

تحديات تطور بورصة الجزائر والحلول المدرجة للخروج بتفعيلها

Challenges of Algeria stock exchange development and solutions listed for exit through activation

رزيقة مخوخ*

جامعة المسيلة – الجزائر

razika.mekhoukh@univ-msila.dz

تاريخ النشر: 2020/12/31

تاريخ القبول: 2020/10/21

تاريخ الإستلام: 2020/09/20

ملخص:

تهدف الدراسة إلى إبراز سبل تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر الذي يعد مصدر تمويل وقياس تطور اقتصاديات الدول المتقدمة بما يدره من عوائد وأرباح للناتج الوطني ومساهمته في تطوير المؤسسات الناشئة والمتوسطة الحجم من خلال تفاعلها في هذا السوق.

توصلت نتائج الدراسة إلى 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، التذبذب في المعاملات، ضعف التشريعات وقلة الحوافز، وعليه نقترح ضرورة مراجعة المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والقانونية والسياسية من أجل تفعيل أداء بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: البورصة، بورصة الجزائر، التنمية الاقتصادية، أداء بورصة الجزائر.

تصنيف JEL: G12، G18، G19.

Abstract:

The study aims at highlighting ways of developing the stock market in Algeria, which is a source of finance and measuring the development of developed countries' economies with their revenues and profits for the national product and its contribution to the development of emerging and medium-sized enterprises through their interaction in this market.

The results of the study concluded that the Algerian stock exchange is far from the effective capital market in achieving economic development, which is due to the many shortcomings, the first of which is the small number of listed companies, fluctuating in transactions, weak legislation and lack of incentives. We therefore propose that economic, social, cultural, legal and political changes be reviewed in order to activate the performance of the Algerian stock exchange.

Keywords: Stock Exchange, Algeria Stock Exchange, Economic Development, Performance of the Algerian Stock Exchange.

Jel Classification Codes: G12, G18, G19.

* المؤلف المراسل.

تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة حيث تم وضع التشريعات المنظمة لها سنة 1993 وبدأت عملها بصفة مباشرة سنة 1999، ويسهر على تسييرها مجموعة من الهياكل التنظيمية والقانونية تتمثل في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المؤتمر المركزي للسندات، ماسكوا الحسابات، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وتتكون من عدد محدود من الشركات، لكن المشكلة الكبيرة التي تواجهها بورصة الجزائر هي انعدام التفاعل ومحدودية نشاطها هذا ما حال دون وجود سوق مالية صلبة ومتماسكة في الجزائر تتميز بفعاليتها وقدرتها على استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية وفي تمويل القطاعات الاقتصادية في الدولة مما جعل الأثر سلبي على مستوى كفاءة سوق بورصة الجزائر، ومن هذا المنطلق نحاول من خلال هذا الورقة إبراز دور السوق المالي في تمويل الاقتصاديات الوطنية والآليات التي تمكن من تفعيله بما يسمح من تنوع مصادر التمويل أمام الأعوان الاقتصاديين.

✓ الإشكالية: وعليه سنحاول من خلال هذه الورقة البحثية الإجابة على الإشكالية التالية:

ماهي التحديات التي تواجه تطور بورصة الجزائر؟ وماهي الحلول المدرجة للخروج بتفعيلها؟

✓ أهداف الدراسة:

- إبراز الدور التنموي لبورصة الجزائر في ظل تحديات كبيرة محيطة بها، ما يجعل محاولة إيجاد الحلول المناسبة لتفعيل أدائها أمراً ضرورياً؛
- تشخيص المعوقات التي حالت دون أداء البورصة في الجزائر للدور الذي كان منتظراً منها، ومن ثم اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز هذه العقبات وتفعيل دور البورصة في الاقتصاد الجزائري.
- قراءة عامة حول أهم الشروط المساعدة على نجاح السوق المالي وكذا تشخيص المعوقات التي حالت دون أداء البورصة في الجزائر للدور الذي كان منتظراً منها، ومن ثم اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز هذه العقبات وتفعيل دور البورصة في التنمية الاقتصادية بالجزائر.

✓ منهجية الدراسة: لغرض معالجة موضوع الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم استخدامه حسب ما تقتضيه مرحلة المعالجة وذلك بغرض التعمق في فهم وتبيان العناصر المكونة للموضوع، وإخضاعه للدراسة الدقيقة وتحليل جل أبعاده بشكل كاف من التوضيح والتفسير، للوصول إلى استنتاجات تمكننا من الإجابة على الإشكالية المطروحة.

