

## إدراج المؤسسات و إعادة حيوية بورصة الجزائر: الفعالية والأداء

أ. بن شعيب فاطمة الزهراء

أستاذة مساعدة - أ - ، ملحققة مغنية - جامعة تلمسان

أ. بوزاهر سيف الدين

أستاذ مساعد - أ - ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية علوم التسيير - جامعة مستغانم

### الملخص:

تعمل بورصة الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرحها لأوراق مالية مختلفة ، و كلما كانت البورصة كفاءً انعكس ذلك بصورة مباشرة على كفاءة و تطور الاقتصاد ككل. حيث أن الاستفادة من الأسواق المالية يختلف من بلد لآخر تبعا للتباين في مستوى النضوج الرأسمالي و خصائص الاقتصاد وملاءمة المرجعية القانونية. ففي الوقت الذي تعتبر فيه البورصات المالية من أهم ركائز الهيكل الاقتصادي للدول المتقدمة لا تزال البورصات في الدول النامية تمر بمرحلة النشوء و التطور ، حيث أن في الجزائر تبقى كفاءة وفعالية البورصة محدودة لهذا لا بد من إعادة حيويتها وتنشيطها حيث أنه حتى بإدراج المؤسسات على مستواها يحسن أداءها ويجعلها تتكيف مع البيئة المعاصرة حيث تتنوع مصادر التمويل ويتوسع نطاق المساهمين كما تعزز شهرتها واستدامتها .

**الكلمات المفتاحية:** بورصة الجزائر ، المؤسسات المدرجة ، التسعيرة ، القيم المنقولة ، الفعالية ، الشفافية.

### Résumé :

La bourse fournit des ressources réelles à financier des projets mis en avant par divers titres financiers, et chaque fois qu'un marché boursier effieience est directement reflétée dans l'évolution de l'économie et de l'efficacité.

Le marché boursier est l'un des piliers les plus importants de la structure économique des pays développés, mais le marché boursier est encore dans les pays en développement subissant phylogénétique.

En Algérie, l'efficience du marché boursier est limité pour ce qui sera redynamiser car il faut avoir une cotation des entreprises au niveau du marché, et en conséquent la performance s'améliore, aussi la bourse s'adapte à l'environnement contemporain où les sources de financement sont diversifiée et la porté des actionnaire sont élargie, que la notoriété et la durabilité s'améliorent.

**Mots – clés :** La bourse d'Alger, Entreprises Cotées, La cotation, Valeurs Mobilières, Efficacité, Transparence.

### المقدمة:

إن بورصة الأوراق المالية تلعب دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي ، وتحوله من مال عاطل حامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية و ذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق المالية التي يتم طرحها في البورصة .

وازدادت أهمية الأسواق المالية في تمويل مختلف أوجه النشاطات الاقتصادية مع زيادة التحرير المالي في ظل العولمة المالية والانفتاح الاقتصادي ، حيث أن الاستفادة من الأسواق المالية يختلف من بلد لآخر تبعا للتباين في مستوى النضوج الرأسمالي و خصائص الاقتصاد وملاءمة المرجعية القانونية ، فمثلا ليس من المتوقع أن يكون الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية و فرنسا و اليابان ، هو نفس الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في الدول الأقل تطورا كالدول العربية مثلا. ففي الوقت الذي تعتبر فيه البورصات المالية من أهم ركائز الهيكل الاقتصادي للدول المتقدمة لا تزال البورصات تمر بمرحلة النشوء و التطور في معظم الدول النامية. فالاهتمام في تأسيس و تطوير بورصات الأوراق المالية في الدول الأقل تطورا لم يبدأ إلا في العقد الماضي نتيجة التفاعل بين عدد من العوامل و المتغيرات الاقتصادية الداخلية و الخارجية. حيث أن في الجزائر لم يكن تأسيس و تشغيل أسواق الأوراق المالية إلا انسجاما مع القناعة المتعاطمة لدى أوساط الفعاليات الاقتصادية على المستويات المحلية و الإقليمية و الدولية بأهمية الدور الذي ستلعبه من خلال مساهمتها في تحقيق و استقرار معدلات النمو ، لما لهذه الدول من

مشكلة عدم توفر رأس المال الكافي بالشروط و التكاليف المناسبة لتمويل النشاطات الاقتصادية ، لكن تبقى كفاءتها وفعاليتها محدودة لهذا لا بد من إعادة حيويتها وتنشيطها حيث أن حتى بإدراج المؤسسات على مستواها يحسن أداءها ويجعلها تتكيف مع البيئة المعاصرة.

