

طبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول

أ. د عبد الوهاب شمام

جامعة قسنطينة 2

أعمار زودة

جامعة أم البواقي

ملخص:

تؤدي أسواق الأوراق المالية وظائف اقتصادية مميزة في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة والجاذبة، وكما هو متعارف عليه لا يخلو عمل أسواق الأوراق المالية من مشاكل وصعوبات في عملها تعيقها عن تحقيق أهدافها خصوصا في ظل العولمة والأزمات المالية التي تعيشها، وهذا ما تواجهه الأسواق المالية العربية في الوقت الحاضر، وقد تجسدت أهمية البحث في أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات المعاصرة لمساهمتها الفعالة في إنجاح الجهود الرامية إلى تعزيز عملية النمو الاقتصادي وتحسين المناخ، ولهذا يجب على الأسواق المالية العربية وخاصة بورصة الجزائر للأوراق المالية الوفاء بمتطلبات قيام الأسواق المالية الناجحة والكفوءة ومحاولة التوصل إلى التطورات الحاصلة في الأسواق الناجحة وهذا ما يهدف له البحث.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، بورصة الجزائر، النمو الاقتصادي.

Abstract :

stock markets perform active and distinctive economic functions in mobilizing savings and orienting them towards suitable and appealing investments. It is already known that the operation of stock markets is not void of difficulties and obstacles that hinder it from achieving its objectives especially under the conditions of economic globalization and financial crises facing it, and this is the situation facing Arab financial markets at present. The importance of the research has emerged from the significance of financial markets in contemporary economies for its effective contribution in fulfilling efforts of enhancing the process of economic growth and improving investment climate. Thus; financial markets- Algeria stock market in particular- should meet the requirements of establishing efficient financial markets and seeking to cope up with current developments in international financial markets; which is aimed to by the research.

Keywords: stock market, Algiers Stock Exchange, economic growth.

مقدمة:

لقد أصبح وجود نظام مالي قادر على تعبئة وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة العمليات الإنتاجية من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو معتدلة وقابلة للاستمرار، وتمارس سوق الأوراق المالية دورا مهما ومحوريا في توجيه وتعبئة المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى تحفيز وحدات التنمية الاقتصادية.

حيث أصبحت أسواق الأوراق المالية من المواضيع المهمة التي تبحث في عالم الاقتصاد والإدارة بسبب دورها الفاعل في الاقتصاديات الحديثة التي تنتهج سياسة الانفتاح الاقتصادي والمالي، وأضحت المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي قطاعي الأعمال والمالية، حيث يقوم قطاع الأعمال بإنتاج السلع والخدمات ويقوم القطاع المالي بتمويل ذلك الإنتاج.

ولهذا ستقوم فكرة هذا البحث على التعرف على طبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية من خلال دراسة الوضع الحالي للسوق والإلمام بالسّمات الأساسية لطبيعة سوق الأوراق المالية. والتعرف على المشكلات المرتبطة بطبيعة السوق والحلول المقترحة لهذه المشكلات.

وعليه، تتمثل مشكلة البحث في محاولة الإجابة على سؤال هام يتعلق بطبيعة وواقع سوق الأوراق المالية الجزائرية وفيما تبرز أهم مشكلاته والحلول الواجب إتباعها لتفعيل دوره التنموي؟، لذا فإن هذه الدراسة تهدف إلى إلقاء الضوء على سبل تفعيل بورصة الجزائر واستشراف دورها التنموي المتوقع.

تقوم الدراسة على فرضية مفادها، أن بورصة الجزائر تتسم في الوقت الراهن بضعف وهشاشة دورها في تمويل الاقتصاد الوطني ولكي يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية المرجوة. يجب أن تخضع لعدة تصحيحات منها ما هو هيكلي وتشريعي، سياسي واقتصادي. ولتحقيق هدف هذا البحث ارتأى الباحث استخدام المنهج التحليلي الوصفي، من خلال تقسيم محتوى البحث إلى محورين رئيسيين: المحور الأول يتناول دراسة طبيعة وواقع سوق الأوراق المالية الجزائرية (بورصة الجزائر) من خلال مراحل تطورها ومستوى أدائها، أما المحور الثاني سيخصص إلى إبراز أهم المشاكل التي تحول دون تطور أدائها، ثم استشراف المقومات والحلول التي تساعد على نموها وتفاعلها في أداء مهامها في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في الجزائر، وتختتم الدراسة بعرض أهم النتائج والتوصيات المتعلقة بهذا الموضوع.

المحور الأول: دراسة طبيعة وواقع سوق الأوراق المالية الجزائرية (بورصة الجزائر)

إن القراءة الفاحصة والدقيقة والنظرة التحليلية لإستراتيجية العمل للفترة القادمة التي وضعتها الهيئات المشرفة على تفعيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة، تؤكد أن المشرع يعي تماما الدور الذي يمكن أن يلعبه هذا السوق في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في الجزائر خاصة إذا ما اكتملت البنى التشريعية والمؤسسية والبشرية لهذا السوق الوليد، حيث يعتبر وجود إستراتيجية وخطة عمل طويلة الأجل لأي مشروع من أهم العوامل التي تساعد على نجاحه. ولهذا سنحاول من خلال مضمون هذا المحور من الدراسة إعطاء قراءة لطبيعة وواقع بورصة الجزائر.

1. الأسواق المكونة لبورصة الجزائر: ¹ تظم بورصة الجزائر للقيم المنقولة مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين المحليين الموزعين على سوقي الأسهم والسندات، أما أهم المؤسسات التي أدرجت أوراقها المالية في البورصة خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى يومنا هذا مصنفة حسب طبيعة السوق:

1.1. السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حاليا أربع (04) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال SAIDAL : الناشط في القطاع الصيدلاني؛

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي EL AURASSI: الناشطة في قطاع السياحة؛

- أليانس للتأمينات ALLIANCE : الناشطة في قطاع التأمينات؛

- أن سي -أروية NCA : الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية؛

- وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، وحتى منتصف سنة 2014 لم تدرج أي مؤسسة في إطار هذا السوق.

أما فيما يتعلق بحجم إصدارات الشركات الأربعة في السوق الرئيسية يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول 1: إصدارات شركات السوق الرئيسي في بورصة الجزائر حتى نهاية سنة 2013

القطاع / الفئة	اسم الشركة	الرمز في البورصة	عدد الأسهم المتداولة	القيمة الاسمية دج	رمز ISIN
التأمينات	أنيانس للتأمينات	ALL	1.804.511	380	DZ0000010037
الصناعة الغذائية	أن سي أ رويبة	ROUI	2.122.988	100	DZ0000010045
الفندقة	الأوراسي	AUR	1.200.000	250	DZ0000010029
التصيد	صيدا	SAI	2.000.000	250	DZ0000010003

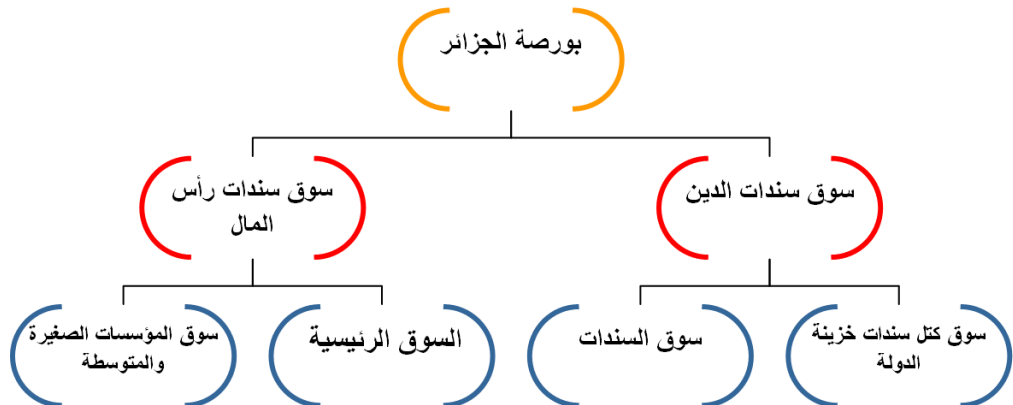
المصدر: Rapport COSOB 2013,p:75.

2.1. سوق سندات الدين: أما بالنسبة لسوق سندات الاستحقاق نجد كل من: شركة سونالغاز SONEGAS ، الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات Spa DAHLI، شركة النقل الجوي الجزائرية AIR ALG، والجزائرية للاتصالات، وشركة سونطراك SONATRACH ، فندق الرياض سطيف ERIAD، المؤسسة المالية "الائتمان الإيجاري المغاربي بالجزائر MLA . وبطبيعة الحال جل هذه المؤسسات المصدرة في هذا السوق حلت تواريخ استحقاق سنداتهما، الأمر الذي استوجب خروجها من البورصة، حيث يوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذه السوق، وهو خاص بشركة الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات Spa DAHLI، التي من المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016؛

-وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حالياً 27 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 320 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

الشكل 1: مكونات سوق بورصة القيم في الجزائر:



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على محتوى العنصر السابق.

2. نشاط الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وحجم تداولاتها²:

1.2. بالنسبة للمتعاملين في السوق الرئيسية: في هذا العنصر من البحث نعمل على تحليل حجم وقيمة المعاملات التي تمت في هذه السوق، سواء على مستوى السوق الأولي والذي يمثل سوق الإصدار، ثم على مستوى السوق الثانوي أين يتم تداول الأوراق المالية فيه.

1.1.2 السوق الأولي (سوق الإصدار): شهدت السوق الأولية خلال عام 2013، شكل جديد من الأسهم المدرجة والمتعلقة بشركة NCA روية العاملة في مجال الصناعة الغذائية، التي حازت على تأشيرة الدخول من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 06 فيفري 2013، من خلال إصدار 25% من إجمالي رأسمالها للاكتتاب والتداول والبالغ 2.122.988 سهم، وبهذا يصبح عدد المتعاملين في السوق الرئيسي -سوق رأس المال- لبورصة الجزائر هو أربعة متعاملين.

2.1.2 السوق الثانوي (سوق التداول): خلال السنة المالية 2013 بلغ حجم التداول الإجمالي 120.681 سهم محققا بذلك زيادة صافية قدرها 143.94% مقارنة مع السنة المالية 2012، والجدول التالي يبين تفاصيل حجم تداول كل متعامل خلال سنة 2013.

الجدول 2: حجم التداول أسهم الشركات المدرجة خلال سنة 2013

اسم الشركة	الرمز في البورصة	حجم التداول (سهم)
أليانس للتأمينات	ALL	40
أن سي أ روية	ROUI	102.238
الأوراسي	AUR	11.702
صيدال	SAI	6.701
الحجم الإجمالي		120.681

المصدر: التقرير السنوي COSOB لسنة 2013

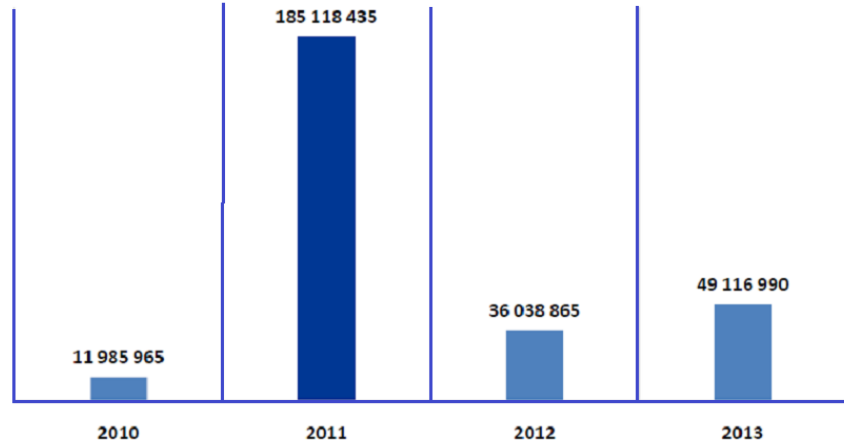
أما القيمة المتداولة لعام 2013 الإجمالية فقد بلغت نحو 49.116.990 دينار مسجلة بذلك ارتفاعا نسبته حوالي 36.29% مقارنة بالعام السابق. موزعة على الشركات المدرجة على النحو التالي:

الجدول 3: قيمة تداول أسهم رأسمال الشركات المدرجة خلال سنة 2013

اسم الشركة	الرمز في البورصة	قيمة التداول (دج)
أليانس للتأمينات	ALL	27.400
أن سي أ روية	ROUI	40.943.600
الأوراسي	AUR	4.246.440
صيدال	SAI	3.899.550
القيمة الإجمالية		49.116.990

المصدر: التقرير السنوي COSOB لسنة 2013

الشكل 2: تطور قيمة التداول الإجمالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 حتى سنة 2013: (دج)

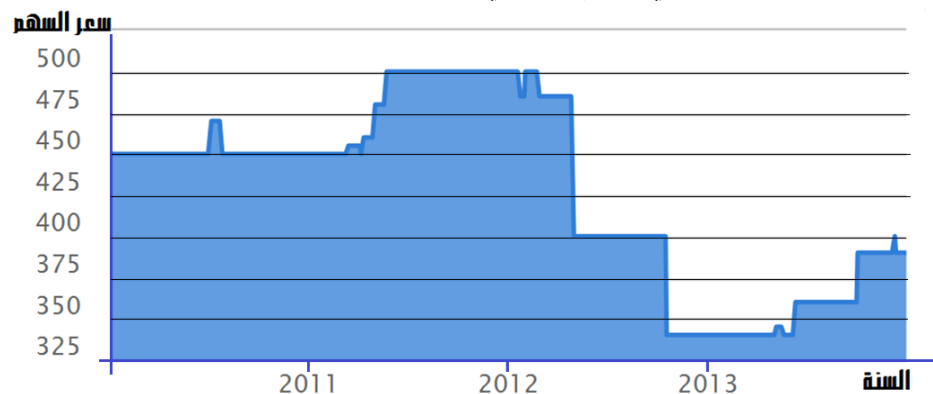


المصدر: التقرير السنوي COSOB لسنة 2013

ومن خلال الشكل يتضح أن قيمة الأسهم المتداولة تتطور بشكل عشوائي منذ عام 2010، والملاحظ أن سنة 2011 سجلت أكبر قيمة تداول خلال الفترة، نتيجة دخول متعامل ثالث جديد والمتمثل في شركة التأمين أليانس محققة بذلك قيمة تداول بلغت 161.414.250 دج خلال السنة والتي تمثل نسبة 87.19% من إجمالي القيمة المتداولة لنفس السنة. أما تفصيل تداولات أسهم الشركات الأربعة كما يلي:

1.2.1.2. أسهم الأوراسي AUR: يعتبر فندق الأوراسي أول متعامل أدرجت أسهمه بالسوق الرئيسي لبورصة الجزائر وكان ذلك في منتصف سنة 1999، من خلال طرح 1.200.000 سهم للاكتتاب العام من أصل 6.000.000 سهم مكون لرأس مال الفندق، وكان سعر العرض للسهم الواحد 400 دج، حيث سجلت أسهم فندق الأوراسي خلال سنة 2013 أوامر إجمالية عددها 315 أمر حجمها بلغ 260.814 سهم، منها 241.381 سهم تتعلق بأوامر شراء و19.433 سهم حجم أوامر البيع، محققا بذلك قيمة تداول إجمالية خلال السنة 4.246.440 دج، بتداول 11.702 سهم محققة زيادة 1.136.185 دج مقارنة بسنة 2012. أما الأسعار السوقية لأسهم الأوراسي خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 حتى سنة نهاية سنة 2013 نوضحها من خلال البيان التالي:

الشكل 3: تطور السعر السوقي لسهم الأوراسي خلال الفترة 2013/2010



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz

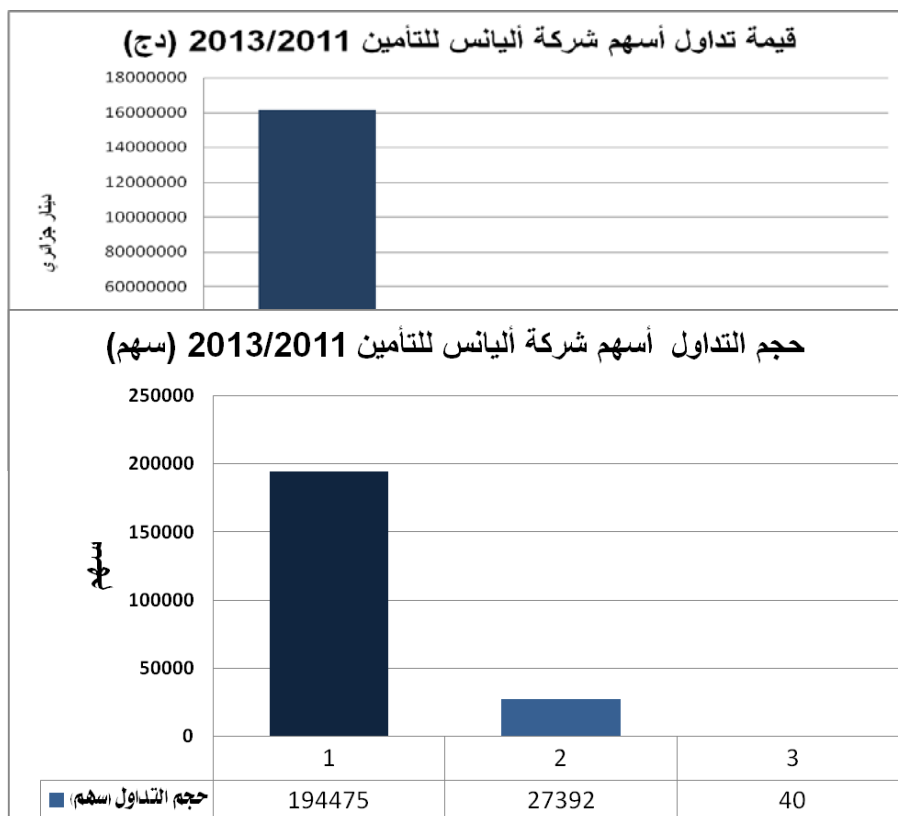
يتضح من البيان أن الحد الأدنى لأسعار السوق التي حققتها أسهم الفندق خلال الفترة هي 340 دج للسهم وكان ذلك خلال نهاية سنة 2012 واستمر ذلك حتى منتصف سنة 2013 ليبدأ في التحسن ليحقق بنهاية سنة 2013

قيمة 390 دج للسهم، في حين كان أقصى سعر حققه السهم خلال الفترة هو 500 دج منتصف سنة 2011 واستمر حتى بداية سنة 2012.

2.2.1.2. أسهم شركة التأمين أليانس All: ميز بورصة الجزائر سنة 2011 بدخول متعامل جديد والمتمثل في شركة التأمين أليانس التي طرحت حصة حجمها 1.804.511 سهم للجمهور وهي تعادل ما نسبته 31% من إجمالي أسهم رأسمال الشركة التي تحمل قيمة اسمية 380 دج للسهم الواحد، حيث تحصلت هذه الشركة على تأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB بتاريخ 2010/08/08، أما الطرح الفعلي للأسهم في السوق كان يوم 2011/03/07. والوسيط المتعامل في البورصة الذي اخترته الشركة IOB هو القرض الشعبي الجزائري CPA .

بلغ عدد الأوامر التي سجلتها الشركة خلال أول سنة تداول لها 668 أمر متضمنة حجم إجمالي بـ: 765.637 سهم منها 226.310 سهم كان موضوعها أوامر بيع، في حين الباقي 539.327 سهم كحجم أوامر شراء، أما عدد الأسهم التي تداولت في البورصة خلال هذه السنة بلغ عددها 194.475 سهم ما يعادل قيمة سوقية إجمالية 161.414.250 دج . بينما وخلال سنتي 2012 و 2013 تراجع حجم تداول أسهم الشركة بصورة كبيرة، كما يوضحه البيانين التاليين:

الشكل 4: حجم وقيمة تداول أسهم شركة التأمين أليانس خلال الفترة 2013/2011:



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية COSOB للسنوات 2011، 2012، 2013.

يتضح من الجدول أعلاه أن أحجام وقيم تداول أسهم شركة التأمين أليانس قد تراجعت وبشكل كبير منذ بداية تداولها لأول مرة سنة 2011، حيث نلاحظ أنه بسنة 2012 كان مستوى التراجع تقريبا 860% مقارنة بسنة 2011، ويقابله كذلك نفس التراجع في حجم تداول السنتين، لتسجل سنة 2013 أدنى مستوى تداول لأسهم الشركة حيث لم يتجاوز حجم تداولها 40 سهم مقابل قيمة 27.400 دج مسجلة بذلك مستوى تداول شبه معدوم مقارنة بحجم الأوامر

المسجلة في البورصة المتعلقة بأسهم الشركة والبالغة 2.845 أمر بحجم 1.569.696 سهم منها 70 سهم حجم أوامر الشراء و 1.569.625 سهم حجم أوامر البيع.

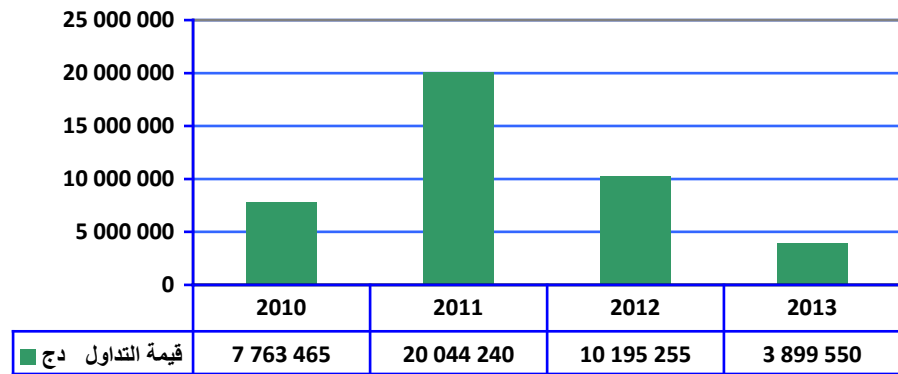
أما السعر السوقي لسهم شركة التأمين أليانس خلال نهاية سنة 2013 بلغت 610 دج للسهم مسجلة بذلك انخفاض كبير يقدر بنحو 220 دج للسهم مقارنة بأول قيمة له عند سنة الإصدار.

3.2.1.2. أسهم مجمع صيدال SAI: قام مجمع صيدال بتخصيص حصة نسبتها 20% من رأس ماله الاجتماعي والتي تعادل 500 مليون دج ليتم طرحها في بورصة الجزائر للاكتتاب، وقد وزعت على 2.000.000 سهم، بقيمة اسمية بلغت 250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي فيبقى ملكاً للدولة. وتم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة اكتتاب ابتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999.

أما فيما يتعلق بعدد الأوامر التي سجلها المجمع خلال سنة 2013 فقد بلغت 692 أمر مقارنة بـ 1.196 أمر سنة 2012 و 476 أمر سنة 2011، في حين بلغ حجم أوامر سنة 2013 قرابة 254.162 سهم منها 124.114 سهم تخص أوامر شراء و 130.048 سهم حجم أوامر البيع، أما حجم التداول الإجمالي تركز على 6.701 سهم سنة 2013 بانخفاض نسبته 55.4% مقارنة بالسنة السابقة.

وبنفس السنة 2013 بلغت قيمة التداول الإجمالية لأسهم المجمع 3.899.550 دج عن طريق تنفيذ 48 صفقة، ما يعادل 8% من إجمالي قيمة التداول المحققة خلال هذه السنة في البورصة، أما فيما يتعلق بتطور قيمة التداول أسهم المجمع خلال الفترة 2013/2010 يعكسها البيان التالي:

الشكل 5: تطور قيمة التداول أسهم مجمع صيدال خلال الفترة 2013/2010



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz

يتضح جليا من البيان أن أعلى قيمة تداول سجلتها أسهم المجمع كانت بسنة 2011 بتنفيذ 476 أمر من خلال 155 صفقة ليتراجع هذا المستوى إلى النصف تقريبا سنة 2012 نتيجة تراجع عدد الأوامر المنفذة وحجمها.

أما بخصوص تطور القيمة السوقية لأسهم المجمع خلال الفترة 2010 إلى غاية نهاية سنة 2013، لم تسجل أي استقرار مطول مقارنة بأسهم الشركتين السابقتين، فقد بلغت أقصى قيمة لها بداية منتصف سنة 2011 بتسجيلها لقيمة 720 دج للسهم الواحد، لتتراجع أسعار أسهم المجمع بعد ذلك إلى مستوى 450 دج للسهم نهاية سنة 2013.

4.2.1.2. أسهم أن سي أ روية ROUI: كما سبق ذكره تحصلت شركة أن سي أ روية على تأشيرة الدخول إلى بورصة الجزائر خلال سنة 2013 وهي أول سنة تداول لأسهم الشركة، حيث استطاعت هذه الشركة خلال سنة 2013 أن تحصل على نسبة 83.35% من قيمة التداول الإجمالية لبورصة الجزائر بداية من تاريخ 2013/06/03. من خلال تنفيذ 43

صفقة بحجم تبادل 102.238 سهم، أما السعر السوقي لأسهم الشركة سجل استقرار تقريبا تام خلال السنة بقيمة 400 دج للسهم، أما التذبذب المسجل في الأسعار لم يتجاوز 5 دج خلال السنة.

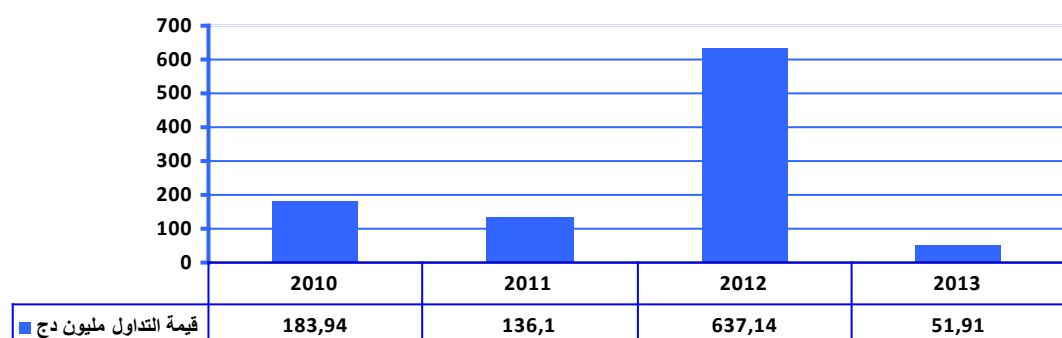
3.1.2. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تعتبر شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما، عادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القدرة الكافية لتحقيق هذه الشروط، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، ومع ذلك لم يسجل هذا السوق أي إدراج حتى منتصف سنة 2014.

2.2. بالنسبة للمتعاملين في سوق سندات الدين: خلال سنة 2013، لم تمنح لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أي تأشيرة تتعلق بالسندات، باستثناء الديناميكية التي شهدتها البورصة في منح التأشيرات من قبل اللجنة خلال الفترة 2004-2008، هذه الديناميكية لم يتم ملاحظتها خلال الأربع سنوات الأخيرة، الأمر الذي يقلل من حجم السندات المتداولة في السوق.

وخلال سنة 2010 لوحظ حلول تواريخ استحقاق أربعة قروض سنديّة، وصل مجموع مبلغها 27.26 مليار دج في مقابل 14.11 مليار دج خلال سنة 2009، ويتعلق الأمر بسندات المؤسسات التالية: الشركة الوطنية لأشغال الآبار استحققت سندات بتاريخ 2010/07/20، ثم شركة الخطوط الجوية الجزائرية بتاريخ 2010/12/01، وبعدها بعشرة أيام استحقاق سندات المؤسسة الوطنية لأشغال الحفر، لتغلق السنة بحلول استحقاق ثاني قرض سندي لمجموعة سونالغاز من أصل 11 قرض سندي في رصيد الشركة بتاريخ 2010/12/27.

وبداية من سنة 2011 أصبح عدد المؤسسات المسعرة لسندات في البورصة أربعة هي: اتصالات الجزائر المستحق سندات في هذه السنة، وسندي مؤسسة سونالغاز إحداها يستحق هذه السنة والثاني سنة 2014، بالإضافة إلى القرض السندي لشركة داخلي للفندقة. وبهذا يصبح عدد المؤسسات المسعرة لسندات في البورصة بعد نهاية 2011 مؤسستين هما: سندي شركة سونالغاز المستحقة سنة 2014 وشركة داخلي المستحقة سنة 2016.

أما فيما يتعلق بمؤشرات سوق سندات الدين، بلغت قيمة إجمالي السندات المتداولة للمتعاملين سونالغاز وشركة ذات الأسهم داخلي للفندقة في بورصة الجزائر نهاية سنة 2013 مبلغ 51,911 مليون دج من خلال تداول 6.908 سند لإجمالي المؤسستين، والبيان أسفله يبرز تطور قيمة وحجم التداول سوق سندات الدين خلال الفترة 2010-2013: الشكل 6: تطور قيمة وحجم التداول سوق سندات الدين خلال الفترة 2010-2013 (مليون دج)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية COSOB للسنوات: 2010، 2013، 2012، 2011

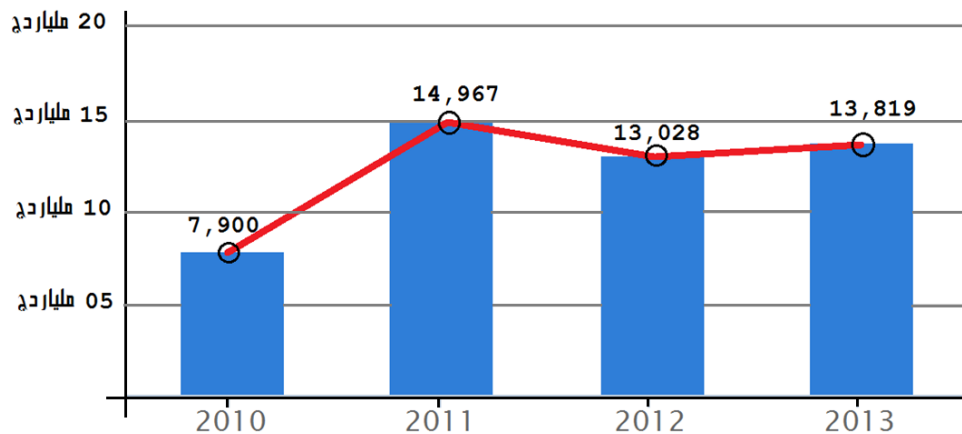
يتضح من البيان أن قيمة التداول بلغت ذروتها خلال سنة 2012 نتيجة حجم التداول الكبير الذي حققته سندات شركة سونالغاز والتي بلغت لوحدها قيمة 548,68 مليون دج ما نسبته 86,11% من قيمة التداول الإجمالية، أما سنة 2013 انخفضت قيمة التداول إلى أدنى مستوى لها خلال الفترة ككل مسجلة بذلك تراجع نسبته 918% مقارنة بسنة 2012. بالنسبة لسند سونالغاز المستحق سنة 2014 سجل خلال العشر جلسات بالبورصة تسعة مرات سعر تداول نسبته 100% وجلسة واحدة بنسبة 101%. في حين سند شركة داخلي للفندقة خلال إحدى عشر جلسة لم تتجاوز سعر تداوله النسبة 95%³.

3.2. السوق الثانوي لسندات الخزينة العمومية OTA: حتى نهاية سنة 2013 بلغ عدد خطوط سندات الخزينة العمومية المسجلة ببورصة الجزائر 26 خط⁴، بزيادة خط واحد مقارنة بسنة 2012، أما القيمة الإجمالية لسندات هذه الخطوط سنة 2013 كانت 303,759 مليار دج، مقابل 297,204 مليار دج سنة 2012 و 273,354 مليار دج سنة 2011⁵.

3. تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2010:

من خلال العرض السابق الذي أبرزنا من خلاله تفصيل تداولات الشركات المسجلة في بورصة الجزائر في كل من سوق الأسهم والسندات، سنحاول الآن استخدام مؤشر إجمالي لتقييم أداء بورصة الجزائر وهو مؤشر قيمة التداول الإجمالية للأوراق المالية المقيدة في البورصة خلال الفترة 2013-2010، من خلال البيان التالي

الشكل 7: تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2010



المصدر: إعداد الباحث معتمدا على: التقارير التي تصدرها بورصة الجزائر والمنشورة على موقعها الإلكتروني.

يتضح من البيان وخلال الفترة المعنية أن أداء بورصة الجزائر تزايد وبشكل كبير بداية من سنة 2011 بدخول شركة التأمين اليانس وإصدارها أزيد من 1,8 مليون سهم خلال السنة وتحقيق البورصة لقيمة سوقية إجمالية بلغت 14,96 مليار دج، ليتراجع هذا المستوى خلال السنة الموالية 2012 إلى مبلغ 13,02 مليار دج بانخفاض نسبته 129.5%، ليرتفع هذا المستوى خلال سنة 2013 بدخول متعامل رابع للبورصة وهو شركة أي سي أ روية بتدويل أزيد من 2,1 مليون سهم الأمر الذي ساهم في زيادة القيمة السوقية لبورصة الجزائر بنسبة 6.07%، لتستقر القيمة السوقية للبورصة عند مستوى 13,81 مليار دج.

المحور الثاني: مشكلات تطور بورصة الجزائر والحلول المقترحة لتفعيلها

1. مشكلات ضعف أداء بورصة الجزائر: في الحقيقة إن مشكلات سوق الأوراق المالية الجزائرية هي كثيرة ومعقدة، فهي لا تتصل فقط بالعوامل الذاتية للسوق وإنما بالعوامل الخارجية أيضا. وأهم هذه المشكلات نذكر:

1.1. المعوقات الاقتصادية: وتمثل في:

- أن أغلب الشركات ملك الدولة حيث لازالت حتى الآن العديد من المؤسسات العمومية الجزائرية تعاني من اضطرابات مالية استمرت لفترات طويلة؛
- يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية: كالبناء، الأشغال العمومية، الفلاحة، التي باتت تشكل بديل أحسن أو ضمان من سوق البورصة، ذلك أنها تضمن أرباحا سهلة وتجنب المخاطر. وأن الضرائب تمثل عبئا ثقيلا على المؤسسات المصروفة بنشاطها ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو تكون منعدمة؛
- وكذلك ارتفاع معدلات التضخم وعدم ارتفاع عائد الأسهم، ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة، عدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود على انعدام الثقة وتدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظروف الخاصة التي تعيشها البلاد، ضعف المنافسة في السوق المالية لقلّة الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخوصصة؛
- ضعف القدرة الشرائية لدي جمهور المواطنين وبالتالي قلة المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.

2.1. المعوقات السياسية والقانونية: يضم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، فإمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولازالت، لا يمكن ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية، حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في بلادنا⁶. في حين تتمثل العوائق القانونية عموما في عدم تجزئة البورصة إلى سوق رسمية وسوق ثانية، وكذلك كون شروط قبول المؤسسات قاسية وخاصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة⁷.

3.1. المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية.

-العائق الاجتماعي و الثقافي: إنا العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقه عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب ثقافة الاستثمار في البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهلهم بمهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة . -أما العائق الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعتريها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

4.1. المعوقات التنظيمية والإعلامية: يمكن تلخيص أهم هذه المعوقات من خلال النقاط التالية:

- يعتبر قلة المؤسسات المدرجة والتي تمثل المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح؛
- عدم تنوع الأدوات المالية في البورصة الجزائرية الأمر الذي لا يفسح للمستثمرين مجالا واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، لأن التنوع يساهم في تخفيض حجم المخاطر الاستثمارية؛

- غياب الشفافية سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور⁸؛

- ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار.

2. عوامل تنشيط أداء بورصة الجزائر: انطلاقاً من كل ما سبق فإن بورصة الجزائر تتسم في الوقت الراهن بضعف وهشاشة دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية المرجوة. حيث يمكن صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها في البيئة الاقتصادية الجزائرية حتى تتمكن البورصة من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي⁹:

1.2. توفير بيئة اقتصادية ملائمة: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، ولا بد من توفير قطاع خاص نشيط يمتاز بالحرية والمنافسة، وأيضاً يجب توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية للشركات ووضوح الأطر القانونية والتنظيمية لها.

2.2. تطوير معايير الشفافية والإفصاح: أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماماً كبيراً لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر.

3.2. الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة.

4.2. التنوع في الأدوات المالية: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدولة المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم مجال واسعاً لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاً تهم الشخصية، والتنوع من هذا المنطق يعمل على تخفيض حجم المخاطر.

5.2. توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة: إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، لأن مردودية المؤسسات المسجلة شرط لازم لجذب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

6.2. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القانوني: يجب أن تكون هناك إستراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي، وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة. إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

7.2. مراجعة الإطار التشريعي: إن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين، ضف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر. على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.

8.2. وجود جهاز مصرفي متكامل : يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة لتقوية مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها.

9.2. تطوير أنظمة التداول: إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت.

10.2. إدراج أدوات مالية إسلامية في البورصة: بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعمالها كمتعاملين في البورصة وكذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها و جريتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.

11.2. رسملة السوق المالية الجزائرية¹⁰: أبرزت دراسة مشتركة أعدتها بورصة الجزائر وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية، ضرورة تحقيق الجزائر لرسملة سوق بقيمة 40 مليار دولار من أجل إعادة بعث سوقها المالية، مع إدراج 150 شركة في البورصة ونسبة تناوب سنوي مقدرة بـ 10 بالمائة بقيمة 4 ملايين دولار. وأشارت الدراسة التي اشتركت في إعدادها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى أن مبلغ 40 مليار دولار الخاص بالرسملة السوقية ينبغي أن يتطابق مع الحجم الحقيقي للاقتصاد الجزائري الذي تضمن تمويله حاليا البنوك وميزانية الدولة مع اللجوء إلى حسابات صندوق ضبط الإيرادات، مقترحة أن يتم في ظرف خمس سنوات تحقيق ربع هذه الرسملة السوقية أي 10 ملايين دولار (ما يمثل حوالي 5 بالمائة من الناتج الداخلي الخام للجزائر).

خاتمة:

تتعدد مصادر التنمية الاقتصادية وتتفاوت بحسب هيكلية الاقتصاد وبنية قطاعاته. ولا تخرج سوق الأوراق المالية عن القطاعات المكونة للاقتصاد في القدرة التأثيرية على النمو والتنمية الاقتصادية، كما أشارت الكثير من الدراسات النظرية والتطبيقية إلى صحة هذه الفرضية التي اعتمدت عليها هذه الدراسة والتي أثبتت الدور الإيجابي لسوق الأوراق المالية في تأثيرها على النمو والتنمية الاقتصادية.

أما على المستوى الوطني فقد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام سوق الأوراق المالية (بورصة الجزائر) بمهامها المأمولة محليا؛ بسبب ما تعانيه من ارتفاع درجة تركيز التداول؛ وضعف الفرصة المتاحة للتنوع، كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصة يعثرها الضعف؛ وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة؛ بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة. ولهذا يستدعي تدخل السلطات المختصة لتطويرها وتنشيطها من خلال إيلاء الاهتمام اللازم بأسواقها (إصدار وتداول)، بالإضافة إلى إدخال الإصلاحات اللازمة في مختلف المجالات والتي يمكن عرضها في شكل توصيات خلصت لها هذه الدراسة:

- توفير بيئة اقتصادية ملائمة وتطوير معايير الشفافية والإفصاح المالي؛
- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد والتنوع في الأدوات المالية وحتى الإسلامية منها؛
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القانوني ومراجعة الإطار التشريعي الذي يتحكم في نشاط بورصة الجزائر؛
- تطوير الجهاز المصرفي وأنظمة التداول فيه؛

-زيادة رسملة السوق المالية الجزائرية خلال السنوات القادمة كما ابرزته الدراسة التي انجزتها بورصة الجزائر مع الامم المتحدة للتنمية.

الهوامش

- 1 - الموقع الرسمي لبورصة الجزائر تم تصفحه بتاريخ 2014/11/08 ، www.sgbv.dz
- 2 - أعتمد في إنجاز هذا العنصر على إحصائيات التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB للسنوات: تقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB :

- COSOB, Rapport Annual 2010;
- COSOB, Rapport Annual 2011;
- COSOB, Rapport Annual 2012;
- COSOB, Rapport Annual 2013.

3 - COSOB, Rapport Annual 2013,p:76

- 4 - يمكن الإطلاع على أنواع وتفاصيل هذه الخطوط من خلال موقع البورصة الجزائرية. www.sgbv.dz
- 5 - التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB للسنوات 2011، 2012، 2013.
- 6 - خليل الهندي، عمليات المصرفية والسوق المالية ، المؤسسات الحديثة للإنتاج، 2000، ص-ص: 203-205.
- 7 - وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، مداخلة، جامعة بسكرة، ب س ن ، ص:12.
- 8 - زيدان محمد، نور الدين بومدين، السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة، ملتقى دولي، جامعة بسكرة، 2006/11، ص:15.
- 9 - تم الاستعانة في إنجاز هذا العنصر على مرجعين هما : براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة المجد 11، العدد 21-2001 ، ص-ص:88-120. و زيدان محمد، نور الدين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 16-20.
- 10 - بوسلان، بعث سوق البورصة يستدعي رسملة بـ40 مليار دولار ، مقال بموقع جريدة المساء، يومية جزائرية، تم تصفحة بتاريخ 2013/04/23 :

[/www.el-massa.com/ar](http://www.el-massa.com/ar)

قائمة المراجع:

1.بالغة العربية:

- محمد براق ، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة المجد 11 ،العدد 21-2001؛
 - بوسلان، بعث سوق البورصة يستدعي رسملة بـ40 مليار دولار ، موقع جريدة المساء يومية جزائرية، تم تصفحه بتاريخ 2013/04/23؛
 - خليفة علي ضو، القطاع المالي في البلدان العربية و تحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي، أبو ظبي 2000؛
 - خليل الهندي، عمليات المصرفية والسوق المالية ، المؤسسات الحديثة للإنتاج، 2000؛
 - زيدان محمد، نور الدين بومدين، السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة، ملتقى دولي، جامعة بسكرة، 2006/11؛
 - وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، مداخلة، جامعة بسكرة، ب س ن ، ص:12
 - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.
- 2.بالغة الفرنسية:

-تقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB :

- COSOB, Rapport Annual 2010;
- COSOB, Rapport Annual 2011;
- COSOB, Rapport Annual 2012;
- COSOB, Rapport Annual 2013.

-موقع بورصة الجزائر: www.sgbv.dz

-موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها : www.cosob.org