2. نشأة وتنظيم السوق المالية في الجزائر:

إن إنشاء سوق مالية في الجزائر يدخل ضمن مسار الإصلاحات الاقتصادية المتخذة ابتداء من سنة 1988، ومنذ نشأتها مرت بورصة الجزائر بمراحل أساسية ساهمت في تطورها عبر الزمن.

1.2. نظرة تاريخية عن نشأة بورصة الجزائر:

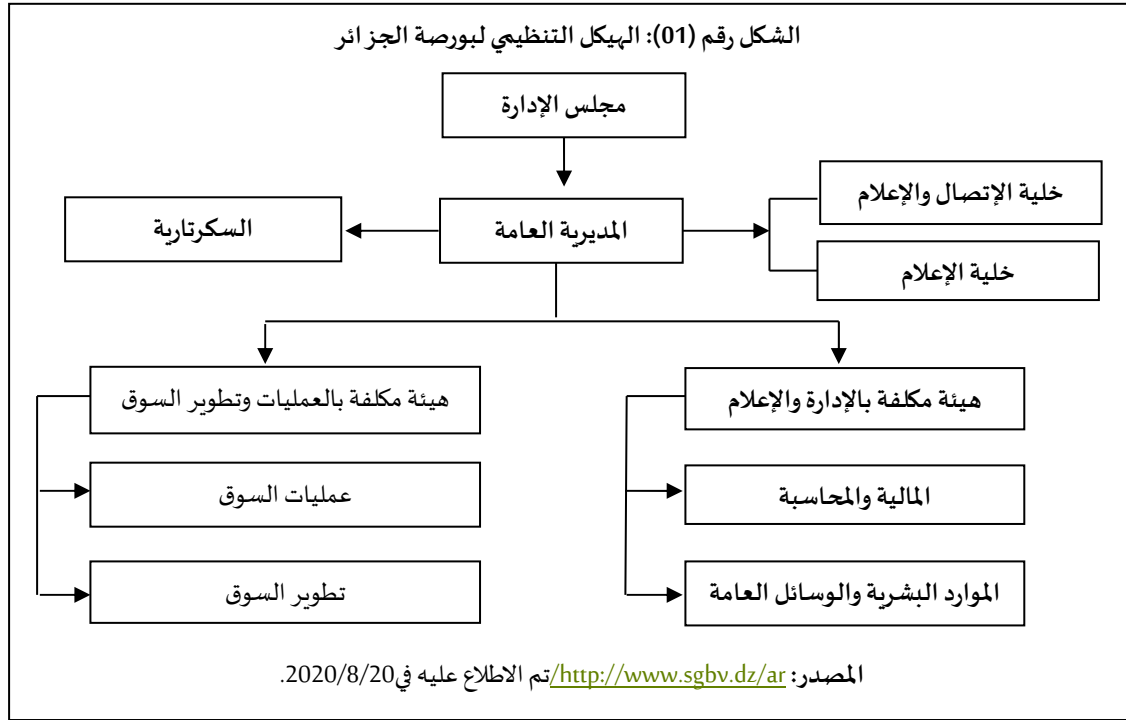
إن الإصلاحات الإقتصادية المطبقة إبتداء من سنة 1988، قد أعطت الإستقلالية المالية للمؤسسات العمومية وبدأت الخزينة تنسحب تدريجياً من عملية تمويل المؤسسات، في مقابل ذلك أتيح لهذه الأخيرة اللجوء إلى مصادر أخرى لتمويل مشاريعها مثل التمويل الذاتي والمساهمات البنكية وأيضاً اللجوء إلى السوق المالية.

كل هذه المستجدات أظهرت ضرورة إنشاء سوق مالية لمدولة القيم المنقولة، لهذا إتخذت الحكومة أول خطوة بإنشائها في أكتوبر 1990 لهيئة سميت بشركة القيم المنقولة « Société des Valeurs Mobilières » تتولى التحضير المادي لشروط عمل

السوق المالية، ويتوزع رأس مالها الإجتماعي بين صناديق للمساهمة الثمانية الممثلة للمؤسسات العمومية في شكل مؤسسة أسهم برأس مال 320.000 دج.

ولكن إبتداء من سنة 1992 تقرر إحداث تغيير بالمؤسسة وأصبحت تسمى ببورصة القيم المنقولة (SVM) مع رفع رأس مالها إلى 9.320.000 دج وتعديل قوانينها.

والشكل الموالي يبين الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر.

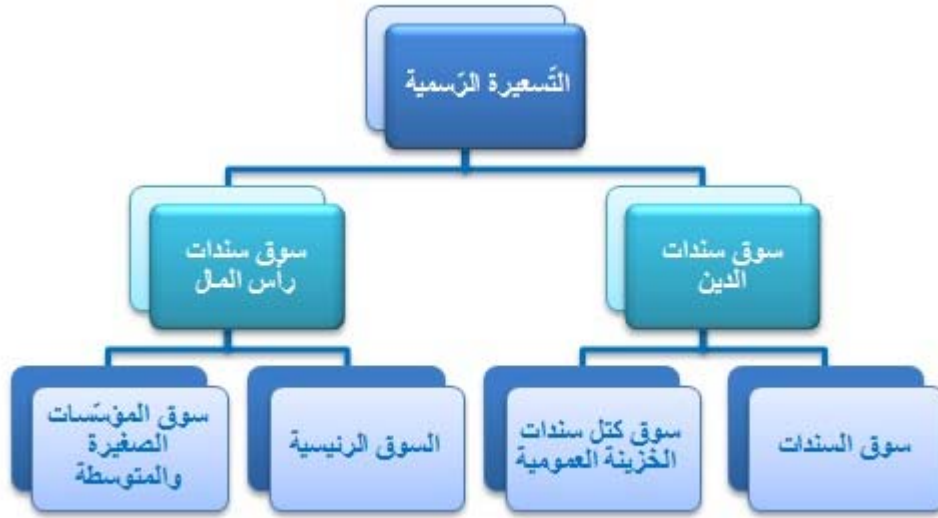


غير أن العمل الفعلي للبورصة واجه عدة صعوبات نذكر منها: (براق ، 1999 ، صفحة 370)

- ✓ المحيط الإقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل تضخم وأسعار فائدة مرتفعة؛
- ✓ الإطار القانوني المطبق والمتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الإقتصادية؛
- ✓ ينص القانونون 01-88 في مادته 22 على أن بيع أسهم المؤسسات العمومية الإقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها؛
- ✓ الوضعية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الإقتصادية حيث تمنعها من الدخول في البورصة إضافة إلى أنها غير كفؤة؛
- ✓ غياب هيئات ومؤسسات من اللازم أن تكون أطرافاً في البورصة؛
- ✓ غياب الثقافة البورصية.

2.2. أسواق بورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين، ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:



المصدر: <http://www.sgbv.dz/ar> تم الاطلاع عليه في 20/8/2020.

أولاً: سوق سندات رأس المال تتكون سوق سندات رأس المال من:

✓ السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى: ويوجد حالياً خمسة (05) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛
 - مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة؛
 - أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات؛
 - أن - سي - روية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية؛
 - مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.
- ويرجع اختيار هذه المؤسسة لأن تكون أول مؤسسة تدخل السوق المالية الى الأسباب التالية:
- تغطية جزء من الإحتياجات المالية لشركة سوناطراك؛
 - السماح لسوق رؤوس الأموال بأن ينطلق؛
 - فتح الطريق أمام الشركات الأخرى العامة والخاصة؛
 - قياس ردة فعل الجمهور.

كل هذه المؤسسات شهدت نجاح في الدخول إلى السوق المالية، غير أنها تواجه في الوقت الراهن مشكلة تدهور قيمة

أسهمها في البورصة والراجعة لغياب إقبال مستمر في السوق الثانوية لشراء أسهم الشركة.

✓ سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012

بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل

والمتمم للنظام رقم 03-97 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 انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة

والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم ومؤسسة AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق.

ثانياً: سوق السندات: تتكون سوق سندات الدين من:

- ✓ سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.
- ✓ سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري، ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و10 و15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

3. واقع السوق المالية الجزائرية:

تعيش بورصة الجزائر منذ مدة طويلة أزمة خانقة تهدد بإغلاقها نهائياً، فعلى الرغم من توفر معظم الترسانة القانونية الضرورية لتنظيم وإدارة ومراقبة أي سوق مالية عادية، وحتى توفر بعض الدعم والهيئات المسيرة والمراقبة مثل لجنة تنظيم ومراقبة بورصة القيم COSOB وشركة تسيير بورصة القيم SGVB والمؤتمن المركزي، بقيت بورصة الجزائر شبه مشلولة باستثناء بعض النشاط النسبي خلال السنتين الأولتين لانطلاقها في أواخر العقد الماضي.