وعلى هذا الأساس يمكن طرح الإشكالية التالية:

**ماهي شروط ومتطلبات إعادة حيوية بورصة الجزائر ؟ وما مدى فعالية إدراج المؤسسات على مستواها حتى تتكيف مع البيئة المعاصرة؟**

وللإجابة على هذه الإشكالية سنتناول هذا الموضوع من خلال المحاور التالية :

1. مراحل ومبررات انشاء بورصة الجزائر
  2. سير عمل بورصة الجزائر
  3. إدارة وتنظيم التعامل في بورصة الجزائر
  4. حصيلة النشاط السنوي للمؤسسات المدرجة 1999-2014
  5. عراقل بورصة الجزائر
  6. شروط إعادة حيوية بورصة الجزائر
  7. فعالية ومزايا إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر
- (1) **مراحل ومبررات إنشاء بورصة الجزائر:**

تعود فكرة نشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الصلاحيات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال للمؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988. حيث لا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم. وبالرغم من الصعوبات التي اعترضت انطلاقتها إلا انه قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتعلق بسوق القيم

المتداولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93 - 10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

وتتمثل المبررات الأساسية لإنشاء سوق للأوراق المالية هي:

- زيادة النمو الاقتصادي
- زيادة دور القطاع الخاص في التنمية
- بسبب محدودية القطاع المصرفي في جذب المخدرات المحلية
- جذب الاستثمار الأجنبي وإعادة توطين الأرصدة المهاجرة
- المساعدة في سياسة الخوصصة.

## (2) سير عمل بورصة الجزائر:

### 1. أسواق بورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين

➤ سوق سندات رأس المال : تتكون من :

- السوق الرئيسية : وهي موجهة للشركات الكبرى حيث يوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة،

- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات، - أن سي - روية: الناشطة في قطاع

الصناعات الغذائية

هذا إضافة إلى مؤسسات أدرجت في تسعيرة السوق الرئيسية من قبل وهي كل من : مؤسسة

دحلي للأثاث ، سونلغاز ، الجزائرية للاتصالات ، الشركة الجزائرية للطيران ، رياض سطيف

، سوناطراك.

- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة : وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12 - 01 المؤرخ في 18 صفر 1433 هـ الموافق 12 يناير 2012 ، المعدل والمتمم للنظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس الأموال مما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.
- **سوق سندات الدين :** يتكون ممايلي:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة ، ويوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذه السوق ، وهو خاص بمجموعة DAHLI التي من المقرر أن يجل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016.
- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية ، وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حاليا 26 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دج. ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتوزع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما ، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع، ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم :

## شكل 01: التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر



Source: Mansour Mansouri , La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Ed. Houma, Alger, 2002.p77.

## 2. عملية إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر:

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:

➤ **مرحلة ما قبل الإدراج**: هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة

الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر مهما كان شكله قبل عملية الإدراج وتتضمن المراحل التالية:

- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة

بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو

مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها

الدقيق على المستوى القانوني ( يجب أن تكون شركة مساهمة)، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم

بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال حيث يجب أن يكون

مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دج وكل هذا بهدف تلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

- تقييم الشركة : يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها (أسهم وسندات) من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرفي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث تتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال. ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.
- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية : يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...)
- إيداع ملف طلب القبول : يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على :
  - طلب القبول؛
  - محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛
  - مشروع المذكرة الإعلامية؛
  - مشروع الدليل؛
  - معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛
  - معلومات عن التمويل؛
  - معلومات اقتصادية ومالية؛

## - الوثائق القانونية؛

- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم .

- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها : تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) دراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة

- الانضمام إلى المؤمن المركزي : قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

- حملة التسويق : سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ... ) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

- بيع السندات : يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

- كشف النتائج : في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة حيث يجب تقديم كشوف ثلاث سنوات سابقة وتكون النتائج ايجابية، يتم الإعلان بأنّ العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور . وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

- تسوية العملية : يقوم المؤمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

➤ **مرحلة الإدراج** : وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.



كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

➤ **مرحلة ما بعد الإدراج :** وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيّراته في السوق.

- عقد السيولة : يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة.

ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

- نشر المعلومات : ما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة بإطلاع الجمهور بأيّ تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات.

ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

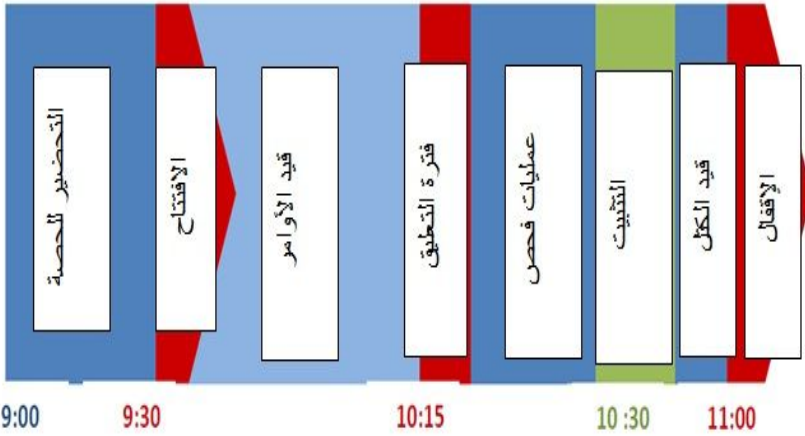
### 3. مواقيت وطريقة التسعير:

✓ بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه

✓ تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة يومي الاثنين والأربعاء من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت.

- ✓ ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:
  - تضخيم حجم السندات المتبادلة،
  - تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع،
  - تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.
- ✓ في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق.
- ✓ ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي:

### شكل 02 : مسار حصة التداول ببورصة الجزائر

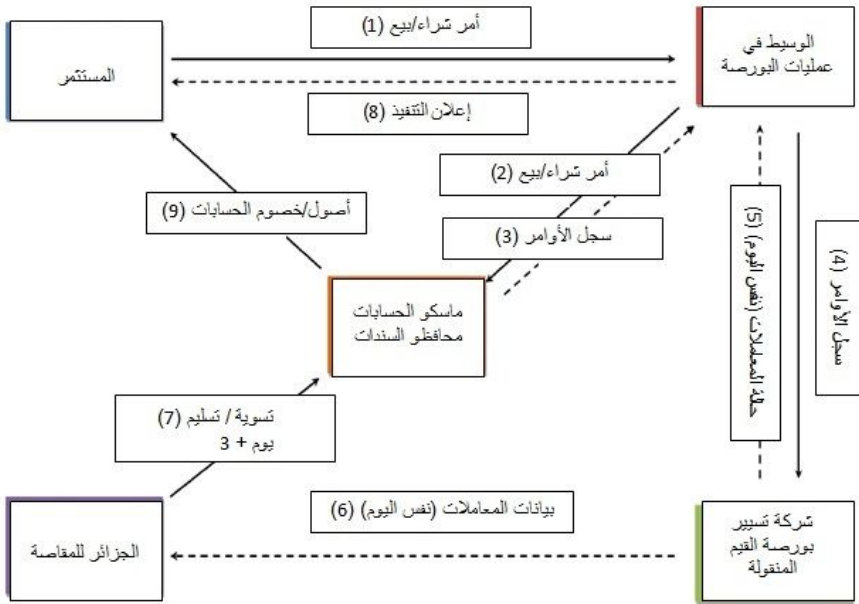


Source: Mansour Mansouri , Op.Cit,p112.

