

آليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر

Mechanisms for revitalizing and developing the Algerian Stock Exchange

قبايلي عبد النور

دغموم هشام*

مخبر إدارة التغيير في المؤسسة الجزائرية، جامعة الجزائر3-الجزائر

kebaili.abdennour@univ-alger3.dz

Deghmoum.hichem@univ-alger3.dz

تاريخ النشر: 2021/12/31

تاريخ القبول: 2021/12/30

تاريخ الإستلام: 2021 /10/31

ملخص:

نهدف من خلال هذا البحث إلى تقييم درجة نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2019، والتعرف على عراقيل ومعوقات نموها وتطورها، كما نهدف من خلال هذا البحث إلى إبراز الدور الهام والكبير لمجموعة من الآليات في تنشيط وتطوير هذه البورصة.

ولقد وقفنا من خلال هذا البحث على حقيقتين هامتين، الأولى مفادها أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن فعالية سوق رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية، وهذا راجع إلى العديد من النقائص والعراقيل، التي يأتي في مقدمتها قلة عدد الشركات المدرجة، أما الحقيقة الثانية فمفادها أنه هناك العديد من الآليات التي يمكن أن تسهم بشكل كبير وفعال في تنشيط وتطوير بورصة الجزائر، من خلال المساهمة في جذب واستقطاب الموارد والمدخرات المالية إليها، وتنشيط المعاملات فيها، وتحقيق كفاءتها في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: البورصة، المعايير الدولية للمحاسبة، الصكوك الإسلامية، كفاءة البورصة.

تصنيف JEL: G14، G15.

Abstract:

This research aims to assess the degree of growth and development of the Algeria Stock Exchange during the period 1999-2019, and to identify the obstacles and obstacles to its growth and development.

Through this research, we found two important facts, the first is that the Algerian Stock Exchange is weak and does not contribute to achieving economic development, and this is due to many shortcomings and obstacles, and the second fact is that there are many mechanisms that can contribute significantly and effectively to the revitalization and development of Algeria Stock Exchange and achieve its efficiency.

Keywords: Stock Exchange, International Accounting Standards, Islamic Sukuk, stock market efficiency.

Jel Classification Codes: G14، G15.

* المؤلف المراسل.

إن المتأمل في الساحة الاقتصادية العالمية، يلحظ أن أغلب الدول المتقدمة والنامية على حد سواء في الوقت الحالي تسعى جاهدة لتنمية وتنشيط بورصاتها والمحافظة على قوة أدائها، وكل هذا راجع لما للبورصة من أثر كبير في قضايا التنمية بمختلف مجالاتها، فالبورصة تعتبر من الآليات التي تساهم بفعالية كبيرة في عملية التنمية، فهي في الوقت الراهن تحتل مكانة متقدمة في سلم أولويات السياسة الاقتصادية لكل دولة، وهذا نظرا لأهميتها كمصدرا لتنمية المشاريع الاستثمارية والمؤسسات، ومساهمتها في تنوع الاقتصاد الوطني وامتصاص البطالة.

ولقد أولت الدولة الجزائرية في الآونة الأخيرة اهتماما كبيرا فيما يتعلق بالبحث عن الأدوات والآليات والسياسات الفعالة والكفيلة بتطوير بورصتها (سوق رأس المال)، وهذا نتيجة لقناعتها المتزايدة بأهمية الدور الذي يمكن للبورصة أن تلعبه في مسيرة التنمية الاقتصادية، عن طريق العمل على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية، وقدرتها كذلك على جذب الاستثمارات الأجنبية لتوفير موارد مالية إضافية تساهم في التنمية المحلية، مما يقلص الحاجة إلى الإقتراض الخارجي، هذا إلى جانب قيامها بتقديم العديد من الخدمات المالية الأخرى، والتي تساعد على زيادة الوعي والرشد الإدخاري والاستثماري لدى المواطنين، وعلى تقليل تكاليف التبادلات الاقتصادية والمخاطر المتصلة بها. وسنعمل من خلال هذا البحث على إبراز الدور الذي يمكن أن تؤديه بعض الآليات والسياسات في جذب واستقطاب الموارد المالية وتنشيط المعاملات في بورصة الجزائر وتحقيق كفاءتها في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، وهذا انطلاقا من البحث عن الإجابة المناسبة للسائل التالي:

ماهي الآليات الفعالة التي يمكن الاعتماد عليها في تنشيط وتطوير بورصة الجزائر وتحقيق كفاءتها؟

1.1. أهمية البحث:

تبرز أهمية هذا البحث في إبراز الدور الهام والكبير لمجموعة من الآليات في تنمية وتطوير بورصة الجزائر، من خلال المساهمة في جذب واستقطاب الموارد والمدخرات المالية وتنشيط المعاملات فيها، وتحقيق كفاءتها في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، عن طريق ضمان تخصيص الموارد الاقتصادية المحدودة على المشروعات الاستثمارية التي تساهم في تحقيق التنمية.

1.3. أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى:

- ✓ تقييم درجة نمو وتطور بورصة الجزائر (سوق رأس المال في الجزائر) خلال الفترة 199-2020، ومدى قدرتها على لعب الدور المنتظر منها في عملية التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المحدودة على الشركات والمشروعات الاستثمارية التي تساهم في تحقيق التنمية والازدهار؛
- ✓ التعرف على عراقيل ومعيقات نمو وتطور بورصة الجزائر؛
- ✓ بيان دور مجموعة من الآليات في اجتذاب المدخرات وتنشيط المعاملات في بورصة الجزائر، وتحقيق كفاءتها في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية،

2. تقييم درجة تقدم ونضج بورصة الجزائر:

لقد احتلت الجزائر المرتبة 111 من بين 144 دولة في مجال تطور أسواق رأس المال حسب مانص عليه تقرير التنافسية العالمية لسنة 2019، و بالتالي فهي تقترب من مؤخرة الترتيب بالنسبة لتطور أسواق رأس المال، وعلى هذا الأساس يمكن القول أن الجزائر مازالت تعاني التخلف في مجال الأسواق المالية خلال 2019-2020، وذلك بسبب تأخر مراتب بعض المؤشرات الفرعية، كمؤشر سلامة أوضاع البنوك (المرتبة 110)، مؤشر نسبة رسملة البورصة (المرتبة 123) (Schwab, 2019, p. 53). ويتفق أغلب الاقتصاديون على مجموعة من المعايير لتقدير درجة تقدم ونضج سوق رأس المال نذكر منها: (ريحان و حمداوي، 2013، صفحة 52)

- حجم السوق : يقاس حجم السوق بمؤشرين هما: معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في البورصة؛
- سيولة السوق: تعبر سيولة السوق عن القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة، ونميز مؤشرين لقياس السيولة هما معدل قيمة التداول ومعدل الدوران؛
- درجة التركيز: ويقصد بها ما إذا كان حجم التداول للسوق مرتكزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ولقياس درجة التركيز، نحسب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول. وسنكتفي في تقييم درجة نمو وتطور بورصة الجزائر على كل من معيار حجم السوق ومعياري سيولة السوق وذلك وفقا لما هو موضح فيما يلي:

1.2 قياس حجم بورصة الجزائر:

سنقيس حجم بورصة الجزائر باستخدام مؤشر عدد الشركات المدرجة، والذي كما سبق وأشرنا إليه فإنه يقيس مدى اتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة وفعالية البورصة، في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة أو معدل النمو السلي في عدد الشركات المسجلة يعني العكس. وتجدر الإشارة إلى أن التداول في بورصة الجزائر بدأ بتاريخ 13 سبتمبر 1999 بثلاث شركات مساهمة هي: شركة رياض سطيف (متخصصة في تحويل وتسويق الحبوب ومشتقاتها)، مجمع صيدال (إنتاج المواد الصيدلانية) وشركة سوناطراك (متخصصة في البحث والتنقيب واستخراج المحروقات)، الشيء الذي جعل بورصة الجزائر ضيقة وصغيرة وقليلة النشاط مقارنة مع بقية البورصات العربية. ويتم حاليا كذلك تداول سندات خاصة بالشركات التالية: مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة، أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات، أن - سي - رويبة: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية، شركة مساهمة الدهلي، والجدول التالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية ديسمبر 2019.

جدول 1: تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999 - 2019

السنة	عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	معدل نمو عدد الشركات %
1999	03 (رياض سطيف، صيدال، سوناطراك)	-
2000	04 (رياض سطيف، صيدال، سوناطراك، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي)	0.33
2001	04 (رياض سطيف، صيدال، سوناطراك، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي)	0
2002	04 (رياض سطيف، صيدال، سوناطراك، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي)	0
2003	03 (رياض سطيف، صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي)	0.33-
2004	03 (رياض سطيف، صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي)	0
2005	02 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي)	0.33-
2006	05 (رياض سطيف، صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، الجزائرية للإتصالات، سونلغاز)	0.66
2007	05 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، الجزائرية للإتصالات، سونلغاز، الخطوط الجوية الجزائرية)	0
2008	05 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، الجزائرية للإتصالات، سونلغاز، الخطوط الجوية الجزائرية)	0
2009	06 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، الجزائرية للإتصالات، سونلغاز، الخطوط الجوية الجزائرية، شركة مساهمة الدهلي)	0.2
2010	06 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، الجزائرية للإتصالات، سونلغاز، الخطوط الجوية الجزائرية، شركة مساهمة الدهلي)	0
2011	06 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، الجزائرية للإتصالات، سونلغاز، شركة مساهمة الدهلي، أليانس للتأمينات)	0
2012	05 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، سونلغاز، شركة مساهمة الدهلي، أليانس للتأمينات)	0.2-
2013	06 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، سونلغاز، شركة مساهمة الدهلي، أليانس للتأمينات، أن-سي-اروبية)	0.2
2014	06 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، سونلغاز، شركة مساهمة الدهلي، أليانس للتأمينات، أن-سي-اروبية)	0
2015	05 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، شركة مساهمة الدهلي، أليانس للتأمينات، أن-سي-اروبية)	0.2-
2016	05 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، أليانس للتأمينات، أن-سي-اروبية، بيوفارم)	0
2017	05 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، أليانس للتأمينات، أن-سي-اروبية، بيوفارم)	0
2018	06 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، أليانس للتأمينات، أن-سي-اروبية، بيوفارم، اوام انفست)	0.2
2019	06 (صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، أليانس للتأمينات، أن-سي-اروبية، بيوفارم، اوام انفست)	0

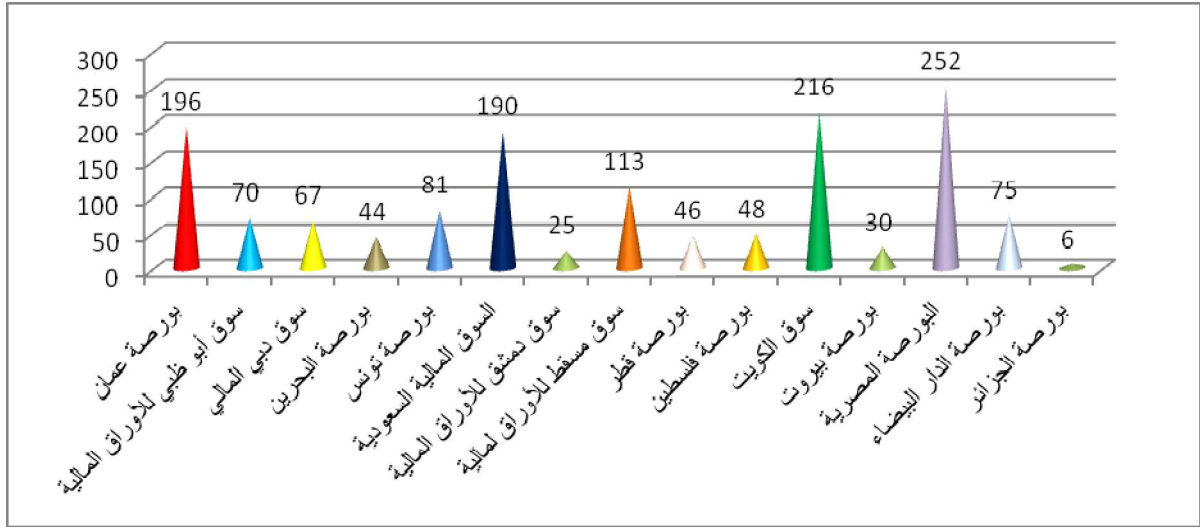
المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات مأخوذة من: (Bourse d'Alger , Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, 2019)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه الإنخفاض الكبير في عدد الشركات المقيدة في بورصة الجزائر، إذ لم يتجاوز مجموعها طيلة الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية ديسمبر 2019 إحدى عشرة شركة، فقد بدأت هذه البورصة نشاطها في عام 1999 بتداول أسهم ثلاث شركات وهي رياض سطيف، صيدال وسوناطراك، تم توسع نشاطها في عام 2000 بإدراج أسهم فندق الأوراسي، وبقي هذا العدد مستقرا إلى غاية 2003 أين انسحبت شركة سوناطراك. وخلال الفترة الممتدة ما بين 2006 و2011 استرجعت هذه البورصة نفس جديد بفضل انضمام سند دين كل من اتصالات الجزائر، سونلغاز، الخطوط الجوية الجزائرية، شركة مساهمة الدهلي وأليانس للتأمينات، مع تسجيل خلال نفس الفترة إنسحاب رياض سطيف وذلك بتاريخ 30 جويلية 2006، والجزائرية للإتصالات في عام 2011، ليبلغ بذلك عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر خلال هذه الفترة ستة شركات، تم انخفاض إلى خمس شركات في عام 2012 وذلك بعد انسحاب شركة الخطوط الجوية.

عاد وارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصة في عامي 2013 و2014 إلى ستة شركات وذلك بدخول شركة أن-سي-اروبية، تم عاد وانخفض إلى خمس شركات إلى غاية ماي من سنة 2015 وذلك بعد انسحاب شركة سونلغاز ودام هذا إلى غاية سنة 2017، ثم عاد وارتفع مرة أخرى عدد الشركات المدرجة في البورصة في عامي 2018 و2019 إلى ستة شركات وذلك بدخول شركة اوام انفسست.

استنادا إلى التحليل أعلاه المبني على أساس المعطيات المتعلقة بتطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طيلة الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2019 والتي هي موضحة في الجدول أعلاه، يتبين بأن هذه البورصة تعد من أصغر أسواق رأس المال من حيث عدد الشركات سواء على المستوى الدولي أو على مستوى العالم العربي، حيث نجد أنها تحتل المرتبة الأخيرة من بين البورصات العربية والشكل التالي يوضح لنا ذلك:

الشكل 1: عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال العربية خلال سنة 2018



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على معطيات مأخوذة من:

(Bourse d'alger, Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, 2016) و (بنك الجزائر، 2015، صفحة 15، 16، 20) و (صندوق النقد

العربي، 2019، صفحة 360)

2.2. دراسة سيولة بورصة الجزائر من خلال تتبع تطور قيمة التداول ومعدلها:

يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة و بسرعة، وكلما كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة كلما دل ذلك على فعاليته وكفاءته، وسيتم دراسة سيولة بورصة الجزائر من خلال تتبع قيمة التداول ومعدل قيمتها، خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2017، وذلك وفقا لما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول 2: تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2017

السنوات البيان	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
قيمة التداول (دينار جزائري)	108079690	720039160	533217905	112060345	17257700	8432615	4188200	149391910
الناتج الداخلي الإجمالي (مليار دينار جزائري)	3248.2	4123.5	4227.11	4522.8	5247.5	6150.4	7563.6	8520.6
معدل قيمة التداول %	3.32	1.74	1.26	2.47	3.28	1.37	5.54	1.75
السنوات البيان	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
قيمة التداول (دينار جزائري)	960417115	1218511505	896650625	670069575	321222985	673186960	101027990	148946340
الناتج الداخلي الإجمالي (مليار دينار جزائري)	9306.2	11043.7	9968.0	11991.6	14526.1	16115.5	16569.2	17094.8
معدل قيمة التداول %	1.03	1.1	8.99	5.59	2.21	4.17	6.09	8.71
السنوات البيان	2015	2016	2017					
قيمة التداول (دينار جزائري)	67476725	106403630	171536200					
الناتج الداخلي الإجمالي (مليار دينار جزائري)	16712.7	17514.6	18594.1					
معدل قيمة التداول %	4.03	6.07	9.22					

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات مأخوذة من: (Bourse d'Alger, 2015, pp. 7, 13) و (Bourse d'Alger, 2016, pp. 8, 22) و

(Bourse d'Alger, 2017, p. 3) و (بنك الجزائر، 2019، صفحة 26)

من خلال معطيات الجدول أعلاه يتضح أن قيمة التداول على مستوى بورصة الجزائر، تظهر الضعف المسجل في سيولة الاقتصاد الجزائري وهذا بسبب صغر حجم التداول. فمن خلال تقصي نشاط بورصة الجزائر بالنظر إلى قيمة التداول، يتبين أن سنة 1999 (وهي سنة دخول البورصة حيز النشاط) لم تتجاوز قيمة التداول فيها 11 مليون دينار كما هو مبين في الجدول أعلاه، ثم ارتفعت قيمة التداول عام 2000 ب 65.62% لتصل إلى 670069575 دج وذلك بفضل زيادة حجم التعامل في سندات سوناطراك وأسهم رياض سطيف وصيدال، و أيضا دخول أسهم الأوراسي إلى ساحة البورصة، ثم أصبحت قيمة التداول تسجل الانخفاض تلو الآخر، لتمر من 533217905 دج عام 2001 إلى 112060345 دج عام 2002، ومع حلول تاريخ استحقاق سندات سوناطراك في جانفي 2003، أصبح حجم التداول يعادل ما قيمته 17257700 دج، ثم في عام 2005 تم تسجيل أدنى مستوى في قيمة التداول، حيث بلغت ما قيمته 4188200 دج وقد نسب هذا الإنخفاض الحاد في قيمة التداول على مستوى بورصة الجزائر، إلى ضعف سوق الأسهم بصفة عامة و عدم تسجيل أية معاملة بخصوص أسهم مؤسسة رياض سطيف، هذه المؤسسة التي أصبحت بفعل المنافسة على مستوى السوق تواجه مشاكل مالية كانت كافية على دفعها للإسحاب من البورصة في عام 2007.

وقد شهدت بورصة الجزائر خلال عام 2006، إدراج سندات كل من اتصالات الجزائر وسونلغاز ليجمعا معا قيمة تداول بلغت 125634960 دج، وهو ما أدى إلى تحسن في قيمة التداول مقارنة بعام 2005، حيث بلغت 149391910 دج، وقد استمر هذا التحسن بشكل محسوس مقارنة مع عام 2006 خلال أعوام: 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، إذ تم تسجيل خلال هذه الأعوام على التوالي قيمة تداول ب 960417115 دج، 1218511505 دج، 896650625 دج، 670069575 دج، 321222985 دج، 673186960 دج، حيث تم خلال هذه السنوات إدراج سندات كل من شركة الخطوط الجوية الجزائرية في عام 2007 والتي بلغت قيمتها 133396000 دج، وسندات شركة مساهمة الدهلي في عام 2009 والتي بلغت قيمتها 3000000 دج، وسندات أليانس للتأمينات في عام 2011 والتي بلغت قيمتها 161414250 دج. ثم عادت قيمة التداول لتسجل الانخفاض تلو الآخر، لتمر من 673186960 دج عام 2012 إلى أقل من 249974330 دج خلال عامي 2013 و 2014 مجتمعين.

وإذا رجعنا إلى معدل قيمة التداول فهو كذلك يعد منخفضا جدا، حيث أنه لم يتجاوز في أحسن حالاته الـ 9%، وهو في حالة الجزائر لا يصلح لتقييم درجة نمو وتطور بورصتها، وهذا مرده بالدرجة الأولى إلى عدم أهمية حجم مساهمة الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية في الناتج الداخلي الإجمالي للجزائر، هذا الأخير الذي يعتمد بالدرجة الأولى على الصناعة الإستخراجية التي تحتكرها الدولة.

من خلال كل ما سبق ذكره يتضح أن بورصة الجزائر تعرف ركودا كبيرا في نشاطها وتنمو بمعدل بطئ جدا، وتمتاز بالتذبذب في معاملاتها، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولتها بشكل كبير، وهو الأمر الثاني الذي يجعلها بعيدة جدا عن فعالية وكفاءة سوق رأس المال في تحقيق ما وجدت من أجله.

3.2. قياس حجم بورصة الجزائر (سوق رأس المال الجزائرية) من خلال تتبع تطور معدل رسملة السوق (نسبة رأس مال السوق Market capitalization):

سنقيس حجم بورصة الجزائر باستخدام مؤشر معدل رسملة السوق (نسبة رأس مال السوق Market capitalization)، والذي كما سبق وأشرنا إليه فإنه يقيس مدى قدرة سوق رأس المال على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، والجدول التالي يوضح تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2017.

الجدول 3: تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة [1999 – 2017]

السنوات	رأس مال السوق (مليار دج)	التغير %	PIB (مليار دج)	(رأس مال السوق / PIB) %
1999	19.175	-	3238.2	0.59
2000	21.495	12.10 +	4123.5	0.52
2001	14.720	31.52 -	4227.11	0.35
2002	10.990	25.34 -	4522.8	0.24
2003	11.100	01.00 +	5247.5	0.21
2004	10.100	9-	6150.4	0.16
2005	10.400	12.87+	7563.6	0.14
2006	6.710	35.83-	8520.6	0.08
2007	6.460	3.72-	9306.2	0.07
2008	6.500	0.62+	11043.7	0.06
2009	6.550	0.77+	9968.0	0.065
2010	7.900	20.61+	11991.6	0.066
2011	14.967744130	89.46+	14526.1	0.1
2012	13.028721575	12.95-	16115.5	0.08
2013	13.819991460	6.07+	16569.2	0.08
2014	14.793245795	7.04+	17094.8	0.09
2015	15.429078190	4.3+	17235.6	0.09
2016	45.780000000	196.7+	17514.6	0.26
2017	40.590000000	11.34-	18594.1	0.22

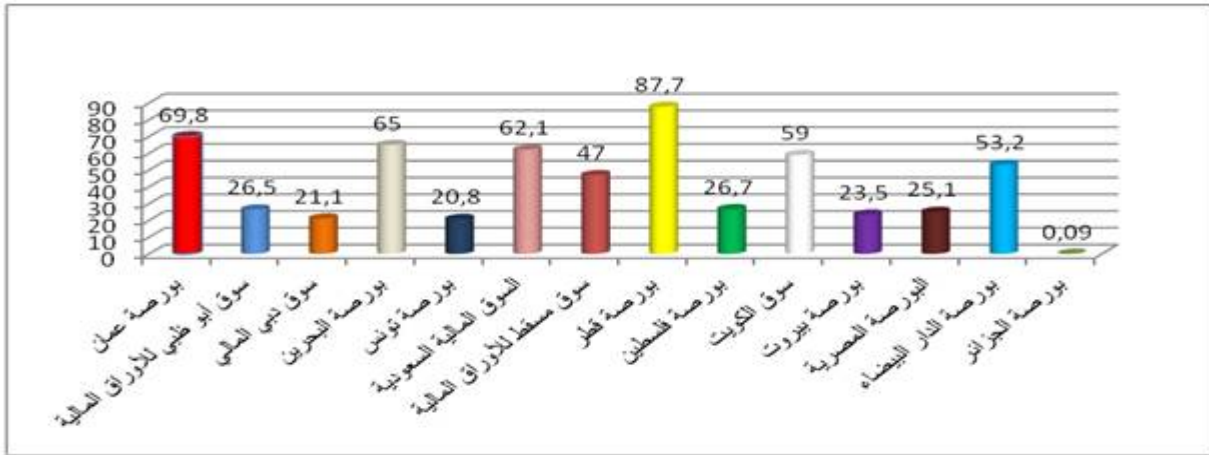
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: (Bourse d'Alger, Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, 2016) و (Bourse d'Alger, 2015)، (Bourse d'Alger, 2016, p. 5) و (Bourse d'Alger, 2017, p. 3) و (بنك الجزائر، 2003، صفحة 238) و (بنك الجزائر، 2008، pp. 7, 13) و (246) و (بنك الجزائر، 2013، صفحة 2019) و (بنك الجزائر، 2008، صفحة 15، 16، 20، 26) و (بنك الجزائر، 2013، صفحة 15، 16، 20، 26) و (بنك الجزائر، 2014، صفحة 15، 16، 20، 26) و (بنك الجزائر، 2015، الصفحات 15، 16، 20) و (بنك الجزائر، 2015، صفحة 26)

من خلال الجدول أعلاه نجد أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دورا محتشما من خلال نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث بلغت هذه النسبة 0.59 % عام 1999 ثم أخذت في الإختفاض إلى أن وصلت 0.09 % عام 2014، رغم أن رأس مال السوق إرتفع في سنة 2011 إلى 14.967744130 مليار دينار جزائري بعد أن كان 7.900 مليار دينار جزائري أي بزيادة قدرها 89.46 % وهذا راجع إلى إدراج أسهم شركة أليانس للتأمينات، غير أن هذه الزيادة سرعان ما أخذت في التراجع إذ تراجعت إلى 13.028721575 مليار دينار عام 2012 ويعزى هذا التراجع إلى انسحاب شركة الخطوط الجوية.

ثم عاد رأس مال السوق وارتفع خلال سنوات 2013 و2014 و2015 وذلك بدخول شركة أن-سي-اروبية، لكن بالرغم من هذا بقي دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دورا محتشما إذ لم تتجاوز نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي في الفترات الأخيرة 0.09%، وهذا مرده إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى إنخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة إذا ما أخذنا في عين الاعتبار أن رأس مال السوق = عدد الأسهم × سعر السهم، وكذلك قلة عدد الشركات المدرجة بها.

وبالتالي عدم تنوع فرص الاستثمار، وبهذه المعطيات نجد أن بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة من بين البورصات العربية و الشكل التالي يوضح لنا ذلك:

الشكل 2: مقارنة نسبة رأس مال السوق (%) في الدول العربية لعام 2014



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على معطيات مأخوذة من: (Bourse d'Alger, 2016) و (بنك الجزائر، 2015، صفحة 15 16 20) و (صندوق النقد العربي، 2015، صفحة 471)

3. عراقيل ومعوقات نمو وتطور بورصة الجزائر:

بالرغم من مرور تقريبا خمسة وعشرين سنة على تأسيسها، إلا أنها ما زالت تعاني العديد من العوائق، يأتي على رأسها.

1.1. المعوقات الاقتصادية:

- التضخم: إن للتضخم تأثير سلبي على حجم الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا، حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية، إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية، رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم التي اعتادوا عليها (بودريوة، 2019، صفحة 200).

- السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إداراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

- ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب متعددة ومرتفعة على الأرباح والمداخيل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تتراوح ما بين 19% و26% من الأرباح، هذه النسب تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، التي بعد توزيعها على المساهمين تخضع مرة أخرى للضريبة على الدخل الإجمالي. فكل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري.

- ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية نسبة معتبرة من مجموع الاستثمارات الجزائرية، وأهم ما يميز هذا القطاع (بودريوة، 2019، صفحة 200):

- إرتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة:
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا:
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات بعيدة عن الكفاءة المهنية والعلمية، مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسئولية محدودة أو شركة تضامن، ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

2.3. المعوقات التشريعية:

يكتسب الإطار القانوني والتنظيمي المرن المواكب للتطورات الاقتصادية أهمية بالغة في تطوير أداء البورصة ورفع كفاءتها، في حين يؤدي جمود هذا الإطار وتخلفه إلى إعاقة عملية نمو البورصة وتخلفها، وتعاني بورصة الجزائر من قصور في تشريعاتها وتنظيماتها وتخلفها عن مواكبة التطورات في القوانين واللوائح المنظمة لعمل البورصات المتطورة (حمادي، عرقوب، وشيخي، 2021، صفحة 499).

3.3. المعوقات التنظيمية:

- قلة المؤسسات المدرجة: تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

- عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، والتنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا نداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما وسبق الإشارة إليه، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية .

- ضعف سير عمل البورصة : حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع، وذلك كل اثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا، ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعا كاملا، مما يعرقل السير الحسن للتعاملات، فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر.

كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك سبعة مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات

البورصة. (دغموم، 2016، صفحة 81)

4.3. العوائق الإجتماعية والثقافية:

يميل الفرد الجزائري نحو حياة الأصول المادية كالعقارات أو تلك التي تتضمن عائد مضمون ودرجة عالية من السيولة والأمان، وذلك بفعل تأثير عوامل دينية، إجتماعية وثقافية، كالأمية وعدم الثقة في هذه الآداة والخوف من مراقبة مصالح الجباية وغياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية.

4. آليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر وتحقيق كفاءتها في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية:

يمكن صياغة عدد من الآليات التي من شأنها أن تعمل على تنشيط وتطوير المعاملات المالية في بورصة الجزائر، وتحقيق كفاءتها في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية عن طريق توزيعها على المؤسسات الأكثر فعالية ومردودية، وهذه الآليات هي:

1.4. التنسيق بين السياسات العامة المنظمة للبورصة، واتباع سياسة اقتصادية مشجعة على الإدخار:

تعد عملية تعبئة المدخرات الوطنية أحد أهم أهداف البورصة، ويعتبر حجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر على نمو هذه السوق ، والتي ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادي.

ومن ذلك المنطلق يجب التنسيق بين السياسات والقطاعات التي تضطلع بتعبئة المدخرات وتنميتها وخاصة السياسات المؤثرة على البورصة، فلا شك في أن كلا من سياسة الاستثمار والسياسة المالية والسياسة النقدية والائتمانية وسياسة الدين العام والسياسة السعرية تلعب دورا محوريا في تطوير البورصة، وعليها يتوقف مقدرتها على تعبئة المدخرات المحلية والخارجية، لذلك يجب أن تتسم هذه السياسات بالمرونة والتحديث.

ويتطلب الأمر أيضا التنسيق بين الأسواق المختلفة التي تضطلع بتنمية المدخرات سواء كانت السوق النقدية أو سوق رأس المال أو سوق السندات، وذلك باستصدار قانون عام يحدد العلاقة بين مختلف الأجهزة في السوق، فضلا عن توحيد أسس التعامل بينها من النواحي القانونية والتنظيمية والضريبية وسعر الفائدة ، لزيادة مرونة السوق المالية، كذلك فإنه من الضروري المساواة بين الأوعية الادخارية المختلفة من حيث المزايا والإعفاءات الضريبية - إن وجدت - بحيث تكون الزيادة في المدخرات زيادة حقيقية وليست مجرد انتقال المبالغ المحدودة بين الأوعية المختلفة للتمتع بمميزات أفضل، وفيما يلي ندرج بعض السياسات والإجراءات والوسائل التي من شأنها أن تساهم في تشجيع تنمية الادخار والاستثمار في الجزائر: (الأسرج، 2005، صفحة 545)

- تحسين معدلات العائد على الادخار من خلال رفع معدلات العائد على الإدخار ومنح اعفاءات ضريبية لأنواع معينة من المدخرات، بالإضافة إلى تخصيص جوائز على أنواع معينة من الادخار، وذلك حتى يمكن استقطاب مزيد من المدخرات وزيادة حجم الإدخار المالي؛
- العمل على تشجيع الادخار التعاقدي في شركات التأمين على الحياة، ونظم التأمينات الاجتماعية وغيرها من الترتيبات التعاقدية التي تتطلب من المودعين الحفاظ على مدخراتهم في أشكال معينة ولفترة محددة؛
- توفير خيارات متعددة من الأوعية الادخارية لتناسب مختلف المدخرين، والعمل على كسب ثقة المدخرين عند حياة الأصول المالية.
- حماية الادخار ضد انخفاض قيمة الأصول والتي تنجم عن التضخم باستصدار أوراق مالية تراعى مستويات التضخم السارية.

• توفير الاستقرار السياسي والاقتصادي والذي يتمثل في استقرار النظم والقوانين السياسية والاقتصادية، وتجنب التقلب المستمر في السياسات والقرارات الاقتصادية.

2.4. تنمية الوعي بأهمية الادخار والاستثمار في الأوراق المالية من خلال إعداد وتنفيذ خطة إعلامية واسعة للتعريف والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية:

إن تعبئة المدخرات في مجتمعنا ستظل هدفا يستحق تضافر الجهود الوطنية في إطار تعبئة وتحقيق استخدام أفضل للموارد المحلية جنبا إلى جنب مع الموارد الأجنبية، ويتطلب ذلك سياسات فعالة لتسهيل عملية تراكم رأس المال، كما أن حجم الاستثمارات التي يمكن أن يحققها المجتمع يتوقف لدرجة كبيرة على عوامل تنظيمية لها أثرها البالغ والهام في تكوين المدخرات، ومن ثم في توفير الموارد التي تمول هذه الاستثمارات، وهذه العوامل التنظيمية لا تتصل بالجوانب الاقتصادية وحدها، ولكن تنصب على الجوانب الإجتماعية والسياسية في المجتمع.

من أجل ذلك تعتبر قضية زيادة الوعي الادخاري وتنميته، قضية قومية في المقام الأول، وأن نشر هذا الوعي ليس بالضرورة قضية اقتصادية وحسب، بل هو ضرورة إجتماعية وسياسية أيضا تستهدف إعادة صياغة مفاهيم الأفراد واتجاهاتهم، إلا أن مشكلة خلق الوعي التوظيفي في الأوراق المالية، ربما يكون أكثر تعقيدا، وهو لذلك يتطلب خطة قومية تقوم على أسس تربوية وإعلامية تغرس مفاهيم الإدخار والاستثمار غير المباشر، وأهميته في التنمية لدى الأجيال الناشئة في المدارس والجامعات، ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة بأهمية الادخار والاستثمار في الأوراق المالية من خلال الوسائل التالية: (الأسرج، 2005، صفحة 546)

- نشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين عند الدعوة للإكتتاب في إصدارات جديدة من الأسهم، بحيث تشمل نشرة الإكتتاب على كل ما يهم المستثمر ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له؛
- تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن نشاط الشركة وبصفة خاصة الميزانية المحاسبية وقائمة حساب النتيجة والتوزيعات وتقارير مجلس الإدارة، ودراسة إمكانية إرسالها للمساهمين حتى يكونوا على بينة بأحوال شركتهم وإشعارهم بأنهم ملاك حقيقيون للشركة، ومن ثم يتعمق مفهوم الملكية لديهم ويزيد من حماسهم للمساهمة في الشركات.
- إقامة الندوات واللقاءات في أماكن التجمعات المختلفة، بما في ذلك تجمعات المهاجرين في الخارج للتعريف بالبورصة الوطنية، وأهميتها للاقتصاد الوطني وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على وطنهم؛
- تشجيع إنشاء نوادي الاستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليه.
- زيادة الوعي الادخاري والتوظيفي لدى صغار المدخرين من خلال وسائل الإعلام المقروءة والمسموعة والمرئية .

3.4. العمل على تنشيط المعاملات في البورصة من خلال الإهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية وتشجيع ثقافة التعامل بها:

حتى تتمكن البورصة من تنمية المدخرات وتعبئتها فلا بد من توفر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين ذلك أن المستثمر يشتري الورقة التي تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيج من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون في درجة خوفهم من المخاطرة، فإن الورقة المالية التي تجذب مستثمرا معيناً، قد لا تجذب مستثمراً آخر، وبالتالي فإنه لزيادة عدد المستثمرين بسوق الأوراق المالية، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين، لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدي لزيادة كفاءة السوق.

وتعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي شهدت انتشاراً واسعاً خلال فترة وجيزة، وأصبحت الأداة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي باعتبارها قناة جيدة توفر حلولاً تمويلية متنوعة للأفراد والشركات الراغبة في التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية بعيداً عن الربا من ناحية، والحصول على تمويل يتناسب مع إمكانياتهم الاجتماعية والمهنية من ناحية أخرى، كما أنها تمتاز بمميزات تعزز فرصة اندماج السوق المالية الإسلامية بالأسواق العالمية، فلقد نجحت صيغة صكوك الاستثمار الإسلامية في تمويل التنمية في عديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية مثل دول الخليج والاردن وماليزيا وأندونيسيا وفي بعض الدول الأوروبية وتركيا، كما شاع تطبيقها بعد الازمة المالية العالمية، وتعتبر من أحدث صيغ التمويل في العالم اليوم، وتتسم هذه الصيغة بالعديد من المزايا التي تناسب شرائح عديدة من المستثمرين ورجال الأعمال والحكومات، لأنها تتسم بالمرونة وسهولة الإصدار والتداول وقلة المخاطر.

كما أنها تستوعب شريحة من المستثمرين الذين لا يريدون المضاربة في البورصة، وكذلك المستثمرين الذين لا يريدون الدخول في شهادات المعاملات الربوية مثل السندات بفائدة، ويرى خبراء المال والأعمال أن المستقبل لهذه الصيغة بعد أن أوصى بها مؤسسات التمويل العالمية وأقرتها مجامع الفقه الإسلامي.

وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن الاستفادة من الصكوك الإسلامية في تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات لاستخدامها في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة بصورة مستمرة، واستخدام حصيلتها في إنشاء مشروعات جديدة أو تطوير مشروعات قائمة، كذلك من مزاياها توفير سيولة للمؤسسات المالية وطرح أدوات مالية جديدة فضلاً عن الأسهم والسندات في سوق المال، مما يساعد على تنشيط سوق رأس المال.

كما يمكن تمويل مشاريع البنية التحتية، عبر إصدار الصكوك الإسلامية، حيث يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة لتمويل مشاريع ذات نفع عام، والتي ترغب الحكومة في إقامتها لتحقيق مصلحة عامة تراها، لا بغرض تحقيق الربح، كتمويل بناء الجسور والمطارات والطرق والسدود وسائر مشروعات البنية التحتية، حيث تكون الحكومة هنا هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة ملاك لهذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة بصفتها مستأجراً بإتاحة تلك المشاريع للمواطنين لاستخدامها والانتفاع بها، كما يمكن أيضاً استخدام صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية (شرياق، 2013، صفحة 12)، كذلك يمتد الدور التمويلي للصكوك ليشمل البنى التحتية المستدامة، وهنا تبرز الصكوك الخضراء التي يمكن استخدامها حصيلتها لتمويل مشروع بنية تحتية مستدام بيئياً" مثل: إنشاء محطة لتوليد الطاقة الكهربائية، وهذا النوع من الصكوك يلقي قبولا كبيراً خاصة من قبل المستثمرين الذين يركزون على الاعتبارات البيئية (عثماني و مناصرية، 2017، صفحة 383).

من جهة أخرى تتنوع الصكوك الإسلامية بشكل يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة، حيث أن صكوك المرابحة تلائم الأعمال التجارية، وصكوك السلم هي الأنسب لتمويل المشاريع الزراعية والاستخراجية والحرفيين، في حين تستخدم صكوك الاستصناع في تمويل قطاع الإنشاءات والعقارات، وبالرغم من أهمية هذه الصيغ في تمويل المشاريع الاستثمارية، تبقى صكوك المشاركة هي الأكثر ملاءمة لتمويل كافة أنواع الاستثمارات طويلة الأجل والمتوسطة والقصيرة. كما تصلح لجميع أنواع الأنشطة الاقتصادية التجارية والصناعية والزراعية والخدمية، وذلك لما تتميز به من مرونة في أحكامها وإمكانية انعقادها في أي مجال، وكذلك الأمر بالنسبة لصكوك المضاربة، إلا أنها تتميز عن صكوك المشاركة في فصلها إدارة المشروع عن ملكيته البيئية (عثماني و مناصرية، 2017، صفحة 383).

وقصد إبراز الدور الهام للصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير البورصة عمليا، ارتأينا عرض التجربة الماليزية في هذا المجال، وذلك لاعتبار أن ماليزيا في الوقت الراهن تعد من أكبر الدول الرائدة في هذا المجال من خلال امتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية.

فقد تميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطها الملحوظ في نهاية القرن العشرين وذلك من خلال إصداراتها المتنوعة، وفيما سيأتي تبيان تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا

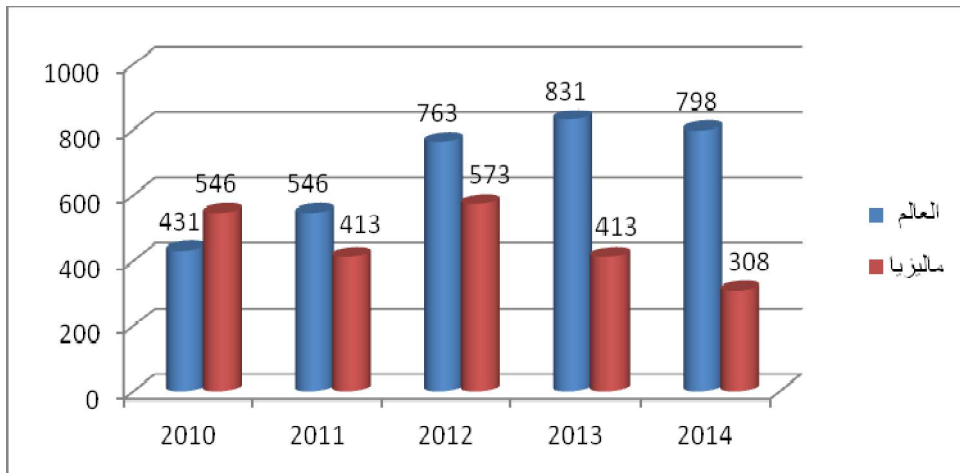
جدول 4: تطور نسب الصكوك الإسلامية (2010-2016)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
نسبة الصكوك الإسلامية من إجمالي الأسهم (%)	32.8	60.9	91.7	82.2	77.9	30.9	29.2

Source: (Nik, 2015, p. 11)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ارتفاعا مستمرا للإصدار الماليزي للصكوك الإسلامية وهذا إلى غاية عام 2012 وبداية من عام 2013 بدأت الإصدارات تشهد انخفاضا طفيفا وصولا إلى عام 2015 ، أين تم تسجيل تراجع كبير مقارنة بالسنوات السابقة، ولكن بالرغم من هذا الإنخفاض تبقى ماليزيا تحتل مركز الريادة في سوق الصكوك سواء من حيث قيمة الإصدار أو من حيث عدد الإصدارات وهو الأمر الذي نؤكد من خلال الشكل التالي:

الشكل 3: عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا مقارنة بالعالم خلال الفترة (2010-2014)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات مأخوذة من: (CIMB ISLAMIC, 2016, p. 321)

وتجدر الإشارة إلى أن عدد الصكوك الإسلامية في ماليزيا لغرض تمويل المشاريع التنموية قد ارتفع إلى 2438 إصدارا وهذا خلال سبتمبر 2013، وهو رقم كبير خاصة إذا ما قورن بعدد إصدارات الصكوك في دول أخرى كإندونيسيا والإمارات، وبالتالي تحتل ماليزيا المركز الأول عالميا في عدد إصدارات الصكوك لغرض تمويل المشاريع الاقتصادية، وهو ما يفسر أهمية الصكوك الإسلامية في ماليزيا واعتمادها الكبير عليها في تمويل اقتصادها والنهوض به وكذلك الجهود المبذولة من جانب الحكومة الماليزية لتطوير الصكوك الإسلامية .

إن اعتماد الصكوك الإسلامية في ماليزيا انعكس إيجابيا على تنشيط السيولة فيها وهذا من خلال السوق المالي الإسلامي الماليزي، وقد تمثل ذلك في النسب المرتفعة لرسملة السوق الماليزية بأكثر من 50%¹، مما يدل على قدرة هذه الصكوك على جذب المدخرات المالية واستثمارها بالشكل الأنسب كونها حققت سيطرة على التمويل المالي في السوق، مما ينتج عن ذلك دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والنتائج المحلي، مما يجعلها سوق مالي إسلامي دولي يتمتع بجذب رؤوس أموال أجنبية وخاصة من جميع الدول. وهو الأمر الذي نبرزه من خلال الجدول المالي:

جدول رقم (06): رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2005-2013)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
رسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي السوق (%)	63.28	64.56	63.7	64.2	63.8	59.3	63	64.28	60.49

Source: (Securities commissions , 2015)

4.4. تعزيز الاشراف والرقابة على المعاملات وإيجاد نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة البورصة عن طريق الحرص على تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة ومسايرة تطورها:

لقد أثبتت الدراسات التحليلية الاقتصادية أن توفر بورصة كفنة ونشطة، يعد بمثابة المحرك الأساسي لعجلة التنمية في الاتجاه الذي يضمن تقدم الدول المتخلفة، وبلوغها أعلى القمم مقارنة مع بقية الأمم، فالبورصة تؤدي دورا هاما في تفعيل تحقيق الأهداف التنموية من خلال سعيها إلى: (ناجي، 2005، صفحة 5)

• حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على تطوير الاقتصاد الوطني، وتسهم في رفع معدلات الرفاه الاجتماعي؛

• توفير السيولة عن طريق خلق أدوات مالية تستقطب إليها ادخارات الأفراد والشركات والمؤسسات في المجتمع؛

• تقليل مخاطر الاستثمار المالي، وتحفيز إدارات الشركات على تحسين كفاءتها في الأداء والعمل على زيادة الإنتاج؛

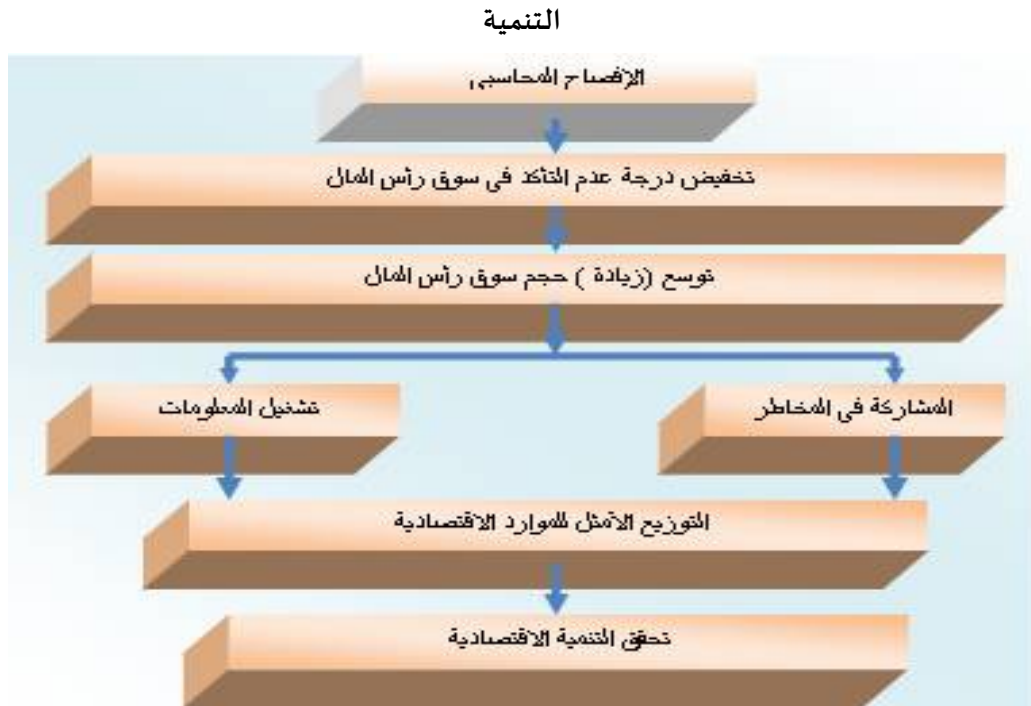
• وتشجيع الاستثمارات الرأسمالية في الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى المساهمة في توفير فرص عمل جديدة ورفع مستويات الدخل وتسريع معدلات النمو الاقتصادي.

وحتى يتسنى للبورصة أن تؤدي دورا هاما في تحقيق هذه المساعي والأهداف، لا بد أن تكتسي المعلومات المحاسبية المعروضة فيها خصائص الجودة (مثل المصدقية، الوضوح، سهولة الفهم والقابلية للمقارنة). إذ أن احد أهم شروط تنشيط المعاملات في البورصة، هو أن تعكس المعلومات المصريح بها في هذه السوق القيم الحقيقية والفعلية لأسعار الأدوات المالية للشركات التي تبحث عن المستثمرين أو المقرضين، فهذه المعلومات يجب أن تعكس بوضوح الواقع الاقتصادي (المالي) للشركة، وفي نفس الوقت ينبغي أن تكون قابلة للفهم من قبل المستثمرين في سوق رأس المال (Pope & Rees, 1992, p. 200).

وعليه، فإن أي بورصة لا يمكنها أن تنمو وتزدهر إلا من خلال تقوية الثقة لدى المتعاملين في صحة وملائمة المعلومات المعروضة فيها، وهو الأمر الذي تسعى المعايير الدولية للمحاسبة إلى تحقيقه من خلال حرصها على توفير قوائم مالية معدة في ظل الاعتبارات (الشروط) التي تضمن تحقق المصدقية والشفافية والإفصاح الكامل فيما يتعلق بالمعلومات المالية المصريح بها، فمثلا الإفصاح المحاسبي الكامل يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالبورصة في تحديد الأسعار المناسبة للأسهم التي تحقق التوازن بين درجة المخاطر والعوائد المنتظر تسجيلهما من الاستثمار في شراء هذه الأسهم، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، وبالتالي إقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين، مما ينجر عنه توسع في حجم البورصة، متمثلا في زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء والبيع، وكذلك في زيادة عمليات الشراء والبيع (حجم التعامل) لهذه الأسهم. (الدهراوي، 1994، صفحة 15).

وكما هو معلوم، يؤدي توسع حجم البورصة إلى توزيع المخاطر بطريقة مثالية (متكافئة) بين المتعاملين فيها، مما يؤدي إلى تخفيض درجة عدم التأكد في البورصة، كما يؤدي إلى إمكانية استخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة في تشغيل المعلومات (مثل تنبؤات المحللين الماليين، تنبؤات إدارات الشركات عن الأرباح المستقبلية)، وهي العوامل التي تسهم في تحقيق كفاءة البورصة في تحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق تحقيق التوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية، فالشركات ذات الكفاءة العالية والعائد المرتفع، تستطيع أن تحصل على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها بتكاليف منخفضة، بعكس الشركات الغير ناجحة، فإنها ستواجه (ستجد) صعوبة في تمويل مشاريعها، والذي إن تم تحقيقه سيتم بتكاليف جد مرتفعة، وهو ما يؤدي في النهاية إلى اشتداد المنافسة بين الشركات في تقديم أفضل النتائج التي تسهم في تحقيق النمو الاقتصادي، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل 4: دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل كفاءة سوق رأس المال في التوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية وتحقيق



المصدر: (الدهراوي، 2001، صفحة 21)

يظهر هذا الشكل دور الإفصاح المحاسبي الكامل في تفعيل دور البورصة في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية من خلال تحد يد أرباح الشركات، الأمر الذي يساعد في تحديد أسعار التوازن للأسهم، وبالتالي تخصيص الموارد على الشركات الناجحة التي تسهم في دفع عجلة التنمية إلى الأمام.

وعليه، فإن الإفصاح المحاسبي الكامل في الوقت الحالي يعمل على تعزيز كفاءة البورصة في حل مشكلة الاستخدام الأمثل للموارد المحدودة، عن طريق مكافئة الشركات التي تنجح في استخدام الموارد المحدودة بكفاءة وفعالية وذلك بتخصيص أكبر قدر من الموارد لها.

وفيما يلي نوضح بدرجة من الدقة والتفصيل من خلال التطرق إلى النقاط الآتية، الدور الذي يلعبه تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة في تنشيط المعاملات في البورصة، وضمان التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المحدودة على المشروعات الاستثمارية التي تسهم في تحقيق التنمية: (لجنة معايير المحاسبة الدولية، 1993، صفحة 4، فقرة 4) في حالة استخدام قائمة التدفقات النقدية مع القوائم المالية الأخرى المطلوب إعدادها وفق المعايير الدولية للمحاسبة، فإنه يمكن الحصول على معلومات تسهم في إضفاء الثقة على البورصة، مما يجلب الكثير من المستثمرين الذين ينشطون دور هذه السوق في التنمية، وهذا يتضح من خلال أن قائمة التدفقات النقدية تعرض معلومات تمكن المستثمرين في البورصة من تقييم التغييرات في صافي أصول الشركة وهيكلها التمويلي (بما في ذلك السيولة والملائمة المالية)، وقدرتها في التأثير على مقادير وتوقيت الحصول على التدفقات النقدية، فهذه المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية تعتبر كذلك مفيدة في قياس قدرة الشركة على توليد النقدية وما يعادلها، وهو الأمر الذي يساعد المستخدمين لها من المستثمرين في البورصة على بناء نماذج تمكنهم من عمل التقديرات والمقارنات المتعلقة بالقيم الحالية للتدفقات النقدية لمختلف الشركات، كما أنها تساعدهم في إجراء المقارنات بين تقارير تقييم الأداء التشغيلي لمختلف الشركات، وذلك بسبب التخلص من مشكلة تأثير استخدام معالجات محاسبية مختلفة للمعاملات والأحداث المتشابهة؛

إن العرض العادل والإفصاح الكامل المطلوبان وفق فلسفة المعايير الدولية للمحاسبة يلعبان دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالبورصة، فيما يتعلق بتحديد الأسعار المناسبة للأدوات المالية، وتحقيق التوازن بين درجة المخاطرة المتعلقة بها والعائد الذي يمكن تحقيقه منها، فالعرض العادل والإفصاح الكامل يؤديان إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بنتائج الاستثمار، مما يشجع المدخرين على الإقبال لتقديم أموالهم للمستثمرين، سواء في إطار المشاركة أو الإقراض، وبالتالي يتم تسجيل توسع في حجم البورصة، الذي ينجر عنه توزيع المخاطر بطريقة مثالية (متكافئة) بين المتعاملين، كما يؤدي العرض العادل والإفصاح الكامل إلى إمكانية استخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة في تشغيل المعلومات (مثل تنبؤات المحللين الماليين عن الأرباح المستقبلية)، وهي العوامل التي من شأنها أن تسهم في تحقيق كفاءة البورصة، التي تؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق تحقيق التوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة التي تمتاز بندرتها؛

تؤدي المعايير الدولية للمحاسبة دورا هاما في خلق مناخ تسوده الثقة المتبادلة بين البائع والمشتري في البورصة، وذلك من خلال توفيرها للقوائم والتقارير المالية التي تظهر كافة المعلومات الخاصة بالشركات، ومن بين هذه المعلومات نذكر حجم تداول أسهم هذه الشركات، أرباحها وقوة أو ضعف مركزها المالي، وهذا كله يعطي مصداقية وواقعية وعدلا لسعر سهم هذه الشركات، مما ينجر عنه العديد من الفوائد.

5. الخاتمة:

جاء هذا البحث ليقوم درجة نمو وتطور بورصة الجزائر، ويبرز الدور الهام والكبير لمجموعة من الآليات في تنشيط هذه البورصة وتطويرها، وفيما يلي عرض لأهم النتائج التي تم استخلاصها من خلال هذا البحث، إضافة إلى بعض التوصيات المقترحة.

1.5. النتائج: ما يمكن استخلاصه من هذا البحث هو:

- ✓ غياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية في المجتمع الجزائري لدى أصحاب الأموال، فهذه الفئة تميل نحو حيازة الموجودات كالعقارات أو تلك التي تتضمن السيولة ودرجة الأمان والعائد المضمون وذلك بفعل تأثير عوامل دينية، اجتماعية وثقافية... الخ، وعدم الثقة في الاستثمار عن طريق البورصة والخوف من مراقبة مصالح الجباية.
- ✓ أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن فعالية سوق رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية، وهذا راجع إلى العديد من النقائص والعراقيل، وبالتالي فهي لم تتمكن من لعب الدور المنتظر منها في عملية التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المحدودة على الشركات والمشروعات الاستثمارية التي تسهم في تحقيق التنمية والازدهار.
- ✓ أن بورصة الجزائر تعرف ركودا كبيرا في نشاطها و تنمو بمعدل بطئ جدا، وتمتاز بالتذبذب في معاملاتها، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولتها بشكل كبير، وهو الأمر الثاني الذي يجعلها بعيدة جدا عن فعالية وكفاءة سوق رأس المال في تحقيق ما وجدت من أجله.
- ✓ أن الصكوك الإسلامية لها دور كبير في تدعيم وتطوير وتنشيط البورصة، وذلك من خلال دورها في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق رأس المال من ناحية، واجتذاب عدد كبير من المتعاملين ورؤوس الأموال إلى تلك السوق من ناحية أخرى .
- ✓ أن تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة يلعب دورا هاما وفعالاً في تنشيط المعاملات المالية في البورصة وتحقيق كفاءتها.

2.5. التوصيات:

- فيما يلي نبلور عدد من المقترحات من أجل تفعيل دور الآليات المتطرق إليها في طيات هذا البحث فيما يتعلق بتنشيط وتطوير بورصة الجزائر وفق ما يجعلها قادرة على تأدية الدور المنتظر منها:
- ❖ العمل على تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للبورصة، وأيضا دراسة إمكانية تقديم بعض المزايا والإعفاءات الضريبية لأدوات الاستثمار المالي، بالإضافة إلى إلزام شركات الوساطة بضمان الصفقات التي تتم من خلالها حتى لو اخفق عملاؤها.
- ❖ عمل خطة إعلامية للتعريف بفرص ومزايا الاستثمار المالي في البورصة، من خلال الترويج لشركات المساهمة عن طريق تصميم موقع الكتروني لنشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء بعدة لغات، بالإضافة إلى ما يتم نشره عند الدعوة للاكتتاب في إصدارات جديدة من الأسهم.
- ❖ إقامة الندوات واللقاءات في أماكن التجمعات المختلفة، للتعريف بأهمية الاستثمار بشركات المساهمة من خلال البورصة، وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين، سواء بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعهم.
- ❖ تشجيع إنشاء نوادي الاستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليه.
- ❖ زيادة الوعي الادخاري والتوظيفي لدى أفراد المجتمع من خلال وسائل الإعلام المقروءة والمسموعة والمرئية.

6. قائمة المراجع:

1. أحسين عثمان، و خولة مناصرة. (2017). أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية- تجارب عربية وعالمية مختارة - . المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد (13)، العدد (3) ، 371-390.
2. الشريف ربحان، و الطاوس حمداوي. (2013). بورصة الجزائر - رهانات و تحديات التنمية الاقتصادية. مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، عدد 34 .
3. أمينة بودريوة. (2019). واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري. المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد 7، العدد 1 ، 191-206.
4. بنك الجزائر. (2013). النشرة الإحصائية الثلاثية- ديسمبر 2013. الجزائر: بنك الجزائر.
5. بنك الجزائر. (2014). النشرة الإحصائية الثلاثية- ديسمبر 2014. الجزائر: بنك الجزائر.
6. بنك الجزائر. (2019). النشرة الإحصائية الثلاثية رقم 46- جوان 2019. الجزائر: بنك الجزائر.
7. بنك الجزائر. (2003). التقرير السنوي لسنة 2003. الجزائر: بنك الجزائر.
8. بنك الجزائر. (2008). التقرير السنوي لسنة 2008. الجزائر: بنك الجزائر.
9. بنك الجزائر. (2013). التقرير السنوي لسنة 2013. الجزائر: بنك الجزائر.
10. بنك الجزائر. (2008). النشرة الإحصائية الثلاثية- ديسمبر 2008. الجزائر: بنك الجزائر.
11. بنك الجزائر. (2015). النشرة الإحصائية الثلاثية- ديسمبر 2015. الجزائر: بنك الجزائر.
12. بنك الجزائر. (2015). النشرة الإحصائية الثلاثية- مارس 2015. الجزائر: بنك الجزائر.
13. رفيق شرياق. (2013). الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية تمويل التنمية الاقتصادية التجريبتين الماليزية والسودانية. مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك يومي 12/13 نوفمبر 2013 (الصفحات 1-15). إربد، الأردن: جامعة اليرموك.
14. سعود علي ناجي. (2005). المعلومة المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال. الندوة العلمية حول "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية: تجارب - رؤى مستقبلية"، 11/12/2005 (الصفحات 1-10). طرابلس: كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة الفاتح، طرابلس.
15. سعيدة حمادي، نبيلة عرقوب، و بلال شيخي. (2021). واقع ومعوقات أداء البورصات العربية -دراسة تحليلية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2019. مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 07، العدد 02 ، 485-502.
16. صندوق النقد العربي. (2015). التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام، 2015. الكويت: صندوق النقد العربي.
17. صندوق النقد العربي. (2019). صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2019. الكويت: صندوق النقد العربي.
18. عبدالمطلب حسين الأسرج. (2005). آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار. مجلة مصر المعاصرة، المجلد 96، عدد 478، الناشر: الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع ، 539 - 587.
19. كمال الدين الدهراوي. (2001). تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار. الإسكندرية، مصر: دار النشر الحديثة.
20. كمال الدين الدهراوي. (1994). دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض درجة عدم التماثل في المعلومات وزيادة كفاءة سوق رأس المال. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد 02 ، 11-49.
21. لجنة معايير المحاسبة الدولية. (1993). معيار المحاسبة الدولي رقم (7): قائمة التدفقات النقدية. Washinton, the USA: IASC.
22. هشام دغوم. (2016). واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999-2015. مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 33 ، 75-95.

23. Bourse d'Alger. (2016). rapport annuel 2016. Alger: Bourse d'Alger, société de gestion de la bourse des valeurs.
24. Bourse d'alger , Société de Gestion de la Bourse des Valeurs. (2016, 03 01). Bourse d'alger , Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, <http://www.sgbv.dz>. Consulté le 10 20, 2021, sur <http://www.sgbv.dz>: <http://www.sgbv.dz>
25. Bourse d'Alger , Société de Gestion de la Bourse des Valeurs. (2019, 12 31). http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc&lang=fr. Consulté le 09 20, 2021, sur <http://www.sgbv.dz>: http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc&lang=fr
26. Bourse d'Alger. (2017). Rapport annuel 2017. Alger: Bourse d'Alger, société de gestion de la bourse des valeurs.
27. Bourse d'Alger. (2015). Rapport d'activité, 2015. Alger: Bourse d'Alger, société de gestion de la bourse des valeurs .
28. CIMB ISLAMIC. (2016). Mainstreaming Islamic finance Within Global financial systems, Malaysia Islamic Finance Report 2015. Malaysia: CIMB ISLAMIC.
29. Nik, M. D. (2015). Role Of Islamic Finance In Infrastructure Financing ,. Kuala Lumpur, Malaysia: Bank Negarab Malaysia.
30. Pope, P. F., & Rees, W. P. (1992). International Differences in GAAP and the Pricing of Earnings. Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 4, No. 3 , 190-219.
31. Schwab, K. (2019). World economic forum ; the global competitiveness reports 2019. Genève, suisse: world economic forum.
32. Securities commissions . (2015). Securities commissions, annuel report (2005 - 2013). Washinton, the USA: Securities commissions.

¹ من الناحية الاقتصادية فإن معدل الرسملة في السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة، أو ارتفاع الأسعار الذي يعكس اتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما.