

بورصة الجزائر - رهانات و تحديات التنمية الاقتصادية

أ.د. الشريف ريجان و د. الطاوس حمداوي

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

جامعة باجي مختار - عنابة

ملخص

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر في تسعينيات القرن الماضي جاءت لمسايرة اقتصاد السوق و إرساء معالمه في الجزائر، ذلك أن تمويل التنمية الاقتصادية يتوقف على مدى تطور أسواق الأوراق المالية. غير أن البورصة في الجزائر، بعد مضي ما يقارب عقد من الزمن على دخولها حيز النشاط، لم تتمكن من فرض التمويل المباشر للاقتصاد باعتباره بديلا للتمويل بالإستدانة. و هنا تكمن بذور الأزمة التي تستشف ملامحها عند دراسة المعايير المختلفة التي تستخدم في قياس درجة نمو نشاط بورصة الجزائر و موقعها في ذيل الترتيب مقارنة مع البورصات العربية. فالمعايير الخاصة بحجم السوق و سيولة السوق و درجة التركيز تُظهر بوضوح ضعف قدرة بورصة الجزائر على تعبئة رؤوس الأموال و تنويع المخاطر. و عليه فإن المقال الحالي يتناول بالتحليل هذه الإشكالية و يقترح التعجيل بالخصخصة كآلية لتفعيل نشاط بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: معدل رسملة السوق، مؤشر عدد الشركات المقيدة في البورصة، مؤشر معدل التداول، مؤشر معدل الدوران، الخصخصة.

Résumé

L'idée de constitution de la bourse d'Alger est apparue afin de permettre l'ancrage de l'économie de marché en Algérie; mais la bourse d'Alger n'a pas pu imposer le financement direct, et l'économie algérienne demeure une économie d'endettement. C'est là où réside la crise dont les caractéristiques sont identifiées à travers l'étude des différents critères utilisés dans la détermination de l'activité de la bourse d'Alger et dans sa position par rapport aux bourses Arabes. D'ailleurs les critères de taille, de liquidité, et de concentration montrent la faible capacité de la bourse d'Alger à collecter les fonds, et à diversifier les risques. Pour remédier à la situation, il est utile, entre autres solutions, d'accélérer la privatisation considérée comme processus pouvant créer un dynamisme au niveau de la bourse d'Alger.

Mots clés : Capitalisation boursière, indice de nombre d'entreprises cotées en bourse, taux de rotation, taux de transactions, privatisation.

Abstract

The idea behind the establishment of Algiers Stock Exchange (ASE) in the 90s was to introduce market economy principals into the Algerian economy. The intention was to reorient the financing of economic development in Algeria towards the financial markets. However, Algiers stock exchange, over a decade after its first opening, has been unable to impose direct financing as an alternative to indebtedness, and the Algerian economy is still predominantly an indebtedness-driven economy. This article employs various criteria commonly used in the literature to measure and evaluate the development of the ASE activities. Indeed, the criteria of market size, market liquidity and the degree of concentration clearly show that this institution has failed to mobilize funds and to diversify risks. The paper concludes with concrete recommendations to overcome this situation.

Keywords: Stock exchange capitalization, stock exchange index, rotation rate, transactions rate privatization.

مقدمة

النظام الاقتصادي المتقدم الذي يحقق الرفاهية لأفراد مجتمعه يعتمد أساسا على نظام مالي فعال والذي بدوره ومع وجود عناصر أخرى يتطلب توفر مجموعة متنوعة من المؤسسات والأسواق المالية التي تسهل عملية تجميع المدخرات وتوجيهها بكفاءة إلى القنوات الاستثمارية المختلفة. فهذه الأسواق ستقدم للأفراد الأموال التي هم في حاجة ماسة إليها من خلال تشكيلة متنوعة من الأصول المالية مع درجات مختلفة من الأمان والسيولة والعائد.

لذا نجد أن الاستثمار في الأوراق المالية فن له أصوله، ويقوم على أسس علمية، وقد لاقى الكثير من التحديث والتطوير بفضل الابتكارات المالية المختلفة إضافة إلى ثورة الاتصالات والتطور التكنولوجي الذي يميز زمن العولمة المالية. وتجدر الإشارة إلى أن الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر الفكر الكلاسيكي هو بطبيعته استثمار طويل الأجل، أي يلزمه مدة طويلة نوعا ما ليحقق المستثمر عوائد ومزايا من هذا الاستثمار، أما واقع الحال و في الظروف الراهنة تتوسع كثيرا الطبيعة الجديدة كونه قصير الأجل فظاهرة الاستثمار "المضاربة" بالمشتقات بل والاشتقاق في المشتقات. فالمستثمر الرشيد في الأوراق المالية و في جميع الحالات هو ذلك المستثمر الذي يلتزم ويحرص على المبادئ التالية:

1- الاختيار الملائم للفرص الاستثمارية المتاحة له، أي يختار الفرص التي تدر عليه أكبر مستوى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة التي يمكن تقبلها؛

2- تنويع الاستثمار بين الفرص المختلفة؛

3- المزج بين الأدوات المالية المختلفة؛

4- المتابعة المستمرة للمعلومات الفنية والمالية المفصح عنها اللازمة لمتابعة وتقييم أداء المنشآت للتأكد من قدرتها على تحقيق الأرباح أو لاتخاذ قرارات أخرى كالخروج منها في حالة توقع خسائر؛

5- الاستفادة من نتائج الدراسات التي تقوم بها المؤسسات المالية المختلفة كشركات الوساطة وتحليل المعلومات والاستشارات المالية والفنية.

الإشكالية

تكمن إشكالية المقال في عدم وجود إهتمام فعلي و كافي من طرف الوصاية لبورصة الجزائر بإيجاد الطرق والسبل الملائمة لتنشيطها و تتميتها، فرغم صدور قرار إنشائها تحت رقم 10/93 بتاريخ 23 ماي 1993 والمدعم بموجب القانون رقم 04/03 بتاريخ 17 فيفري 2004، إلا أن نشاطها الفعلي والمحتشم بدأ سنة 1999 بقيمة تداول قدرت تقريبا بـ 108 مليون دينار جزائري. لذا فعند إسقاط ما سبق ذكره في مقدمة المقال على نشاط بورصة الجزائر منذ نشأتها يتبين لنا أن هذا السوق يعاني من أزمة تتجلى مظاهرها من خلال تقصي بعض المعايير لقياس درجة نمو ونضج سوق الأوراق المالية و تتعمق الأزمة عند مقارنة بورصة الجزائر مع بعض البورصات العربية. وعليه فالإشكالية تكمن في إظهار معالم هذه الأزمة و تقديم بعض الحلول للتخفيف من وطأتها.

أهمية المقال و أهدافه

إن أهمية المقال تتبع أولا من مساهمة أسواق الأوراق المالية في تنمية إقتصاديات الكثير من الدول وبالخصوص النامية منها، وثانيا من

التطورات التي طرأت على الاقتصاد لجزائري بصفة عامة والبورصة بصفة خاصة. و لذا فالأهمية تنصب على الكيفية التي توفر بها المعلومات التي تفيد المستثمرين الحاليين والمستثمرين المرتقبين، كما تنصب تلك الأهمية كذلك على هدف الوحدة الاقتصادية من خلال تعظيم القيمة السوقية لها لتشجيع المستثمرين لشراء أسهمها. على أساس ما سبق السوق المالي يتميز بدور هام في الاقتصاد، فأصبحت مسألة زيادة الرفاه الاقتصادي من خلال تبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية تتوقف بشكل كبير على الكفاءة السوقية و دورها في تنمية الاقتصاد و تخصيص الموارد المتاحة على الاستثمارات المختلفة. إذ لا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور المنوط بها من الناحية العملية إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي ستسهم في التقييم الحقيقي للمؤسسات المدرجة و لأسهمها المتداولة، فهي تعمل على تعبئة المدخرات و تنميتها وتوجيهها إلى مختلف قنوات الاستثمار الكفء في الاقتصاد، وخلق السيولة و توفير وسائل تمويل الاستثمار طويلة الأجل. و لهذا تظهر أهمية دراسة سبل تنمية هذه السوق باعتبارها فضاء جديد على الاقتصاد الجزائري والذي يستهدف إلى خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمؤسسات المختلفة عبر أدوات تتنوع أشكالها وأنواعها. كما أن مثل هذه السوق تتميز بدور هام في إتمام عمليات الخصخصة وذلك باعتبار أسلوب الخصخصة بالبيع على مستوى سوق البورصة. وهنا تكمن العلاقة التبادلية الوثيقة بينهما، وبالتالي يعد

كلاهما دافعا للآخر، حيث يصعب تطبيق الخصخصة دون وجود بورصة للأوراق المالية؛ ولا يمكن تنشيط البورصة دون وجود مؤسسات تطرح أسهمها في البورصة.

تأسيسا لما سبق ذكره من أهمية لبحثنا هذا، فإننا نتطلع لأن نحقق بعض الأهداف التي نذكرها فيما يلي:

- عرض حصيلة نشاط و أهم المؤشرات الدالة على نمو بورصة الجزائر و تطورها ومقارنتها ببورصات بعض الدول العربية.

- تحديد العائد و الخطر الكلي للأسهم المتداولة على مستوى بورصة الجزائر مع صياغة نموذج السوق لعوائد أسهم المؤسسات المدرجة على مستواها بدلالة عائد السوق.

- تحديد أهم المعلومات المحاسبية كمتغيرات مفسرة التي يعتمد عليها المستثمر عند إتخاذ قرار الإستثمار في البورصة كمتغير تابع، و محاولة بناء نموذج الاستثمار في الأوراق المالية بدلالة المعلومات المحاسبية المقترحة و الخاصة بفندق الأوراسي، إنتهاءا بإختبار معنوية هذا النموذج الخطي العام.

- تحديد طبيعة المشاكل و المعوقات التي تواجه المستثمرين في البورصة و التي تؤثر على نشاط السوق و تحد من كفاءة أدائه.

- محاولة إقتراح أساليب و طرق للتغلب على المشاكل و المعوقات التي يواجهها كل من المستثمرين و الهيئات المشرفة على بورصة الجزائر.

- بناء على النتائج المتوصل إليها نحاول الخروج ببعض المقترحات لواضعي السياسات العامة لسوق

I- الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار المالي

يمثل الاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق المالية العالمية أحد الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار⁽¹⁾ وإذا كان بعض المستثمرين قد اتجه نحو بيع و شراء الأوراق المالية الأجنبية منذ عدة سنوات إلا أن الاستثمار المالي الدولي انتشر بدرجة كبيرة مع نهاية القرن العشرين ولم يعد المستثمر محصورا في السوق المحلي فقط. كما شهدت أسواق المال الأجنبية نموا سريعا وفر للمستثمرين فرص زيادة العائد و تقليل الخطر من خلال الاستثمار الدولي.

وقد شملت أسواق المال العالمية أسواق الدول المتقدمة مثل اليابان و أسواق الدول الأوروبية هذا بالإضافة إلى ما يعرف بالأسواق الناشئة مثل أسواق سنغافورة و تايلاندا و أسواق دول أمريكا اللاتينية وهي الأسواق التي تميزت بالعائد المرتفع والمخاطر المرتفعة أيضا.

ويرجع تطور ونمو الاستثمار في الأسواق المالية العالمية إلى مجموعة من الأسباب منها⁽²⁾:

- اهتمام المستثمر الأمريكي تحديدا بالأسواق العالمية لأن العديد من الشركات الأمريكية الكبرى التي يتكون منها مؤشر Standard and Poor تحقق نسبة كبيرة من أرباحها نتيجة الاستثمار الأجنبي.

- شهدت أسواق المال الأمريكية تدفق عكسي من رؤوس الأموال الأجنبية المتجهة لشراء الأوراق المالية الأمريكية إذ تبين خلال عام 1998 أن حوالي 30 % من سندات الخزينة الأمريكية في ذلك العام مملوكة لمستثمرين أجانب تؤثر قراراتهم طبعا على البورصات الأمريكية.

الأوراق المالية ليسترشدوا بها عند إتخاذ قراراتهم المختلفة المتعلقة بتطوير و تنشيط بورصة الجزائر.

الفرضيات

- ليس لبورصة الجزائر دور مهم في تنشيط السوق المالي في الجزائر.

- لا توجد علاقة بين بورصة الجزائر و مدخرات الأفراد و المؤسسات.

- لا توجد علاقة بين بورصة الجزائر و خصخصة المؤسسات.

- لا توجد علاقة بين أسعار الأوراق المتداولة في بورصة الجزائر و نشاطها.

- لا توجد علاقة بين أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر و أداء المؤسسات.

المنهجية

أستخدمنا في مقالنا المنهج الوصفي التحليلي والاستعانة بالكتب والمراجع والدوريات والإحصائيات، بالإضافة إلى الدراسة العملية الميدانية، وذلك من خلال جمع المعلومات والبيانات عن واقع بورصة الجزائر وتحليل هذه البيانات وإستخدام الأساليب الإحصائية للوصول إلى نتائج علمية دقيقة، وعليه جاء المقال منظم وشامل للمحاور التالية:

I- الاتجاهات الحديثة في مجال الاستثمار المالي.

II- بورصة الجزائر: لمحة تاريخية.

III- تطبيق المعايير المستخدمة لقياس نمو بورصة الجزائر: تجلي الأزمة.

VI- بورصة الجزائر: قراءة في الحلول للأزمة لمواجهة التحديات.

نسمة، باستثناء خمس دول عربية فوق المعدل العالمي تشمل لبنان بـ 27.68 خط لكل 100 نسمة، الإمارات بـ 27.51 خط لكل 100 نسمة، البحرين بـ 27.03 خط لكل 100 نسمة، قطر بـ 26.41 خط لكل 100 نسمة و الكويت بـ 18.99 خط لكل 100 نسمة، و ينخفض المعدل في سبع دول عربية دون 5 خطوط لكل 100 نسمة و هي المغرب، العراق، اليمن، السودان، الصومال، جيبوتي وموريتانيا.

أما **الهاتف النقال** فقد بلغ معدل الدول العربية 25.42 خط لكل 100 نسمة منخفضا عن المعدل العالمي وهو 31.76 خط لكل 100 نسمة، باستثناء تسع دول عربية فوق المعدل العالمي تشمل البحرين بـ 102.99 خط لكل 100 نسمة، الإمارات بـ 100.86 خط لكل 100 نسمة، قطر بـ 92.15 خط لكل 100 نسمة، الكويت بـ 88.57 خط لكل 100 نسمة، تونس بـ 56.55 خط لكل 100 نسمة، السعودية بـ 54.12 خط لكل 100 نسمة، سلطنة عمان بـ 51.94 خط لكل 100 نسمة، الجزائر بـ 41.58 خط لكل 100 نسمة و المغرب بـ 39.37 خط لكل 100 نسمة و ينخفض المعدل في دولتين دون 5 خطوط لكل 100 نسمة و هما الصومال وليبيا.

أما **عدد مستخدمي الانترنت** و انتشارها في الدول العربية فقد بلغ 16.9 مليون شخص عام 2004 يمثلون ما نسبته 1.9 % من إجمالي المستخدمين في العالم البالغ عددهم نحو 863 مليون شخص، و بنسبة إنتشار قدرها 5.45% من

- حققت أسواق المال الأجنبية معدل عائد أعلى من العائد المحقق في الأسواق الأمريكية مما مثل دفعا قويا لاتجاه المستثمرين نحو هذه الأسواق.

- إن إضافة أوراق مالية أجنبية إلى محفظة المستثمر يساعد على تقليل مخاطر المحفظة طالما أن هناك ارتباط ضعيف بين الأسواق الأجنبية والسوق المحلي وهو ما يعرف بمزايا التنويع.

- كما غيرت الانترنت من بيئة الاستثمار إذ تمكن المستثمر من الحصول على مقدار هائل من المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة و متابعة المحافظ الاستثمارية و التغيرات في الأسعار لحظة بلحظة. و على ذكر الانترنت ما هي ملامح مجتمع تكنولوجيا المعلومات و الاتصال في الدول العربية والجزائر تحديدا ؟

إن الدول العربية تسعى لمواكبة متطلبات اقتصاد المعرفة، وتطورات التجارة العالمية وخصوصا التقنيات المستخدمة فيها من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وذلك لغرض توفير بيئة جاذبة للاستثمار ومستقطبة للأموال فلا بد من توفير لصالح مجمل المتعاملين محليون أو أجانب كافة المعطيات والتي يراعى أن تكون منسجمة مع التطورات العالمية من انفتاح الأسواق وعولمة الاقتصاد (3).

تعكس بيانات الاتحاد الدولي للاتصالات وضع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في 206 دولة في العالم منها 21 دولة عربية والجدول رقم 1 يرصد لنا تطور المجتمع الرقمي ومدى تجذره. فمن جهة خطوط **الهاتف الثابت** في الدول العربية بلغت بالمعدل 9.74 خط لكل 100 نسمة منخفضة عن المعدل العالمي والذي هو 18.79 خط لكل 100

شخص و ما دون ذلك في أربع دول عربية وهي العراق و الصومال و موريتانيا وجيبوتي. كما تتدنى نسبة الدول العربية لجهة مستضيفي المواقع إلى 0.2 % من الإجمالي العالمي.

في حين تمثل أجهزة الحاسوب في الدول العربية ما نسبته 2.1 % من إجمالي أجهزة الحاسوب في العالم وتأتي السعودية في مقدمة الدول العربية بحوالي 8.5 مليون جهاز حاسوب و تليها مصر بحوالي 2.3 مليون جهاز حاسوب و تتراوح باقي الدول العربية بين 600 ألف جهاز حاسوب إلى 21 ألف.

إجمالي السكان في الدول العربية. و تأتي مصر في مقدمة الدول العربية بـ 3.9 مليون مستخدم، وبنسبة انتشار 5.57 % من السكان، تليها المغرب بـ 3.5 مليون مستخدم، و بنسبة انتشار 11.71 % من السكان، و السعودية بـ 1.6 مليون مستخدم، وبنسبة انتشار 6.36 % من السكان و الإمارات بـ 1.4 مليون مستخدم، و بنسبة انتشار 31.85 % من السكان و السودان بـ 1.1 مليون مستخدم، و بنسبة انتشار 3.30 % من السكان. و تشهد الدول الأخرى تباينا في عدد مستخدمي الانترنت و نسبة الانتشار إذ ينخفض عدد مستخدمي الانترنت حول 100 ألف

الجدول 1: ملامح تكنولوجيا المعلومات و الاتصال

الترتيب	الدولة	هاتف ثابت لكل 100 نسمة	هاتف نقال لكل 100 نسمة	عدد مستخدمي الإنترنت بالآلاف	نسبة انتشار استخدام الإنترنت %	عدد مزودي خدمة الإنترنت	عدد أجهزة الحاسوب بالآلاف
1	الأردن	11	28.41	600.00	10.69	2.966	300.0
2	الإمارات	27.51	100.86	1384.8	31.85	26.570	450.0
3	البحرين	27.03	102.99	151.7	21.30	1.850	121.0
4	تونس	12.51	56.55	835.0	8.40	373	472.0
5	الجزائر	9.74	41.58	845.0	2.61	944	290.0
6	جيبوتي	1.63	5.07	9.0	1.32	772	21.0
7	السعودية	15.46	54.12	1586.0	6.36	16.665	8476.0
8	السودان	2.98	5.48	1140.0	3.30	-	606.0
9	سوريا	15.24	15.49	800.0	4.39	11	600.0
10	الصومال	0.83	4.17	15.0	0.13	1	50.0
11	العراق	4.00	2.22	36.0	0.14	4	200.0
12	س عمان	10.33	51.94	245.0	10.14	1.506	118.0
13	فلسطين	9.43	29.57	160.0	4.34	-	169.0
14	قطر	26.41	92.15	165.0	22.18	315	133.0
15	الكويت	18.99	88.57	600.0	23.50	2.791	450.0
16	لبنان	27.68	27.68	600.0	16.90	6.875	400.0
17	ليبيا	13.56	4.15	205.0	3.62	67	130.0

18	مصر	14.04	18.41	3900.0	5.57	3.499	2300.0
19	المغرب	4.26	39.37	3500.0	11.71	4.118	620.0
20	موريتانيا	1.31	20.64	14.0	0.47	27	42.0
21	اليمن	3.85	9.54	180.0	0.87	162	300.0
مجموع الدول العربية		9.74	25.42	16972.50	5.45	69.516	16248.0
العالم		18.79	31.76	862809.9	13.62	26541.177	772357.0

المصدر: إحصائيات الاتحاد الدولي للاتصالات، ماي 2006.

- عشر دول عربية ضمن مجموعة درجة المخاطرة المرتفعة و هي مصر، الأردن، الجزائر، جيبوتي، لبنان، سوريا، اليمن، موريتانيا، السودان وليبيا.

- دولتان عربيتان ضمن مجموعة درجة المخاطرة المرتفعة جدا و هما الصومال و العراق.

* **مؤشر كوفاس للمخاطر القطرية:** فهو يقيس مخاطر قدرة الدول على السداد و يبرز مدى تأثير الالتزامات المالية للمنشآت بالاقتصاد المحلي والأوضاع السياسية و الاقتصادية. وتصنف الدول إلى مجموعتين مجموعة الدرجة الاستثمارية A والتي بدورها تنفرع إلى أربعة فروع من A1 إلى A4، مجموعة درجة المضاربة ويشار إليها بالأحرف B.C.D. و يغطي المؤشر 163 دولة من ضمنها 20 دولة عربية و التي صنفت في المؤشر كالتالي:

- تسع دول عربية مصنفة في B وهي قطر، الإمارات، الكويت، البحرين، السعودية، عمان، تونس، المغرب والجزائر.

- ثماني دول عربية مصنفة في C وهي مصر، الأردن، ليبيا، جيبوتي، لبنان، سوريا، اليمن وموريتانيا.

وكذلك عند تعريف صانع القرار والمستثمرين المحتملين بوضع الدول العربية في عدد من المؤشرات الدولية المختارة الصادرة عن جهات دولية مشهود لها بالتميز، نعرض منها المؤشرات التالية⁽⁴⁾:

* **مؤشر اليوروموني للمخاطر القطرية:** يقيس هذا المؤشر قدرة القطر على الإيفاء بالتزاماته المالية كخدمة الديون الأجنبية وسداد قيمة الواردات أو السماح بتحويل الأرباح، ويرتب المؤشر الدول وفق النسبة المئوية التي تسجلها من الصفر إلى 100 نقطة مئوية بالاستناد إلى نسبة مؤشرات فرعية ذات أوزان مختلفة وكلما ارتفعت النسبة المئوية للمؤشر دل ذلك على انخفاض مخاطر عدم السداد والإيفاء بالتزامات القطر. و يغطي المؤشر 185 دولة من ضمنها 20 دولة عربية صنفت في مؤشر عام 2005 كالتالي:

- ثلاث دول عربية ضمن مجموعة درجة المخاطرة المنخفضة و هي قطر، الإمارات و الكويت.

- خمس دول عربية ضمن مجموعة درجة المخاطرة المعتدلة وهي البحرين، السعودية، عمان، تونس والمغرب.

أن أداء البلدان في المستويات الأعلى أفضل من أداء البلدان في المستويات الأدنى في كل جانب من الجوانب الستة للتطور المالي. ولكن البلدان التي جاءت في أعلى مستويات التطور المالي في المنطقة حصلت على علامات عالية جدا في مجال التنظيم و الرقابة وفي مجال الانفتاح المالي. وفي الوقت نفسه، وفي معظم بلدان المنطقة، كان أداء البلدان ضعيفا في مجال تطوير بيئة مؤسسية قوية وقطاع مالي غير مصرفي⁽⁵⁾.

- ثلاث دول عربية مصنفة ضمن درجة عالية من المضاربة D وهي السودان، الصومال والعراق، مما يعني أنه يتم التعامل مع هذه الدول كحالات منفصلة بموجب ما يطلبه القطر من خدمات الضمان.

* مؤشر الرقم القياسي للتطور المالي: إن مؤشر الرقم القياسي للتطور المالي لبلدان الشرق الأوسط وشمال افريقيا لعام 2003/2002 كما هو مبين في الجدول رقم 2 الموالي يدل على أنه في المتوسط،

الجدول 2: عناصر الرقم القياسي للتطور المالي 2003/2002

(على أساس بيانات كمية و كيفية و ذات مجال 0 - 10)*

البلد	الرقم القياسي للتطور المالي	القطاع المصرفي	القطاع المالي غير المصرفي	التنظيم - الرقابة	القطاع النقدي و السياسة	الانفتاح المالي	البيئة المؤسسية
البحرين	7.66	7.28	5.00	9.33	7.77	8.00	8.89
لبنان	6.97	8.74	3.33	7.67	8.25	7.00	5.22
الأردن	6.93	7.06	6.33	8.67	6.50	8.00	5.44
الكويت	6.80	7.36	5.00	8.00	6.62	8.00	5.89
الامارات	6.60	7.89	5.00	6.67	5.98	8.00	5.89
السعودية	6.37	7.83	3.33	8.00	6.42	8.00	4.22
عمان	6.13	7.10	5.00	8.33	4.19	8.00	4.78
قطر	5.68	6.81	0.67	6.67	5.66	8.00	6.33
مصر	5.60	4.19	6.33	7.67	7.37	4.00	3.89
تونس	5.57	7.70	4.67	5.33	4.46	5.00	5.00
باكستان	5.54	5.62	4.67	7.33	6.84	4.00	3.78
المغرب	5.45	5.99	6.33	5.33	5.57	6.00	3.22
اليمن	4.84	6.29	0.67	3.67	6.19	7.00	4.54
الجزائر	3.87	4.15	0.67	3.33	5.00	9.00	2.22
جيبوتي	3.79	3.85	1.33	5.00	4.40	7.00	2.00
السودان	3.45	3.76	0.67	3.00	3.94	5.00	4.50
موريتانيا	3.23	2.55	3.00	3.46	4.36	4.00	2.33
ايران	2.33	1.87	3.33	3.33	0.51	4.00	2.42
ليبيا	1.13	1.92	0.67	0.00	0.90	0.00	2.42
سورية	0.99	1.35	0.67	2.00	0.50	0.00	1.00
المتوسط	4.95	5.46	3.33	5.64	5.07	5.90	4.20

المصدر: حسابات صندوق النقد الدولي 2003/2002

(*) . المجال: منخفض جدا = أقل من 2.5، منخفض = 2.51 - 5، متوسط = 5.1 - 6، مرتفع = 6.1 - 7.5،

عال جدا = أعلى من 7.5

الجدول رقم 3، يظهر جليا أنها تحتل الموقع الأخير في الترتيب من حيث القيمة السوقية وقيمة التداول على التوالي وخصوصا عدد الشركات المدرجة وهذا خلال عام 2005.

إن بورصات الدول العربية ما هي إلا بورصات ناشئة، لذلك تعمل هذه الدول على تطوير وتحسين أسواقها الناشئة للالتحاق بركب الاقتصاد المتقدم والمتطور. وعند مقارنة بيانات السوق المالية في الجزائر بأسواق المال في باقي الدول العربية حسب

الجدول 3: بيانات أسواق المال في الدول العربية لعام 2005

الدولة	القيمة السوقية مليون دولار	قيمة التداول مليون دولار	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	عدد الشركات المدرجة
السعودية	646120.80	1103582.77	12281.33	77
أبو ظبي	132412.89	28505.78	8316.57	59
الكويت	123892.58	97289.56	52201.34	156
دبي	111992.68	110304.27	25541.71	30
قطر	87143.34	28252.28	1033.08	32
مصر	79507.56	27720.39	5310.20	744
الأردن	37638.81	23806.35	2582.62	201
المغرب	27274.39	7859.28	438.75	54
البحرين	17364.31	711.10	458.31	47
س. عمان	12062.05	3320.41	452.23	125
لبنان	4917.18	923.42	89.74	15
السودان	3241.64	504.48	1730.51	49
فلسطين	3157.15	1489.95	369.98	28
تونس	2821.40	528.83	41.43	45
الجزائر	90.82	0.05	0.01	3
الاجمالي	1289637.60	1434798.92	110847.81	1665

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، 2005.

II- بورصة الجزائر: لمحة تاريخية (6):

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر ظهرت سنة 1990 في إطار الإصلاحات الاقتصادية المعلنة منذ 1988. أما القوانين التي ساهمت في تعزيز فكرة إنشاء البورصة فهي قانون 88-01 المتعلق بـ: "توجه المؤسسات العمومية الاقتصادية"، قانون 88-03 المتعلق بتشكيل 08 صناديق مساهمة،

وعليه يعتبر الجدول 3 عارض ممتاز لأزمة بورصة الجزائر، والتي يتوخى قبل دراسة مظاهرها تبعا للمعايير المستخدمة لقياس درجة نضج و نمو الأسواق المالية التوقف عند الاطار القانوني لبورصة الجزائر.

طرف الدولة، الأشخاص المعنوية الأخرى في القطاع العام وشركات المساهمة؛

- تعريف الهيئات المركبة للبورصة:

* لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

وهي التي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة؛

* شركة تسيير بورصة القيم SGBV وهي مؤسسة السوق؛

* وسطاء في عمليات البورصة IOB، مؤسسات استثمار.

أما القانون رقم 95-22 بتاريخ 26 أوت 1995 المرتبط بخصوصية المؤسسات العمومية معدل ومتمم بالأمر رقم 97-12 لـ 19 مارس 1997 فقد أدرج الرجوع إلى ميكانيزمات البورصة كأسلوب للخصوصية. كذلك القانون رقم 95-25 بتاريخ 25 سبتمبر 1995 المرتبط بتسيير رؤوس الأموال التجارية للدولة، عرف القواعد الخاصة بتنظيم وتسيير ومراقبة الصناديق العمومية المملوكة من طرف الدولة في شكل قيم منقولة ممثلة للرأس المال.

كما نجد أن الأمر 96-08 بتاريخ 10 جانفي 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (FCP و OPCVM, SICAV) قد عرف قواعد تشكيل وتشغيل تلك الهيئات.

في حين الأمر رقم 04-01 بتاريخ 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم تسيير وخصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية فهو يرمي إلى تسريع فتح رأس المال المؤسسات الاقتصادية العمومية للخواص المحليين والأجانب؛ تعيين وتوضيح الأدوار؛ تسهيل وتبسيط الإجراءات ومعايير القرار.

إن القانون رقم 03-04 بتاريخ 17 فيفري 2003 قد أتى بما يلي:

* أضفى على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية؛

قانون 88-04 المعدل والمكمل للأمر رقم 59-75 بتاريخ 26/09/1975 والمتعلق بالقانون التجاري. علما أن هذه القوانين عملت على التفرقة بين دور الدولة كمساهم ودور الدولة كقوة عمومية.

وفي سنة 1990 تم إنشاء مؤسسة القيم المنقولة SVM (Société des valeurs mobilières)، وهي شركة مساهمة (SPA) رأسمالها مملوك من طرف ثمانية صناديق مساهمة وكان رأسمال هذه المؤسسة في حدود 320000 دج، قبل أن يصل إلى 9.32 مليون دج سنة 1992، وتم تعديل المركز الاجتماعي لها لتصبح بورصة القيم المنقولة BVM (Bourse des valeurs mobilières).

إلا أن بورصة القيم المنقولة لم تتمكن من النشاط في ظل غياب القوانين الخاصة بها وتكييف القانون التجاري لقواعد اقتصاد السوق، وكان النص التشريعي رقم 93-08 بتاريخ 25/04/1993 متمم ومعدل للأمر رقم 75-59 بتاريخ 26 سبتمبر 1975 المتعلق بالقانون التجاري و يحمل في طياته النص على إدراج إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للدخار و أيضا تعريف القيم المنقولة التي تستطيع أن تصدرها مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة.

في حين الأمر 96-27 بتاريخ 9 ديسمبر 1996 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 بتاريخ 26 سبتمبر 1975 والمتعلق بالقانون التجاري، قد تطرق إلى تعريف قواعد تشغيل مختلف المؤسسات التجارية. كما يرجع الفضل للنص التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 23 ماي 1993 في:

- إنشاء بورصة القيم المنقولة.

- تعريف البورصة واعتبارها الإطار التنظيمي وحيز إجراء العمليات على الأوراق المالية المصدرة من

السندات عن طريق الوسطاء الماليين (السندات المسعرة أو غير المسعرة، السندات القصيرة والطويلة الأجل)، كما يسمح بإزالة الطابع المادي عن سندات الشركات المسعرة في بورصة الجزائر وسيسهل تعميم إزالة الطابع المادي عن السندات إذا ما قررت السلطات العمومية ذلك، بالإضافة إلى أنه يسمح لمصدري السندات بأن يخلصوا بشكل محسوس تكاليف اللجوء العلني للائحة لاسيما منها التكاليف المتصلة بطبع الشهادات المادية، ويضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم: حيث يتم تسليم السندات والتسوية النقدية لتداول أنجز في سوق مقننة أو بالتراضي في آن واحد. وبذلك تقيد السندات لدى المؤتمن وتقيد النقود لدى بنك الجزائر في آن واحد، كما يزيح خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها أو إتلافها. بالإضافة إلى أنه يسمح بتقليص آجال إتمام الصفقات، كما يحسن بشكل كبير معالجة العمليات على السندات (تحصيل الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق ... الخ).

أما بخصوص التحفيزات الجبائية لدفع الاستثمار في البورصة، نجد أنه بحسب قانون المالية لسنة 1999، فإن عوائد الأسهم والأصول المشابهة والسندات وأصول القروض السندية المدرجة رسميا في بورصة القيم المنقولة هي معفاة من الضريبة على الدخل الإجمالي IRG لمدة خمس سنوات بدءا من دورة 1998.

كذلك تبعا لقانون المالية لسنة 2004، فإن مداخيل القيم المنقولة المدرجة في البورصة أو المتداولة على مستوى سوق منظم فهي معفاة من ضريبة IRG و IBS خلال فترة خمس سنوات بدءا من سنة 2003.

أما بخصوص الاستثمار في المحفظة لفائدة الغير مقيمين، نجد أن قاعدة بنك الجزائر رقم

* دعم السلطات القانونية للمراقبة والجزاء للجنة الـ COSOB؛

* وسع نطاق نشاط وسطاء البورصة IOB ليشمل عدة مجالات مثل ضمان السير الحسن للعمليات المالية وتقديم النصيحة للمستثمرين؛

* وسع تطبيق نشاط الوسطاء لدى البنوك والمؤسسات المالية؛

* أدخل المؤتمن المركزي (الشركة الجزائرية للحفظ المركزي للأوراق المالية والتي تحمل تسمية تجارية: الجزائر كليرينغ (Algerie clearing) كهيئة جديدة مركبة للبورصة (7). حيث يفتح المؤتمن ويدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب - الحافظين المنخرطين فيه-، ويمركز بذلك حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب، كما ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال...)، ويقنن السندات المقبولة في عملياته، حسب المقياس الدولي، كما ينشر أيضا المعلومات المتعلقة بالسوق.

وتشمل السندات المقبولة في عمليات المؤتمن، القيم المنقولة (الأسهم، سندات الدين...) المسعرة أو غير المسعرة في البورصة، سندات الخزينة العامة، سندات الدين القابلة للتداول، حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، السندات ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية، كل مجموعة السندات التي تخول لحائزها حقوقا مماثلة، كما يجوز للمؤتمن المركزي أن يقبل في عملياته سندات مادية.

ويقدم المؤتمن المركزي وظائف منها أنه يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير السندات، ويسمح بالتعامل مع طرف واحد في مجال تسيير

ب- سيولة السوق:

تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة، ونميز مؤشرين لقياس السيولة:

المؤشر الأول: معدل قيمة التداول وهو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي. إذن فهو يعكس ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، وهذا المؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق، إذ أنه بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، وعليه يستدعي الأمر استخدام المؤشرين معا لغاية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.

المؤشر الثاني: معدل الدوران هو إجمالي الأسهم المتداولة مقسوما على رسملة السوق، وهذا المؤشر يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، إذ يمكن أن يكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض. إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول "السيولة" بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية.

ج- درجة التركيز:

و يقصد بها ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا 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.

2000-04 بتاريخ 02 أبريل 2004 عرف شروط دخول وخروج رؤوس الأموال للاستثمار في محفظة الأوراق المالية لغير المقيمين، ذلك أن يكون دخول العملات وتحويلها لأجل شراء القيم المنقولة المدرجة في البورصة حر كما هو الأمر بشأن تحويل العوائد المتأتية من التوزيعات والفوائد، وتحويل ناتج التنازل عن القيم المنقولة، ويتم التحويل عن طريق البنوك، المؤسسات المالية والوسطاء المعتمدين لفائدة المستثمرين غير المقيمين.

أما التداول على مستوى بورصة الجزائر فانه يتم بعملية إلكترونية وطريقة التسعير المعتمدة لدى البورصة هي Fixing⁽⁸⁾.

III- تطبيق المعايير المستخدمة لقياس نمو بورصة الجزائر: تجلي الأزمة

III-1- المعايير المستخدمة لقياس نضج و نمو الأسواق المالية:

يتفق الاقتصاديون على مجموعة من المعايير لتقدير درجة تقدم ونضج السوق نذكر منها حجم السوق، درجة السيولة ودرجة التركيز⁽⁹⁾.

أ- حجم السوق: يقاس حجم السوق بمؤشرين:

المؤشر الأول: هو معدل رسملة السوق، وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

المؤشر الثاني: هو عدد الشركات المدرجة في البورصة، فزيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية.

وبالتركيز على بورصة الجزائر، فإن ملخص نشاطها
خلال السنوات من 1999 إلى غاية 2006 نبينه في

الجدول رقم 4 : ملخص نشاط بورصة الجزائر من 1999 إلى 2006

السنوات	الأسم المتداولة عدد الأسهم	قيمة التداول دج	رسملة البورصة مليار دج
1999	35,348	108.079.690	19,175
2000	323,990	720.039.160	21,495
2001	361,445	533.217.905	14,720
2002	80,161	112.060.345	10,990
2003	39,693	17.257.700	11,100
2004	22,183	8.430.000	10,100
2005	13,487	4.188.200	10,400
2006	63,561	23.756.950	6,710

المصدر: www.cosob.org بتاريخ 2008/10/22

و www.sgbv.dz بتاريخ 2008/11/25

III -2-تطبيق المعايير على بورصة الجزائر
أ- معيار حجم السوق : يعتبر نشاط بورصة
الجزائر محدود كما يعتبر حجم السوق ضيق وهو ما

الجدول 5: مؤشر معدل رسملة السوق

البيان	رأس المال السوقي* مليار دج 1	معدل النمو في رأس المال السوقي (%)	الناتج المحلي الاجمالي** مليار دج 2	معدل رأس المال السوقي ($2 \div 1$) %
1999	19,175	-	3238,2	%0,59
2000	21,495	12,10	4098,8	%0,52
2001	14,720	-31,52	4241,8	%0,35
2002	10,990	-25,34	4455,4	%0,25
2003	11,100	1,00	5124,0	%0,22
2004	10,100	-0,09	6135,9	%0,16
2005	10,400	2,97	7544,0	%0,14
2006	6,710	-3,55	8460,5	%0,08

المصدر: * بيانات من الموقع www.cosob.org بتاريخ 2008/10/22

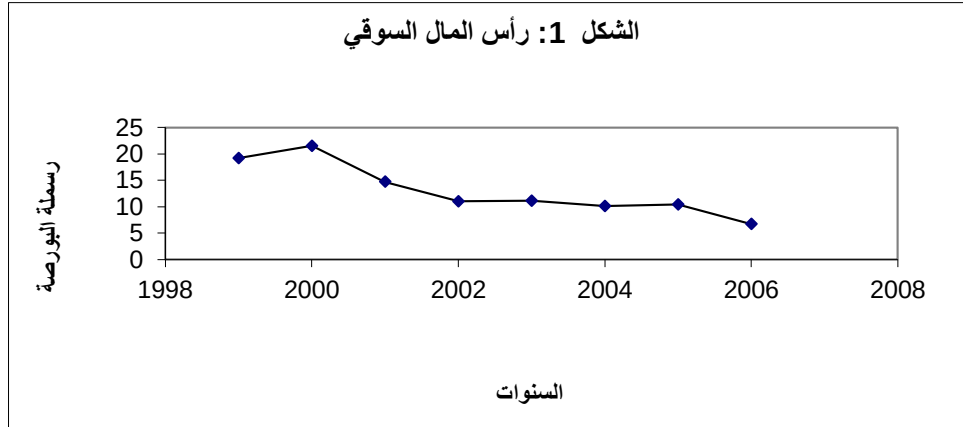
** بيانات من الموقع www.finances-algeria.org بتاريخ 2008/11/24

و الباقي أعد من طرف الباحثين.

شهدت بورصة الجزائر بخلاف سنة 2000،
انخفاض مستمر في قيمة رأس المال السوقي
(رسملة السوق). فقد ارتفعت من 19,175 مليار دج
عام 1999 الى 21,495 مليار دج عام 2000،

ووصلت الى 10,100 مليار دج سنة 2004 الى أن وصلت 6,710 مليار دج سنة 2006.

كما هو موضح في الشكل 1 أي بمعدل نمو قدره 12,10%. ثم سجلت انخفاض بمعدل 31,52% سنة 2001 و 25,34% سنة 2002 على التوالي



المصدر: أعد من طرف الباحثين.

6 أسفله، يظهر الضعف المسجل في سيولة الاقتصاد و يتجلى بوضوح صغر حجم التداول على مستوى البورصة. فمن خلال تقصي نشاط بورصة الجزائر بالنظر الى قيمة التداول، يتبين أن سنة 1999 و هي سنة دخول البورصة حيز النشاط سجلت 108 مليون دينار كما هو مبين في الجدول رقم 6 ثم ارتفعت قيمة التداول بـ 566% لتصل إلى 720 مليون دج و ذلك بفضل حجم التعامل في سندات سونطراك و أسهم الرياض سطيف و صيدال من جهة، و أيضا دخول أسهم الأوراسي الى ساحة البورصة سنة 2000. ثم أصبحت قيمة التداول تسجل الانخفاض تلو الآخر لتمر من 533 مليون دج سنة 2001 الى 112 مليون دج سنة 2002. ومع حلول تاريخ استحقاق سند سونطراك في جانفي 2003 أصبح حجم التداول يعادل ما قيمته 17 مليون دج سنة 2003 ثم تتخفص قيمة التداول الى أدنى مستوياتها سنة 2005 لتصل إلى 4 مليون دج وذلك لضعف سوق الأسهم عامة و عدم تسجيل أية

أما معدل الرأس المال السوقي (أي نسبته إلى الناتج المحلي الاجمالي) فكما هو مبين بالجدول رقم 5 يبدو هذا المعدل هامشي، إذ وصل إلى 0,59% سنة 1999 و بلغ أدنى حد له سنة 2006 إذ كان 0,08% و هذا يدل على أن مؤشر معدل رأس المال السوقي و الذي يعكس حجم السوق، يعد منخفضا إذا ما قورن بأسواق ناشئة أخرى حيث بلغ هذا المعدل 33% في السعودية، 11,4% في تونس، 44,1% في المغرب، 29,4% في سلطنة عمان، 79% في الأردن و ذلك في عام 1999 وهو ما يعكس ضيق حجم سوق بورصة الجزائر. وإذا ما نظرنا للسوق الاقتصادي بالمقارنة مع الكثير من هذه البلدان، فإن حجم السوق الاقتصادي الجزائري أكبر، و السؤال كيف يمكن تفسير الرابط العكسي بين حجم السوق كبورصة و حجم السوق الاقتصادي لحالة الجزائر؟

ب- معيار سيولة السوق: إن قيمة التداول على مستوى بورصة الجزائر بحسب معطيات الجدول رقم

125 مليون دج و هو ما يزيد عن 80% من إجمالي قيمة التداول على مستوى البورصة و التي سجلت 149 مليون دج منها 23 مليون أي 15% محققة في سوق الأسهم الذي لم يعد يضم سواء ساهمين و هما سهم مؤسسة صيدال و سهم الأوراسي و ذلك بعد خروج رياض سطيف نهائيا من ساحة البورصة.

الوحدة: 10³ دج

الأصل المالي	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الأوراسي الرياض صيدال	/ 22784 20216	27656 193912 129359	52325 47422 152092	6827 5270 23839	6535 8008 2715	4743 3073 616	2359 0 1829	18122 2 5633	14181 / 312
Σ الأسهم 1	43000	350927	251839	35936	17258	8432	4188	23757	14493
سونطراك اتصالات الجزائر سونلغاز الخطوط الجوية	65080 / 	369113 / 	281379 / 	76124 / 	/ / 	/ / 	/ / 	/ 25679 99956 / 	/ 610493 202035 133396
Σ السندات 2	65080	369113	281379	76124	/	/	/	125635	945924
مجموع +1 2	108080	720040	533218	112060	17258	8432	4188	149392	960417

المصدر: نظم من قبل الباحثين انطلاقا من بيانات مؤسسة تسيير بورصة القيم على الموقع www.sgbv.dz بتاريخ 2008/11/25

جاء مدعما لمساهمة سوق السندات في نشاط
البورصة إذ كانت قيمة التداول بالنسبة للسندات
الثلاث تزيد عن 945 مليون دج أي ما يعادل
98.5% من قيمة التداول لمجمل نشاط البورصة
التي سجلت أعلى مستوى سنة 2007 وهو يعادل
960 مليون دج منها فقط 14 مليون دج هي قيمة

التداول على مستوى سوق الأسهم أي ما يعادل 1.5% من قيمة التداول الكلية.

إن دل هذا على شيء فهو يدل على ضعف تمويل بورصة الجزائر من الأسهم (سندات رأس مال، ملكية)، إذ بعد خروج الرياض سطيف أصبح عدد المؤسسات المدرجة داخل البورصة هو اثنان. بالإضافة إلى أن غياب أوامر الشراء على سهم صيدال للمدة الممتدة من أكتوبر 2006 إلى أكتوبر 2007 أثر سلبا على قيمة التداول لهذا السهم. كما أن تسجيل سهم الأوراسي لعائد مقبول جعل المتعاملين على مستوى البورصة يفضلون الاحتفاظ به في محافظهم عوض تداوله مما أثر سلبا على قيمة التداول على مستوى سوق الأسهم ككل.

لكن بالرغم من تسجيل بورصة الجزائر سنة 2007 لأعلى قيمة تداول منذ بداية نشاطها وهي

960 مليون دج، إلا أن الصفة الغالبة على نشاط البورصة هو تعاظم التعامل في السندات و افتقارها لسبل تفعيل التعامل بالأسهم. هذه النتيجة الجوهرية هي محل دراسة من قبل مختلف المهتمين بنشاط البورصة و خصوصا لجنة مراقبة وتنظيم البورصة وشركة تسيير القيم المنقولة، وهو أمر يستدعي التعجيل بتطبيق مخطط عصرنه بورصة الجزائر المعلن عنه منذ بداية سنة 2006 والرامي إلى تحديث وبعث نشاط البورصة.

أما بالنظر إلى مؤشر معدل الدوران، فإن بورصة الجزائر تتميز بانخفاض هذا المعدل و هو ما يعني انخفاض درجة السيولة و أن القدرة على بيع الأوراق المالية وشرائها لا تتم بسهولة. والجدول رقم 7 التالي يوضح ذلك.

الجدول 7 معدل دوران

البيان	رأس المال السوقي مليون دج 1	إجمالي الأسهم المتداولة مليون دج 2	معدل الدوران = (2 ÷ 1)
1999	19175	43,000	0,22%
2000	21495	350,927	1,63%
2001	14720	251,839	1,71%
2002	10990	35,936	0,33%
2003	11100	17,258	0,16%
2004	10100	8,432	0,08%
2005	10400	4,188	0,04%
2006	6710	23,757	0,35%

المصدر: أعد من طرف الباحثين.

لقد بلغ معدل الدوران 1,71% سنة 2001، ثم أخذ في الانخفاض حتى بلغ 0,04% سنة 2005 و 0,35% سنة 2006.

إن انخفاض هذا المعدل يعني بطء عملية تداول الأسهم وقد يرجع ذلك إلى صغر عدد البائعين

والمشتريين في السوق حيث لا يمكنهم بيع الأوراق المالية وشراءها بسهولة، وإلى محدودية الأوراق

المالية المتداولة في السوق نتيجة وجود عدد ضئيل من المتداولين.

ج - معيار درجة التركيز: إن نشاط بورصة الجزائر يظهر أن عدد المؤسسات المدرجة (و هو حاليا اثنان منذ انسحاب الرياض سطيف منذ ديسمبر 2006) هو عدد جد حرج مقارنة مع بورصات عربية أخرى كما يظهره الجدول رقم 3 أعلاه. فإذا كانت بورصة الجزائر سنة 2005، تضم ثلاثة مؤسسات بخصوص سندات رأسمال فإن كل من بورصة تونس و المغرب كانت تضم على التوالي 45 و 54 مؤسسة مدرجة أسهما في التداول.

هذه الوضعية تبين أن فرصة المستثمر لتتبع الأصول المالية، داخل محفظته الاستثمارية عملا بمبدأ ماركويتز القائل بأن التنوع من شأنه تخفيض المخاطر العامة (10) و تجنب المخاطر الخاصة (11) وأيضا الإلغاء الكلي للمخاطر الخاصة بالمنشأة في

حالة التنوع الأمثل، تصبح محدودة جدا و هو ما ينعكس سلبا على سيولة السوق. كما أنه يؤدي الى زيادة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب نتيجة وجود عدد محدود من الأسهم.

زيادة على ذلك تعد عوائد أسهم بورصة الجزائر غير محفزة للمستثمرين على توظيف أموالهم كما هو مبين في الجدول رقم 8، فالمعطيات الميدانية الملموسة تقدم إجابة واضحة لسبب حالة التدني في بنية الأسهم في نشاط البورصة. فباستثناء سهم الأوراسي الذي سجل في الفترة 2000-2006 متوسط عائد موجب قدره 7,84%، نجد أن سهم صيدال سجل في الفترة 2000-2006 متوسط عائد سالب قدره 2,99- % كما أن سهم الرياض سطيف سجل في الفترة 2000-2004 متوسط عائد سالب قدره 8,46- % و هو من ضمن أسباب انسحابه من التداول.

الجدول 8 : عوائد أسهم بورصة الجزائر

البيان	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط العائد
عائد سهم الأوراسي %	1,25	11,17	16,41	19,59	18,27	17,43	25,89	7,84
عائد سهم صيدال %	-2,52	-8,28	14,71	16,62	13,87	5,67	20,00	-2,99
عائد سهم الرياض %	10,13	11,05	24,22	20,19	3,02	/	/	-8,46

المصدر: أحسب من طرف الباحثين

إن عائد السهم R_x (12) وفق معطيات تاريخية ماضية يعطى بالعلاقة: $R_x = \frac{C_1 - C_0 + D}{C_0} \cdot 100$

حيث: R_x : عائد السهم X .

C_1 : تسعيرة السهم نهاية الفترة.

C_0 : تسعيرة السهم بداية الفترة.

D : التوزيعات. (Les Dividendes)

-

VI - بورصة الجزائر: قراءة في الحلول للأزمة

لمواجهة التحديات

إن تتبع تطبيق مختلف المعايير المستخدمة لقياس درجة نضج ونمو بورصة الجزائر وما تجلى منها من وضوح مظاهر الأزمة ملخصة في ضيق حجم السوق وانخفاض درجة السيولة وانخفاض عدد المتداولين وضعف جاذبية عوائد الأسهم، كلها معالم تؤكد قصور بورصة الجزائر في تجسيد التمويل المباشر للاقتصاد الجزائري عوض التمويل بالاستدانة. والتالي أهم آليات تفعيل وبعث نشاط البورصة في الجزائر.

VI-1- الخصخصة و دورها في تفعيل بورصة الجزائر:

ومن الحلول المقترحة هو تدارك التباطؤ في تطبيق سيروية الخصخصة. حيث أن هذه الأخيرة تعمل على توسيع قاعدة الملكية عن طريق نشر ملكية الأسهم بين عدد كبير من المستثمرين، فضلا عن أنها تتيح للمستثمرين مزيدا من الفرص لتنويع المخاطر، كما أنها تؤدي إلى توسيع وزيادة عمق ونشاط سوق الأوراق المالية وذلك من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة والمتداول أسهمها في البورصة وزيادة رسملة السوق، وبالنتيجة يساعد تعميق سوق الأوراق المالية المحلية على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية. مما 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 و التي تحفز على الدوام على ارتباط السوق المالي بالسوق الاقتصادي و بين

منطق يكون فيه الأهم للسوق المالي تحقيق ما يسمى ربحا بينما واقع الحال " تريحا"، في الغالب يؤدي إلى تغيير بنية رأس المال و ليس خلق قيمة مضافة جديدة.

وتشير تجارب الدول النامية إلى وجود علاقات إيجابية بين الخصخصة وتطور أسواق الأوراق المالية، إذ يعزز كل من هذين النشاطين الآخر لتحقيق الأهداف الاقتصادية، فوجود سوق نشط للأوراق المالية يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتتوفر لديه الخدمات المالية المتطورة يساعد سيروية الخصخصة ونقل الملكية إلى القطاع الخاص في إطار يتصف بالشفافية والإفصاح لضمان تسيير هذه المؤسسات وفق أسس سليمة وتمكين جميع المستثمرين لامتلاك أسهمها لأجل توسيع قاعدة الملكية، كما تشكل الخصخصة حافزا لتطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال تعزيزها للمعروض من الأسهم وجذبها لاستثمارات محفظة الأوراق المالية إلى هذه الأسواق ومن ضمنها استثمارات المغتربين الموجودة حاليا في أسواق مالية أجنبية.

إن الأمرية الأولى المنظمة لعملية الخصخصة في الجزائر يعود تاريخها إلى 26 أوت 1995، وكانت مسبقة بالمادتين 24 و 25 من قانون المالية التكميلي 1994، الذي سمح لأول مرة بالتنازل عن الشركات العمومية وفتح رأس مال الشركات التابعة للدولة للمتعاملين الخواص، وإلى غاية أوت 2001، كانت الحصيلة مخيبة، وإذا أخذنا بدراسة صادرة عن منتدى رؤساء المؤسسات، فإن هذه الحصيلة تتلخص في :

* ثلاث عمليات للبورصة فتح رأس مال لشركات صيدال و فندق الأوراسي 20% و رفع رأس مال الرياض سطيف 20%.

* التنازل عن بعض الصيدليات العمومية.
* ثلاث عمليات شراكة مع متعاملين أجانب (سيدار، فرفوس، إناد).

* التنازل عن أصول بعض الشركات العمومية للعمال.

كما صدرت يوم 20 أوت 2001 أمرية جديدة تنظم تخليا أكثر وضوحا من طرف الدولة لصالح المزيد من عمليات الخصخصة التي تشمل كل الشركات بإستثناء سوناطراك. هذا التشريع الجديد بدى كأنه أعطى بعضا من الدينامية لمسار الخصخصة والأرقام التي نشرت من طرف وزارة المساهمة المكلفة بالعملية، أشارت إلى بعض التقدم الذي يستحق التوقف عنده. 1270 شركة كانت

معنية بالخصخصة، منها 459 مؤسسة عمومية إقتصادية و 713 فرع. ويتعلق الأمر أساسا بمؤسسات متوسطة وأغلبها مؤسسات صغيرة، وتشير وزارة المساهمة وترقية الإستثمار إلى أن 145 مؤسسة فقط هي عبارة عن شركات كبرى. وحسب حصيلة نشرها مجلس مساهمات الدولة يوم 22 مارس 2006، فإن عمليات الخصخصة المنجزة بين جوان 2003 و ديسمبر 2005 تتمثل في 238 مؤسسة و 37 عملية شراكة مع الأجانب أي 275 مؤسسة من بين 1270 معروضة للخصخصة والجدول 9 أسفله يوضح التباطؤ الشديد في برنامج الخصخصة في الجزائر.

الجدول 9: عدد و قيمة أسهم الشركات التي تم خصخصتها عن طريق البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2006

البورصة الجزائرية (**)		البيان
عدد الشركات	قيمة الأسهم التي طرحت (مليار دج)	
3	4,380	اجمالي ما تم خصخصته عن طريق البورصة
275	94,1	اجمالي برنامج الخصخصة
1,09%	4,65%	نسبة ما تم خصخصته عن طريق البورصة الى اجمالي برنامج الخصخصة %

المصدر: أعد من طرف الباحثين إنطلاقا من بيانات واردة في مقالة لعبد المجيد بوزيدي

ترجمة: عبد الوهاب بوكروج بعنوان أية خصوصية؟ على الانترنت.

من الجدول السابق يتبين أن اجمالي عدد الشركات التي تم خصخصتها عن طريق البورصة قد بلغ 3 شركات (فتح رأس مال شركات صيدال وفندق الأوراسي 20% و رفع رأس مال الرياض سطيف 20%)، في حين أن اجمالي الشركات التي تم خصخصتها بطرق الخصخصة المختلفة الأخرى قد بلغ 275. وبذلك تمثل هذه الشركات ما نسبته 1% من اجمالي عدد الشركات التي تم خصخصتها، كما بلغت حصيلة بيع أسهم هذه

الشركات 4,380 مليار دج و هي تمثل 4,65% من اجمالي حصيلة بيع الشركات في إطار برنامج الخصخصة. وهو ما ساهم في نقص السيولة وحالة الركود التي يعاني منها أداء بورصة الجزائر. وتفكر وزارة الصناعة وترقية الاستثمارات حاليا في وضع جهاز يمكن المؤسسات من "اللجوء إلى السوق المالية في إطار مسار الخصخصة"، إلا أن خصوصية المؤسسات من خلال سوق البورصة تتطلب عددا من الشروط منها تحقيق المؤسسة

لتمويل نشاطاتها من إنشاء، توسع و تجديد. لقد تجمع في تلك الأسواق حوالي 25000 مليار دولار وهو مجموع رسملة البورصات العالمية سنة 2000، وهو ما دفع بالبنوك و مؤسسات الإقراض العالمية إلى تنويع أنشطتها مستفيدة من ثورة الاتصالات⁽¹³⁾. مما تقدم يستوجب على السلطات العمومية في الجزائر وموازاة مع خوض غمار الإصلاحات الشاملة الحرص على تطبيق اصلاحات تمس القطاع المالي والتأكيد على نشر الثقافة المالية. ونؤكد على نشر مهن البورصة وتدريبها في الجامعات والمعاهد من دون أن ننسى ترسيخ مبدأ نشر المعلومات المالية والمحاسبية بكل شفافية بالنسبة للمتدخلين في البورصة لما لذلك من أثر ايجابي على كفاءة السوق وسرعة استجابته للمعلومات المنشورة. وتحت هذا الإطار يمكن أيضا أن نركز على تنويع المنتجات المتاحة في البورصة كأن يتم إعادة بعث سوق الأسهم تدريجيا من خلال اصدار السندات القابلة للتحويل الى أسهم خاصة في ظل رواج التعامل بالسندات على مستوى بورصة الجزائر.

خاتمة:

من العرض السابق، تبين أن تطبيق مختلف المعايير المستخدمة لقياس درجة نضج ونمو بورصة الجزائر تجلى عنها وضوح مظاهر الأزمة ملخصة في ضيق حجم السوق وانخفاض درجة السيولة وانخفاض عدد المتدخلين وضعف جاذبية عوائد الأسهم، من جهة؛ وتعميق الوضع الحرج للبورصة المحلية مقارنة مع البورصات العربية من جهة أخرى. هذه النتائج تأتي مؤكدة على قصور بورصة الجزائر في الوقت الراهن لتجسيد التمويل المباشر للاقتصاد عوض التمويل بالاستدانة. فبالرغم من

لثلاث سنوات مالية إيجابية على الأقل ضمن حصيلتها، والامتثال لإلزامية نشر معلوماتها المحاسبية والمالية بشكل مستمر وهو ما يشكل عائق أمام المؤسسات العمومية التي لم يتم خوصصتها بعد وهي تقارب 1000 مؤسسة تتميز وضعيتها المالية بالكارثية، حيث تجاوزت القروض غير المضمونة 250 مليار دج، ومديونية إجمالية بحوالي 280 مليار دج والذي يشكل عبء ثقل جدا على الاقتصاد الوطني.

VI-2- تنويع منتجات البورصة

جاء قرار وزارة المالية القاضي بتداول السندات الملحقة للخرينة العمومية بقيمة 145 مليار دج موزعة على ثلاث أجال محددة ب 7 و 10 و 15 سنة موازاة مع عدم وجود مؤسسات عمومية ستتم خوصصتها عبر البورصة. و تعد السندات الملحقة للخرينة نوعا من مستحقات الدولة المطروحة للتداول في السوق الأولى عن طريق المناقصات، كما أن تداول هذا النوع من السندات سيضيف على البورصة أكثر مصداقية ويساعد في جلب المستثمرين الخواص. كما سيتم تداول السندات الملحقة للخرينة في المرحلة الأولى بين الهيئات العمومية على أن يتم توسيع هذه العملية للأشخاص. هذا المنتج الجديد سيسمح بإعادة تفعيل بورصة الجزائر التي تتيح فضاء مرجعيا للتدخل بالنسبة لأصحاب السندات وتمكن المكتتبين (الأسر أو المؤسسات) من الاستفادة من تشكيلة واسعة من الأصول وبالتالي التمكن من تثمير مدخراتهم. إن تداول السندات الملحقة للخرينة سيرفع من حجم التداولات في بورصة الجزائر إلى 300 مليار دينار.

VI-3- نشر الثقافة المالية

إن المؤسسات في كافة أنحاء العالم أضحت تتجه الى الأسواق المالية لاقتناء الأموال الكافية

7 الاستعلام عن المؤتمر المركزي. انظر الموقع:

www.algerieclearing.dz

8- SGBV, la Bourse d'Alger, Document PDF sur internet.

9 أميرة حسب الله محمد: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 65-67.

10 -المخاطر المنتظمة أو السوقية أو العامة هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين. وترتبط هذه العوامل بظروف عامة اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية... وتلك العوامل تؤثر على جميع أسعار الأوراق المالية بنفس الاتجاه ولكن بدرجات متفاوتة، وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية مثل شركات إنتاج الآلات والمعدات وصناعة الحديد والصلب، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية مثل شركات الطيران وبصورة عامة أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها ومنه أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي.

11 -أما المخاطر غير المنتظمة أو الخاصة (القسم الثاني من المخاطر الكلية) فهي تعزى لظروف المنشأة بحد ذاتها أو ظروف الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. ومن هذه العوامل إضراب عمال منشأة ما، سوء التسيير والأخطاء الإدارية، التغير في أذواق المستهلكين والحملات الإعلانية، والشركات التي تتميز بدرجة كبيرة من المخاطر الخاصة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية وغير المعمرة.

12- Jean Barreau, Jacqueline Delahaye : Gestion financière, Dunod, Paris, 2002, p.46.

13 حجار محفوظ، تحول نمط التمويل و إصلاح المنظومة المالية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006، ص.120.

استكمال الاطار القانوني لبورصة الجزائر وفق المعايير الدولية و استكمال معظم مؤسسات وهيئات البورصة و توضيح مجمل نشاط و قواعد تعامل كل هيئة الا أن عوامل البعث الحقيقي لنشاط بورصة الجزائر لم تتحقق بعد. فبالرغم من العلاقة التبادلية الوثيقة بين الخصخصة و تفعيل البورصة وهذا حسب عدة دراسات و تجارب، إلا أن تباطؤ سيرورة الخصخصة في الجزائر يصبح حتما عامل كابح لبعث نشاط البورصة المحلية و تخلفها عن تعبئة الادخار المحلي و حتى الأجنبي. ضف الى ذلك ضعف جذب المتعاملين نحو البورصة بفعل نقص الثقافة المالية واهمال الحساب الاقتصادي في التحليل و قلة نشر المعلومات المالية و المحاسبية من طرف المتدخلين. وطبعاً فإن معالجة هذه المعوقات في اطار برنامج اصلاح شامل يمس الاقتصاد الوطني عموماً و القطاع المالي خصوصاً من شأنه التأثير ايجابياً على عمل بورصة الجزائر وتنشيطها.

التهميش والإحالات:

1 محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى : مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006، ص.29.

2 للمرجع السابق : ص - 30.

3 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار : مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2005، ص. 53-54.

4 للمرجع السابق : ص - 65-68.

5 - سوزان كرين، تطوير القطاع المالي في بلدان الشرق الأوسط و شمال إفريقيا، من أوراق ندوة "تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي" التي نظمها معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي. ديسمبر 2003.

6 أنظر وثائق بورصة الجزائر على موقع لجنة التنظيم www.cosob.org.

المراجع

أولاً: الكتب باللغتين

- 1- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 2- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى : مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006.
- 3- أميرة حسب الله محمد: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 4- J/ Barreau, J/ Delahaye : **Gestion financière**, Dunod, Paris, 2002.

ثانياً: البحوث، و المقالات

- 5- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار : مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2005.
- 6- سوزان كرين، تطوير القطاع المالي في بلدان الشرق الأوسط و شمال افريقيا، من أوراق ندوة "تطور القطاع

المالي والنمو الاقتصادي" التي نظمها معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي. ديسمبر 2003.

7- عبد المجيد بوزيدي: أي خصوصية؟، ترجمة عبد الوهاب بوكروح، على الأنترنت بتاريخ 2008/11/25.

8- جبار محفوظ: تحول نمط التمويل و اصلاح المنظومة المالية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006.

ثالثاً: المواقع على الانترنت

- 9- bourse d'Alger, document PDF sur internet
- 10- www.cosob.org du 22/10/2008
- 11-www.sgbv.dz du 25/11/2008
- 12- www.algerieclearing.dz du 12 /11/2008
- 13-www.fma.org du 16/11/2008
- 14- www.finances-algeria.org du 24/11/2008