#### 4. نظام التسوية والتسليم:

- ✓ تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقاً فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه.
- ✓ وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.
- ✓ بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.
- ✓ ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التحلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة. إذ صارت تُسجّل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات-محافظة السندات (TCC).
- ✓ من المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجرائها. وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة، يُعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفاً عن التسليم. ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق.

✓ ويبين الشكل البياني التالي عملية اقتناء و/ أو بيع السندات في البورصة:  
**شكل 03: عملية شراء وبيع القيم المنقولة في بورصة الجزائر**



Source: Mansour Mansouri , Op.Cit,p182.

3 إدارة وتنظيم التعامل في بورصة الجزائر:

أ) شركة تسيير بورصة القيم

✓ تعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV) في 27 شارع العقيد عميروش الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 457200000 دج. وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997 وتمثل الشركة إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين

والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

### ✓ المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

**البنوك الوطنية:** بنك التنمية المحلية BDL ، البنك الخارجي الجزائري BEA ، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR ، القرض الشعبي الجزائري CPA ، البنك الوطني الجزائري BNA ، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque.

**شركات التأمين الوطنية:** الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR ، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR ، الشركة الجزائرية للتأمين SAA ، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT ، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.

**البنك الخاص:** يونيون بنك UB

### ✓ مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
  - التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
  - تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة؛
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. (COSOB)

### ب) لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)

تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولاسيما من خلال الحرص على :

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛

- السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

تشكل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مما يلي:

- تتشكل من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات،
  - ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.
- خولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل انجاز مهامها بالسلطة التنظيمية وذلك اعتماد الوسيط، شروط التداول والمقاصة والقواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛ وسلطة الإشراف والمراقبة وذلك بأن يلتزم المشاركون في السوق بالقوانين، كما يجب قيام الشركات باللجوء العلني للدخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛ إضافة إلى السلطة التأديبية حيث تُنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل.
- وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتبكه الوسيط في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.
- وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشئة بين الوسيط في عمليات البورصة من جهة ، ومن جهة أخرى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV) أو الزبائن أو الجهات المصدرة.

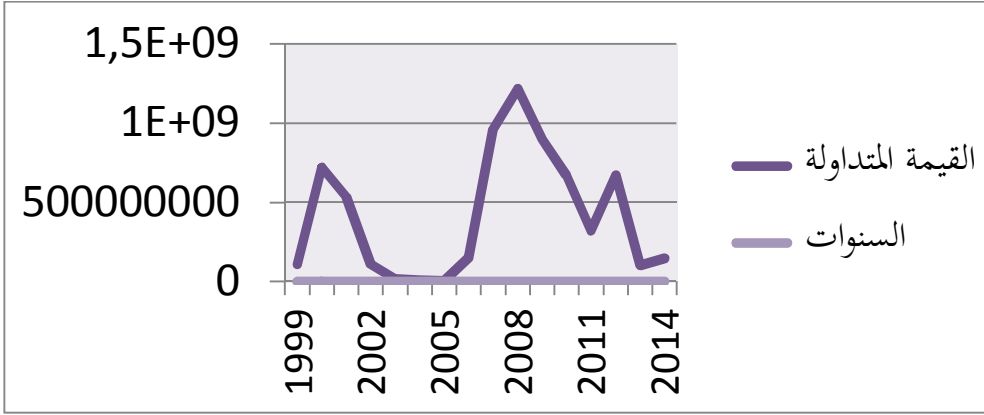
#### 4) حصيلة النشاط السنوي للمؤسسات المدرجة 1999-2014

##### جدول 01: حصيلة النشاط السنوي 1999 - 2014

| السنوات | عدد الأوامر | حجم الأوامر | الحجم المتداول | القيمة المتداولة | عدد الصفقات |
|---------|-------------|-------------|----------------|------------------|-------------|
| 1999    | 2568        | 286664      | 35348          | 108079690        | 1056        |
| 2000    | 10513       | 1896140     | 323490         | 720039160        | 4559        |
| 2001    | 13639       | 2275426     | 361445         | 533217905        | 2898        |
| 2002    | 7335        | 876460      | 80161          | 112060345        | 2071        |
| 2003    | 1546        | 393525      | 39693          | 17257700         | 393         |
| 2004    | 826         | 412076      | 22183          | 8432615          | 141         |
| 2005    | 226         | 229369      | 13487          | 4188200          | 64          |
| 2006    | 1236        | 767742      | 76010          | 149391910        | 234         |
| 2007    | 3948        | 1365861     | 130443         | 960417115        | 410         |
| 2008    | 2481        | 2146054     | 184110         | 1218511505       | 545         |
| 2009    | 3354        | 1397279     | 143563         | 896650625        | 488         |
| 2010    | 2632        | 1081977     | 117729         | 670069575        | 361         |
| 2011    | 2343        | 1370054     | 252954         | 321222985        | 520         |
| 2012    | 5078        | 2779493     | 167827         | 673186960        | 277         |
| 2013    | 4271        | 2673065     | 127589         | 101027990        | 177         |
| 2014    | 3703        | 2964284     | 101950         | 148946340        | 299         |

المصدر: احصائيات من الموقع الالكتروني لبورصة الجزائر: [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) ، تاريخ الاطلاع : 2015/04/25.

شكل 04: منحني حصيلة النشاط السنوي 1999 – 2014



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على احصائيات الجدول رقم (1) المنقولة من الموقع الالكتروني لبورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) تاريخ الاطلاع (2015/04/25).

من خلال الجدول أعلاه و المخطط اللذان يبينان حصيلة النشاط السنوي للمؤسسات المدرجة على مستوى بورصة الجزائر من سنة 1999 إلى سنة 2014 نلاحظ أن عدد المؤسسات المدرجة ضئيل جدا يتراوح بين 3 إلى 6 شركات ، وهذا دليل على ضعف القيم المتداولة في بورصة الجزائر حتى بدأت بالارتفاع ووصلت إلى القمة سنة 2001 حيث السبب في ذلك إدراج المؤسسات الكبرى فندق الأوراسي ، مجمع صيدال و سوناطراك ، إلا أنها تراجعت و أصبحت في الحضيض سنة 2004 و 2005 ، لكن مع سنة 2006 تزايدت ووصلت إلى القمة بسبب دخول شركات جديدة اتصالات الجزائر ، ورياض سطيف ، سونلغاز ، مؤسسة دحلي للأثاث إلا أنها تراجعت بعدها وكل هذا دليل على قلة الشركات المدرجة والتي هي من العقبات التي تحد من كفاءة بورصة الجزائر.

##### (5) عراقيل بورصة الجزائر:

وما يلاحظ على بورصة الجزائر أنها لا زالت إلى اليوم تعاني من عقاب متعددة حالت دون انطلاقتها الفعلية ومن بين هذه العراقيل:



- عراقيل قانونية: وتمثل في تلك القوانين التي تقف عائقا أمام تحقيق بعض المبادئ الاقتصادية التي تهيئ الظروف المناسبة لقيام البورصة كالتسيير الإداري، عدم مواكبة القوانين للتطورات الاقتصادية، التباطؤ في سن التشريعات التي تستجيب لمتطلبات اقتصاد السوق.
  - عراقيل اقتصادية: وتمثل في أن اغلب الشركات ملك للدولة، انتشار التضخم وعدم ارتفاع عوائد الأسهم، ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة، عدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود على انعدام الثقة وتدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظرف الخاص الذي تعيشه البلد، ضعف المنافسة في السوق المالية لقلة الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخوصصة.
  - عراقيل إدارية: تتجلى في الأنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية
  - عراقيل إعلامية: ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار.
- (6) شروط إعادة حيوية بورصة الجزائر :**

حتى تستعيد بورصة الجزائر لابد من توافر الشروط التالية:

- ✓ توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي، فإذا قامت بورصة الأوراق المالية في ظروف اقتصادية ملائمة فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل ويستطيع المستثمر من خلال ذلك ان ينقل جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.
- ✓ عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق.
- ✓ توافر هياكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة، بالإضافة إلى وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق حيث ان قرارات أي منهم لا يمكن ان تؤثر على أسعار الأسهم .
- ✓ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتساب أو إعفاء العائد من الضرائب .

✓ انخفاض تكلفة المعاملات على النحو الذي يسمح للمستثمرين من تحقيق أرباح إضافية عند بيعهم للأوراق المالية التي يمتلكونها حيث ان انخفاض تكلفة المعاملات تساهم في رفع كفاءة السوق من خلال تحقيق مايلي :

- المنافسة الحرة بين العرض والطلب حتى يكون السوق متوازنا.
- توفير إمكانية تبادل القيم المتداولة بصفة مستمرة، وإنهاء مختلف العمليات بسرعة ودقة.
- المرونة حيث يجب ان تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق من مستثمر لآخر.

✓ توافر الإفصاح والعلانية ، حيث تتاح المعلومات لجميع أطراف السوق وبدون أي تكلفة ومن ثم تتماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم، وفي حالة عدم تماثل المعلومات يمكن استعمال وسائل تخفض من ذلك ومن بين هذه الوسائل مايلي :

- نماذج بإشارات مالية : تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيدا لنوعية مشاريعها وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان، للتعريف بالميزات الجيدة للمؤسسة فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامة عن معلومات تسمح للمساهمين والدائنين بالتفرقة بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية.

- نماذج بميكانيزمات محرضة : ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان ويشترط معرفة نوعية المؤسسة على حقيقتها، ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة والعلاقة مع العملاء حيث ان الضمان يعتبر سلطة مقنعة تحدد من الخطر المعنوي من جهة ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة يعتبران سلطة تقريرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها مع العملاء.

- نظرية الإشارة : تعتبر من أهم الآليات الحديثة التي توصل إليها الفكر المالي للقضاء على مشكل عدم تماثل المعلومات وذلك باستعمال أدوات للإشارة مثل هيكل رأس المال كأن يرسل مسير المؤسسة إشارة إلى السوق أن المؤسسة قادرة على تسديد ديونها بدون أي صعوبة وهذا ما يدل على كفاءة المؤسسة، أو أن يرسل المسير إشارة بالرفع في رأس المال إذا كان السهم المقيم بأقل من قيمته أو التخفيض من رأس المال أي إعادة شراء الأسهم في حالة غياب فرص الاستثمار

بنسبة المردودية المطلوبة. كما يمكن للمسير استعمال سياسة توزيع الأرباح كإشارة على مردودية المؤسسة والصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة.

✓ السيولة : ويقصد بها إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسهولة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، حيث ان للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وحتى يتسم السوق بالسيولة لا بد من توافر الخصائص التالية:

● عمق السوق: حيث تكون حركة التعاملات فيها نشيطة ويتحقق مع ذلك وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية.

● اتساع السوق : وذلك بوجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية كما لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع.

● سرعة استجابة السوق ويقصد بها القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية.

## 7) فعالية ومزايا إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر:

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا مما يزيد من فعاليتها:

- رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة.
- مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنمية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ... ) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها ... فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب
- تنوع مصادر التمويل : يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.

- توسيع نطاق المساهمين : تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.
- تعزيز الشهرة : تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي
- وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها:
  - تأمين الموارد البشرية: فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءاً من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية .
  - تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية : تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضاً استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.
  - التغيير في نظام " حوكمة الشركات " : تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات " حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

### الختامة :

من خلال هذه الدراسة يتضح أن بورصة الأوراق المالية تعمل على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات، وذلك من خلال طرحها لأوراق مالية مختلفة ، و كلما كانت هذه البورصة كفاءة انعكس ذلك بصورة مباشرة على كفاءة و تطور الاقتصاد ككل.

