

مقومات نجاح سوق الأوراق المالية-دراسة تحليلية لبورصة الجزائر.

The fundamentals of the success of the stock market - Analytical study of the Stock Exchange of Algeria.

د.القرى عبد الرحمان

د.قدوري نورالدين

جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر

جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر

abderahmane.elguerri@univ-msila.dz

noureddine.kaddouri@univ-msila.dz

تاريخ الاستلام: .../.../... تاريخ القبول: .../.../...

الملخص:

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحديد المعايير الواجب توفرها لنجاح السوق المالية، والوقوف على الأسباب الحقيقية وراء الحالة المتردية لبورصة الجزائر، وتحديد أوجه القصور فيها. ولقد اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي في الجانب النظري، والمنهج التحليلي المعتمدة على الأدوات الإحصائية في الجانب التطبيقي. ولاحظنا من خلال هذه الدراسة أن الظروف الاقتصادية التي صاحبت الإنشاء، بالإضافة إلى عدم اكتمال البناء الهيكلي للبورصة وغموض النصوص التشريعية ساهم بقسط كبير في الجمود المستمر الذي ميز بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: الأوراق المالية، الاقتصاد الجزائري، بورصة الجزائر، كفاءة الأسواق، المؤشرات الاقتصادية، السوق المالية.

Abstract :

The objective of this study is to determine the criteria that must be provided for the success of the financial market and to find out the real reasons behind the deteriorating situation of the Stock Exchange of Algeria and identify its shortcomings. In our study, we relied on the descriptive approach in the theoretical aspect, and the analytical approach based on the statistical tools in the applied side. In this study, we noticed that the economic conditions that accompanied the establishment, in addition to the incomplete structural structure of the stock exchange and the vagueness of the legislative texts, contributed greatly to the ongoing stalemate that characterized the Algiers Stock Exchange.

Key Words: Securities, Algerian Economy, Algeria Stock Exchange, Market Efficiency, Economic Indicators, Financial Market..

JEL Classification : P22,O55, O16, B22, O16.

*مرسل المقال: د.قدوري نورالدين (noureddine.kaddouri@univ-msila.dz).

المقدمة:

أصبح الجهاز المصرفي غير قادرا على تلبية حاجيات الاستثمارات الضخمة من التمويل، فقد شهدتها الاقتصاديات المعاصرة زيادة متسارعة في وتيرة الأنشطة الاقتصادية الخاصة وذلك نتيجة التوجه نحو المشاريع الكبيرة، ومن هنا ظهرت الحاجة إلى وجود سوق للأوراق المالية لتوفر ذلك النوع من التمويلات. فالأسواق المالية هي نتاج منطقي لتطور مالي طبيعي منسجم مع بيئة اقتصادية متغيرة.

إشكالية الدراسة: إن نجاح الأسواق المالية في أداء الوظائف المنوطة إليها بفاعلية وكفاءة، يتوقف على مجموعة من العوامل تصاحب ظروف نشأتها وتوفر في أطر تسييرها لتحقيق ما يسمى بالفعالية في الأداء.

- فما هي المقومات الأساسية لنجاح أي سوق للأوراق المالية؟ وما مدى توفر تلك المقومات في السوق المالية الجزائرية؟

لتبسيط الإشكالية السابقة إرتأينا طرح السؤالين الفرعيين التاليين:

- ما هي الشروط الواجب توفرها لإنشاء سوق للأوراق المالية؟ وما عوامل تفعيل آدائها؟
- ما مدى توفر عوامل الكفاءة والفعالية في السوق المالية الجزائرية؟

فرضيات الدراسة: بغرض تقديم إجابات أولية للتساؤلات الفرعية، قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- يعتبر الجهاز المصرفي المتطور والقطاع الخاص الناجح عنصرين مهمين لتكون البيئة مواتية لإنشاء سوق للأوراق المالية. كما يساهم حجم الاقتصاد ومدى ارتباطه بالعالم الخارجي في تفعيل دور وأداء تلك السوق.
- إن المتتبع لحال السوق المالية الجزائرية يتصور أنها بعيدة كل البعد عن صفة الفعالية والكفاءة في الأداء.

أهداف الدراسة: تحدف من هذه الدراسة إلى تحقيق ما يلي:

- تحديد المعايير الواجب توفرها لنجاح السوق المالية، وإسقاط تلك المعايير على البورصة الجزائرية.
- الوقوف على الأسباب الحقيقية وراء الحالة المتردية التي نشأت فيها بورصة الجزائر وبقي تراوح مكانها منذ ذلك الوقت.
- المساهمة في تفعيل الاقتصاد الوطني من خلال تحديد أوجه القصور في البورصة الجزائرية.

المنهجية المتبعة والأدوات المستخدمة: لقد اتبعنا في معالجة الإشكالية السابقة منهجين رئيسيين، هما المنهج الوصفي في الجانب النظري المتعلق بالظروف الواجب توفرها والعوامل المهمة لنجاح السوق المالية. والمنهج التحليلي المعتمدة على الأدوات الإحصائية في الجانب التطبيقي، والذي عني بحالة البورصة في الجزائر.

هيكل الدراسة: بهدف الإجابة على الإشكالية فقد قمن بتقسيم الدراسة على النحو التالي:

- مقومات نجاح أسواق الأوراق المالية. والذي سنتطرق فيه إلى متطلبات الإنشاء وعوامل النجاح في السوق المالية.

- تقييم السوق المالية الجزائرية. والذي سنتطرق فيه إلى ظروف نشأتها، بالإضافة إلى مؤشرات أداء تلك السوق.

