

واقع سوق رأس المال في الجزائر و مدى مساهمته في دفع عجلة النمو الاقتصادي.

The reality of the capital market in Algeria and the extent of its contribution in driving economic growth

كركار مليكة*

¹ جامعة البليدة 2 علي لونيس (الجزائر) malikaafroune@hotmail.com

تاريخ الارسال: 14-12-2018؛ تاريخ القبول: 19-05-2019؛ تاريخ النشر: 25/06/2019

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى إظهار مدى مساهمة سوق رأس المال في الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني، كون أن سوق الأوراق المالية يؤدي دورا مهما في الاقتصاديات الحديثة من خلال جمع الموارد واستثمارها في القطاعات المنتجة، الأمر الذي يعود بالنفع على الاقتصاد الوطني. غير أن سوق رأس المال في الجزائر لم تستطع إلى يومنا هذا فرض تمويلها المباشر للاقتصاد الوطني، و من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى أن سوق الأوراق المالية في الجزائر تمتاز بقلّة عدد الشركات المدرجة بها، وبقلّة سيولتها. وهذا الأمر جعلها تشهد ركودا كبيرا في نشاطها ونمو بطيء جدا، وهذا ما دفعنا في الأخير إلى اقتراح آليات لتفعيل هاته الأخيرة من أجل الوصول إلى تعبئة فعالة لرؤوس الأموال و تنوع المخاطر.

الكلمات المفتاح: سوق رأس المال (بورصة الجزائر)، مؤشرات النشاط، النمو الاقتصادي.

Abstract: This study aims to show the contribution of the capital market in Algeria to the financing of the national economy, since the stock market plays an important role in modern economies through the collection of resources and investment in the productive sectors, which is beneficial to the national economy. However, the capital market in Algeria has not yet been able to impose direct financing for the national economy. Through this study we found that the stock market in Algeria is characterized by the low number of listed companies, and the low liquidity, and this made them experiencing a great stagnation in its activity and growth is very slow, and this led us to propose mechanisms to activate these latter to reach To effective mobilization of capital and diversification of risks.

Keywords: capital market(Algeria Stock Exchange), Activity indicators, Economic growth.

I- تمهيد :

إن فكرة إنشاء سوق رأس المال في الجزائر في تسعينات القرن الماضي جاءت لمسايرة اقتصاد السوق وإرساء معاملة في الجزائر، فتمويل النمو الاقتصادية يتوقف على مدى تطور أسواق الأوراق المالية، غير أن البورصة في الجزائر، وبعد مضي ما يقارب عقد من الزمن على دخولها حيز النشاط، لم تتمكن من فرض التمويل المباشر للاقتصاد باعتباره بديلا للتمويل بالاستدانة (أو بالأحرى مكملا له).

وينطلق البحث عن فعالية نشاط سوق رأس المال الجزائري من عملية تشخيص وتقييم مدى قدرته على لعب الدور المنتظر منه في عملية التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المحدودة على الشركات و المشروعات الاستثمارية التي تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، فهي التي تسمح باكتشاف جوانب وأسباب اللاكفاءة، وتقديم مختلف البرامج الإصلاحية المناسبة. وحتى نقوم بعملية التشخيص واقتراح آليات تفعيل سوق رأس المال في الجزائر وللوصول إلى الإجابة على إشكالية الدراسة والتي تتمحور حول:

ما هو واقع سوق رأس المال في الجزائر و ما مدى مساهمته في دفع عجلة النمو الاقتصادي؟

تم تقسيم البحث إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

1- الإطار التنظيمي لسوق رأس المال في الجزائر و شروط الادراج فيه

2- مؤشرات نشاط سوق رأس المال الجزائري

3- معوقات أداء سوق رأس المال الجزائري و آليات تفعيله

1.I- الإطار التنظيمي لسوق رأس المال في الجزائر و شروط الادراج

تشير الكثير من الدلائل إلى أن سوق رأس المال تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة التنمية الاقتصادية، و قبل التطرق إلى إبراز أهمية سوق رأس المال الجزائري في دفع عجلة التنمية الاقتصادية من خلال عدد من المؤشرات، سنقوم أولا بعرض الاطار التنظيمي وشروط الادراج فيه.

1.1.I- نشأة سوق رأس المال الجزائري و إطاره التنظيمي

لقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر سنة 1993، بمقتضى المرسوم التشريعي رقم: 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة، والمرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق بسوق القيم المتداولة، غير أن بورصة الجزائر لم تبدأ العمل إلا سنة 1997¹ (Mustapha mekidèche, 2008).

و على غرار باقي أسواق رأس المال في العالم يشمل سوق رأس المال الجزائري على مجموعة من المتدخلين وهم كل من:

أ- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) :

أنشأت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بموجب المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي، وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها من خلال² (تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي، 2010):

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛

- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.

كما نشير إلى أن المشرع أضاف إلى اللجنة مجموعة من السلطات لتمكينها من القيام بمهامها، والتي تتمثل في: سلطات تنظيمية وسلطات اعتماد و مراقبة و تحقيق و تأديب و تحكيم.

- السلطة التنظيمية و القانونية:

تعتبر من أهم سلطات اللجنة، حيث تقوم بتحديد الجانب القانوني لتنظيم و سير القيم المتداولة، من خلال إصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات والصفقات داخل البورصة، حيث تقنن

اللجنة لتسيير سوق القيم المتداولة بإملاء قوانين متعلقة بها، فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها بقرار من وزارة المالية وتنشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنص الموافقة.

- سلطة التحقيق:

يقوم أعضاء هذه اللجنة بالاطلاع على جميع الوقائع والأعمال التنظيمية، بهدف المراقبة وضمان تنفيذ الأحكام التشريعية و ذلك للتأكد مما يلي:

- الإجراءات التنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة.
- التأكد من التصحيحات التي حدثت في حالة ملاحظة أي خلل.
- إمكانية فتح تحقيق معني من خلال مراجعة حسابات المؤسسة.
- التحقق في ملفات المؤسسة التي تريد الإدراج.

- السلطة التأديبية و التحكيمية:

لهذه اللجنة السلطة في فض النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة، كما تعالج كل نقص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة والمتعاملون معهم.

ب- شركة تسيير بورصة القيم (SGBVM) :

تقوم شركة تسيير بورصة القيم منذ إنشائها على وضع الترتيبات العملية والتقنية لعمليات التداول على الأوراق المالية، وهي تشكل إطارا عموميا منظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة؛ باعتبارهم مهنيين مختصين في بيع وشراء الأوراق المالية، وتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها، كما تقوم بتسيير حصص البورصة و القيام بعمليات المناقصة ونشر المعلومات؛ فهي عبارة عن شركة ذات أسهم، ولا يصح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال الشركة، كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة³ (بن عمر بن حاسيين، 2012-2013) ، ويقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 475.200.000 دج.

و فيما يلي جدول يبين هيكل المساهمة لشركة بورصة الجزائر.

الجدول رقم (1): هيكل المساهمة لشركة تسيير بورصة القيم

المساهمين	عدد الأسهم	القيمة الاسمية (للسهم (دج)	القيمة (دج)	نسبة المساهمة (%)	رأس المال المخثر
البنك الوطني الجزائري	792	100 000	79 200 000	16,67	79 200 000
البنك الخارجي الجزائري	792	100 000	79 200 000	16,67	79 200 000
القرض الشعبي الجزائري	792	100 000	79 200 000	16,67	79 200 000
بنك الفلاحة و التنمية الريفية	792	100 000	79 200 000	16,67	79 200 000
الصندوق الوطني للاختار و التوفير بنك	792	100 000	79 200 000	16,67	79 200 000
بنك التنمية المحلية	792	100 000	79 200 000	16,67	79 200 000
BNP Paribas	792	100 000	79 200 000	16,67	79 200 000
المجموع	4752	/	475 200 000	100	475 200 000

Source : Bourse d'Alger, rapport d'activité 2010, Mars 2011, P4.

ج- الوسطاء في سوق رأس المال الجزائري (I.O.B)

الوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا، ويحصل مقابل ذلك على عمولة، غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أجزها، حيث ينحصر عمله في بيع وشراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه⁴ (المرسوم التشريعي، 1997).

ولقد لخص المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23/03/1993 مهامه فيما يلي:

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنها.

- التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية. القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه.

د- المؤتمر المركزي للسندات: (الجزائرية للتسوية، الشركة الجزائرية للحفظ المركزي للأوراق المالية)

تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 4/03 المؤرخ في 17/02/2003 وهو شركة ذات أسهم، و التي تحمل تسمية تجارية الجزائر كليرينغ، وتخضع للقانون الأساسي ويعين مسيريه بموافقة وزير المالية بعد استطلاع COSOB، والمساهمين فيه: سبعة (07) بنوك عمومية وستة (06) شركات مسعرة في البورصة هي: الأوراسي، صيدال، آيانس للتأمينات، وأن سي أ روية، وهي تمثل الأسهم، و داخل و هي تمثل السندات⁵ (المادة 11 من القانون رقم 04-03، 2003). الجزائر للتسوية هي شركة ذات أسهم، تضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم للعمليات التي تتم داخل و خارج شركة تسيير القيم المنقولة.

لقد ساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف و آجال عمليات التسوية/ التسليم الفوري و غيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح و الفوائد وممارسة الحقوق،...). و قد تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون رقم 04-03 المذكور أعلاه، كما يلي:

- يفتح ويدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب-الحافظين المنخرطين فيه؛
- يركز حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب؛
- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال...)
- يقن السندات المقبولة في عملياته؛
- ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق .

2.1.I- شروط الإدراج في سوق رأس المال الجزائري

تتمثل الشروط الخاصة بالدخول بالبورصة فيما يلي:⁶ (بورصة القيم المنقولة SGBV، 2016)

أ- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج:

- تتمثل الشروط الخاصة بالقيم محل طلب الإدراج فيما يلي:
- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم؛
- لا بد من تحديد قيمة كل سهم؛
- لا يمكن قبول القيم التي تزيد في رأس المال في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة؛
- يجب أن توزع الأسهم المعروضة للأفراد على 100 حامل على الأقل و آخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة؛
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

ب- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

- تتمثل الشروط الخاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج فيما يلي⁷ (أحمد بوراس، 2002):
- الحد الأدنى لرأس المال 500 مليون دينار؛
- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛
- نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة؛
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول؛

- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة؛

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛

- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

I.2- مؤشرات نشاط سوق رأس المال الجزائري

لغرض قياس أثر سوق رأس المال على النشاط الاقتصادي في الجزائر، تم حصر مؤشرات فعالية هذه السوق، والتي ماهي إلا انعكاس للظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية للجزائر، إضافة إلى ما شهدته هذه السوق من انعكاس في مجال إطارها المؤسسي والتنظيمي و التي كان لها وقعها على تطور مؤشراتها، ومنها: القيمة السوقية، عدد الشركات المدرجة، حجم التداول ومؤشر القيمة البورصية/PIB (%).

I.2.1- مؤشر القيمة السوقية:

يسمى أيضا بالرملة السوقية، ويقصد به مجموع القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، وهي تمثل الحجم الكلي لرأس مال السوق في نهاية السنة، بمعنى أنها تعبر عن قيم سعر إغلاق أسهم الشركات في نهاية آخر يوم من السنة، وهذه القيمة مهمة لرصد التطورات الحاصلة الأنشطة الاستثمارية للاقتصاد خلال الزمن، على أساس أن قيمة الأسهم تزداد مع زيادة حجم المشروعات الاستثمارية التي يتم تمويلها بالأسهم، وإن ارتفاع تلك القيمة تعني ارتفاع النشاط الاقتصادي سواء من حيث عدد الأسهم، أو زيادة عدد الشركات أو أنها تعبر عن ارتفاع أسعار الأوراق المالية، كما ويستخدم هذا المؤشر لمقارنة الحجم النسبي للسوق بالنسبة للأسواق على مستوى المنطقة أو الإقليم أو على المستوى العالمي⁸ (Rapport 2013, 2014).

و في سبيل المقارنة، يوضح الجدول الموالي مؤشر القيمة السوقية لكل من بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس، بورصة عمان و بورصة الجزائر للفترة 2011-2017.

الجدول رقم (2): تطور القيمة السوقية للأربع بورصات (بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس، بورصة عمان و بورصة الجزائر) خلال الفترة 2011-2017

الوحدة: مليون دولار أمريكي

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	سنوات
67098	57697	45957	53369	55329	52605	60092	بورصة الدار البيضاء
8640	8762	8736	9295	8590	8874	9648	بورصة تونس
23938	24487	25366	25494	25761	26858	27210	بورصة عمان
85	88	91	111	124	125	135	بورصة الجزائر

المصدر: من اعداد الباحثة اعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع: www.amf.org.ae

إن الدراسة المقارنة للقيمة السوقية للسوق الجزائرية مع نظيراتها (المغربية، التونسية و الأردنية)، و التي بدورها تعتبر ناشئة، توضح نقصها، أو بالأحرى غيابها. وحتى يظهر الفرق (البعد)، ما بين بورصة الجزائر و ثلاث بورصات للدراسة سنقوم بدراسة مؤشر القيمة السوقية/الناتج الداخلي الخام أو درجة عمق السوق.

2.2.I - درجة عمق سوق رأس المال الجزائري:

يقصد بدرجة عمق السوق الأهمية النسبية للسوق المالية في الاقتصاد الوطني، و تحسب من خلال قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد نفسه و لنفس المدة الزمنية، ودرجة عمق السوق المالية من المؤشرات الهامة التي يعول عليها الباحثون كثيرا على أساس أن ارتفاع معدلاتها من الدلائل على حدوث معدلات نمو أعلى على المدنيين

المتوسط والطويل الأجل، كما أنها تؤثر لنا فعالية السوق المالية في النشاط الاقتصادي وما تؤديه تلك الأسواق من أنشطة تمويلية داخل الاقتصاد⁹ (حسن كريمة حمزة، 2011).
و يحسب هذا المؤشر كما يلي:

إجمالي القيمة السوقية

$$\text{درجة عمق السوق المالية} = \frac{\text{إجمالي القيمة السوقية}}{100 \times \text{PIB لنفس الفترة}}$$

PIB لنفس الفترة

و الجدول الموالي، يبين تطور هذا المؤشر في الجزائر.

الجدول رقم (3): تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر للفترة 2008-2017

الوحدة: مليار دينار جزائري

البيان	2008	2009	2010	2011	2012
الناتج الداخلي الخام (PIB)	11043.7	9968.0	11991.6	14526.1	16115.5
القيمة السوقية	6.500	6.550	7.900	14.968	13.029
درجة عمق السوق %	0,06	0,065	0,066	0,1	0,08
البيان	2013	2014	2015	2016	2017
الناتج الداخلي الخام (PIB)	16569.2	17094.8	16702.1	17406.8	18876.6

42.692	45.778	15.291	14.793	13.820	القيمة السوقية
0.23	0.26	0.09	0.09	0.08	درجة عمق السوق %

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماد على النشرات الاحصائية الثلاثية لبنك الجزائر على الموقع: www-bank-of-algeria.dz (2008-2018) و

Bourse d'Alger, société de gestion de la bourse des valeurs. www. sgbv.dz

من خلال الجدول أعلاه نجد أن مساهمة بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد ضعيفة أي ضعف مساهمة القيمة السوقية في الناتج المحلي الاجمالي، حيث لم تتجاوز هذه النسبة في فترة الدراسة 0,23%، و بالتالي لم تصل إلى 1%، و هذا راجع إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة و كذلك قلة عدد الشركات المدرجة بها، فبورصة الجزائر تضم فقط خمسة شركات في عام 2017 مع مستوى محدود لعدد الشركات الجديدة المدرجة، و الذي يؤدي تكثيف (تركز) السوق غير المحسوس و بالتالي عدم تنوع الاستثمار، مما يدل على الدور الهامشي الذي تلعبه بورصة الجزائر في تحقيق المداحيل الوطنية.

بالنسبة للدول العربية، ارتفع متوسط معدل القيمة السوقية/PIB خلال فترة 1988-1997 من 19% إلى 45% و بمعدل نمو سنوي بلغ في المتوسط 10%. في المقابل ارتفع هذا المعدل من 70% إلى 102% و بمعدل نمو سنوي بلغ في المتوسط 4,4% بالنسبة لمجموعة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية. وقد سجلت استراليا أعلى معدل بنمو 177% و سجلت إيطاليا أقل معدل بنحو 30%²⁰. نستخلص مما سبق أن هناك حاجة ماسة و فرصة لنمو القيمة السوقية لبورصة الجزائر إذا ما تم وضع السياسات الصحيحة والمناسبة¹⁰ (سعود البريكان، 2006). على غرار هذه الأسواق والتي تساهم بفعالية في إنعاش اقتصاداتها، فإن الجزائر تقع في المؤخرة مقارنة بدول العينة.

3.2.I- مؤشر عدد الشركات المدرجة:

يقيس مؤشر عدد الشركات المدرجة مدى اتساع حجم البورصة، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في كفاءة وفعالية البورصة، في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المدرجة يعني العكس. و تجدر الإشارة إلى أن التداول في بورصة الجزائر بدأ بتاريخ 13 سبتمبر 1999 بثلاث شركات مساهمة هي¹¹ (دغوم هشام، 2016): شركة رياض سطيف المتخصصة في تحويل وتسويق الحبوب و مشتقاتها، مجموعة صيدال لإنتاج المواد الصيدلانية وشركة سوناطراك المتخصصة في البحث والتنقيب واستخراج المحروقات. ويتم حاليا تداول أسهم خاصة بالشركات التالية: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي المتخصصة في قطاع السياحة، أليانس للتأمينات، أن-سي أ- روية والناشطة في قطاع الصناعات الغذائية، و شركة بيوفارم.

يستخدم هذا المؤشر أيضا بوصفه مؤشرا للدلالة على حجم السوق. ومنه نستطيع معرفة تمثيل تلك الشركات للقطاعات الاقتصادية العاملة في الاقتصاد، وكما يشير زيادة عددها إلى تطور السوق المالية، ولكنه يفقد دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبير في حين تكون إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا¹² (عاطف وليم أندوراس، 2005).

وعلى سبيل المقارنة، يوضح الجدول الموالي عدد الشركات المدرجة في كل من بورصة الدار البيضاء، تونس، عمان.

الجدول رقم (4): تطور عدد الشركات المدرجة في كل من بورصات (الدار البيضاء، تونس، عمان، الجزائر) خلال الفترة (2011-2017)

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
بورصة الجزائر	6	5	6	6	5	5	5
بورصة المغرب	76	77	75	75	75	75	74

81	79	78	81	65	59	57	بورصة تونس
194	224	228	236	240	245	247	بورصة الأردن

المصدر: من اعداد الباحثة اعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع: www.amf.org.ae

بالإضافة إلى هذه المؤشرات المستخدمة لرصد تطور بورصة الجزائر، هناك مؤشر آخر وهو مؤشر تركز سوق الأوراق المالية في الجزائر، ويقصد بمؤشر تركز السوق ما إذا كان حجم التداول للسوق متركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها. إن الهدف من حساب مؤشر التركز، هو مدى سيطرة العشر (10) أكبر شركات في تحديد اتجاه السوق، من خلال نسبة رسملتها مقارنة بإجمالي الرملة السوقية، وبالتالي ليس لهذا المؤشر أي معنى بالنسبة لبورصة الجزائر، لأنه أصلا لا يملك إلا خمسة قيم، التي تمثل وتحدد اتجاه السوق لا غير وبدرجة تركز عالية تمثل 100%، وبالتالي يعتبر السوق الجزائري أكثر تركز على المستوى العالمي¹³ (بن لكحل نوال، 2013-2014).

4.2.I - مؤشر حجم التداول:

حجم التداول هو قيمة الأسهم التي تم تداولها في السوق بمختلف الأسعار خلال الفترة. و الجدول الموالي يوضح لنا تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2017).

الجدول رقم (5): تطور حجم التداول في سوق رأس المال الجزائري للفترة (2008-

2017)

البيان	2008	2009	2010	2011	2012
حجم التداول	52103	34700	27420	231997	49471

36038865	185118435	11985965	13891895	21414845	قيمة التداول دج
143	413	125	160	203	عدد الصفقات
2017	2016	2015	2014	2013	البيان
468145	788860	2213143	90111	120681	حجم التداول
302261260	805500430	1251956825	41410340	419116990	قيمة التداول دج
438	339	259	251	132	عدد الصفقات

المصدر: [www. Bourse d'Alger, société de gestion de la bourse des valeurs. www. sgbv.dz](http://www.bourse.dz)

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن قيمة التداول على مستوى بورصة الجزائر، تظهر الضعف المسجل في سيولة الاقتصاد الجزائري و هذا بسبب صغر حجم التداول ، فمن خلال نقص نشاط هذه البورصة بالنظر إلى حجم و قيمة التداول، تبين أن قيمة التداول على مستوى بورصة الجزائر تظهر الضعف المسجل في سيولة الاقتصاد الجزائري و هذا بسبب صغر حجم التداول.

I.3- معوقات عمل سوق رأس المال الجزائري و آليات تفعيله

من خلال ما سبق و فيما يتعلق بتشخيص بورصة الجزائر من خلال تحليل مؤشرات الأداء و مقارنتها ببورصات بعض الدول العربية، تأتي بورصة الجزائر في الترتيب الأخير مقارنة مع بورصات هاته الدول، وهذا ما يدفع إلى البحث عن معوقات و صعوبات عمل بورصة الجزائر و اقتراح آليات تفعيل نشاط بورصة الجزائر من خلال العناصر التالية.

I.3.1- معوقات و صعوبات عمل سوق رأس المال الجزائري

هناك مجموعة من الصعوبات والمعوقات التي تحول دون تحقيق بورصة الجزائر الفعالية في تمويل الاقتصاد والتي يمكن تصنيفها إلى عوامل داخلية وعوامل خارجية، وتتمثل في:

أ- **العوامل الداخلية:** من العوامل الداخلية التي ساهمت في عدم تشغيل وتطور بورصة الجزائر ما يلي¹⁴ (عبد اللطيف زايدي، 2010-2011):

- قصور آليات العمل؛
 - محدودية العرض؛
 - ضآلة الطلب؛
 - ضعف فرص التنوع؛
 - فقر المعيار التنظيمي و الهيكلي للبورصة.
- بالإضافة إلى نقص المهنية (الاحترافية) للمتعاملين في مجال القيم المنقولة.
- بعد عرض العوامل الداخلية التي تحول دون تطور بورصة الجزائر سنعرض العوامل الخارجية وهي مرتبطة بالعوامل الداخلية المذكورة.

ب: **العوامل الخارجية**

يتطلب إنشاء سوق تداول الأوراق المالية توافر بيئة ملائمة في كل المجالات بما فيها الاقتصادية، السياسية، القانونية، الثقافية والمالية ... إلخ، يمكن إيجازها فيما يلي:

- **العوائق (العوامل) التشريعية والتنظيمية:**

مما يلاحظ على البيئة التشريعية المتعلقة ببورصة الجزائر عدم وضوح القوانين وقصورها وتشدها في الجوانب التالية¹⁵ (بن قمجة زهرة، 2013-2014):

- القوانين المتعلقة بشروط دخول المستثمرين الأجانب في بورصة الجزائر.

- القوانين المتعلقة بتحويل توزيعات الأرباح والفوائد المحصل عليها والناجحة عن الاستثمار في الأوراق المالية.
- القوانين المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين والمتعاملون في البورصة.
- عدم مرونة الجهاز التشريعي في مجال تحسين مناخ الاستثمار خاصة بالنسبة للقطاع الخاص الذي يمكن له أن يساهم في تفعيل دور بورصة الجزائر.
- شروط قبول المؤسسات قاسية .
- **العوائق الاقتصادية:** من أهم العوائق الاقتصادية التي ساهمت في إعاقة عمل بورصة الجزائر وتطورها ما يلي:
 - التضخم؛
 - منافسة الصندوق الوطني للاستثمار (FNI)¹⁶ (Seddiki Fadhila, 2013) ؛
 - هيمنة القطاع العام¹⁷ (بسبع عبد القادر، 2009-2010)؛
 - السوق الموازي.
- **العوائق الثقافية والدينية:** إن سياسة سليمة لتحديد الادخار وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائدها في الأصول المالية، خاصة منها السندات باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما

نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعها¹⁸ (بوكساني رشيد،2006).

I.3.2- آليات تفعيل سوق رأس المال في الجزائر

حتى تصبح سوق رأس المال الجزائرية قادرة على لعب الدور المنتظر منها في عملية التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المحدودة، على الشركات والمشروعات الاستثمارية التي تسهم في تحقيق التنمية والازدهار يمكن بلورة عدد من المقترحات لتطوير وتنشيط المعاملات في بورصة الجزائر، كما يلي:

أ- نشر الثقافة المالية وتنويع منتجات سوق رأس المال

يذكر أن العديد من البورصات في أوروبا تخصص أياما مفتوحة تتيح للجمهور التعرف عليها من كتب تتعلق بأهميتها وكيفية عملها، ويكون القصد من وراء ذلك الإعلام الواسع للجمهور ونشر الثقافة البورصية في الأوساط الشعبية على النحو الذي يحقق جلب وجذب أكبر حجم ممكن من المدخرات وتوجيهها نحو الميادين المختلفة للاستثمارات المنتجة وكذا تغطية العجز الموازي للدولة¹⁹ (بسبع عبد القادر،2009-2010) .

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة بالنظر لما توفره من مزايا تتجلى في إمكانية وضع العوائد والتقليص من درجة المخاطر، كما أنه من بين العوامل المحفزة للعائلات على الاستثمار المالي للقيم المتداولة النظام الجبائي المطبق.

ب- التكامل البورصي

يمكن لبورصة الجزائر الاندماج مع بورصات مغاربية و متوسطية أو حتى إفريقية، هذا الدعم سيكون له منفعة بالنسبة لسيولة بورصة الجزائر تستفيد بورصة الجزائر أيضا من الخبرة المهنية البورصية و تحويل التكنولوجيا.

بالإضافة إلى كل هذا يمكن إضافة اقتراحات أخرى لتفعيل بورصة الجزائر:

- تطوير بورصة الجزائر عن طريق تعدد الوسطاء، بالرجوع إلى القانون رقم 99-02 المؤرخ في 27 جويلية 1999، يوجد خمس (05) شركات وساطة مالية (الراشد المالي، الشركة المالية للاستشارة والتوظيف، شركة التوظيف في القيم المنقولة، الشركة العامة للمالية والاستثمار وأخيرا وسيط البنك الاتحادي) وهي مكونة كلها من مصارف تابعة للدولة، لذا يجب فسخ المجال أمام هيئات أخرى تابعة للقطاع الخاص بهدف توسيع قاعدة الوسطاء.

II- النتائج ومناقشتها :

إن تحليل مختلف المعايير المستخدمة لتقييم نشاط بورصة الجزائر وقياس درجة نضجها ونموها، أفضى إلى وضوح مظاهر الأزمة، والمتمثلة في ضيق حجم السوق وانخفاض درجة السيولة وانخفاض عدد المتدخلين وضعف جاذبية عوائد الأسهم، وهنا يكمن الإشكال، فعند دراسة المؤشرات المختلفة التي تستخدم في قياس درجة نمو نشاط بورصة الجزائر نجد أن موقعها في نهاية الترتيب مقارنة مع البورصات العربية، فالمؤشرات الخاصة بحجم السوق وسيولة السوق ودرجة التركز تظهر بوضوح ضعف قدرة بورصة الجزائر على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، وبالتالي فهي بعيدة عن فعالية سوق رأس المال في تحقيق النمو الاقتصادي.

وبالنظر لما سبق، نقترح مجموعة من الآليات لتفعيل بورصة الجزائر، والتي ينبغي أن يكون تفعيلها من بين الأولويات الأساسية ضمن جدول أعمال واضعي السياسة، من خلال ضرورة التركيز على إزالة عوائق تطوير هذه السوق مثل الضرائب والعوائق القانونية و التنظيمية وأن تضمن أي تدخل مباشر في عمل هذه السوق. بالإضافة إلى سياسات أخرى تؤدي إلى توفير سيولة السوق المالي، ويتضمن ذلك العديد من الجوانب مثل:

- تنويع نشاط المؤسسات المالية المصرفية و غير المصرفية لتعبئة فعالة للمدخرات و بالتالي توليد الاستثمارات؛

- زيادة الوعي الادخاري و التوظيفي لدى أفراد المجتمع من خلال وسائل الإعلام؛

- عمل خطة إعلامية للتعريف بفرص و مزايا الاستثمار في البورصة، من خلال الترويج للشركات المساهمة؛
 - ضمان الشفافية، من خلال توفير المعلومات عن أنشطة الشركات، و التخفيف من الأعباء الضريبية؛
 - توفير إطار قانوني و تنظيمي مناسب لتنظيم و رقابة المعاملات التي تتم داخل البورصة، و لحماية المتعاملين من المخاطر؛
 - دعم مؤسسات الوساطة المالية مثل بيوت إدارة المحافظ المالية و بيوت الاستشارات المالية ووسطاء الأسواق المالية الأولية و الثانوية؛
 - تشجيع المشاركة المحلية في عمليات الأسواق المالية و تحرير حركة رؤوس الأموال؛
 - الانفتاح على البورصات العالمية، و مواكبة، و التكيف مع التحولات.
- الهوامش والمراجع :**

Mustapha mekidèche, l'économie algérienne à la croisée des chemises : repères actuels et éléments prospectifs, éd Dahleb, Alger, 2008, P101.

² تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي 2010، ص ص 10، 11.

³ بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، 2012-2013، ص 161.

⁴ المرسوم التشريعي، لنظام لجنة تنظيم و مراقبة البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1997.

⁵ المادة 11 من القانون رقم 03-04 الخاص ببورصة القيم المنقولة، العدد 11، الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003، ص 22.

⁶ بورصة القيم المنقولة <http://www.sgbv.com.dz/ar.SGBV>، تاريخ الاطلاع 20/05/2016.

⁷ أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2002، ص 150.

⁸ Banque d'Algérie, Rapport 2013, Evolution économique et monétaire en Algérie, novembre 2014.

⁹ حسن كريم حمزة، العولمة المالية و النمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 262، 263.

- ¹⁰ سعود البريكان، علي البلبل، إبراهيم الكراسنة، المؤسسات و النمو الاقتصادي في الدول العربية، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2006، ص 187.
- ¹¹ دغموم هشام، واقع و تطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999-2015، مجلة علوم الاقتصاد و التسيير و التجارة، العدد 33، 2016، ص 84.
- ¹² عاطف وليم أنوراس، السياسة المالية و أسواق المال خلال مدة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة الجامعة، الاسكندرية، 2005، ص 93، نقلا عن حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص 271.
- حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- ¹³ بن لكحل نوال، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر- المغرب- تونس، الأبعاد و الآفاق، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2013-2014، ص 230.
- ¹⁴ عبد اللطيف زايد، التطورات العالمية المصرفية ومتطلبات تأهيل النظام المصرفي الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 141.
- ¹⁵ بن قمحة زهرة، أثر فعالية أداء أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي (دراسة قياسية مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2000-2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2013-2014، ص 171.
- ¹⁶ Seddiki Fadhila, l'Economie Algérienne : économie d'endettement ou économie de marché financier, mémoire en vue de l'obtention du diplôme magister en sciences économiques, faculté de sciences économiques, commerciales et de gestion, Université Mammeri de Tiziouzou, 2013p 205
- ¹⁷ بسبع عبد القادر، مساهمة القطاع الخاص في تفعيل البورصة مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2009-2010.
- ¹⁸ بوكساني رشيد، معوقات أسواق المال العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 210.
- ¹⁹ بسبع عبد القادر، مرجع سابق، ص 188-189.