ففي الجزائر تبقى كفاءة وفعالية البورصة محدودة فهي تعاني من عدة عراقيل ذات الطبيعة القانونية، الاقتصادية والإدارية، لهذا لا بد من إعادة حيويتها وتنشيطها وذلك بتوفير مناخ استثماري مستقر ، رفع القيود التشريعية ، و وجود هيكل متكامل من المؤسسات والمستثمرين مع تمكينهم من الحصول على عائد حيث أنه حتى بإدراج المؤسسات على مستواها يحسن أداءها ويجعلها تتكيف مع البيئة المعاصرة حيث تتنوع مصادر التمويل ويتوسع نطاق المساهمين كما تعزز شهرتها واستدامتها .

### قائمة المراجع :

- 1- Boubel A., Pansard F., « Les investisseurs institutionnels » la Découverte, Paris 2004.
- 2- Clara Barilari, Marion Stuchlik ,Institutions économiques et financières, éditions d'organisation , Paris, 2<sup>ème</sup> tirage, 2000.
- 3- Daniel Arnould, "les marchés de capitaux en France" , Armand Colin, Paris 1995.
- 4- Daniel Goyeau-Amine Tarazi, "La bourse" , la découverte ,Paris, 2006.
- 5- Deschanel J., et Gizard B. « La bourse en clair »Ellipses, Paris 2005.
- 6- Didier Vitrac, Tout savoir sur la bourse , Gualino éditeur, Paris, 2002/2003
- 7- Maïr Fereres, Gérard Rivière , l'introduction en bourse: mode d'emploi , éditions d'organisation, Paris, 2<sup>ème</sup> tirage, 2000.
- 8- Mansour Mansouri , La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Ed. Houma,Alger,2002.
- 9- Michel Cazalas ; Mohamed Damak et Frédéric Poulon ; Economies d'endettement, economie de marchés financiers , cas de la France et de la Tunisie ; Ed. cujas, Paris, 2001.
- 10- POLLIN J. P. “L'intégration des actifs financiers dans la théorie de l'équilibre”. Thèse complémentaire, Université Orléans – la – Source 1993.
- 11- Sandrine Lardic, Valérie Mignon, "L'Efficienne informationnelle des marchés financiers ; La Découverte, Paris 2006.
- 12- Taouli Mustapha Kamel, Polycopie du module de marché financier, université de Tlemcen, 2009/2010.
- 13- Taouli Mustapha Kamel, Benchaib fatima zohra« La Cotation», revue Mecas, Avril 2014, Université de Tlemcen.
- 14- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون سنة نشر
- 15- إدوارد جيلباتريك ، الاستثمار في البورصة،(ترجمة خالد العامري) ، دار الفاروق، القاهرة، مصر، الطبعة 2 ، سنة 2008.

- 16- أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان الطبعة الأولى، سنة 2004م/1425هـ.
- 17- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، (الجزء 01)، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، سنة 2002
- 18- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات (الجزء 02) دار هومة الجزائر الطبعة الأولى سنة 2002.
- 19- حسن حمدي، دليلك على البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، الطبعة الأولى سنة 2006.
- 20- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، اليازوري، عمان ، سنة 2009.
- 21- عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية، مصر، الطبعة 1 ، سنة 2006.
- 22- زياد رمضان . مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة ، القاهرة ، سنة 2007.
- 23- شذا جمال خطيب . صعفق الركيبي ، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي ، عمان ، الأردن الطبعة 1 ، 1429هـ/2008م.
- 24- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 01)، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، سنة 2003م/1424هـ.
- 25- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 02)، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، سنة 2003م/1424هـ.
- المواقع الالكترونية:**

26- موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) تاريخ الاطلاع (2015/04/25).