1. مقومات نجاح أسواق الأوراق المالية

يجب أن يسبق إنشاء السوق المالية توفر عوامل أساسية تتمثل في متطلبات التأسيس، ويتزامن إنشاءها مع وجود متطلبات تسييرها، ويرافق نشاطها عدد من العوامل والتي هي عوامل نجاحها، وكل هاته المتطلبات والعوامل نقف على حقيقة فاعليتها من خلال مؤشرات قياس الأداء.

1.1. مقومات النجاح في إنشاء سوق للأوراق المالية

نقصد بالنجاح في إنشاء سوق للأوراق المالية، أن توفر متطلبات ما قبل نشأتها، وأن تتجسد لدينا متطلبات التسيير اللازمة لتنظيم السوق المالية بفاعلية.

أ. متطلبات تأسيس سوق الأوراق المالية

يجب أن تسبق إنشاء سوق الأوراق المالية مقومات رئيسية، نذكر من أهمها:

1.أ. وجود شركات المساهمة: يسبق إنشاء البورصة دائما صدور قانون شركات المساهمة. فلكي تدرج الشركة أسهمها يجب أن تكون شركة مساهمة. فلا يمكن تنشيط السوق المالية بدون شركات مساهمة، ولا أن تنشط هاته الأخيرة بدون وجود للسوق المالية. وتستمد تلك الشركات أهميتها من الخصائص التي توفرها الأسهم من سيولة، وتوسيع لفائدة الملكية، والفاعلية في جذب المدخرات، والمساهمة في التمويل المؤسسي. (الفارسي، وآخرون، 2005، ص 2).

أ.2. وجود القطاع الخاص: يستمد هذا القطاع أهميته من كونه يعكس الوظيفة الحقيقية لسوق الأوراق المالية، والمتمثلة في توفير السيولة والسعي إلى تحقيق الربح، بالإضافة إلى تلبية حاجة التمويل. ويعتبر القطاع الخاص أكبر المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وذلك لاعتبارات لعل أهمها يتمثل في كون دافع الربحية في القطاع الخاص أكبر منه في القطاع العام. كما أن انتقال الملكية في القطاع الخاص أيسر منه في القطاع العام. (الفارسي، وآخرون، 2005، ص 2).

أ.3. الوعي الادخاري والاستثماري: يعتبر وجود وعي ادخاري واستثماري بين الجمهور من المتطلبات الأساسية لقيام سوق أوراق مالية، فالادخار يمثل عرض رؤوس الأموال والاستثمار يمثل الطلب عليها. ويمكن قياس هذا الوعي من خلال معدل نمو شركات المساهمة، ورؤوس أموالها، وحجم ودائع القطاع الخاص، وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الخام. ويتوقف حجم الادخار على حجم الدخل الحقيقي للأفراد، ويتوقف هذا الأخير، على الناتج القومي الإجمالي ومستوى التضخم السائد في الاقتصاد. (الكبيسي، 2018).

أ.4. مناخ الاستثمار الملائم: يكون بناء السوق المالية سليماً إذا توفرت متطلبات المناخ الاستثماري الملائم، ويرجع ذلك لكون الاستثمار يمثل الطلب على رؤوس الأموال، والتي تمثل سبباً للنشاط في السوق المالية. (الحشاني، 2005، ص 4).

أ.5. المؤسسات المالية الوسيطة: يتمثل جوهر عمليات السوق المالية في القيام بتعبئة المدخرات وتوجيهها لخلق فرص للاستثمار من خلال تحقيق تقارب بين العرض والطلب، وتعتبر هذه العمليات هي الوظيفة الأساسية للمؤسسات المالية الوسيطة. وتقوم تلك المؤسسات بتنشيط السوق المالية من خلال قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها ولصالح الآخرين، بالإضافة إلى قيامها بعمليات التسويق والترويج والتغطية. وبصفة عامة يعطي اكتمال بنية القطاع المالي الثقة بالنسبة للجمهور والمؤسسات للتعامل في سوق المالية باستخدام الأدوات المالية لتوفر عامل تقليل المخاطر والضمانات التي تقدمها هاته المؤسسات للمتعاملين. (عبد السلام وآخرون، 2005، ص 7).

أ.6. الكوادر المؤهلة: يتطلب العمل في الأسواق المالية، وجود عناصر بشرية كفؤة ومؤهلة لإدارة السوق. لذا يجب قبل إنشاءها اعتماد برنامج تدريبي لإعداد العناصر المؤهلة وذلك بالتنسيق مع الأسواق المالية الأخرى، بهدف الاستفادة من الخبرات المتراكمة لديها في مجال إنشاء وبناء الهياكل الأساسية للسوق المالية. (الفارسي، وآخرون، 2005، ص 3).

أ.7. الاستقرار السياسي والأمني والاقتصادي: يعتبر الاستقرار السياسي والأمني هو الضمانة الأكيدة لسيادة القانون وتوفير الحماية للمتعاملين في السوق المالية. أما الاستقرار الاقتصادي فهو الدعامة الأساسية للسوق، كونه يؤدي إلى استقرار أسهم الشركات وإن تغيرت أسعارها. (الحشاني، 2005، ص 4).

أ. **8. طبيعة النظام الاقتصادي:** تزيد فعالية السوق المالية في الاقتصاديات الرأسمالية أكثر منه في الاقتصاديات الاشتراكية. فالاقتصاد الرأسمالي يسمح بإنشاء الشركات والعمل الخاص وانتقال الملكية من جهة لأخرى، على عكس الاقتصاد المخطط، الذي تمثل الملكية العامة فيه الجانب الأكبر مما يشكل صعوبة بالغة على نجاح أي سوق. (تقية، 2003، ص 14).

