :

- بالنسبة للفرضية الأولى : حيث تم الانطلاق من فكرة أن انشاء بورصة في الجزائر يعد بمثابة مصدر تمويل للاقتصاد الوطني ، الا أن الدراسة التقييمية لأداء عمل بورصة الجزائر تتنافى مع مبدأ الفرضية ، حيث تبين أن هذه السوق لا تؤثر ولا بنسبة بسيطة في تنشيط الاقتصاد الوطني و بالتالي لا يمكن اعتبارها مصدرا تمويليا ( وهذا خلال الفترة 1999-2012 ) .
- بالنسبة للفرضية الثانية : تم من خلالها افتراض أن يهدف مصدر الأوراق المالية للتمويل و المستثمر الى الربح عن طريق توظيف أمواله ، الا أن هذه الفرضية تبقى ناقصة حيث اضافة الى البحث عن مصادر تمويلية بالنسبة للمصدر فانه يهدف الى تعزيز استراتيجية نمو المؤسسة و صورتها و حتى الاستفادة من المزايا الضريبية ، و بالنسبة للوسيط هدفه هو اكتساب سمعة جيدة من خلال نجاح العملية زيادة الى دخل اضافي ، أما هدف البورصة في تقييد الشركات هو لتعزيز كفاءة السوق و نشاطه .
- بالنسبة للفرضية الثالثة: نؤكددها ذلك باعتبار البورصة جسر التواصل بين المدخرين و المستثمرين أي التقاء بين العجز و الفائض المالي ، فان انسحب أصحاب الفائض المالي و فقدوا

تقتهم في البورصة هذا سيؤدي الى توقف و ركود في حركية سوق رأس المال ، وبالتالي ثقة المدخرين هي التي تضمن استمرار و حركية السوق .

- بالنسبة للفرضية الرابعة: تأكيد أن دخول شركات جديدة في البورصة يؤثر على ديناميكتها بشكل ايجابي يبقى نسبيا على المدى القصير، و ذلك بسبب قلة الخبرة و الاحترافية للمتدخلين في عمليات البورصة ، لكن قيام الدولة الجزائرية بالمرحلة الأولى لمشروع مخطط الإنعاش 2011 - 2012 (فترة التقييم و التصميم) تم من خلالها استخلاص كيفية إعادة التنظيم و احترافية الأنشطة حتى تضمن ديناميكية ايجابية في البورصة على المدى المتوسط و الطويل .

### التوصيات المقترحة :

بعد اختبار الفرضيات و النتائج المتوصل اليها ، يمكن تقديم التوصيات التالية :

- المتابعة الضرورية للمرحلة الثانية من مخطط انعاش سوق رأس المال و العمل على تطبيق محاور المرحلة الأولى لاكتساب الاحترافية في القطاع المالي و تنمية ثقافة البورصة لدى المتعاملين الاقتصاديين .

- خوصصة الشركات العمومية التي تعاني من سوء التسيير و توجيهها نحو مسيرين يهدفون الى تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد لخلق القيمة المضافة خارج قطاع المحروقات .

ضرورة نشر الوعي الاستثماري في مجال البورصة داخل الأوساط العريضة من المجتمع بمختلف وسائل الاعلام لتعويد الجمهور على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة الشعبية .

ما يمكن القول في الأخير أن نتائج نهاية فترة مخطط الانعاش لما بعد سنة 2014، تبقى بمثابة البوصلة التي تحدد مصير و مستقبل البورصة في الجزائر، ما يشجع على مواصلة البحث العلمي في المجال المالي بالاستشراف على أثر المتغيرات الداخلية و الخارجية المحيطة بالجزائر في توجيه مسار الاقتصاد الوطني .

المراجع

## قائمة المراجع:

### أولاً : النصوص الرسمية

#### النصوص الرسمية باللغة العربية :

1. قانون رقم 86-12 المؤرخ في 20/08/1986، المتعلق بنظام القروض و البنوك .
2. قانون رقم 88-01 المؤرخ في 12/01/1988، المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية .
3. قانون رقم 90-10 المؤرخ في 23/05/1990، المتعلق بقانون القرض و النقد .
4. نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة .

#### النصوص الرسمية باللغة الأجنبية :

1. Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), 2001
2. Conseil National Economique et Social, Rapport National sur le développement humain, 2009.
3. Instruction COSOB n°98-01 du 30 avril 1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse.
4. Ministère des affaires étrangères, PNUD, Réforme du marché financier en Algérie, 2011

### ثانياً : الكتب

#### الكتب باللغة العربية :

1. أحمد بن محمد الخليل : الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الاسلامي، ط2، دار ابن جوزي للنشر و التوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.

2. أحمد طاراطا : الترشيد الاقتصادي للطاقت الانتاجية في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2000
3. أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام : الاستثمار في الأوراق المالية تحليل و ادارة ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، ط1 ، عمان الأردن ، 2004
4. أسامة عبد الخالق الأنصاري : الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة – التحليل الأساسي-، ط1، دار السحاب للنشر و التوزيع، القاهرة، 2008.
5. أمين عبد العزيز حسن: الأسواق المالية، دار القباء الحديثة ، القاهرة، 2007.
6. حسين بن هاني : الأسواق المالية ( طبيعتها – تنظيمها – أدواتها المشتقة ) ، دار الكندي ، ط1 ، الأردن ، 2002
7. دونالد واتسن ، ترجمة ضياء مجيد الموسوي : نظرية السعر و استخداماتها، ج1 ، دار زهران للنشر و التوزيع ، الإسكندرية ، 2005
8. رسمية أحمد أبو موسى : الأسواق المالية و النقدية ، ط1 ، المعتز للنشر و التوزيع ، عمان ، 2005
9. سمير محمد عبد العزيز : التأجير التمويلي ، مكتبة الاشعاع الفنية ، ط1 ، الاسكندرية ، 2006.
10. سيد سالم عرفة : ادارة المخاطر الاستثمارية ، دار الراية للنشر و التوزيع ، ط1 ، عمان ، الأردن ، 2009
11. السيد محمد أحمد جاهين : سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاحا لإقتصادي لمصر 1981/1978 ، دار النهضة العربية 2001 ، القاهرة
12. شمعون شمعون: البورصة و بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، ط1، الجزائر، 1999
13. عاطف وليم أندراوس : السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، ط1، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية 2005
14. عبد الرزاق بن حبيب: اقتصاد و تسيير المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1984

15. عبد الغفار حنفي : البورصات أسهم سندات صناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، الأردن ، 1995
16. عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص : أسواق المال، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003
17. عبد الله الطاهر ، موفق علي الخليل: النقود و البنوك و المؤسسات المالية، ط1، مركز يزيد الكرك مؤسسة بوابة الجامعة الشمالية، الأردن، 2004.
18. عصام حسين : أسواق الأوراق المالية ( البورصة ) ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، ط1، عمان الأردن ، 2008
19. عمر صقر :العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003
20. فؤاد مرسي: التمويل المصرفي للتنمية الاقتصادية، منشأة المعارف بالاسكندرية، 1980
21. فريد النجار، " البورصات و الهندسة المالية "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999
22. مبارك بن سليمان ال فواز: الأسواق المالية، مركز النشر العلمي، ط1، المملكة العربية السعودية، 2010.
23. مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان : أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، دار كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع ، ج1 ، ط1 ، المملكة العربية السعودية ، 2005
24. محمد صالح الحناوي ، فريد مصطفى ، جلال العبد : تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية ، ط1 ، المكتب الجامعي الحديث ، الاسكندرية ، 2007
25. محمد صالح الحناوي، الفريد مصطفى، جلال العبد: تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
26. محمد صالح الناوي : مقدمة في الأعمال ، ط1 ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2003
27. محمد مطر ، فايز تيم : ادارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر و التوزيع ، ط1 ، عمان ، الأردن ، 2005
28. محمود أمين زويل: بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000
29. مروان عطون: الأسواق النقدية و المالية ( البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال ) ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2003.

30. منير ابراهيم هندي : سلسلة الأوراق المالية ، المعهد العربي للدراسات المالية و المصرفية ، ط1 ، الأردن ، 1995 ،

31. ناصر دادي عدون : اقتصاد المؤسسة ، ط2 ، دار المحمدية العامة ، الجزائر ، 1998 ،

32. النجار سعيد : السياسات المالية و أسواق المال العربية ، صندوق النقد الدولي العربي للانداء الاقتصادية و الاجتماعية ، دون سنة نشر

33. هوشيار معروف : الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع ، ط1، عمان ، الأردن ، 2003 ،

34. وليد الصافي، أنس البكري : الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، ط1 ، عمان ، 2009 ،

#### الكتب باللغة الأجنبية:

1. Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik : Marchés financiers – gestion de portefeuilles et des risques, édition Dondon, Paris, 1990.
2. George Depallens: Gestion Financière de l'entreprise, Sirey édition, 11<sup>ème</sup> édition, Paris, 1996.
3. NardjesBoubakri, YoserGadhoun , Imed Chkir , Maher Kooli : Les principes de la finance d'entreprise, éditeur Gaetan Morin ,Canada , 2005

#### **ثالثاً: الدوريات**

#### الدوريات باللغة العربية :

1. حسان خضر : تحليل الأسواق المالية ، سلسلة دورية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، العدد 27 ، مارس 2004

2. حمدي عبد العظيم: خارطة طريق للتدريب و ثقافة البورصة ، مجلة البحوث الادارية،أكاديمية السادات للعلوم الادارية، عدد خاص، أبريل2004.

3. سامي السويلم : المشتقات المالية أدوات للتحوط أم المجازفة ، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، الكويت ، يناير 2010
4. مصطفى نهال فريد: تقييم أداء صناديق الاستثمار في الأسواق الناشئة (التجربة المصرية) ، المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد03، 1998.
5. هالة حلمي السعيد، نجوى عبد الله سمك: دراسة تحليلية لسوق السندات في مصر، سلسلة دراسات اقتصادية، كلية الاقتصاد و العلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، العدد17، يناير 2001.

#### الدوريات باللغة الأجنبية:

1. M. Dif: Mise en place du marché financier en Algérie, Media Banque, Revue interne de la Banque d'Algérie, N°30, Juillet 1997.
2. Michel Prada : Conditions d'émergence d'un marché financier, Revue BNA, n° 03, Janvier 2003.

#### رابعاً: الملتقيات و الندوات

1. براق محمد: محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام: 22 و 23 أبريل 2003
2. دالي علي لمياء: مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، - دراسة حالة الجزائر و الدول النامية- ، ملتقى سياسات التمويل و اثارها على الاقتصاديات و المؤسسات ، جامعة بسكرة يومي 22/21 نوفمبر 2006.
3. زيدان محمد ، نورين بومدين : دور السوق المالي في التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات و الافاق - ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و اثارها على الاقتصاديات و المؤسسات -دراسة حالة الجزائر و الدول النامية- ، بسكرة يومي 22/21 نوفمبر 2006 .

## خامسا: الرسائل الجامعية

### أطروحات الدكتوراه:

1. بن طلحة سعيدة : تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر في ظل الاصلاحات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2008/2007
2. بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها ، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2006/2005
3. جودي ساطوري: أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية(حالة الجزائر)، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006/2005.
4. لطرش سميرة: كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه ، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.

### مذكرات الماجستير:

1. جابلة صبرينة: البيات تفعيل السوق المالي الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
2. جمعون نوال: دور التمويل المصرفي في التنمية الاقتصادية- حالة الجزائر - ، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2005-2004.
3. زاوي فضيلة : تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة سونلغاز - ، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة أحمد بوقرة بومرداس ، 2009/2008

4. فاطمة الزهراء سعيدي: اليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخصوصية ، حالة الجزائر 2000-2004 ، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة البليدة ، 2006.

### *سادسا: المواقع الالكترونية المعتمدة*

1. <http://www.algerieclearing.com>
2. <http://www.algermedina.net>
3. <http://www.cosob.org/commission-presentation.htm>
4. <http://www.dz.undp.org/evenements/Cosob0609.html>
5. [www.allianceassurances.com](http://www.allianceassurances.com)
6. [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)