

محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية

د. شقيب عيسى *

أزغار يحيى **

Abstract :Financial market is efficient if all available information about a particular asset in any moment of time is reflected in its price in the same moment.

This study is to test the Algerian financial market efficiency compared Tunis wake of the global financial crisis on the level: the weak using three tests from 1/10/2008 to 9/30/2015 (7 years), medium to test the correlation between the three external factors College and its impact on two bourses index from 2008 to 2014 and then in the final impact of the global financial crisis on the performance of the two markets.

The test results showed that the market is efficient, even in the weak to the presence of self-correlation and non-normal distribution of the values of the index series during the period under study level, while the medium formula between us test results that incompetence is not because of macroeconomic variables and last test between him not for the crisis impact on the result

Key words: The financial market Algerian and Tunisian -Financial market efficiency-The global financial crisis.

الملخص: السوق المالي يكون كُفئاً إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل معين في أي لحظة من الزمن منعكسة في سعره في اللحظة ذاتها.

تأتي هذه الدراسة لاختبار كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية على المستوى: الضعيف باستخدام ثلاثة اختبارات من 2008/10/1 إلى 2015/09/30، المتوسط لاختبار العلاقة الترابطية بين ثلاثة عوامل كلية خارجية ومدى تأثيرها على مؤشر البورصتين من 2008 إلى 2014 ثم في الأخير أثر الأزمة المالية العالمية على أداء السوقين.

نتائج الاختبار بيّنت أن السوق غير كفاء ولو في المستوى الضعيف لوجود ارتباط ذاتي وعدم التوزيع الطبيعي لقيم سلسلة المؤشر خلال الفترة محل الدراسة، أما اختبار الصيغة المتوسطة بيّن لنا أن عدم الكفاءة ليس بسبب المتغيرات الاقتصادية الكلية والاختبار الأخير بيّن لنا أنه ليس للأزمة أثر على الأداء.

الكلمات المفتاحية: السوق المالي الجزائري والتونسي -كفاءة السوق المالي -الأزمة المالية العالمية.

* أستاذ محاضر، مخبر إدارة التغيير في المؤسسات الجزائرية -جامعة الجزائر3.

** باحث، جامعة الجزائر3.

مقدمة:

السوق المالي للأوراق المالية "البورصة" هو مكان لالتقاء عارضي وطالبي رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل، يتم فيه إصدار وتداول مختلف الأدوات المالية أسهم، سندات أو مشتقات هذه الأدوات. شهد هذا النوع من الأسواق تطوراً هاماً خاصة في الدول المتقدمة على صعيد أدواتها أو تقنياتها؛ يعتبر هذا التطور من أبرز سمات الاقتصاديات المتقدمة. في حين نجد أسواق عالمنا العربي لا تزال تخطو خطواتها الأولى، بينما بعض الدول النامية المصنعة حديثاً ماليزيا، البحرين والسودان نجحت في تطوير أسواقها المالية، محاولة منها اللحاق بركب الدول المتقدمة.

لمعيار الكفاءة وزن مهم في أدبيات الأسواق المالية، فعلى أساسه يتم تقييم أداء هذه الأسواق وفق ثلاثة مستويات (الضعيف، المتوسط والقوي)، يحدد مستوى السوق بناءً على قدرتها وسرعتها على عكس المعلومات الضرورية للمستثمرين في أسعار الأسهم، وبالتالي عدم إمكانية تحقيق المستثمرين لعوائد غير اعتيادية.

أمام هذا الواقع ارتأينا إلى معالجة هذا الموضوع الذي نهدف من خلاله توضيح ماهية الاستثمار في السوق المالية الجزائرية المتمثلة في بورصتها مقارنة بتونس، قياس الأداء في الأخير اختبار كفاءة السوقين عند المستوى الضعيف والمتوسط أعقاب الأزمة العالمية وأثر هذه الأخيرة عليهما.

لذلك يمكن طرح الإشكالية:

هل السوق المالية الجزائرية كفاءة مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية؟

وهل للأزمة المالية أثر على أداء السوقين؟

لمحاولة الإجابة عن هذه الإشكالية الرئيسية، يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

فيما تتمثل إضافة السوق المالية الجزائرية والتونسية لاقتصاد الدولة؟

ما أهم أسس الاستثمار في السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس؟

ما هو تقييم أداء السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية؟

هل السوق المالية الجزائرية كفاءة مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية؟

سنحاول الإجابة على هذه التساؤلات من خلال تحليل العناصر التالية:

أولاً: الدور الاقتصادي للسوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس

ثانياً: الاستثمار في السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس

ثالثاً: تطور أداء السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية

رابعاً: كفاءة السوق المالي الجزائري مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية

أولاً: الدور الاقتصادي للسوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس

السوق بالمعنى التجاري يعني: المكان الذي تتجمع فيه السلع، وبعد الشراء أو البيع تنقل ملكيتها؛ أما بالمعنى الاقتصادي فلا يقصد به مكان معين، بل أسلوب إتمام عملية تجارية على نطاق محلي أو عالمي، أي في أي مكان تتم فيه عملية التوزيع أو التبادل.

سوق المال يطلق على جميع المؤسسات التي تتعامل في السلع والخدمات والأصول العقارية والمنقولة¹، يتكون سوق المال من سوق النقد وسوق أخرى لرأس المال تسمى بسوق الأوراق المالية.

تتميز السوق المالية بكونها تتعامل بما يسمى بالأوراق المالية سواء كانت أوراقاً حكومية أو أوراقاً لمشروعات خاصة في سوق رأس المال "البورصة"، بخلاف السوق النقدية التي تتعامل أساساً فيما يسمى بالأوراق التجارية، وتتواجد مؤسسات السوق المالية عادة في البلدان التي يكون فيها النظام المصرفي (البنوك) متكاملًا وهي تشتمل على مصارف الاستثمار، مصارف الأعمال، المصارف العقارية والبورصات وشركات التأمين².

1. تعريف السوق المالية الجزائرية والتونسية: سنحاول إعطاء تعريف عام للسوق المالي المتمثل في سوق الأوراق المالية، ثم التعريف الخاص بكل مشروع (الجزائري والتونسي):

1. سوق الأوراق المالية: سوق الأوراق المالية "البورصة" مصطلح يطلق على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة) التي تقوم بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق³. لكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمح ذلك بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول⁴.

2. تعريف بورصة الجزائر: بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000⁵. تعرفها المادة 01 منه: "تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

3. تعريف بورصة تونس: شركة خفية الاسم يشارك فيها بالتساوي الوسطاء بالبورصة، تتمثل مهمتها الأساسية في التسيير التقني لسوق الأوراق المالية والبيث في إدراج الشركات⁶.

II. نشأة السوق المالية الجزائرية والتونسية:

(1) نشأة بورصة الجزائر: كان التفكير في إنشاء مثل هذه المؤسسة بهدف دفع عجلة التنمية الاقتصادية على المستوى الاقتصادي والاجتماعي، الإصلاحات الجذرية، التحول إلى اقتصاد السوق من خلال إعادة الهيكلة، التطهير المالي للمؤسسات العاجزة، إعادة تصحيح مسار القطاع العام وإدخال القطاع الخاص أو ما يعرف بـ "الخصوصية". كل هذه الإصلاحات الاقتصادية كانت ترمي إلى تحضير المناخ المساعد لإرساء قواعد السوق المالية التي لها دور في تفعيل نظام التمويل.

فانطلاقاً من قانون 1988 الذي منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، صدرت عدة قوانين أخرى تدعم فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية، حيث بدأ التحضير فعلياً لإنشائها من سنة 1990. ولقد تأسست بالضبط في شهر 09 ديسمبر سنة 1990 برأسمال إجمالي قدره 320000.00 دج تحت اسم "شركة القيم المنقولة SVM"⁷ استناداً للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988، سميت بـ "شركة القيم المنقولة" تحاشياً لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية رأس المال هذا من جهة. ومن جهة أخرى، انعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة لأن التشريع التجاري ساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات. إنشائها مر بثلاث مراحل الأولى تمهيدية؛ تتلخص فيما يلي⁸:

أ. المرحلة التقريبية (1990 - 1993): ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء نصوص قانونية تتمثل في:

- المرسوم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990: ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط؛

- المرسوم 90-102 المؤرخ في نفس التاريخ: نوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية. كما أنشأت في نفس السنة شركة القيم المنقولة (S.V.M) في 9 ديسمبر 1990

بفضل صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدره 320000.00 دج، يديرها مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

وقد نصت قوانين هذه الشركة على وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط.

وتميزت هذه المرحلة بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة SVM وإصدار ثلاث مراسيم تنفيذية تتعلق بالبورصة بتاريخ 28 ماي 1991؛

ب. المرحلة الابتدائية (1993 - 1996): كنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة وضعف رأسمالها الاجتماعي؛ تم إعادة تعديل رأسمالها إلى 9320.000.00 دج، كما تغير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية B.V.M¹⁰⁹".

حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة، وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB¹¹) وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV¹²).

ثم تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 94-175 المؤرخ في 13/06/94 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الأموال وتمويل الاستثمار وبرامج التنمية؛

ج. مرحلة الانطلاقة الفعلية (1996 - إلى يومنا هذا): بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة القيم من الناحية التنظيمية والقانونية، تم¹³:

- وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة؛

- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛

- تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم؛

ومع بداية 1997 تم اختيار الوسطاء في البورصة بمسؤولية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

لكن الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر تم يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 بمقرها المادي بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة.

(2) نشأة بورصة تونس: وبالنسبة لبورصة تونس فتعود أولى التجارب في هذا المجال البورصة عند إنشاء مكتب التصفية والمقاصة والذي استمر نشاطه كمثيله في المغرب من 1937 إلى 1945، فقد شهدت هذه

الفترة أول إصدار رسمي للأوراق المالية (سند قرض عقاري) في السوق المحلي من طرف شركة فرنسية عام 1939، وهذا يعد مؤشراً ولو مبدئياً لظهور سوق ثانوي. في عام 1945 تم إنشاء مكتب تسعير القيم المنقولة OTCVM نتيجة لتحسن الأوضاع.

كما عرفت تونس ظاهرة عقد الصفقات في البورصة في العهد الاستعماري قبل استقلالها سنة 1956. لكن الفترة الممتدة من الاستقلال وحتى سنة 1968 فقد توقفت بورصة تونس عن العمل.¹⁴ وفي سنة 1969 أنشأت البورصة كسوق منظمة وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد بموجب القانون 13 - 69 المؤرخ في 1969/02/27 كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد، وكان هذا في ظل السياسة الاقتصادية العامة التي تعطي أهمية كبيرة للقطاع الخاص ومع بداية وضع أسس نظام اقتصادي يعتمد على آليات السوق¹⁵، كما قامت السلطات التونسية بنشر أول قانون للاستثمارات وأعلنت عن إعادة انطلاق بورصة تونس للقيم المنقولة BVMT في ماي 1970 كأول تاريخ لأول تسعيرة وتداول للقيم المنقولة بها. ثم بصدر القانون رقم 13 / 1988 بدأت سوق القيم المنقولة تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989 وتولى مراقبة أسواق الأوراق المالية وتنظيم وإدارة السوق، والتحقق من سلامة التعامل فيها¹⁶.

III. أهمية السوق المالية الجزائرية والتونسية بالنسبة للنشاط الاقتصادي:

بورصة الأوراق المالية هو مكان لتبادل أدوات مالية مختلفة؛ على هذا الأساس فهي توظف الادخار للمستثمرين كما توفر التمويل اللازم للمؤسسات وللاقتصاد، فـ: المؤسسات تجد فيها الموارد المكملة لطرق التمويل التقليدية (التمويل الذاتي، القروض البنكية... الخ) واللازمة لنموها، بينما يجد المستثمرون الوسائل لتثمين ادخارهم بتحويلهم إلى شركاء بتلك المؤسسات وذلك باقتناء أسهم، أو إلى دائنين لها باكتتابهم¹⁷. لذلك تعتبر البورصة وسيلة فعالة لـ¹⁸:

- ✓ تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية؛
- ✓ استثمار الموارد الفائضة وتعزيز قيمة الشركات المدرجة؛
- ✓ توسيع العمل الاستثماري وتعميمه؛
- ✓ تحسين الحوكمة لدى الشركات؛
- ✓ ضمان استدامة الشركات (المجتمعات الكبرى، الشركات الصغيرة والمتوسطة)؛
- ✓ الارتقاء بسمعة الشركة.

ثانياً: الاستثمار في السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس

بعدما تعرفنا على السوق المالية وأهميتها الاقتصادية. سنتطرق في هذا العنوان إلى الاستثمار في السوقين من خلال التعرف على قيم التداول، المتعاملون ثم أنواع الأسواق.

1. القيم المتداولة بالسوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس:

1/ القيم المتداولة في السوق المالية: تزخر سوق الأوراق المالية التقليدية بمنتجات متنوعة من

أسهم وسندات، إضافة إلى ذلك أوراق مهجنة ومشتقات مالية؛ كل هذا يَسَّحُّ للمستثمرين بتنوع محافظهم المالية والحصول على السيولة في أي وقت، كما أن تواجدها ضروري لقيام اقتصاد قوي. لذا سنحاول التعرف عليها باختصار في الآتي:

▪ **السهم:** صك يمثل جزءاً من رأس مال شركة أموال، يثبت للملكه حقوق الشريك (المساهم). كما تستعمل هذه الكلمة أيضاً للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار¹⁹.

▪ **السند:** صك قابل للتداول، يثبت: حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، حقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الموعد المحدد عند انتهاء مدة القرض²⁰.

▪ **الأدوات الحديثة (حصص التأسيس، الأوراق المهجنة والمشتقات المالية):** أتاحت الهندسة المالية للمتعاملين في السوق المالية أدوات مالية جديدة بهدف إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل، فضلاً عن التحوط من المخاطر التي تزداد في بيئة الاستثمار، تتمثل هذه الأدوات في مختلف المشتقات المالية:

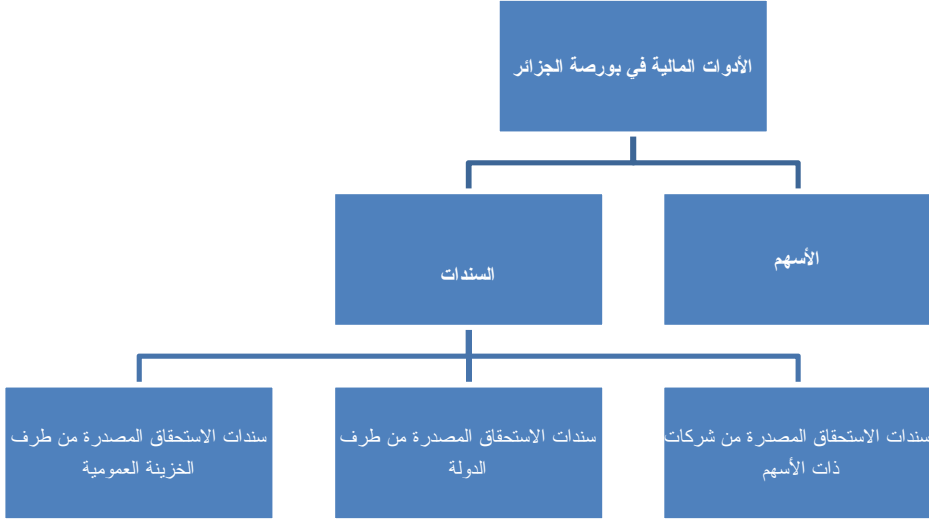
(أ) **حصص التأسيس:** الصكوك القابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة العامة بغير قيمة اسمية، تمنح لأربابها نصيباً في أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة²¹.

(ب) **الأوراق المهجنة:** أوراق تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية وبين خصائص السندات التي تمثل حق المديونية²².

(ج) **المشتقات المالية (Derivatives):** أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، سميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية (مثل: الأسهم والسندات)، كما أنها تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات. وتشمل المشتقات مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفقاً لطبيعتها ومخاطرها²³.

12 القيم المتداولة في السوق المالية الجزائرية²⁴: يمكن تلخيصها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (01): الأدوات المالية في بورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على موقع البورصة (www.sgbv.dz)

نلاحظ أن بورصة الجزائر تزخر بأدوات مالية تقليدية (أسهم وسندات)، إضافة إلى تواضع العدد

المتداول كما سنتعرض إليه عند تقييمنا للتداول في السوق المالي.

13 القيم المتداولة في سوق الأوراق المالية التونسية²⁵: في المقابل السوق المالية التونسية والمتمثلة

في بورصتها تُوفّر للمستثمرين مجموعة متنوعة من الأدوات المالية، تستجيب كلّ واحدة منها إلى أهداف

مغايرة حسب مستوى المخاطرة والمردودية أو السيولة المنشودة. كما هو موضح في الشكل:

الشكل رقم (02): الأدوات المالية في بورصة تونس



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على موقع البورصة (www.bvmt.com)

بعد عرضنا لمختلف الأدوات المالية المتوفرة في ساحة السوق الجزائرية والتونسية، نجد هذا الأخير يوفر فرصاً حقيقية لكل أنواع المستثمرين صغاراً وكباراً خصوصاً أو مؤسساتيين بخلاف بورصة الجزائر التي توفر أدوات تقليدية لفئة محددة من المستثمرين.

II. المتعاملون في السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس:

تزخر كل من بورصة الجزائر وتونس بمهخلين وهم عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين على غرار باقي بورصات العالم.

1. المتدخلين في السوق المالية الجزائرية²⁶: ممتثلين في:

- 0 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 1993/05/23، وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية. مهمتها حماية المستثمرين في القيم المنقولة، وكذا حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.
- 0 شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV): أنشئت بتاريخ 25 ماي 1997 وفقا للمرسوم التشريعي 93 - 10 المؤرخ بـ 1993/05/23، معروفة باسم بورصة الجزائر وهي شركة ذات أسهم. مهمتها: تنظيم جلسات التسعير وتسيير منظومة التفاوض، التنظيم العملي للإدخال في بورصة القيم المنقولة، نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة والنشرة الرسمية للتسعيرة.
- 0 الوسطاء في عمليات البورصة (I.O.B): أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم معتمدون من طرف اللجنة، يقومون بإجراء مفاوضات تتناول القيم المنقولة شرط أن تكون داخل البورصة لحساب الزبائن. النشاط في البورصة يكون على مستوى البنوك بصورة عامة مهيكلية في مديريات أو في دوائر تكون ملحقمة بمديريات الخزينة التي تتوفر لديها الوسائل المالية والبشرية الضرورية لممارسة هذا النشاط.
- 0 المؤتمن المركزي للسندات (Algérie Clearing): شركة أسهم تنشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة". يقوم هذا المؤتمن السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، إذ هي هيئة تتولى الوظائف الأساسية الثلاث: الحفظ، حركة تداول السندات ووظيفة إدارة السندات. زيادة عن هذه الوظائف الأساسية فهو يقوم بتقنين الأدوات المالية، جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب الشركات التي تقوم بالإصدار، وكذا تسيير عمليات التسوية والتسليم والعمليات المرتبطة بالسندات الشبيهة للخزينة التي كانت سابقاً موكلة إلى بنك الجزائر.
- 0 ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC): يضم البنوك والمؤسسات المالية وشركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة. يوفر للمستثمرين خدمات فتح وتسيير

الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.

0 هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM): تتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP)، تعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين. توجد بالبورصة حالياً شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة مسماة بـ "شركة الاستثمار المالي SICAV CELIM".

0 المصدرون (Emetteurs): أشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة، عددهم 14 مصدر. يتدخلون لأجل تمويل نشاطاتهم، وتتم تدخلاتهم بالبورصة بتقديم عرض عمومي للدخار.

2. المتدخلين في السوق المالية التونسية²⁷: بورصة التونسية تضم كمتدخلين، كل من:
- شركات وساطة: خاضعة لترخيص مسبق، تتولى حصرياً نشاط تبادل السندات في البورصة.
 - هيئة السوق المالية: سلطة رقابية، تسهر على حماية المستثمرين وحسن سير أسواق البورصة.
 - الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية: تؤمّن عملية الدفع مقابل تسليم السندات.
 - صندوق ضمان عمليّات السوق: يُنهيّ إنهاء عمليّات التداول بين الوسطاء.
 - صندوق ضمان المتعاملين في سوق الأوراق والأدوات المالية: قصد تغطية المخاطر غير التجارية.

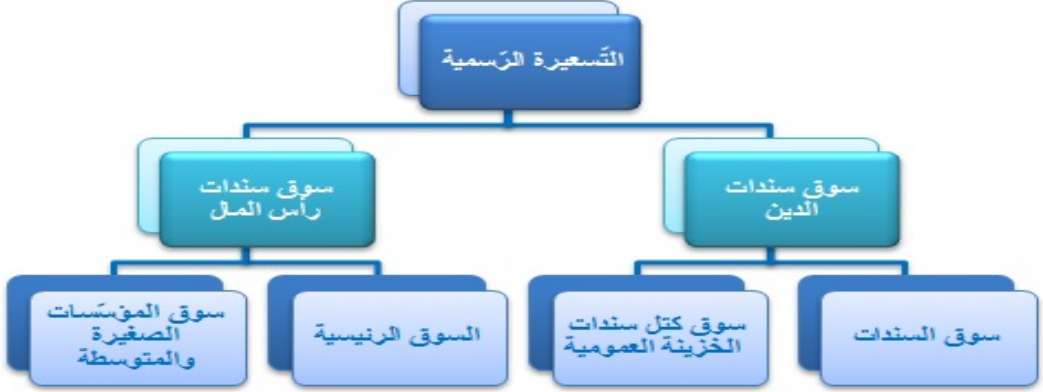
III. أنواع الأسواق في السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس:

بعد التعرف على أهم الأدوات المتوفرة في كل من بورصة الجزائر وتونس، المتدخلين في البورصتين، سنعرض باختصار إلى أهم أسواق بورصة الجزائر وتونس.

1) أسواق بورصة الجزائر²⁸: تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة سوقاً لسندات

رأس المال وسوقاً لسندات الدين، كل سوق يتفرع إلى سوقين فرعيين. كما هو موضح في الشكل:

الشكل رقم (03): أسواق بورصة الجزائر

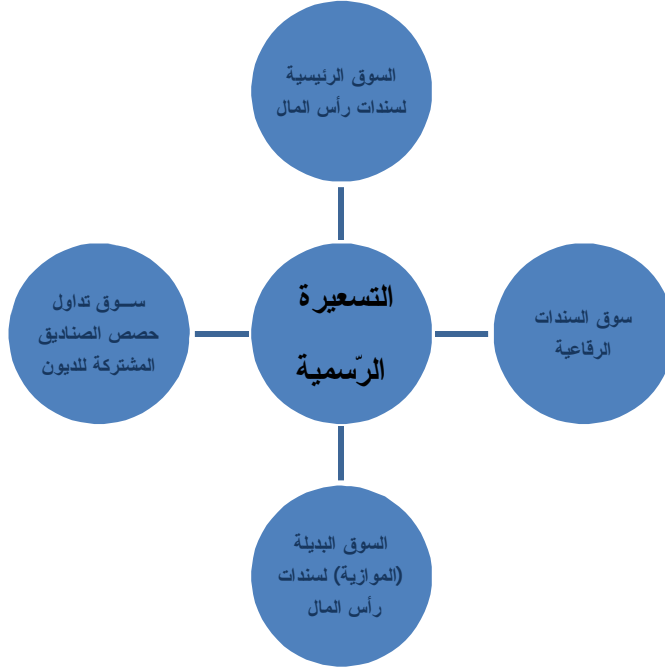


المصدر: موقع بورصة الجزائر (www.sgbv.dz)

- السوق الرئيسية: موجهة للشركات الكبرى. ويوجد بها حالياً أربع (04) شركات مدرجة؛
- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، تم إنشاؤها في 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة²⁹؛
- سوق سندات الدين: تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة، يوجد بها سند واحد فقط هو خاص بـ "مجموعة دهلي" والتي من المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016.
- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT): مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. تأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 26 سند تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاماً من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

(2) أسواق بورصة تونس³⁰: تشمل تسعيرة بورصة تونس الأسواق التالية الموضحة في الشكل:

الشكل رقم (04): أسواق بورصة تونس



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على موقع البورصة (www.bvmt.com)

- السوق الرئيسية لسندات رأس المال: مفتوحة للشركات ذات الحجم الكبير، خفية الاسم التي تستجيب لعدد معين من مقاييس فتح رأس المال للعموم والحجم والأداء والسيولة والشفافية تحوي حالياً 77 شركة.
- السوق البديلة (الموازية) لسندات رأس المال: مفتوحة للشركات الصغرى والمتوسطة ذات الآفاق الواعدة. عدد المؤسسات المدرج بها 4 شركات.
- سوق السندات الرقاعية: مخصصة لتداول سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات العمومية المحلية، وكذلك كل سندات الدين القابلة للتداول في هذه السوق والتي تصدرها أي مؤسسات خاصة.
- إضافة إلى سوق تداول حصص الصناديق المشتركة للديون.

ثالثاً: تطور أداء السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية

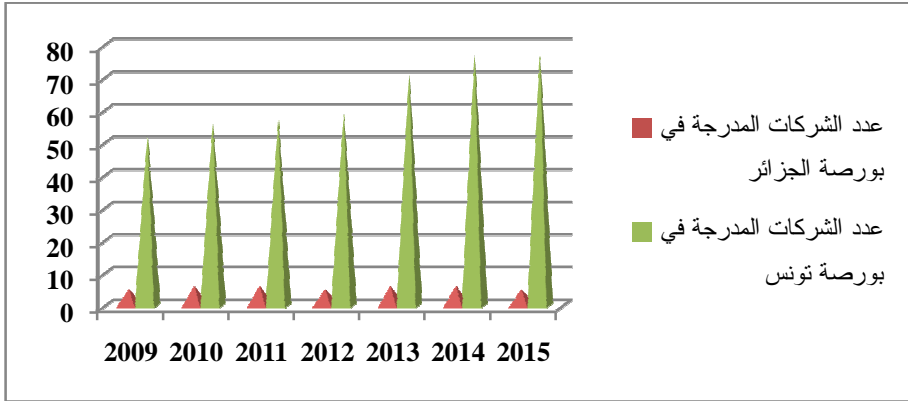
سنتعرف في هذا المحور إلى الواقع العملي للسوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس وذلك بتحليل تطور الأداء والنشاط باعتماد مؤشرات متعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية، كمدخل تمهيدي للإجابة على الإشكالية الرئيسية.

1. تطور مؤشرات أداء السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس:

سنختبر مدى فعالية المؤشرات الدالة على مستوى نشاط السوق المالية (عدد الشركات المدرجة، سيولة السوق ورأس المال السوقي).

1/ مؤشر عدد الشركات المدرجة: يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق، فزيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة. العكس صحيح، انخفاض عدد الشركات المسجلة أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المسجلة، يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة³¹. تطور عدد في السوقين موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (05): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مقارنة بتونس



المصدر: من إعداد الباحثين، بالاعتماد على:

- شعابنية سعاد: "النظام المالي المحاسبي ودوره في تفعيل نشاط بورصة الجزائر"؛ مقال منشور

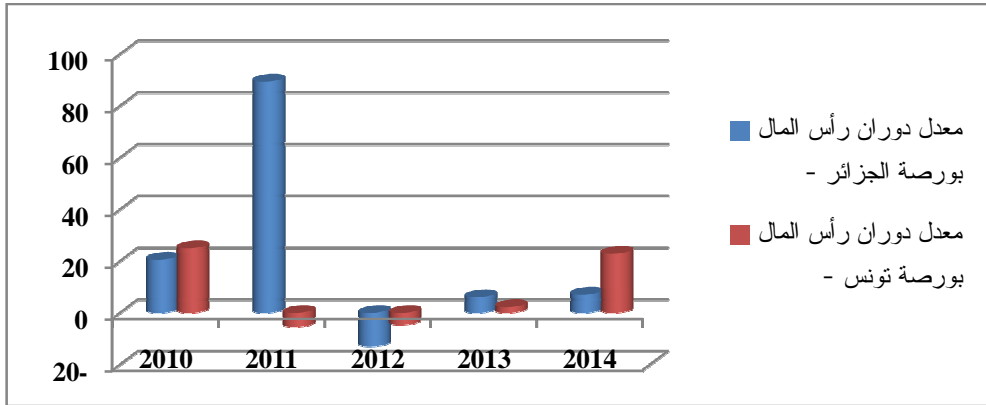
على الرابط: <http://www.alukah.net/culture/0/47134/#ixzz3rkW1hA00>; 10/12/2015

- صندوق النقد العربي - قاعدة بيانات أسواق الأوراق & (2008 - 2014) Les Rapports Annuel المالية العربية

نلاحظ عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر هو 5 شركات فقط في 2009. ليشهد بعد ذلك تذبذب بين 5 و6 شركات مدرجة فقط، ثم يعود ليستقر في نفس العدد (5) حالياً أي بنسبة تغير معدومة. بينما بورصة تونس كانت تضم في 2009 52 شركة مدرجة، ثم شهدت تطور إيجابي مستمر سنوي إلى 2014 وذلك بإدراج 25 شركة ليصل عددها الحالي إلى 77 شركة والذي يمثل حوالي 16 مرة المدرج في بورصة الجزائر. النتيجة تطور إيجابي في نسبة اتساع السوق التونسية يعتبر كعامل مساعد في قياس الكفاءة، عكس الجزائر الذي لا يصب في صالح كفاءة السوق المالي.

2/ رأس المال السوقي: يمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي³²، فهو عبارة عن عدد الأسهم مضروباً في القيمة السوقية (سعر السهم في السوق)³³. يؤدي ارتفاعه إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي للبورصة، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، لأن الارتفاع يعني زيادة تعبئة الموارد وتنويع المخاطر³⁴. تطور رأس مال في السوقين موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (06): تطور رأس المال السوقي لبورصة الجزائر مقارنة بتونس



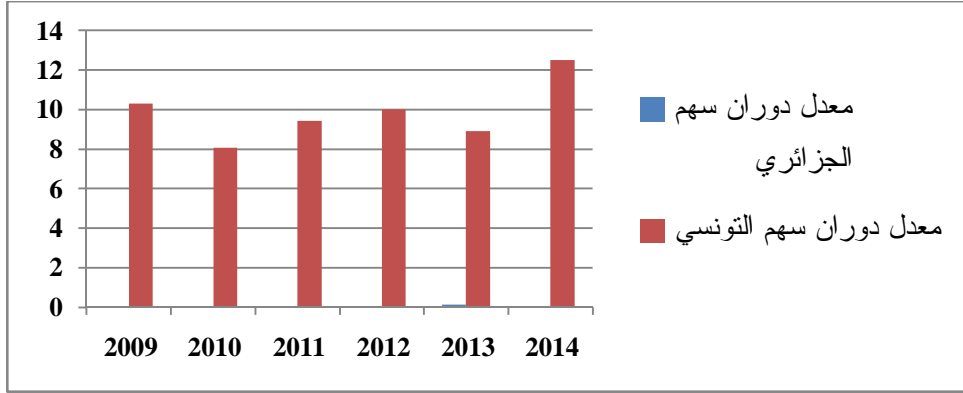
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المرجع السابق التقارير السنوية، وموقع بورصة الجزائر

(<http://www.sgbv.dz/>)

نلاحظ تطور إيجابي لرأس مال بورصة الجزائر في 2010 وقياسي في 2011 منخفض في السنوات الأخرى عدا سنة 2012 والتي سجل فيها معدل دوران سالب، فقد سجل تطور ملحوظ بين 2009 و2014 بنسبة 125.9%، بما قيمته 8243 مليون دينار جزائري. بورصة تونس عكس ذلك، سجلت تطور متذبذب منخفض.

13 / مؤشر سيولة السوق: السيولة تعني إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وبسرعة، فكلما كان السوق يتمتع بالسيولة دل ذلك على كفاءته؛ أما رصمة السوق كما قلنا سابقاً تمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي³⁵. لقياس سيولة السوق سنحسب معدل دوران السهم (قيمة التداول / رأس المال السوقي). الشكل التالي يوضح تطور السيولة في السوقين:

الشكل رقم (07): تطور السيولة في بورصة الجزائر مقارنة بتونس



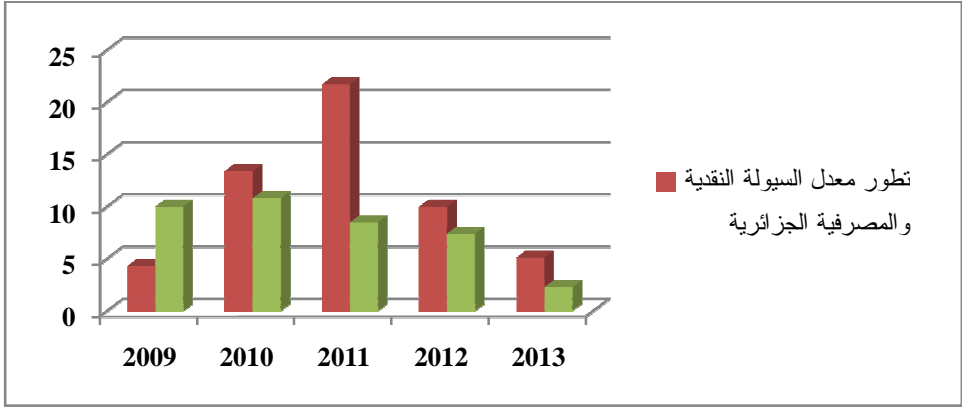
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المراجع السابقة (موقع البورصة والتقارير السنوية). بورصة الجزائر شهدت ضعف خيالي بمعدل سنوي 0.012% ونسبة كلية تقل عن 1%0، كما سجلت سنة 2014 سجلت أقل نسبة تطور بـ 0.0013%. مع نسبة مساهمة الشركة ضعيفة لمساهمة كل شركة مدرجة في هذا المعدل (عدد الشركات المدرجة / متوسط معدل دوران السهم) بـ 0.0008%. بورصة تونس شهدت تطور إيجابي متذبذب، بمعدل سنوي 10% والذي يمثل أكثر من 750 مرة نظيره الجزائري، وبنسبة مساهمة الشركة المدرجة بـ 0.12%؛ الفارق كبير جداً وهو مؤشر دال على نشاط السوق.

II. تطور المؤشرات المرتبطة بأداء السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس:

في هذا المحور سنتطرق إلى بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية وتؤثر أداء السوق المالي.

1. التطورات النقدية والمصرفية: زيادة عرض النقد يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وانخفاضه يؤدي إلى انخفاض أسعارها. ومن المعروف بأن البنوك المركزية هي التي تتحكم في عرض النقد، وبالتالي فالسياسات النقدية التوسعية أو الانكماشية التي تتبعها هذه البنوك ستؤثر بلا شك على أسعار الفائدة وبالتالي اتجاهات الأسعار في أسواق الأسهم³⁶. تطور عرض النقد موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (08): تطور السيولة المحلية في الجزائر مقارنة بتونس

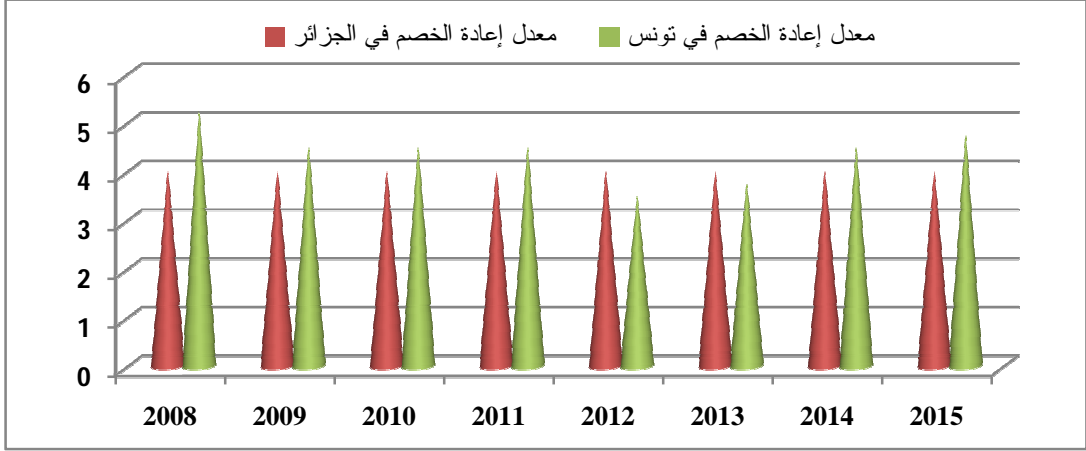


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مرجع سبق ذكره؛ صندوق النقد العربي - قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية.

السيولة المحلية في الجزائر سجلت تطور إيجابي في السنوات الثلاثة الأولى، لكن السنوات الثلاثة الأخيرة وابتداءً من 2012 سجل انخفاض في المعدل. المعدل المحقق في 2014 سجل ارتفاع بـ 0.6% مقارنة بـ 2009 الذي شهد أدنى معدل سيولة بـ 4.3%. السيولة المحلية لتونس تعاني أكثر من هذا إذ سجلت ارتفاع واحد سنة بـ 0.8% في 2010 وابتداءً من 2011 سجل انخفاض في المعدل لمدة ثلاث سنوات متتالية. وعند المقارنة نجد المعدل التطور السنوي للسيولة في الجزائر يقدر بـ 8.24% بينما تونس فيقدر بـ 6.90% لكن لا يمكن الحكم على استقرار السيولة النقدية، لأن هذا المعدل مرتبط بالنمو الاقتصادي ومعدل التضخم وبوضعية ميزان المدفوعات.

2. معدل الفائدة³⁷: سعر الفائدة يكون بين البنوك التجارية وعملائها، أما معدل إعادة الخصم هو معدل فائدة بين البنك المركزي والبنوك التجارية المحلية، وتوجد علاقة طردية بينهما. يمكن إظهار تطور معدل إعادة الخصم في البيان الموالي:

الشكل رقم (09): تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر مقارنة تونس



المصدر: من إعداد الباحثين، بالاعتماد على بيانات الموقع:

<http://fr.tradingeconomics.com> 17/01/2016 12:23

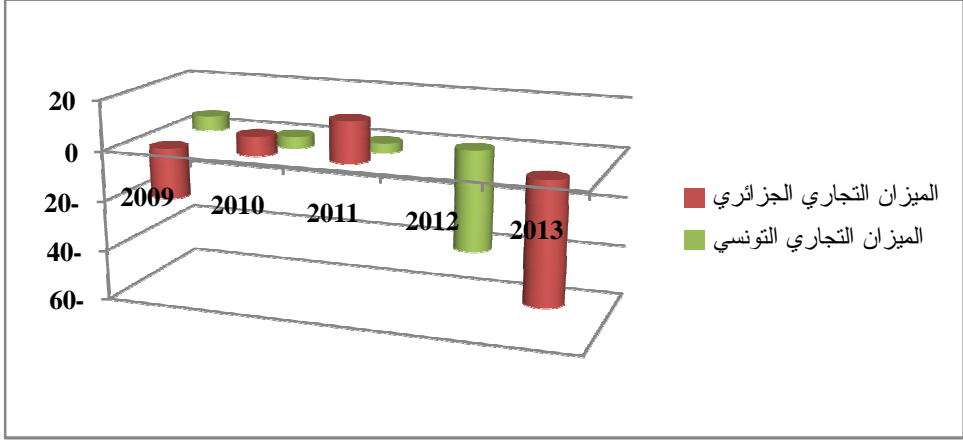
ارتفاع سعر الفائدة أو معدل إعادة الخصم يؤثر سلباً على أسعار الأسهم، وانخفاضها يجلب المستثمرين خاصة المخاطرين إلى الإقبال نحو السوق المالي للبحث عن فرص استثمارية ذات عائد أعلى، والإقبال نحو السوق المالي يعني تحسن أدائه.

بالنسبة للجزائر نلاحظ معدل الفائدة بين البنوك ثابت في كل الفترة في 4% بينما تونس سجل أعلى قيمة له في 2008 بـ 5.25%، ليسجل في 2009 انخفاضا إلى 4.5% ويبقى ثابت طيلة ثلاث سنوات، ثم في 2012 سجل انخفاض ثاني إلى 3.5%، ثم في 2013 رجع ليرتفع تدريجياً حيث سجل ما نسبته 4.75%.

3. الميزان التجاري: الميزان التجاري يعكس الحالة الحقيقية للاقتصاد. فعجزه يعني النمو السلبي للاقتصاد مما يعكس على كل الهياكل الاقتصادية كما يؤدي إلى المديونية (ميزان المدفوعات)، وبالتالي تذبذب في النشاط الاقتصادي وتأثير السلبي على أداء السوق المالية.

تطور معدل الميزان التجاري الجزائري والتونسي موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (10): تطور الميزان التجاري الجزائري مقارنة بتونس



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مرجع سبق ذكره؛ صندوق النقد العربي - قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية.

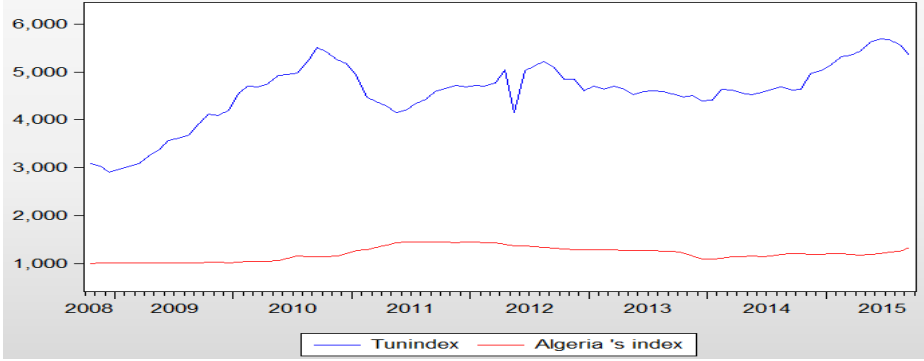
الميزان التجاري الجزائري سجل تدني خطير بنسبة 20% في 2009، لكن سرعان ما حاول استرداك النقص من خلال تسجيل فائض في 2010 و 2011، لكن 2013 سجل عجز قارب 50%. لذا يمكن القول بأنه ميزان عاجز. الميزان التونسي هو الآخر عاجز، فقد سجل ارتفاع واحد في 2009، وكل السنوات الأخرى شهدت عجز وفي 2012 سجل أكبر انخفاض.

III. تطور التداول في السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس:

في هذا المحور الأخير لتقييم الأداء سنتتبع تطور مؤشر السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس، ثم عدد الأسهم المتداولة وفي الأخير حجم التداول؛ كمدخل تمهيدي أخير لاختبار الكفاءة في السوقين.

1) تطور مؤشر بورصة الجزائر مقارنة بتوناندكس: مؤشر البورصة هو دليل لقياس أسعار الأسهم في السوق بشكل عام على أساس يومي. وهو عبارة عن مجموع سعر الأسهم مضروباً بحجم الشركة في السوق. يكون موجب عندما يكون عدد الأسهم المرتفع أسعارها أكثر من عدد المنخفض أسعارها خلال اليوم ذاته، والعكس صحيح³⁹. تطور المؤشر العام للبورصتين خلال فترة الدراسة موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (11): التطور العام لمؤشر بورصة الجزائر مقارنة بتونس



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مراجع سبق ذكرها (موقع البورصة والتقارير السنوية).
مؤشر بورصة الجزائر له اتجاه عام ثابت مقارنة بمؤشر بورصة تونس اتجاهاه العام متذبذب صعوداً ونزولاً إضافة إلى قيمه المرتفعة مقارنة بنظيره الجزائري وهو مؤشر إيجابي لقياس الكفاءة.

بالنسبة لمقاييس النزعة المركزية للسلسلة الاحصائية للمؤشر فهي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): مقاييس النزعة المركزية لسلسلة مؤشر بورصة الجزائر مقارنة بتونس

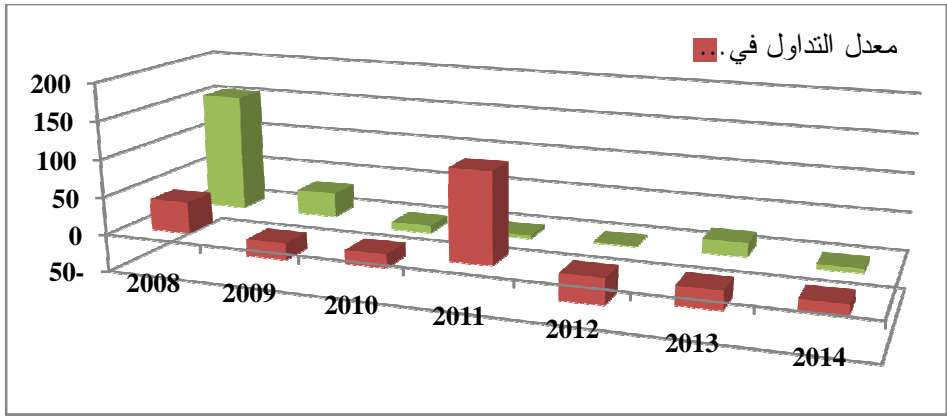
مؤشر بورصة تونس	مؤشر بورصة الجزائر	مقاييس النزعة المركزية
4570.21	1211.08	المتوسط
5686	1458	أكبر قيمة
2909	993	أدنى قيمة
4642	1202	الوسيط
649.256	142.822	الانحراف المعياري
14	12	نسبة التجانس %

المصدر: من إعداد الباحثين بالاستناد على المعلومات السابقة.

نلاحظ كذلك تفوق تونانديكس مقارنة بمؤشر بورصة الجزائر لا من حيث ارتفاع قيمه، المدى وكذلك نسبة التجانس. فمؤشر بورصة الجزائر سجل ثبات واستقرار نوعي، مقابل تغير يومي ولو طفيف لمؤشر بورصة تونس.

(2) تطور عدد الأسهم المتداولة: عدد الأسهم المتداولة مؤشر لحجم ومقدار نشاط السوق، إذ توجد علاقة طردية بين العدد المتداول وتطور الأداء. تطور الأسهم المتداولة للسوقين موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (12): تطور العدد المتداول في بورصة الجزائر مقارنة بتونس



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مراجع سبق ذكرها؛ التقارير السنوية و:

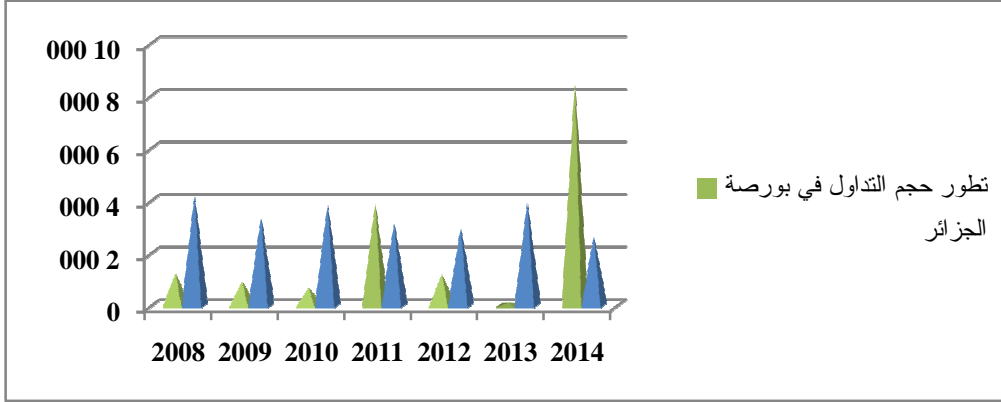
- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: "التقرير السنوي لسنة 2009 و2010".

بورصة الجزائر تشهد نقص فادح في العدد المتداول، فقد سجلت تطور ملحوظ 2011 في معدل التداول بـ 117%، فلا يمكن قياس الأداء في تحسن ملحوظ لسنة واحدة. من جهة أخرى، تسجيلها ارتفاعين و فقط مقابل 5 انخفاضات، كما أن السنوات الثلاثة الأخيرة سجلت انخفاض متعاقب، وهذا يترجمه عدم تسجيل للمليون في العدد المتداول. بورصة تونس هي الأخرى تشهد نوعاً من عدم الاستقرار في العدد المتداول لكن ليس عنيف، 3 ارتفاعات مهمة مقابل 4 انخفاضات بسيطة. لذا يمكن القول أن التداول في بورصة تونس أفضل من بورصة الجزائر بأكثر من 200 مليون عدد أسهم تداول سنوياً في كل سنوات الدراسة بل وفاق 300 مليون في بعض السنوات.

(3) تطور حجم التداول (Trading value): يشير حجم التداول إلى عدد المعاملات التي يجريها المتداول أو الوسيط أو السوق في غضون مدة زمنية معينة. فأي زيادة في حجم التداول قد تزيد من وضوح

أي حركة ملحوظة في السعر⁴⁰. الشكل الموالي يوضح لنا تطور حجم التداول الذي عرفه السوقين خلال الفترة الممتدة ما بين 2008 و2014:

الشكل رقم (13): تطور حجم التداول في بورصة الجزائر مقارنة بتونس



المصدر: من إعداد الباحثين، بالاعتماد على نفس المراجع السابقة.

عند مقارنة الأداء خارج سنة 2008، نجد بورصة الجزائر سجلت معدلين قياسين في 2011 و2014 وانخفاضات حادة في باقي السنوات، أما بتونس فسجلت تذبذب بين الارتفاع والانخفاض. فتطور حجم التداول في بورصة الجزائر أفضل من نظيرتها التونسية في حجم التداول نتيجة المعدلات القياسية المسجلة 472% و8210%.

رابعاً. كفاءة السوق المالي الجزائري مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية

في الأخير سنحاول الإجابة عن الإشكالية المطروحة، وذلك باختبار الصيغ (المستويات المختلفة) لكفاءة السوق المالية (الضعيفة والمتوسطة) ثم أخيراً نختبر أثر التأثير بالأزمة المالية العالمية على السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس.

1. اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة في السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية:

فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة تستند على فرضية الحركة العشوائية للأسعار (RW⁴¹) وترتكز على عشوائية التغيرات في أسعار الأوراق المالية لتحديد درجة ارتباطها من عدم ارتباطها بالتغيرات التاريخية ضمن سلسلة زمنية محددة، وكذلك التوزيع الطبيعي للسلسلة.

1 - اختبار الاستقرار ADF/Phillips & Perron/ Kpss: لاختبار الاستقرار استخدمنا

ثلاثة اختبارات ADF/Phillips & Perron/ Kpss، إذ:

- يعتمد اختبار ديكي فلر المطور ADF على إحصائية t لمعامل معادلة الانحدار الذاتي⁴²، فبعد تقدير معاملات النموذج، تحسب t بطريقة المربعات الصغرى؛
 - تقدير اختبار Perron-Phillips يعتمد على نفس معادلة ADF، ويختلف عنه في طريقة معالجة وجود الارتباط التسلسلي من الدرجة الأعلى، حيث يقوم بعملية تصحيح غير معلمية؛
 - أما اختبار Kpss يفترض استعمال اختبار مضاعف لاجرانج The Lagrange Multiplier (LM) ويقوم على أساس فرضية العدم وهو أن السلسلة ساكنة.
- كل اختبار نموده مختلف عن الآخر ونتائج الاختبارات موضحة في الجدول:

الجدول رقم (02): نتائج اختبار على البورصة الجزائرية مقارنة بتونس

اختبار Kpss		اختبار ADF & Perron-Phillips			النموذج	البورصة
إحصائية LM	%5	إحصائية PP	إحصائية ADF	%5		
		0.78	0.74	-1.94	(1)	الجزائرية
0.35	0.46	-1.54	-1.45	-2.89	(2)	
0.23	0.14	-1.45	-1.59	-3.46	(3)	
		0.96	0.97	-1.94	(1)	التونسية
0.61	0.46	-2.11	-2.11	-2.89	(2)	
0.15	0.14	-2.23	-2.15	-3.46	(3)	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات المؤشر

نلاحظ في الاختبارات الثلاث الإحصائية أكبر من القيم الجدولية عند مستوى المعنوية 5% بالنسبة للبورصة الجزائرية وكذلك التونسية، كما سُجِّلَتْ كل الاحتمالات المرجحة في النماذج الثلاثة أكبر من 5%. إذن، سلسلة مؤشر البورصتين تحتوي على جذر الوحدة وهي غير ساكنة (غير مستقرة).

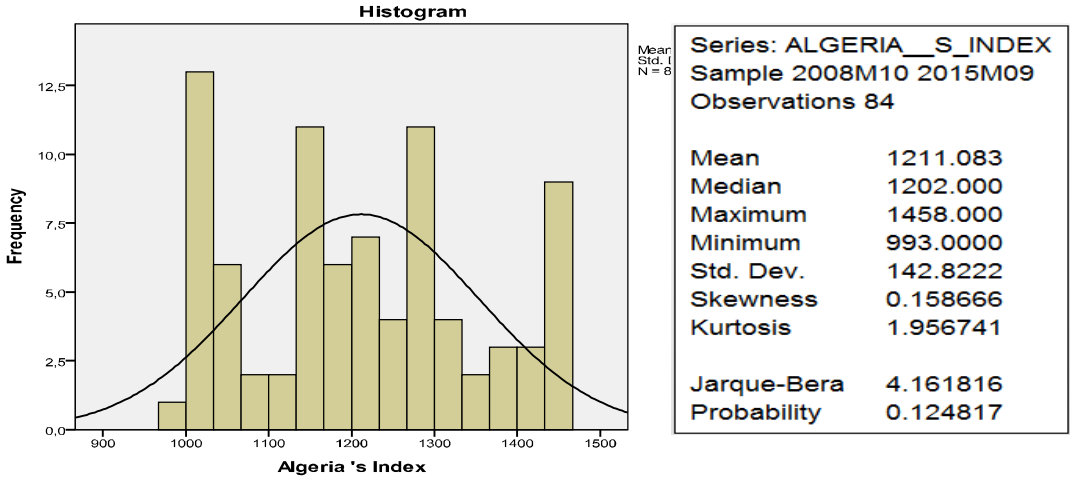
2- اختبار الارتباط الذاتي، المتسلسل Autocorrelation: بعدما أظهرت لنا كل من اختبار ADF، PP، Kpss أن سلسلة مؤشر البورصة غير مستقرة. سنحاول التأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم سلسلة المؤشر وذلك بالرجوع إلى شكل انتشار الفجوات المختلفة باستخدام برنامج Eviews9 ولأجل تأخير قيمته H=83 (يستخدم التأخير للاختبار العلاقة بين قيمة المؤشر في الزمن t+1 مع قيمته في الزمن t). أما العمود (AC) فيوضح لنا وجود علاقة عندما تكون نتائج مختلفة عن 0، وإحصائية السلسلة Q-Stat (Ljung-Gox) تكون مستقرة عندما تكون أكبر من الجدولية χ^2 (نحصل عليها من جدول التوزيع Chi-deux). بعد الاختبار بينت لنا النتائج أن:

- قيم مؤشر بورصة الجزائر في العمود (AC) غير مساوية للصفر وتتناقص بشكل تدريجي إلى ما تحت الصفر (القيم السالبة)، مع تسجيلها لتذبذب (ارتفاع ثم الانخفاض مجّداً)؛ أما تونانديكس التونسي فهو الآخر غير مساوي للصفر ومتذبذب بين الانخفاض إلى ما تحت الصفر والارتفاع؛

- كذلك قيم الإحصائية Q-Stat (Ljung-Gox) المحسوبة أكبر من الجدولية χ^2 ؛ لذلك نستنتج أنه يوجد ارتباط بين المشاهدات المدروسة، هذا ما تؤكد القيمة الاحتمالية P-Value المقابلة لكل قيمة محسوبة من Q.L.B والتي تقل عن /0.05/.

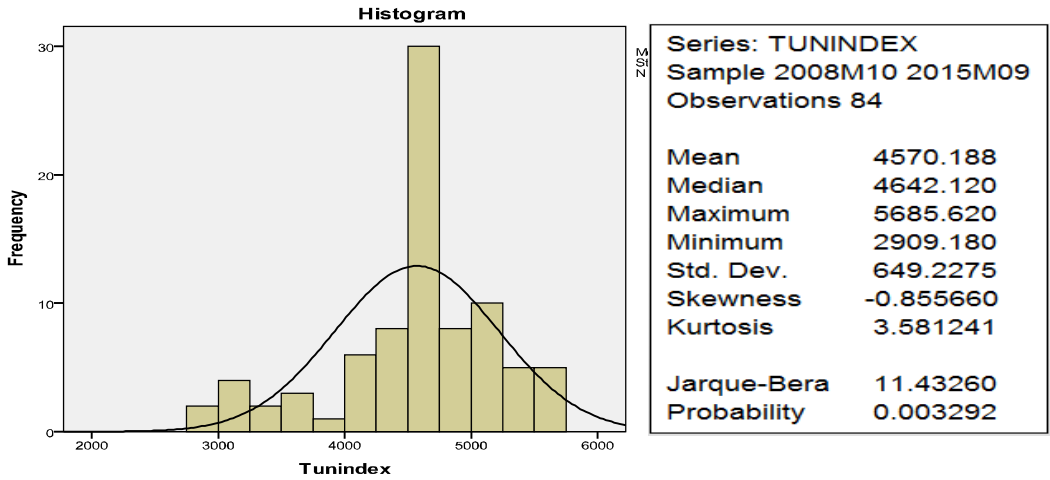
3- اختبار التوزيع الطبيعي Testing Distributions for Normality: يستخدم هذا الاختبار لإثبات خضوع مشاهدات الدراسة للتوزيع الطبيعي، وذلك لتأكيد أو نفي فرضية تمتّ مع الأسعار المعبر عنها بالمؤشر السوقي للتوزيع الطبيعي، وبالتالي تأكيد أو نفي وقوع السوق عند المستوى الضعيف للكفاية. نتيجة الاختبار معبر عنها في التوزيع الاحتمالي:

الشكل رقم (14): التوزيع الاحتمالي لسلسلة مؤشر البورصة الجزائرية



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات المؤشر

الشكل رقم (15): التوزيع الاحتمالي لسلسلة مؤشر البورصة تونس



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات المؤشر

نستنتج من الشكلين النقاط التالية:

- شكل توزيع سلسلة مؤشر بورصة الجزائر سجل التواء بسيط بقيمة (0.158666) لجهة اليمين ويختلف عن الصفر بالفاصلة، تفرطح موجب بقيمة (1.956741) يختلف عن 3. إذن، قيم

المؤشر لا تتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5% كما يوضحه الشكل وتؤكدته القيمة الاحتمالية للاختبار (0.124817)؛

- شكل توزيع سلسلة مؤشر توناندكس هو الآخر شكّل التواء بسيط لكن سلبي (-0.855666) أي إلى جهة اليسار وعن الصفر، تفرطح موجب بقيمة (3.581241) أكبر ويختلف عن 3 بالفاصلة. إذن، قيم مؤشر توناندكس هي الأخرى لا تتبع التوزيع الطبيعي كما هو موضح في الشكل وتؤكدته القيمة الاحتمالية الصغيرة للاختبار (0.003292).

- كنتيجة اقتصادية أخيرة لهذه الاختبارات، بورصة الجزائر وتونس غير كفاءة عند المستوى الضعيف رغم عشوائية التغير لمؤشرهما الكلي نتيجة وجود ارتباط ذاتي بين المشاهدات وعدم التوزيع الطبيعي للسلسلة محل الدراسة.

II. اختبار الصيغة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس:

الهدف من هذا الاختبار أكثر منه قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس في الصيغة المتوسطة، هو محاولة اختبار أثر بعض العوامل الاقتصادية الخارجية الكلية (معدل التضخم، البطالة ومعدل الناتج المحلي الإجمالي) على مؤشر البورصتين، باستخدام معامل ارتباط (بيرسون). نتائج الاختبار موضحة في الجدول:

الجدول رقم (03): نتائج اختبار بيرسون (R)

معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP Rate	معدل البطالة Unemployment Rate	معدل التضخم Inflation Rate	
0.346	-0.227	0.219	مؤشر بورصة الجزائر
-0.237	0.451	0.244	مؤشر بورصة تونس

المصدر: من إعداد الباحثين، بالاعتماد على المراجع السابقة و:

:3211- <http://www.indexmundi.com/> 26/11/2015

علاقة مؤشر البورصتين بالمتغيرات الكلية ضعيفة أقل ما يقال عنها قريبة قليلاً من المتوسط بالنسبة لمؤشر بورصة الجزائر ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وكذلك مؤشر توناندكس ومعدل البطالة. لكن لا توجد ولو علاقة ترابطية قوية واحدة بين هذه المؤشرات الكلية ومؤشر السوق. فمؤشر السوق لا يستجيب للتغير في المتغيرات الاقتصادية، والبورصتين غير كفاءة عند المستوى المتوسط وهذا أكيد، فالهدف من هذا الاختبار التأكد من أن عدم الكفاءة ليس بسبب تأثير العوامل الكلية على المؤشر، وهذا محقق.

III. اختبار أثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس:

بعد اختبار كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، والتوصل إلى أن السوقين غير كفاءة في المستوى الضعيف وهذا ليس بتأثير العوامل الكلية. أخيراً سنختبر أثر الأزمة المالية العالمية على السوقين لمعرفة هل هذا الأداء نتيجة لمخلفات الأزمة كنتطابق منا بين الجانب النظري والتطبيقي من جهة، وتشخيصاً منا للأداء الحقيقي، واستخدامنا لذلك الأسلوب الإحصائي (Independent Samples T-Test) للمقارنة بين مجموعتين من حيث أدائهما لتوضيح الفرق بينهما، وهل لهذا الفرق دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05).

فبعد جمع عيّنتين الأولى قبل، والثانية بعد وقوع الأزمة (إفلاس بنك ليمان برادرز في 2008/09/01). بالنسبة لبورصة الجزائر كل عينة تضم 8 مؤشرات شهرية، أما بورصة تونس فكل عينة تضم 12 مؤشر شهري وذلك حسب البيانات المتوفرة. توصلنا أن عدم الكفاءة ليس بسبب الأزمة المالية العالمية، ف:

- بورصة الجزائر سجلت انخفاض طفيف وهو طبيعي لأي سوق الارتفاع والانخفاض.
- بورصة تونس أكثر من هذا، مؤشرها توناندكس وأصل مساره المتصاعد في الفترة ما بعد الأزمة مقارنة بالفترة قبل الأزمة.

الخلاصة:

بعد اختبارنا لكفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية للإجابة على الإشكالية الرئيسية للموضوع من خلال عرض نظري لنشأة السوقين الماليين وأسس الاستثمار فيهما، قياس الأداء وتطوره ثم في الأخير تطبيق عدد من الاختبارات القياسية لاختبار الكفاءة على المستوى الضعيف، المتوسط ثم أثر الأزمة المالية العالمية على الأداء، توصلنا إلى النتائج والتوصيات التالية:

- الهدف من إنشاء السوق المالية الجزائرية هو لتحسين الوضع القائم والتخلص من المديونية والانتقال إلى اقتصاد السوق، أما نظيرتها التونسية أنشئت للتطوير والنهوض من الوضع القائم وضمان عنصر التنوع في الموارد الاقتصادية من جهة. ومن جهة أخرى، مسايرة الاقتصاد العالمي؛
- الأداء العام للسوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس متواضع في مؤشرات الأداء، تطور المؤشر وكذلك التداول مع تسجيل حالات خاصة في تطور المعدل السنوي لرأس المال السوقي ومعدل حجم التداول. المؤشرات التي لها علاقة بالأداء عكس ذلك نتيجة امتلاك الجزائر لموارد مهمة مقارنة بتونس؛
- أما فيما يخص الكفاءة، فعدم تحققها ولو على المستوى الضعيف ليس بأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على الأداء، ولا بسبب الأزمة المالية العالمية والتي أثرت على كل الأسواق العالمية المفتوحة على الخارج. السبب في ذلك نقص الفعالية في التسيير وعدم استثمار الموارد المالية بطريقة كفاءة وكذلك الانزعال وعدم مسايرة التطور العالمي، مما انعكس سلبياً على نتيجة الأداء والكفاءة خاصة في الجانب الجزائري؛
- لذا كتوصية ونتيجة للبحث، وحب إعادة النظر في وضعية السوق المالية في جانب الأداء، التسيير، الشفافية، الحوكمة وكذلك القوانين المحفزة بهدف النهوض بالاقتصاد والتخلص من الاقتصاد الريعي والتخلص من الأزمات المختلفة التي تصيب الاقتصاد من حين لآخر آخرها أزمة انهيار أسعار المحروقات.

الهوامش والمراجع:

- ¹ - ناصر سليمان: "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي"؛ الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية"؛ جامعة فرحات عباس، سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير؛ 25-28 ماي 2003؛ ص 4.
- ² http://ar.wikipedia.org/wiki/23/11/2013_9:30 - سوق رأس المال
- ³ - Badger .E. Ralph , Torgerson .w . Harold, Guthmann. G. harry, " **investwent principls and practices**" 6th edition, Prentichall, 1969; p53.
- ⁴ - هاني أنور صالح؛ "شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية"؛ رسالة ماجستير؛ الجامعة الإسلامية؛ غزة-فلسطين؛ 2007م؛ ص 13.
- ⁵ - رياض ب: "ندوة حول: المخاطر المحدقة ببورصة الجزائر"؛ 29-30 سبتمبر 2004. www.algeria-inteface.com

⁶ - http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/trading_system/functioning.html

31/12/2015 18.41

⁷ - SVM = Société des Valeurs Mobilières

⁸ - شعون شمعون: "البورصة - بورصة الجزائر"؛ الأطلس للنشر؛ 1993؛ ص19.

⁹ - BVM = Boruse des Valeurs Mobilières

¹⁰ - شعون شمعون؛ مرجع سبق ذكره؛ ص80.

¹¹ - COSOB = Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

¹² - SGBV = Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

¹³ - رباح عبد الغني: "الدور المالي و الاقتصادي لبورصة القيم وأثرها على أداء المؤسسات - دراسة حالة بورصة الجزائر"؛ رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية؛ جامعة بسكرة؛ 2004/ 2005؛ ص 75.

¹⁴ - مخلف عبد الرزاق: "الاستثمار في بورصة القيم المنقولة: دراسة لواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية"؛ مذكرة ماجستير؛ كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير؛ جامعة الجزائر؛ 2001؛ ص151.

¹⁵ - <http://www.bvmt.com.tn/AR/company/history.htm> 31/12/2015 18 :57

¹⁶ - بن عمر بن حاسين؛ "فعالية الأسواق في الدول النامية -دراسة قياسية-"؛ أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية؛ جامعة أبي بكر بلقايد؛ تلمسان -الجزائر؛ 2013م؛ ص158.

¹⁷ - بورصة تونس: "دليل المستثمر في البورصة"؛ أكتوبر 2012؛ ص07.

¹⁸ - بورصة الجزائر: "تعريف بورصة الجزائر"؛ ص2؛ مطوية محملة من الموقع: www.sgbv.dz

¹⁹ - Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart : "Dictionnaire des marchés financiers"; Traduit par Amel Leila Serbis ; Edition Pages Bleues ; Bruxelles ; 2010 ; p:12.

²⁰ - حنفي عبد الغفار: "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"؛ الطبعة الأولى؛ الدار الجامعية للنشر و التوزيع؛ الإسكندرية؛ 2002؛ ص153.

²¹ - فياض، عطية: "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"؛ دار النشر للجامعات؛ القاهرة؛ 1998؛ ص204.

²² - بن عزوز عبد الرحمن؛ "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"؛ رسالة ماجستير؛ جامعة منتوري؛ قسنطينة -الجزائر؛ 2012م؛ ص43.

²³ - منير إبراهيم هندي: "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"؛ منشأة المعارف؛ الإسكندرية؛ 1997؛ ص6.

²⁴ - <http://www.cosob.org/> 10/10/2015 11 :03

²⁵ - بورصة تونس: "دليل الأدوات المالية"؛ 2008؛ ص9.

²⁶ - زهبي ريم؛ "الاستقرار المالي النظامي: بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري"؛ أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة2- الجزائر؛ 2013؛ ص187 - 190.

- بورصة الجزائر: "تعريف بورصة الجزائر"؛ مرجع سبق ذكره؛ ص2.

²⁷ - www.bvmt.com 11/10/2015 11 :52

²⁸ - http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145 04/10/2015 10 :02

²⁹ - صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012.

³⁰ -Site le "Banque Centrale De Tunis" : http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/index.jsp 07/10/2015 09 :35

- www.bvmt.com 11/10/2015 11 :46

³¹ - لطرش سميرة؛ "كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية"؛ أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية؛ جامعة منتوري؛ قسنطينة- الجزائر؛ 2010م؛ ص256.

³² - محمد الهاشمي حجاج: "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007 - 2009"؛ مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير؛ جامعة قاصدي مباح ورقلة - الجزائر؛ 2012؛ ص159.

³³ - لطرش سميرة؛ مرجع سبق ذكره؛ ص259.

³⁴ - إيهاب الدسوقي: "اقتصاديات كفاءة البورصة"؛ دار النهضة العربية؛ القاهرة؛ 2000؛ ص132.

³⁵ - محمد الهاشمي حجاج؛ مرجع سبق ذكره؛ ص159.

³⁶ - سهيل مقابلة: "كيف تستثمر بسوق الأسهم (حالة سلطنة عمان)"؛ دار الراية؛ ط1؛ الأردن؛ 2013؛ ص27.

³⁷ - سهيل مقابلة؛ مرجع سابق؛ ص27 و28.

³⁸ - https://ar.wikipedia.org 23/11/2015 10 :34

³⁹ - https://ar.wikipedia.org 23/11/2015 10 :45

⁴⁰ - http://ar.tradimo.com/ 23/11/2015 10.49

⁴¹ - RWH : Random walk hypothesis

⁴² - سليمان موصلي وحازم السمان: "دراسة الكفاءة لسوق دمشق للأوراق المالية"؛ مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية؛ الجامعة الأردنية- الأردن؛ المجلد 29؛ العدد 02؛ 2013؛ ص162 و163.