إن الشروط السابق ذكرها تشكل قاعدة أساسية لإقامة سوق مالية فإذا لم تتوفر بعض هذه الشروط وجب على الدولة توفيرها لكي تساهم في إنجاح السوق.

ب. متطلبات تسير السوق المالية

يتوجب البناء الفعلي للسوق المالية الشروع في استكمال الجانب التشريعي والجانب المؤسسي اللذين يمثلان الأطر الفعلية المسيرة للسوق. وهذا ما سنتطرق إليها من خلال العنصرين التاليين.

ب.1. الإطار التشريعي

يشترط لفعالية ونجاح السوق المالية أن يكون الإطار التشريعي مرتباً وقادراً على التطور باستمرار للتكيف مع المستجدات، وقادراً على تسهيل المعاملات، مع توفير الحماية للمتعاملين إضافة إلى إجراء مراجعة للمنظومة التشريعية ذات الصلة بالنشاط المالي والاقتصادي. (الكبيسي، 2018). كل ما يتضمنه هذا النظام مدرج في الجدول اللاحق.

الجدول 01: النظام الأساسي للسوق المالية والقوانين ذات الصلة بالنشاط المالي.

النظام الأساسي للسوق المالية	القوانين ذات الصلة بالنشاط المالي
-نوع السوق، مقره، أهدافه، نظام عمله.	-قوانين الشركات.
-رأس مال السوق، نسبة مساهمة كل جهة من الجهات المؤسسة له.	-قوانين الاستثمار.
-نوع الأوراق المتداولة فيه.	-قوانين الضرائب والجمارك.
-هيكله، بيان موارده، جهة الرقابة والمراجعة.	-القوانين المنظمة لمهنة المحاسبة الراجعة.
-آلية العمل (المقاصة، التسوية، التداول).	-قوانين التجارة والقوانين السائدة لكل قطاع.

المصدر: (الكبيسي، 2018).

ب.2. الإطار المؤسسي للسوق المالية

يقصد بالإطار المؤسسي وجود كيان منظم وقانوني له مكانة محددة، يشرف بصفة رسمية على تنظيم جميع نشاطات السوق من حيث تداول الأدوات المالية، والعلاقة التي تحكم الوسطاء والمستثمرين، ويشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق. (الكبيسي، 2018). ويمكن أن تتكون السوق المالية من المؤسسات التالية: (عبد السلام وآخرون، 2005، ص 7).

ب.1.2. هيئة الأوراق المالية: تمثل الهيئة العليا في السوق، ولها سلطة الإشراف والمراقبة على الأجهزة المرتبطة بعمل السوق، كما تتولى إصدار النظام الداخلي للسوق.

ب.2.2. سوق تداول الأوراق المالية: فيها يتم تنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.

ب.3.2. مركز إيداع وحفظ الأوراق المالية: يقوم بتسجيل الأوراق المالية وتوثيقها، ونقل ملكيتها وتسوية أثمانها بين الوسطاء الماليين.

ب.4.2. شركات الخدمات المالية: نجد من بين هاته المؤسسات الوسطاء الماليون.

ب.5.2. صندوق ضمان عمليات السوق: يختص هذا الصندوق بتسوية أي عجز ينجم عن عدم الوفاء بالدفع أو عن عدم تسليم العدد اللازم من الأوراق المالية والتي تحدث في عمليات التداول من أحد الوسطاء، وتتكون أغلب موارد الصندوق من مساهمات الوسطاء. وتنظم إدارة السوق الجوانب المختلفة المتعلقة بالصندوق.

إن استكمال البنية التحتية للقطاعات ذات العلاقة بنشاط سوق الأوراق المالية، إضافة إلى تهيئة الجوانب التشريعية والمؤسسية لهاته السوق، يكفل إلى درجة كبيرة ضمان الإنشاء السليم لسوق مالية.

2.1. مقومات نجاح أداء الأسواق المالية.

يتطلب نجاح السوق على مستوى القطاع المالي أن تكون معاييرها فعالة وكفؤة في أداء مهامها من خلال شقين وهما السوق الأولية التي تنظم طرح أوراق مالية سليمة على الجمهور. والسوق الثانوية التي تعتمد على عدة أدوات قصد تفعيل دور السوق المالي وتوفير الأطر المناسبة لحماية المتعاملين. (الصباغ، 2018).

أ. عوامل نجاح السوق المالية.

يتطلب نجاح السوق المالية توفر عدة عوامل تسهم في التسيير والتيسير، نذكر من أهمها، ما يلي:

أ.1. الشفافية في الإفصاح عن المعلومات: يقصد بالشفافية أن يكون نشاط الشركة واضحاً ومعلناً، وذلك ليطمئن أي مستثمر أن أمواله تدار بطريقة كفؤة ونزيهة. (الصباغ، 2018). أما الإفصاح فهو إظهار المعلومات ذات الأثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وذلك لجميع المستثمرين بنفس الكمية وفي نفس التوقيت. (الصباغ، 2018).

ويتركز الإفصاح في نشر القوائم المالية في أوقات محددة من السنة، وكذلك تقارير مجلس الإدارة، ومراقبي الحسابات. الأمر الذي يؤدي إلى ثقة الجمهور بعمليات السوق وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم وهذا الأمر يتطلب وجوداً فعالاً لكل من مهنة المحاسبة والمراجعة.

أ.2. الانفتاح على الجمهور وتنوع الأدوات المالية: تتميز البورصات المالية الفعالة بالعدد الكبير من المتدخلين (عارضين أو طالبين للأوراق المالية)، وكذلك انفتاحها على كل المستثمرين. إضافة إلى أن لا تتسم أصولها المالية بطابع التجانس وهو ما يمثل عنصر جذب للمدخرات، مما يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم. كل العوامل السابقة تساعد على جمع أكبر كم من المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مما يسرع في معدل دوران وتداول الأدوات المالية. (تقية، 2003، ص 15).

أ.3. وجود جهاز مصرفي قادر ومتمكن: يختص الجهاز المصرفي بصفة الوساطة المالية فهو يعمل على تعبئة الادخار وترقية وتوجيه الاستثمار. ويجب أن يكون قادراً على تفهم عمل السوق المالية، بحيث يكون على علم تام بمخاطر التداول بالأسهم وما ينتج عنها، إضافة إلى معرفته بأحوال الاقتصاد الوطني. (تقية، 2003، ص 15).

أ.4. توسيع القاعدة الإنتاجية: تزداد حركية السوق المالي وفاعليته بوجود أطراف العجز المالي الذين يعجز القطاع المصرفي لوحده عن تمويلهم، ولا يتحقق ذلك إلا بتوسع النشاط الإنتاجي. (الحشاني، 2005، ص 6).

أ.5. توفير نظام فعال للاتصال: تساعد التجهيزات الحديثة المتوفرة في السوق المالية (أجهزة الحاسوب واللوحات الإلكترونية ووسائل الاتصال المتطورة) على تنفيذ عمليات السوق والحد من التذبذب في الأسعار وزيادة كفاءتها، بتسجيل وتوثيق الأسهم ونقل ملكيتها، وجمع البيانات ونشرها. (عبد السلام وآخرون، 2005، ص 7).

أ.6. الجهود الترويجية: يحتاج السوق المالي إلى الترويج للأدوات المتداولة فيه، والترويج له ، وهذا ما يتطلب: (الحشاني، 2005، ص 6).

- نشر الوعي المصرفي والاستثماري من خلال وسائل الإعلام والدعاية.
- تأسيس دائرة للمعلومات والبيانات عن أداء السوق المالي وحجم التداول اليومي الشهري والسنوي.

- تنشيط المراكز البحثية المختصة بالشؤون المالية.
- فتح موقع على الانترنت خاص بالسوق المالي المزمع الترويج له.
- إقامة ندوات ومؤتمرات علمية حول أداء وأهمية البورصة.

تشكل المتطلبات السابقة مجتمعة عوامل أو مقومات بناء سوق أوراق مالية فعالة وناجعة، ويظهر ذلك جليا من خلال توحدها في هدف جذب المدخرات أو تعبئتها ومن ثم تمويل الاستثمارات.

ب. مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية

يعتمد قياس درجة تطور السوق على معايير عدة تغطي ولو نسبيا أغلب مظاهر التعدد في مفهوم التنمية لسوق الأوراق المالية.

ب.1. مؤشرات حجم السوق:

يوجد مؤشران لقياس حجم السوق وهما:

ب.1.1. نسبة رأس مال السوق أو رصيلة السوق: يعكس هذا المؤشر مدى قدرة السوق على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدره على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق. (أندرسون، 2006، ص 211). وتمثل هذه النسبة القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المدرجة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ب.2.1. عدد الشركات المدرجة: يعتبر هذا المؤشر مقياسا إضافيا لحجم السوق، فارتفاع عدد الشركات المدرجة يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني. (أحمد جمال الدين، 2007، ص 11). غير أن المؤشر يفقد دلالة إذا لم يصاحبه مؤشر نسبة رأس المال، فقد يكون عدد الشركات كبيرا وإجمالي القيمة السوقية صغيرا، مما لا يعكس حجم السوق.

ب.2. مؤشرات السيولة

تشير السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في السوق المالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية. وفي الأسواق مرتفعة السيولة تزداد فرص الشركات المدرجة في الحصول على احتياجاتها المالية. (أندرسون، 2006، ص 214). ويستخدم مؤشران لحساب درجة سيولة التداول في البورصة، هما: (أحمد جمال الدين، 2007، ص 11).

ب.1.2. نسبة حجم التداول: تشير هذه النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد القومي، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، وتعكس حجم النشاط. وتمثل هذه النسبة القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي. وتكمل هذه النسبة نسبة رأس مال السوق، فقد تكون هذه الأخيرة مرتفعة في حين أن حركة التعاملات ضعيفة.

ب.2.2. معدل الدوران: يوضح هذا المعدل درجة النشاط في سوق الأوراق المالية. ويمثل القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في السوق إلى رأس مال السوق. ويكمل معدل الدوران نسبة التداول، كونه يقيس حجم المعاملات إلى حجم السوق أما نسبة التداول فتقيس حجم المعاملات إلى حجم الاقتصاد. فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران.

ب.3. مؤشرات التركيز وعدم الاستقرار

يعبر عن هذا النوع من المؤشرات بالمقاييس التالية:

ب.1.3. مؤشرات تركز السوق: تشير هذه المؤشرات إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، ويعبر عنها من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق. وتعد درجة التركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق. (أحمد جمال الدين، 2007، ص12).

ب.2.3. مؤشرات عدم الاستقرار: تشير إلى درجة التقلب في العوائد، وتقاس بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية لأسواق الأوراق المالية، بحيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة إثنا عشر شهرا. ويؤشر انخفاضها إلى تطور وتنمية السوق. (أندرسون، 2006، ص 216).