1.3. المستوى التنظيمي لبورصة الجزائر

يمكن أن نتحسس المستوى التنظيمي في البورصة من خلال تقييم عمل الهيئات المشرفة على البورصة:

أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة العمليات في البورصة (C.O.S.O.B)

رغم تأسيس هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 إلا أن تنصيب أعضائها للعمل لم يتم إلا في غضون شهر فيفري 1996. ولقد تمكنت هذه الهيئة من وضع تشريعات ومراسيم تنظيمية متعددة، منها:

- ✓ نظام رقم 02-96 والتعليم رقم 03-97 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من قبل المؤسسات الراغبة في القيام بالعرض العمومي للإدخار؛
- ✓ نظام رقم 03-96 المتعلق بالشروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة؛
- ✓ نظام 01-97 المتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة (I.O.B) في شركة إدارة بورصة القيم؛
- ✓ نظام 02-97 المتعلق بشروط تسجيل أعوان المؤهلين لإجراء المفاوضات على القيم المنقولة؛
- ✓ النظام 03-97 المتعلق بتنظيم سير بورصة القيم المتداولة؛
- ✓ النظام 04-97 والتعليم 01-97 المتعلق ببيئات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة (O.P.C.V.M)؛
- ✓ نظام 01-98 المتعلق بتشكيل الأموال الإحتياطية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة؛
- ✓ التعليم 01-97 المحددة لكيفيات إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة؛
- ✓ التعليم 01-98 المتعلقة بإدخال القيم المنقولة للتفاوض في البورصة.

لقد ساهمت (ل.ت.م.ع.ب) بشكل فعال في وضع أرضية متينة للسوق المالية، كما ساهمت بشكل كبير في إنشاء شركة إدارة بورصة القيم. ونجحت في إدخال ثلاثة مؤسسات عمومية إلى السوق، وهي حالياً بصدد دراسة إمكانية قبول مؤسسات أخرى للدخول في البورصة.

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم المعروفة اختصاراً SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997، وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها، إلا أنها لا تزال غير فعالة وهذا راجع لتأخر دخول مؤسسات أخرى للبورصة.

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية: (<http://www.sgbv.dz>، 2020)

✓ التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛

✓ التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛

✓ نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعير.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

ثالثاً: المتدخلون في البورصة:

بالنسبة للوسطاء في عمليات البورصة فإن نشاطهم يبقى محدوداً، إذ لا يملكون محفظة الأوراق المالية الميسورة أو إمكانية تفعيل حركة النشاط المالي في البورصة، أما بالنسبة للجمهور فقد شهد إقبالا كبيرا على إقتناء الأوراق المطروحة في السوق، بيد أن مستوى تداولها في البورصة يبقى محدوداً وهذا راجع ربما لضعف الإدخار الشخصي للأفراد أو لا يزال نوع من التخوف من هذا الشكل للإستثمار.

2.3. شروط القبول في البورصة:

إن شروط دخول المؤسسات الخاصة للسوق مماثلة للمؤسسات العمومية وهي: (<http://www.sgbv.dz>، 2020)

✓ بالنسبة للسوق الرسمي: يجب أن تتوفر الشروط التالية:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛
- أن يكون لديها رأسمال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة؛

• ضمان التكتّل بعمليات تحويل السندات؛

• تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛

• العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛

- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأسمال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

✓ بالنسبة لسوق السندات:

- تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال والسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين، باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسة مائة مليون دينار (500.000.000 دج) وذلك يوم الإدراج.
- ✓ بالنسبة لسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:

- تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتليتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

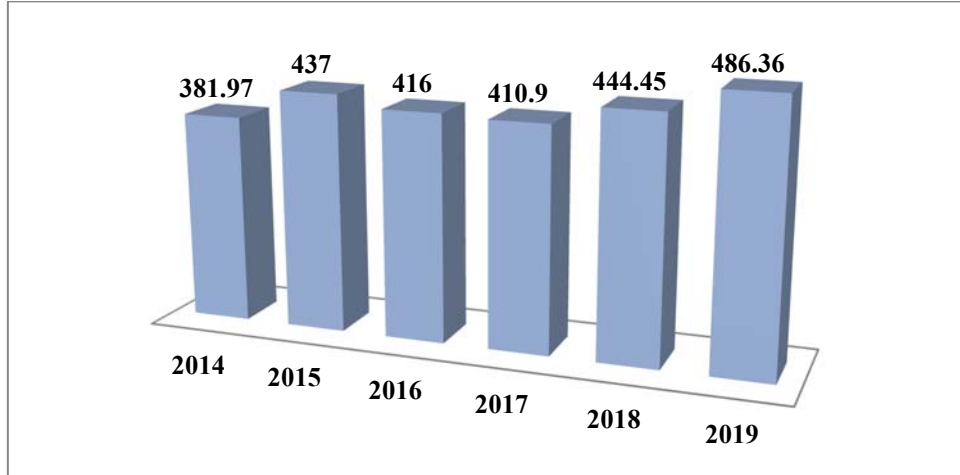
- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة"؛
- تفتح رأسمالها بنسبة 10٪ كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة؛
- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛
- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط، وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الإدراج.

3.3. تقييم أداء بورصة الجزائر:

- نهاية عام 2019 أصبح هناك تسع وعشرون (29) خطأً من خطوط سندات الخزينة العمومية المتداولة علناً، كما بلغ إجمالي المبالغ المستحقة 486.362 مليار دينار، بزيادة قدرها 41.912 مليار دينار مقارنة بعام 2018، أو بنسبة 9,43% في عام واحد، وبنسبة 18,36% مقارنة بعام 2017، كما تم إصدار مبلغ 52.312 مليار دينار خلال العام 2019، والمبلغ المستحق في عام 2019 هو 38.9 مليار دينار.

الشكل رقم (03): تداول سندات الخزينة العمومية

وحدة القياس: مليار دينار جزائري



المصدر: التقرير السنوي لسنة 2019، لجنة تنظيم ومراقبة العمليات في البورصة (C.O.S.O.B)، ص 59.

ويرد في الجدول أدناه ملخص للنشاط في سوق الثانوي لسندات الخزينة العمومية.

الجدول رقم (01): حجم التداول سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر

السنوات	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد التداول
2014	8.215	8.246.328.000	17
2015	16.822	16.978.870.360	29
2016	11.835	11.604.764.510	26
2017	26.263	23.746.484.050	46
2018	40.972	33.491.954.480	56
2019	44.658	41.055.554.357	51

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2019، لجنة تنظيم ومراقبة العمليات في البورصة (C.O.S.O.B)، ص 59.

نلاحظ أن عدد المعاملات يتزايد باستمرار ولكنه يظل محدودا، بحيث ارتفع الحجم والقيمة المنقولة في عام 2019 بنسبة

9% و22,5% على التوالي مقارنة بعام 2018، كما هو مبين في الجدول الموالي:

الجدول رقم (02): نسبة التداول

السنوات	2018		2019	
	العدد	القيمة بالدينار الجزائري	العدد	القيمة بالدينار الجزائري
الأصول المتداولة	40972	33.491.954.480	44.658	41.055.554.357
الخصوم المتداولة	444.450	444.450.000.000	486.360	486.360.000.000
النسبة	9,21%	7,53%	9,18%	8,44%

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2019، لجنة تنظيم ومراقبة العمليات في البورصة (C.O.S.O.B)، ص 59.

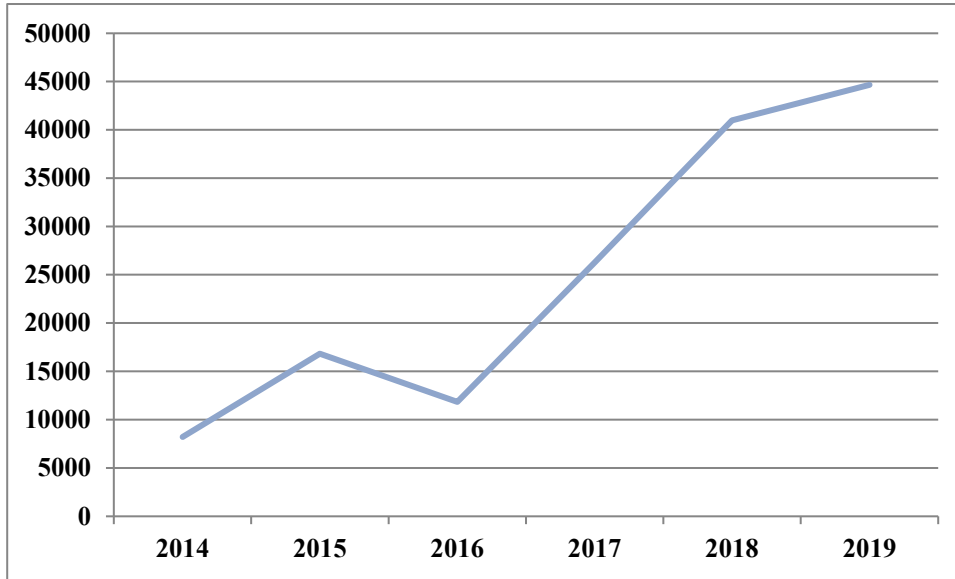
نلاحظ أن النسب الدورانية مستقرة نسبيا حيث بلغت نسبة دوران الحجم المتداولة/حجم القيمة المستحقة والقيمة

المتداولة/قيمة المستحق غير المسددة 9,81% و8,44% على التوالي في عام 2019 مقارنة بنسبة 9,21% و7,53% على التوالي في

عام 2018، وتوفر هذه المؤشرات معلومات عن نقص الدينامكية في سوق تشغيل سندات الخزينة العمومية ويوضح الرسم

البياني التالي تطورا لأحجام المتداولة:

الشكل رقم (04): تطور تداول سندات الخزينة العمومية



المصدر: التقرير السنوي لسنة 2019، لجنة تنظيم ومراقبة العمليات في البورصة (C.O.S.O.B)، ص 60.

يؤكد الرسم البياني أعلاه الاتجاه التصاعدي الإجمالي في تداول سندات الخزينة العمومية بعد النمو السريع منذ بداية عام 2017.

4. معوقات و آفاق السوق المالية الجزائرية:

باشرت الجزائر إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية " البورصة" ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها الجنينية، فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية إحتياجات المشاريع الاستثمارية.

1.4. معوقات السوق المالية الجزائرية:

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية، إلا أنه ومن خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي، واجتماعي وثقافي وتنظيمي، وعليه فإنه لابد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

✓ معدل مرتفع للتضخم: يؤدي التضخم إلى التآكل النقدي للمدخرات، لذلك من الأفضل للمدخرين إقتناء الأصول الحقيقية مثل الإستثمارات بدلا من الأصول المالية، ولهذا توجد علاقة عكسية بين الإستثمار المالي والتضخم.

✓ وجود قاعدة إقتصادية ضعيفة التنوع: تعتمد معظم الدول النامية بالدرجة أولى على إستخراج وتحويل المواد الأولية وتصديرها للخارج، لذلك وجهت كل جهودها لبناء قاعدة إقتصادية متخصصة فقط في هذا المجال وإهمال قطاعات أخرى لا تقل أهمية عنها. هذا العامل جعلها أكثر عرضة للصدمات الخارجية، إذ يتغير الناتج المحلي الإجمالي وفق تقلبات الأسعار العالمية لهذه المواد، أضف إلى ذلك تبعيتها الشديدة إلى الخارج من حيث المواد الغذائية، كل ذلك أدى إلى عدم إمكانية التحكم في الموارد المالية وعجز هذه الدول عن بناء أسواق مالية وتدعيمها في المراحل الأولى. (Chauffour, EKEN.S, & A.El-)

Erian , N., Mars 1996, pp. 27-28)

تحديات تطور بورصة الجزائر والحلول المدرجة للخروج بتفعيل البورصة

- ✓ **تدعيم المؤسسات غير كفؤة وتحقيق الربوع:** تقوم الدول النامية بتدعيم العديد من مؤسساتها رغم عدم كفاءتها لأسباب إجتماعية أو سياسية أو لإعتبارات أخرى خارج النطاق الإقتصادي، الشيء الذي يشكل عائقاً أمام السير الحسن للسوق المالية. بالإضافة إلى ذلك تحتكر مجموعة من الأشخاص السوق أو تستفيد من بعض المؤسسات من إمتيازات مقارنة بغيرها، الشيء الذي يحقق لها ربوعاً، وهو ما يتنافى مع مبدأ المنافسة الذي يقتضيه قيام البورصة.
- ✓ **غياب ثقافة الإدارة:** لا تولى آليات البورصة في هذه الأنظمة الإعتبار إلى القيمة المضافة وروح المبادرة التي يحققها مسيرو المؤسسات كنتيجة لخبرتهم وكفاءتهم في مجالات معينة.
- ✓ **غياب الثقافة البورصية لدى العوائل:** إن معظم الأسواق المالية في الدول النامية حديثة النشأة، لذلك يفتقر العديد من مواطنيها إلى معرفة آليات عملها وتقدير الإيرادات الممكن تحقيقها من جراء توظيف أموالهم، أضف إلى ذلك التخلف الثقافي الأمية وعدم الثقة في مصداقية وفعالية السوق المالية.
- ✓ **محاولة خصخصة مؤسسات العمومية غير الفعالة بالجوء إلى السوق المالية:** تحاول العديد من الدول خصخصة مؤسساتها العمومية في حالة مالية يرثى لها عن طريق السوق المالية بدلا من تصفيتها. مما يؤدي إلى فقدان هذه الأسواق لسمعة وثقة المتعاملين فيها. وبصفة عامة تهدف البورصة إلى تسعير المؤسسات ذات المردودية العالية وأكفئها تسيراً وذات المصداقية وليس المؤسسات التي تعاني من المصاعب المالية، لذلك يجب أولاً خصخصة عدة مؤسسات وتطهيرها مالياً قبل تسعيرها في البورصة.
- ✓ **ضعف إدخار العوائل:** إن تطبيق الإصلاحات إبتداء من الثمانينات بحزم وجملة واحدة أدى إلى تدهور القدرة الشرائية لمعظم أفراد المجتمع، وتراجع المستويات المعيشية. الشيء الذي يحول أمام إقبال الجمهور على إقتناء أوراق مالية أضف إلى ذلك قلة الحوافز وتخوف المواطنين الذي يدفعهم لتعطيل استثمار مدخراتهم إن وجدت في شراء السلع الإستهلاكية والمعمرة.
- ✓ **الغش الجبائي:** أدى غياب الحوافز وجمود الأنظمة الجبائية أمام التغيرات الإقتصادية إلى إثقال كاهل المواطنين مما شجع على تفاقم الغش الضريبي وترددتهم في توظيف أموالهم في القيم المنقولة خوفاً من رقابة المصالح الجبائية.
- ✓ **إختلال التوازن المالي للمؤسسات العمومية وسوء تسييرها:** تعاني معظم المؤسسات العمومية الجزائرية من مشاكل متعددة منها:
 - حالة مالية يرثى لها، بحيث معظمها في حالة توقف عن الدفع ومثقلة بالديون؛
 - سوء التسيير وعدم كفاءة مسيرها؛
 - ثقل عبء الأجور على النتيجة دون وجود مقابلات إنتاجي فعلي، لذلك لا يمكن الحديث عن خصخصة هذه المؤسسات في الوقت الراهن إلا بعد تحسين حالتها المالية وتطهيرها.
- ✓ **غياب الإستقرار السياسي وغموض النصوص القانونية:** إن غياب الإستقرار السياسي يؤدي إلى تخوف المستثمرين من عدم وفاء أجهزة الدولة بإلتزاماتها وعدم إحترام المواعيد المحددة لذلك، كل هذا من شأنه أن يحول أمام قيام بورصة فعالة.
- ✓ **قوة السوق الموازية:** وهي سوق مكونة من مؤسسات ويد عاملة غير مصرح بها، حيث تتميز بإرتفاع أسعار المنتوجات المعروضة بها إضافة إلى عدم دفع الضرائب، وتحقق هذه المؤسسات مداخيل كبيرة والتي تؤثر على الإقتصاد من أوجه عدة أهمها: (براق ، 1999 ، صفحة 408)
- توجيه النقود المتداولة نحو السوق الموازية؛
- عدم الثقة في النقود الكتابية؛

- إصدار أوراق نقدية مما يعني تضخم الكتلة النقدية التي لا تعود إلى دارة التمويل الرسمية لكن لتغذية السوق الموازية.

2.4. الحلول المدرجة لتفعيل أداء بورصة الجزائر:

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للهبوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر تتمثل في:

- ✓ **الخصخصة ودورها في تفعيل بورصة الجزائر:** من الحلول المقترحة هو تدارك التباطؤ في تطبيق سيرورة الخصخصة حيث تعمل على توسيع قاعدة الملكية عن طريق نشر ملكية الأسهم بين عدد كبير من المستثمرين، فضلا أنها تتيح للمستثمرين مزيدا من الفرص لتنويع المخاطر، كما أنها تؤدي إلى توسيع زيادة عمق ونشاط سوق الأوراق المالية وذلك من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة والمتداول أسهمها في البورصة وزيادة رسملة السوق، وبالتالي يساعد تعميق سوق الأوراق المالية المحلية على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية، وهذا ما يعني أن الخصخصة لها دور في توسيع وتحفيز نشاط السوق المالي في الجزائر الذي لا يزال يتصف بالضيق وذلك من خلال توفير العرض من الأسهم لتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية ومن ثم توفير التمويل المناسب للاستثمارات لكن ينبغي علينا التمييز بين منطق الخصخصة المنتجة والتي تحفز على دوام ارتباط السوق المالي بالسوق الاقتصادي وبين منطق يكون فيه الأهم للسوق المالي تحقيق ما يسمى ربحا في الغالب يؤدي إلى تغيير بنية رأس المال وليس خلق قيمة مضافة جديدة. (ريحان و حمداوي، 2013، الصفحات 58-59)
- ✓ **هيكلية أسعار الفائدة:** تساهم سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الفائدة، ويتم ذلك باستخدام البنك لسياسة السوق المفتوحة والتي تمثل إحدى أدوات السياسة النقدية، التي بموجها يقوم البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية، وذلك بغية التأثير على السيولة النقدية وهيكل أسعار الفائدة، وفي هذا الخصوص تشير العديد من الدراسات الى وجود علاقة قوية السياسة النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال، حيث أكدت على وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود من ناحية وبين كل من أسعار الفائدة ومستوى النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى. (الفاقي و محمد محمود ، صفحة 12)
- ✓ **الاشهار والإعلام:** يقتضي التعريف بالبورصة القيام بحملات اشهارية واسعة، باستعمال مختلف وسائل الاعلام للتعريف بمكانة وأهمية البورصة في الاقتصاد المعاصر، والدور الفعال الذي تقوم به في مجال توجيه الادخار وتمويل الاستثمارات المنتجة، كما يعتبر الاشهار عامل محفز للجماهير والمؤسسات المالية لرفع مستوى الادخار تخصيص جزء منه أو كله في الاستثمار في القيم المنقولة.
- ✓ **التكامل بين الأسواق المالية العربية:** يساهم التكامل بين الأسواق المالية العربية في تلبية احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية، إذ أن البنوك التجارية بقله امكانياتها لا تستطيع أن تتحمل لا تكاليف ولا مخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل، ويساهم التكامل بين أسواق المال العربية، في الرفع من معدلات الاستثمار، وتشجيع الادخار بحيث أن اصدار الأسهم والسندات يمتص القوة الشرائية للمتعاملين في هذه الأسواق ما يساهم في تخفيف الأعباء التضخمية على الاقتصاديات العربية، كما يساهم تكامل الأسواق أيضا في التقليل من درجة المخاطرة الاستثمارية وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية، من خلال توفير السيولة اللازمة للتبادل التجاري المشترك أي بمثابة البنية الأساسية للاقتصاد العربي. (بن محياوي، 2015، صفحة 139)

- ✓ النتائج: من خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى مجموعة من النتائج والمتمثلة في:
 - عدم وجود سوق حقيقي للبورصة في الجزائر، حيث ما هي إلا بورصة مصغرة؛
 - المؤسسات التي دخلت البورصة لم يكن لديها الحجم المالي الكافي لتدعيم هذه المؤسسة المالية؛
 - نقص الخبرة في مجال المعاملات المالية في البورصة، حيث أن بورصة الجزائر حديثة النشأة؛
 - لا توجد دعامة حقيقية لتمويل هذا الجهاز المالي.
- ✓ التوصيات: ويمكن عرض جملة من التوصيات التي خلصت إليها الدراسة كما يلي:
 - ضرورة مراجعة الاطار التشريعي الذي يتحكم في نشاط بورصة الجزائر؛
 - تأطير وسائل الإعلام وتفعيل دورها في توعية المؤسسات والجمهور بأهمية البورصة؛
 - تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للدخول للبورصة من خلال تسهيل شروط دخولها وهيكله أسعار الفائدة بما يناسب هذه المؤسسات، والتخلي عن الطابع العمومي الغالب؛
 - ضرورة العمل على رفع القدرة الشرائية للمواطن؛
 - ضرورة تنوع الأدوات المالية المعتمدة في بورصة الجزائر؛
 - توفير جهاز اعلامي متخصص في الاقتصاد وتوفير المعلومات والبيانات المالية المطلوبة للمستثمرين؛
 - الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة؛
 - مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة المالية؛
 - العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام وكذا شبكة الاتصال العالمية؛
 - العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية والجهوية بهدف الاستفادة منها.

6. قائمة المراجع:

1. الشريف ربحان، و الطاووس حمداوي. (2013). بورصة الجزائر رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية. العدد 34. الجزائر: مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، جامعة باجي مختار عنابة.
 2. سميحة بن محياوي. (2015). دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية -دراسة حالة بعض الدول العربية. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
 3. فخر الدين الفقي، و وفاء محمد محمود . أسواق الأوراق المالية بين الدور التنموي والانمائي. ليبيا.
 4. محمد براق . (1999). بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية. أطروحة دكتوراه. الجزائر: جامعة الجزائر. " (A.El-Erian , N. (Mars 1996) & Croissance et stabilité financière au Moyen- Orient et en Afrique du Nord". Revue Finances et développeme
5. Chauffour, J.-P., EKEN.S, nt.
6. <http://www.sgbv.dz../>