2. دراسة تحليلية لمقومات نجاح سوق الأوراق المالية الجزائرية

قصد الوقوف على الظروف التي صاحبت قيام بورصة الجزائر، وتقييم أدائها، سنتطرق إلى ظروف نشأتها البورصة ولقد اخترنا الفترة الممتدة بين عامي 1993 و 1999، وهما على الترتيب تاريخ وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر، وتاريخ إدراج أولى الشركات في بورصة الجزائر. كما سنعمل على تقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين 2012 وإلى غاية 2016، كنموذج لقياس درجة نضجها.

1.2. تقييم ظروف نشأة بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين عامي 1993 و 1999

عرفت هذه الفترة تحولات كبيرة في الاقتصاد الجزائري سواء على مستوى التوازنات الاقتصادية الكلية، أو على مستوى الظروف الأخرى التي صاحبت الفترة الممتدة بين إصدار التشريع الأساسي لبورصة القيم المنقولة والانطلاقة الفعلية لها.

أ. تقييم الوضع الاقتصادي الذي صاحب نشأة البورصة

سوف نتعرف على الظروف الاقتصادية التي صاحبت نشأة البورصة الجزائرية من خلال المؤشرات الاقتصادية الكلية في تلك الفترة. والموجودة في الملحق رقم (01). وبالرجوع إلى الملحق سابق ذكره يمكن أن نلاحظ ونستنتج ما يلي:

1. معدل التضخم: نلاحظ ارتفاعا كبيرا في معدل التضخم سنة 1994 وذلك راجع إلى تخفيض سعر الصرف من 22.5 إلى 36 دينار جزائري مقابل دولار واحد، بهدف تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات (بسبب التضخم المستورد). وابتداء من سنة 1995 تراجع معدل التضخم بفعل السياسة التي اتبعتها الدولة وفق ما جاء في اتفاقية ستاند باي. واتفاقية التمويل المسهل نتيجة إعادة جدولة الديون الخارجية، ورفع إنتاج المحروقات، وتقليل الإنفاق العام، وارتفاع سعر البرميل.... إلخ.

2. الناتج المحلي الخام والميزان التجاري واحتياطي الصرف والنمو الاقتصادي: تتميز المتغيرات السابقة أنها تابعة لسعر النفط فهي تتغير في نفس اتجاه تغيره. ويرجع ذلك لكون الاقتصاد الجزائري يعتمد على الصادرات من المحروقات بنسبة تقارب 98% من إجمالي الصادرات في تلك الفترة.

3. الاستثمار الأجنبي: عرف الاستثمار الأجنبي انتعاشا انطلاقا إبتداء من سنة 1995. ولقد مهد لهذا الانتعاش النسبي سن قانون النقد والقرض سنة 1990. حيث نص قانون النقد والقرض على مبادئ تسهل توطين رؤوس الأموال الأجنبية في الجزائر. (بوزيدي، 1999، ص 28). فقد أصبحت الجزائر بموجبه تعترف وتقبل بالتحكيم الدولي في كل النزاعات التي تنجم مع شركائها المستثمرين غير المقيمين في الجزائر. كما أنه لا يوجد حد معين للمساهمة الأجنبية في الاستثمار بالجزائر. بالإضافة إلى عدم التفريق في المجال الاقتصادي والمالي بين الوطني والأجنبي.

4. المديونية الخارجية: لقد كانت المديونية مرتفعة جدا في تلك الفترة. ويمكن إرجاع ذلك إلى انخفاض إيرادات المحروقات، وارتفاع قيمة الواردات، بالإضافة إلى عامل سعر الصرف في الجزائر، وارتفاع سعر الفائدة الحقيقي للدور المصنعة في مقابل انخفاضه في الدول النامية.

5. سعر الصرف: ارتبط سعر صرف الدينار الجزائري بسلة من العملات بين عامي 1974 و 1994، عددها 14 عملة صعبة. ومنذ سنة 1995 اتبعت الجزائر نظام سعر الصرف العام أو المدار. ولقد تم تخفيض سعر صرف

الدينار في سنة 1994 بنسبة 40.17%، وذلك في إطار برنامج صندوق النقد الدولي الذي يهدف إلى معالجة العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، وبعد سنة 1995 عرف سعر الصرف نوعاً من الاستقرار حيث بلغ متوسط التغير فيه 5%.

ب. تقييم الإطار التشريعي لإنشاء بورصة الجزائر

عرفت الفترة التي سبقت الانطلاقة الفعلية لبداية نشاط بورصة الجزائر سن عدة تشريعات كانت تصب جميعها في تحقيق هدف إنجاح عمل البورصة، نذكر من بينها:

ب.1. **صناديق المساهمة:** تم إصدار القانون رقم (88-03)، الخاص بإنشاء صناديق المساهمة في 12 جانفي 1988. وبموجبه تم تقسيم رؤوس أموال المؤسسات العمومية لعدد من الأسهم ووزعت بين صناديق المساهمة ثمانية، وبذلك حولت الشركات العمومية إلى شركات أسهم، وهو ما لا يمكن تصور نجاحه دون إنشاء سوق تتبادل فيها هذه الأسهم. لأن الأسهم التي تصدرها الشركات العامة تحددها الصناديق العامة ويتم تداولها بين أطراف القطاع العام أي بين صناديق المساهمة، وبالتالي لا يمكن لعمل البورصة أن يظهر لأن المالك الوحيد هو الدولة. (المهدي، 2005، ص 45).

ب.2. **الخصوصية:** ظهرت الخصوصية في التشريع الجزائري من خلال الأمر (95-22) المؤرخ في 26 أوت 1995، المعدل بالأمر رقم (97-11) المؤرخ في 19 مارس 1997، وقد حددت المادة الخامسة منه، أربعة أشكال للخصوصية، تتمثل في اللجوء إلى الأسواق المالية وطرح بيع أسهم الشركة في هذه السوق، أو عن طريق البيع بالمزايدة، أو عن طريق التراضي. بالإضافة إلى خصوصية التسيير والإدارة حسب طرق تحدّد بمقتضى التنظيم. (بن صالح، 2004، ص 11). إلا أنه لم يتم الإعتماد على البورصة في خصوصية المؤسسات العمومية. وهو ما يبرر العدد القليل للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

ب.3. **نظام الاستثمار بالجزائر:** يعتبر قانون ترقية الاستثمار الصادر في عام 1993، أحد أهم القوانين التي تنظم وتشجع الاستثمار الخاص في الجزائر، والذي تم تعديله في عام 2001. وأهم ما ميز نظام الاستثمار في الجزائر في تلك الفترة هو إنشاء المجلس الوطني للاستثمار الذي يرأسه رئيس الحكومة، والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار والشباك الوحيد اللامركزي الذي يهتم بانشغالات المستثمرين، بالإضافة إلى صندوق دعم الاستثمار. كما تم إضافة أنظمة الحوافز العامة والخاصة. (بن حسين، 2005، ص 5).

ب.4. **استكمال قيام بورصة الجزائر:** قصد استكمال شروط قيام بورصة الجزائر تم إصدار عدة مراسيم تنفيذية وأنظمة قانونية، يمكن ذكر أهمها، وهي كالتالي:

-النظام رقم (96-03) المؤرخ في 03 جويلية 1996؛ والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم.

-المرسوم التنفيذي رقم (96-08) المؤرخ 10 جانفي 1996؛ المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية.

-النظام رقم (97-03) المؤرخ في 18 ديسمبر 1997 المتضمن قواعد تسيير البورصة.

لكن رغم صدور تلك الأنظمة بقيت بورصة الجزائر تفتقد لنظام المقاصة والتسوية المستقل والكفؤ. فالمقاصة تتم خلال سبعة أيام.

ب.5. توسيع نطاق الجهاز المصرفي: نتيجة للإصلاحات التي جاء بها قانون النقد والقرض، أصبح النظام المالي الجزائري (خلال الفترة محل الدراسة) يتكون من ستة بنوك عمومية بما فيها الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، ومؤسسة عمومية للتأمين معتمدة لتنفيذ العمليات المصرفية، واثنى عشر بنكا خاصا بما فيها مصرف واحد ذو رأس مال مشترك، وأربعة مؤسسات مالية بما فيها مؤسسة واحدة عمومية، ومؤسستين للقرض الإيجاري ومصرف للتنمية في طور إعادة الهيكلة. إلا أن البنوك والمؤسسات الخاصة بقيت بعيدة كل البعد عن ممارسة دورها في البورصة كوسيط، كما أن البنوك الخاصة الجزائرية عرفت فشلا فقد تم حل سبعة بنوك منها (الخليفة، الصناعي والتجاري..... إلخ).

ب.6. الوسطاء والمتعاملون والأدوات المالية: يظهر جليا من النظر إلى الملحق رقم (2) أن التعامل يتم بشكل كبير في إطار القطاع العام وبعيدا عن القطاع الخاص، مما يبرر عدم فاعلية وركود التعامل في البورصة الجزائرية. كما أن الأدوات المتداولة تقتصر على الأشكال التقليدية منها والمتمثلة في الأسهم والسندات مما يضمن وبشكل كبير البعد كل البعد عن تعبئة مدخرات الجمهور وذلك لعدة عوامل تم ذكرها آنفا.

2.2. تقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين 2012 و2016.

بعد تقييم المرحلة التي فصلت بين تأسيس ودخول أولى الشركات إلى بورصة الجزائر، ارتأينا أن نخضع أداء بورصة الجزائر إلى مؤشرات قياس درجة تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر، واخترنا الفترة 2012-2016 كنموذج للتقييم على أن نتطرق في عنصر ثان إلى العوامل التي حالت دون تطور وتوسع سوق الأوراق المالية الجزائرية.

أ. تطور مؤشرات الأداء في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين عامي 2012-2016.

سوف نستخدم المؤشرات التي تطرقنا إليها في الجانب النظري، وذلك للوقوف على مدى نجاعة بورصة الجزائرية. معتمدنا في ذلك على المعطيات الواردة في الملحق رقم (3). وبعد حساب المؤشرات توصلنا إلى القيم المدونة في الجدول التالي:

الجدول 02: مؤشرات قياس درجة تطور السوق المالية الجزائرية خلال الفترة (2012-2016).

المؤشرات	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات المدرجة	3	4	4	4	5
نسبة رأس مال السوق (%)	0.080	0.083	0.085	0.092	0.026
نسبة حجم التداول (%)	0.00022	0.00029	0.00024	0.00754	0.00004
معدل الدوران (%)	0.276	0.355	0.279	8.11	0.175
تمركز السوق*	-----	-----	-----	-----	-----

* تمركز السوق: لا يمكن حسابه لأن عدد الشركات المدرجة أقل من 10.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم (3).

يمكن تقييم أداء البورصة الجزائرية خلال فترة الدراسة، وذلك بالاعتماد على الجدول السابق. والذي نستنتج منه:

إن عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ضعيف جدا، فهو لم يتجاوز خمسة شركات في أحسن أحواله، وهي: شركة تأمين "أليانس للتأمينات"، ومؤسسة الصناعة الغذائية "روبية"، وفندق "الأوراسي"، ومؤسسة الصناعة الصيدلانية "صيدال"، ومؤسسة الصناعة الصيدلانية "بيوفارم". ويعكس هذا المؤشر بشكل كبير حقيقة هذه البورصة والتي إذا ما قورنت ببورصات أخرى سواء على مستوى الدول النامية أو المتطورة، فهذا العدد لا يؤهلها لقيام بوظائف البورصة المعروفة، ولقد ساهم هذا العدد بشكل كبير في ضعف كل مؤشرات الأداء الأخرى.

أما المؤشر الثاني والمتمثل في "نسبة رأس مال السوق"، فقد كان ضعيفا أيضا، بحيث لم يتجاوز معدل 0.092% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. و تدل هذه القيم على صغر حجم البورصة نسبة إلى الاقتصاد الجزائري، كما تعكس ضعف قدرة السوق على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار.

كما أن نسبة حجم التداول ضعيفة جدا، وكذلك معدل الدوران. ويرجع ذلك بشكل رئيسي إلى قلة عدد الشركات المدرجة فيها، بالإضافة إلى نقص الحركة لدى المتعاملين نتيجة نقص الخبرات ونقص المعلومات الكاملة، وغياب أو ضعف إعلام المواطنين بنشاطات وبدور البورصة وعملياتها. إضافة إلى أن التداول في البورصة لا يتم بشكل يومي ونفس الأمر بالنسبة لعملية نقل الملكية.

إذا فبورصة الجزائر واستنادا إلى المؤشرات السابقة تبقى بعيدة كل البعد عن الكفاءة والفعالية، وذلك لغياب مقومات النجاح سواء من حيث ظروف النشأة أو التشريعات المنظمة لنشاطها أو بيئة العمل.

ب. العوامل التي تعرقل تطور بورصة الجزائر

توجد عوامل أخرى ساهمت في منع تطور السوق المالية الجزائرية، إضافة إلى العوامل السابق ذكرها، والتي نوجزها في العناصر التالية:

ب.1. **الجباية والتضخم:** كلاهما يقلص دخل الأفراد مما ينعكس على الادخار لدى الأفراد، ومن ثم على الاستثمار بشكل عام، وعلى الاستثمار في البورصة بشكل خاص.

ب.2. **السوق الموازية:** تمثل البديل الأمثل لاستثمار مدخرات الأفراد، كونها بعيدة عن مراقبة الدولة ومن ثم عن الضريبة.

ب.3. **طبيعة المؤسسات:** معظم المؤسسات الجزائرية مؤسسات ذات مسؤولية محدودة أو شركة ذات اسم جماعي، وهذا ما يعرقل توسع السوق المالي.

ب.4. **نتائج المؤسسات:** لا تقبل البورصة إلا المؤسسات التي لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار، وهو مبلغ ضخم جدا.

ب.5. **الأدوات المالية:** ضيق نطاق الأدوات المالية المستخدمة يحول دون القدرة على تحويل الادخار إلى استثمار.

ب.6. **عامل الإفصاح:** غياب الشفافية والإفصاح وبالتالي عدم كفاءة التسعير.

ب.7. **عامل المقاصة:** يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. وذلك ما يبطئ من معدل الدوران.

الخاتمة:

توضح من خلال عرضنا لأهم متطلبات النجاح في إنشاء وإدارة سوق الأوراق المالية، وإسقاطنا لبعض هاته المتطلبات على حالة بورصة الجزائر، أن الظروف الاقتصادية التي صاحبت الإنشاء والانطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر ساهمت بجزء كبير في النتيجة الحتمية التي وصل إليها أداء بورصة الجزائر. كما ساهم كل من عدم اكتمال البناء الهيكلي للبورصة وغموض النصوص التشريعية التي تنظمها وعدم مرونتها في الجمود المستمر الذي ميز السوق المالية الجزائرية.

إن ظروف النشأة وغياب الإرادة السياسية التي تهدف إلى تفعيل دور البورصة وعدم مرونة الإطار التشريعي كلها عوامل اجتمعت لتبرر أسباب الولادة المشوهة لبورصة الجزائر.

تدفعنا النتائج السابقة إلى فتح آفاق لهذا الموضوع تتجلى في التساؤلات التالية:

- هل يمكن تفعيل سوق الأوراق المالية الجزائرية في الفترة القادمة؟

- ما هي الجهود المطلوبة والمناسبة لتفعيل سوق الأوراق المالية الجزائرية ؟

المراجع المستعملة:

- علي بلعزوز ، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، ط2، 2006.
- عاطف وليم أندرسون، أسواق الأوراق المالية، مصر: دار الفكر الجامعي، 2006.
- عبد المجيد بوزيدي، تسعينات الاقتصاد الجزائري، الجزائر: المؤسسة الوطنية للفنون المطبعية، 1999.
- صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية، مصر: عالم الكتب، ط3، 2003.
- بلال شيخي، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة بومرداس، 2005.
- إلياس تقيّة، عوامل نجاح السوق المالية في الجزائر، رسالة ماجستير (غير منشورة)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003.
- مروّة أحمد جمال الدين، واقع البورصة وآفاق تطويرها في الدول العربية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الجزائر، 2007.
- علي العمودي، سوق الأوراق المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002.
- فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع وآفاق، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الجزائر، 2003.
- أحمد زغدار، "الاستثمار الأجنبي المباشر"، مجلة الباحث، العدد 03، 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة ورقلة.

- حمدي عيسى بن صالح، "ملامح هيكلية المؤسسة الشبكية"، مجلة الباحث، العدد 31، 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة ورقلة.
- ناصر المهدي، "الإصلاحات المالية في الجزائر"، مجلة الآفاق، العدد 41، 2005، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة البليدة.
- ناجي بن حسين، "تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 24، ديسمبر 2005، الجزائر، على الموقع الإلكتروني: <http://www.ulum.nl>، تاريخ الاطلاع: 17 مارس 2016.
- أحمد حسين راشد الكبيسي، مقومات نجاح الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة لشبكة الأسهم القطرية. الموقع الإلكتروني:

<http://www.qatarshares.com/vb/showthread.php?13080-%E3%DE%E6%E3%C7%CA-%E4%CC%C7%CD-%C7%E1%C3%D3%E6%C7%DE-%C7%E1%E3%C7%E1%ED%C9>.

تاريخ الاطلاع: 25 ماي 2018.

- هاشم الصباغ، مقومات نجاح سوق الدوحة للأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة لشبكة الأسهم القطرية، الموقع الإلكتروني:

<http://qatarshares.com/vb/archive/index.php/t.50753.html> .

تاريخ الإطلاع: 25 ماي 2018.

- منجد عبد اللطيف الحشاني، إمكانية إنشاء سوق للأوراق المالية، ندوة علمية حول: دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، يوم 11 ديسمبر 2005، ليبيا.
- علي عطية عبد السلام وآخرون، تفعيل سوق الأوراق المالية في ليبيا، ندوة علمية حول: دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، يوم 11 ديسمبر 2005، ليبيا.
- عيسى حمد الفارسي، وآخرون، سوق الأوراق المالية في ليبيا، ندوة علمية حول: دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، يوم 11 ديسمبر 2005، ليبيا.
- بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>، تاريخ الاطلاع: 31-10-2018.
- بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني: http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc، تاريخ الاطلاع: 14 نوفمبر 2018.
- بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz/ar/index.php> - # .، تاريخ الاطلاع: 14 نوفمبر 2018.
- صندوق النقد العربي (2016)، "التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2016"، تقرير سنوي، أبو ظبي.

الملاحق:

الملحق 01: المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة بين (1993-1999).

وحدة القياس	المؤشر	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
(%)	التضخم	20.5	29	29.8	18.7	5.7	5.0	2.6
مليار دج	الناتج الاجمالي	1189.7	1487.4	2002.6	2564.7	2780.2	2810.1	3215.2
مليار دولار	الميزان التجاري	2.728+	0.3-	0.2-	4.1+	5.7+	1.5+	4.2+
(%)	البطالة	21.3	27	28	28	28.2	-	-
(%)	النمو الاقتصادي	2.2-	0.9-	3.9	4	1.1	4.5	3.2
مليون دولار	الاستثمار الأجنبي	-	-	25	270	260	501	507
دج/دولار	سعر الصرف	22.5	36	47.6	54.7	57.6	58.8	66.6
(%)	معدل إعادة الخصم	11.5	15	14	13	11	9.5	8.5
الدولار	سعر البرميل	-	16.3	17.6	21.7	19.5	12.9	17.9
مليار دولار	المديونية	25.7	29.5	31.6	33.7	31.2	30.5	28.3
مليار دولار	إحتياطي الصرف	2.2	1.1	2.3	4.5	3.3	7	4.7

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: (بلعوز، 2006). (زغدار، 2004). (بوزيدي، 1999).

الملحق 02: الوسطاء والمتعاملون والأدوات المالية في بورصة الجزائر.

الوسطاء	المتعاملون	الأدوات المالية المتداولة
يتضمن سوق المال في الجزائر تسعة وسطاء في عمليات البورصة.	<u>هيئات التوظيف الجماعي في الأدوات التالية:</u>	- الأسهم.
<u>البنوك العمومية:</u>	- شركات الاستثمارات ذات رأس المال المتغير.	- السندات.
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.	- صناديق التوظيف الجماعي.	- أصول مالية أخرى:
- بنك التنمية المحلية.	- صناديق التوظيف الجماعي.	شهادات الاستثمار وسندات قسيمة الاكتتاب في الأسهم، سندات المساهمة.
- بنك الجزائر الخارجي.	<u>الهيئات الأخرى:</u>	
- البنك الوطني الجزائري .	- صندوق الضمان (صندوق يتكون من مجموعة وسطاء).	
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.	<u>*بنك الجزائر.</u>	
- القرض الشعبي الجزائري.	- جمعية الوسطاء في عملية البورصة.	
<u>بنكين خاصين:</u>		
- بي ان بي باريبا الجزائر.		
- Société Générale Algérie.		
<u>شركة خاصة:</u>		
- Tell Markets.		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: (بورصة الجزائر، الموقع الالكتروني).

الملحق 03: المتغيرات الهامة في السوق المالية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين (2012-2016).

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016
الناتج المحلي الاجمالي (مليون)	16208698	16650181	17242544	16591875	170811800

(دج)					
45778197740	15429078190	14793245795	13819991460	13028721575	القيمة السوقية للأوراق المالية (دج)
80550 430	1 251 956 825	41 410 340	49 116 990	36 038 865	قيمة الأوراق المتداولة (دج)
5	4	4	4	3	عدد الشركات المدرجة

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: (صندوق النقد العربي ، "التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2016"، ص 283). (بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني).