

إشكالية تطوير بورصة القيم بالجزائر
-دراسة مقارنة للمعوقات الاقتصادية وغير الاقتصادية-
نسرين معياش

جامعة 08 ماي 1945 قالمة، nesrinemayache@yahoo.fr

تاريخ القبول: 2016/11/08

تاريخ المراجعة: 2016/10/17

تاريخ الإيداع: 2014/11/05

ملخص

هذه الدراسة محاولة منا لدراسة واقع بورصة القيم بالجزائر، منذ وجودها لأكثر من عشرية، إذ بات واضحا ضعف مساهمة هذه السوق في تمويل الاقتصاد لما تطرحه من الصعوبات الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تحد من فاعلية هذه السوق والتي من أبرزها: ضعف الطلب وقلة عدد وتنوع الأوراق المالية، وارتفاع معدلات التضخم وسعر الفائدة، وانخفاض معدلات الادخار، وعدم فعالية سياسة الخصخصة والوساطة المالية. وعلاوة إلى ذلك عوائق سياسية وثقافية وأخرى دينية إضافة إلى المناخ الاستثماري السائد من نقص في الشفافية وطرح إشكالية العقار الصناعي وعليه وجب تبني برنامج إصلاحي.

الكلمات المفتاحية: سوق المال، تمويل، الرسملة السوقية، شفافية، حكم راشد.

La Problématique du Développement du Marché Financier en Algérie
-Étude Approximative des Contraintes Économiques et Non Économiques-

Résumé

À la lumière d'un essai d'une étude du paysage financier algérien, il apparaît, depuis plus d'une décennie d'existence, plusieurs handicaps économiques et non économiques qui freinent la contribution de la bourse à la financiarisation de l'économie parmi lesquels: la faible demande, le nombre et type limité de titres financiers, de forts taux d'inflations et d'intérêt, un faible taux d'épargne, l'inefficacité de la politique de la privatisation—de l'intermédiation financière, des obstacles politiques, culturels, voire même religieux, et un climat d'investissement en vigueur qui manque de transparence ainsi que les problèmes de la propriété industrielle. Ainsi, la question du développement du marché est devenue primordial.

Mots-clés: Marché financier, financiarisation, capitalisation du marché, transparence, gouvernance.

The Issue of Development of Capital Market in Algeria
-The Approach Study of Economic and Non Economic Constraints-

Abstract

In the light of this study, the researcher is trying to study the reality of the Algerian financial market, since its existence for more than ten years. It has become clear the weakness of the market contribution in financing the economy because of the economic and non-economic difficulties that limit the effectiveness of this market such as: weakness of demand, the limited number, type of securities, high inflation, ineffectiveness of privatization and financial intermediation policy. In addition political, cultural, religious barriers and the investment climate which lacks transparency as well as the issue of industrial property. Therefore, this should embrace reform program for the market.

Key words: Capital market, financing, market cerfitaalisation, transparency, governance.

المؤلف المرسل: نسرين معياش، nesrinemayache@yahoo.fr

مقدمة

يعتبر وجود سوق أوراق مالية قادرة على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض الإنتاجية من المتطلبات الأساسية لتحقيق النمو الاقتصادي واستمراره. وفي هذا الشأن تتطلع الدول النامية إلى تحديث وتعميق أسواقها ولذلك فقد قامت ببذل الجهود بإصلاحات جوهرية على جميع الأصعدة، إلا أنها بانت تعرف أوجه قصور وتحديات فرضتها تطورات الأسواق المالية العالمية التي صاحبته ثورة تقنية هائلة.

والجزائر على غرار الكثير من الدول باشرت إصلاحات اقتصادية وهيكلية انبثق عنها ولادة بورصة الجزائر كآلية لتمويل مباشر للمؤسسات وتعبئة المدخرات. جاء إنشائها منذ 1993 استكمالاً لمتطلبات اقتصاد السوق لكنها لم تشهد أي تطور ملحوظ ولم يكن مستبعداً عدم قدرتها على القيام بدورها كأسلوب حديث في التمويل، فقد تضافرت عدة عوامل حالت دون ذلك فامتزجت هذه الأخيرة بين معوقات اقتصادية وأخرى غير اقتصادية.

لذا يظهر لنا جليا المباشرة في إصلاح السوق ورفع التحديات بهدف الوصول بالسوق إلى درجة من الحداثة والتطور تلبي متطلبات المستثمرين المحليين والدوليين. على ضوء ما سبق، نسعى في هذه الورقة البحثية للإجابة على الإشكال الرئيسي: ما هو واقع بورصة القيم بالجزائر؟ وما هي المعوقات الاقتصادية وغير الاقتصادية التي

أدت دون قيامها بدورها المطلوب؟

يمكن تجزئة هذه الإشكالية إلى الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما هي الظروف الاقتصادية المحيطة ببورصة الجزائر؟
- ما هو واقع أداء بورصة الجزائر؟ وما هي معوقاته؟
- ما هي آفاق تطوير بورصة الجزائر؟
- وعليه تستند الدراسة إلى الفرضيات الآتية:
- تظهر بورصة الجزائر كآلية أساسية لتمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر.
- تعاني بورصة الجزائر جملة من المعوقات التي تعيق أداءها.
- تحتاج سوق المال بالجزائر إلى ضرورة تبني برنامج إصلاحي لتطويرها.
- تستمد هذه الدراسة أهميتها من تزايد الاهتمام بموضوع تطوير وتحديث الأسواق المالية عموماً وبورصة الجزائر خصوصاً سعياً منها لمباشرة إصلاحات فعالة في ظل التغيرات الدولية وتهدف هذه الدراسة إلى:
- عرض وتقييم أهم ملامح بورصة الجزائر؛
- تشخيص أهم المعوقات التي حالت دون أن تؤدي بورصة الجزائر لوظيفتها الرئيسية.
- ولإحاطة بجوانب الإشكالية اعتمدنا على استخدام المنهج الوصفي التحليلي بغية الإلمام بالموضوع محل الدراسة وتم تقسيمه على النحو الآتي:
- ملامح البيئة الاقتصادية الوطنية والدولية.
- دراسة تقييمية لواقع أداء بورصة القيم بالجزائر.
- ضرورات إصلاح بورصة القيم بالجزائر.

1- ملامح البيئة الاقتصادية:

قبل التطرق لتحليل أداء بورصة القيم المنقولة بالجزائر، من الضروري إلقاء نظرة شمولية للظروف الراهنة سواء تعلق الأمر بالظروف الاقتصادية الكلية أو الدولية.

1-1- النتائج الاقتصادية الكلية:

لقد تعززت المؤشرات الاقتصادية الكلية والمالية الرئيسية للجزائر منذ سنة 2009 بالرغم من الأزمة العالمية وبلخص الجدول أدناه أهم هذه المؤشرات للفترة (2009-2015).

جدول رقم 1: المؤشرات الاقتصادية الكلية 2009-2015

المؤشرات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
معدل نمو PIB (%)	2,4	3,3	2,4	2,6	3,4	3,8	3,9
PIB خارج المحروقات (م.د.)	35,4	105,8	117,3	128,3	139,9	113,08	121,96
معدل التضخم (%)	5,94	3,93	4,49	8,40	5,00	2,92	4,78
معدل الاستثمار نسبة من PIB (%)	46,7	41,4	39,8	38,7	39,2	-	-
نسبة الادخار من PIB (%)	47	48,4	50	48,7	47,1	-	-
صندوق ضبط الإيرادات (م.د.)	4316,5	4440,9	4234,9	4170,3	5563,5	4408,14	2500
ديون خارجية (م.د.)	5,4	5,8	5	4,5	4,8	3,735	3,021
عجز الميزانية نسبة من PIB	10,4	11,1	10	9,40	8,90	18	20,3
فائض الميزان التجاري (م.د.)	7,8	18,2	26,8	20,9	19,8	9,4-	20,05-
صافي IDE (م.د.)	2,5	1,9	1,7	1,7	2	1,53	0,6-
قروض للاقتصاد (م.د.)	3187	3348	3677	4056	5156,3	6504,6	7277,2
نسبة السيولة (%)	71,5	67,7	72,2	75,8	49,52	55,81	55,12

المصدر: صندوق النقد الدولي عن الموقع الإلكتروني: www.trésor.economie.gouv.fr/pays/algérie وبنك الجزائر لسنوات 2013-2015.

من خلال قراءة لهذا الجدول استخلاصنا الملاحظات الآتية:

تحسن في الوضعية المالية للجزائر ابتداء من سنة 2009 إذ انخفضت الديون الخارجية من 5,4 مليار دولار إلى 3,02 سنة 2015، ومع الارتفاع المحسوس لسيولة صندوق ضبط الإيرادات التي بلغت حدود 5563,5 مليار دينار سنة 2013 مدعوما بالمداخيل الناتجة عن قطاع المحروقات لينخفض إلى مستوى أدنى بـ 2500 مليار دينار سنة 2015 لإسهامه في تمويل عجز الميزانية التي أخذت منحى تصاعديا ليتضاعف ليبلغ أقصى حد 20,3% سنة 2015.

كما شهدت نفس الفترة (2009-2015) ارتفاعا في معدل نمو الناتج الداخلي الخام متجاوزا 2,4% ليلبلغ 3,9% رغم الانخفاض الهائل في أسعار النفط وركودا في قطاع المحروقات مما انعكس ذلك سلبا على الميزان التجاري ليسجل بذلك عجزا متزايدا خلال سنتي 2014 و 2015. وفي نفس السياق عرف معدل نمو الناتج الداخلي الخام خارج المحروقات تزايدا مستمرا قدر بـ 35,4 مليار دولار سنة 2009 ليصل حدود 139,9 مليار دولار سنة 2013 وهذا ما يؤكد حرص الدولة على إستراتيجية تنموية تعتمد على تنويع الصادرات خارج المحروقات.

وتجدر الإشارة إلى أن التدابير المتخذة في قوانين المالية التكميلية لسنتي 2009 و 2010⁽¹⁾ قد ساهمت في التخفيف بصورة محسوسة من فاتورة استيراد بعض أصناف المنتجات⁽²⁾. ويظل معدل التضخم مرتفعاً نسبياً ليصل إلى أعلى مستوى له سنة 2012 بـ 8.40% ثم ليستقر عند معدل 2,92% سنة 2014 ليعاود الارتفاع من جديد ليحقق 4,78% سنة 2015. يفسر الانخفاض في الميل نحو الادخار، الذي هو عبارة عن الفائض في السيولة لدى المؤسسات المالية والذي لا يتجاوز في أحسن الأحوال 50%، للارتفاع في أسعار المنتجات الغذائية الناجمة عن الزيادات في أجور التوظيف العمومي والتي أدت بدورها إلى ارتفاع نسبة الكتلة النقدية المتداولة في السوق دون أن يقابلها إنتاج حقيقي. إذ تجاوزت نسبة السيولة في أغلب الأحيان 70% للفترة 2009-2013 ثم لتتخفف بعد ذلك إلى مستوى 50% لباقي السنوات نتيجة الارتفاع المحسوس في الناتج المحلي الإجمالي.

والواضح من الجدول، أنه إذا ما قورنت نسب الاستثمار إلى الادخار فهي أقل بالرغم من السياسات المتبعة لتدعيم الاستثمار وخلق أجهزة التشغيل وهذا مرده مناخ أعمال غير مشجع لوجود عدة اعتبارات⁽³⁾. أما على صعيد الاستثمارات الأجنبية فقد سجلت تراجعاً نسبياً منذ صدور قانون المالية التكميلي 2009، وأهم ما يفسر ذلك هو تخوف المستثمر الأجنبي من عدم إمكانية إيجاد شريك محلي تطبيقاً لقانون مساهمة وطنية 51% ومساهمة أجنبية 49%.

والملاحظ أن التنمية الاقتصادية تمول أساساً بالقروض البنكية إذ تجاوزت 3187 مليار دينار سنة 2009 لتبلغ 7277,2 مليار دينار سنة 2015، هذا الاتجاه التصاعدي يعكس حركية القروض لأجل مرافقة المؤسسات العمومية والخاصة لرفع التنافسية وتحسين الأداء. وتجدر الإشارة في هذا الصدد، أن الحكومة قد باشرت تنفيذ عصرنة أكثر من 200 مؤسسة بتكلفة مالية قدرها 600 مليار دينار متأتية أساساً من القروض البنكية وبمعدلات فائدة منخفضة⁽⁴⁾. رغم المساهمة المحدودة للصندوق الوطني للاستثمار في تمويل المشاريع، إلا أن الاستثمارات العمومية خصص لها غلاف مالي ضخم قدره 286 مليار دولار للخماسية (2010-2014)⁽⁵⁾.

1-2- الظروف الدولية:

كشف تقرير صندوق النقد الدولي لسنة 2014 أن النشاط العالمي قد تعزز سنة 2013 إلى حد كبير نتيجة للتحسينات في الاقتصاديات المتقدمة. حيث زادت وتيرة النشاط العالمي في النصف الثاني من سنة 2013 إلى معدل سنوي نسبته 3.68% وهي كبيرة مقارنة مع النصف الأول 2.67%. وأفاد تقرير الصندوق إلى زيادة في النمو بنسبة 3.6% في سنة 2014 وبنسبة 3.9% في سنة 2015، حيث استأثرت الاقتصاديات المتقدمة بجزء كبير من هذا النمو واستمرت الأسواق الصاعدة والبلدان النامية في المساهمة بأكثر من ثلثي النمو العالمي⁽⁶⁾.

وقد كان النمو قوياً في الولايات المتحدة الأمريكية مدفوعاً بالطلب القوي من القطاع الخاص وإصلاح الضبط المالي⁽⁷⁾، ومع ذلك فقد ظل وضع سياسة متوسطة الأجل قابلة للاستمرار للمالية العامة مسألة حاسمة. وفي منطقة اليورو بدأ التعافي يتوسع على نحو متواضع ولكن متباين⁽⁸⁾ إذ كان قوياً في البلدان الأساسية ولكن ضعيفاً في البلدان المعرضة لضغوط والتي أدى فيها ارتفاع الديون ومعدلات البطالة وقيود الائتمان إلى كبح الطلب. واتخذت أيضاً خطوات مشجعة لإنشاء اتحاد مصرفي أحرز تقدماً نحو إجراء تقييم شامل للميزانيات العمومية للبنوك لزيادة القدرة على الصمود أمام الصدمات الخارجية. غير أن تنفيذ نظام دعم موحد للمالية العامة لا يزال عملاً جارياً، وظلت المخاوف طويلة الأجل إزاء الإنتاجية والقدرة التنافسية على الرغم من التقدم في الإصلاحات الهيكلية⁽⁹⁾.

وشهدت الأسواق الصاعدة حركية في نشاطها لكنها ضعيفة في الجزء الأخير من سنة 2013 مدفوعة بطلب قوي من الاقتصاديات المتقدمة. وفي الوقت نفسه، كانت أوضاع المالية الخارجية أكثر تشديدا والضعف في الاستثمار عائقين أمام الطلب المحلي. عموما توسع الناتج في الأسواق الصاعدة بوتيرة صحية بلغت نسبته 4.7% في سنة 2013 وبلغ 4.9% سنة 2014، وفي حين فإن عدة من الاقتصاديات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا عرفت تراجعا بسبب التحولات الداخلية الصعبة والاضطرابات الاجتماعية.

وظلت استدامة الشركات في الاقتصاديات الصاعدة في ارتفاع إضافة إلى مخاطر تقلبات السوق المتزايدة المرتبطة بتطبيع السياسة النقدية في و.م.أ. وظهرت مخاطر جغرافية سياسية لها تداعيات كالوضع في أوكرانيا الذي من شأنه أن يؤثر على ارتفاع أسعار السلع الأساسية وسلاسل الإمداد والتدفقات المالية. ولا زالت هناك بعض المخاطر العالقة التي يتعين معالجتها، والتي لا تزال بلدان عديدة تعاني منها، المتمثلة في خفض العجز والدين المرتفعين مع الحفاظ على النمو في ظل معدلات بطالة مرتفعة.

2- محاولة لدراسة واقع بورصة القيم بالجزائر:

باعتباره سوقا فنيا جينيا وصفه الكثير من الباحثين والدارسين بالضعف في الأداء لضآلة عدد الأوراق المدرجة وعدد المتعاملين، ومع صعوبة الحصول على المعلومات المالية لذا سوف نحاول دراسة بعضا من المؤشرات لمعرفة مدى مساهمة السوق في تمويل الاقتصاد.

2-1- المؤسسات المدرجة بالسوق:

باشرت بورصة الجزائر نشاطها الفعلي بإجراء 4 عمليات إصدار كانت محور اهتمام المستثمرين المؤسسيين والجمهور العام. رغم أنه كان متوقعا توفير فرص لتوسيع صيرورة الخصخصة إلا أن الإدراجات بالسوق المالية كانت متواضعة وبطيئة. وكان القرض السند لسونا طراك أول العمليات التي تمت في السوق، وتلتها فيما بعد إصدار أسهم مؤسسات عمومية: الرياض- سطيف- ومجمع صيدال وفندق الأوراسي.

عمليا قد تم تحرير فقط 20% من رأسمال الاجتماعي للمؤسسات واعتبرتها السوق عمليات لرفع رأسمال أو العرض العلني للبيع. وعرفت السوق فترة من الجمود حتى سنة 2004 والتي من خلالها تم استئناف النشاط في سوق السندات. فكان إصدار سند قرضي لصالح إعادة تمويل الرهن العقاري لسونا طراك وقطاع الصحة العمومي (SHR) سنة 2003 ثم إصدار سندات القرض الأخرى: اتصالات الجزائر، وسونغاز، والمؤسسة الوطنية للأشغال البترولية، والمؤسسة الوطنية للآبار والحفر والخطوط الجوية الجزائرية. ويضاف إلى هذه القائمة مقترضين من القطاع الخاص مثل مجمع CEVITAL ومؤسسة التعليم عن بعد EEPAD. Arabe Leasing Corporation (الشركة العربية للإيجار) ومؤسسة دحلي التي لاقت اكتتابا واسعا من قبل الجمهور العام. تم خلال سنة 2010 إصدار أسهما عادية لأول مرة لمؤسسة من القطاع الخاص أليانس الجزائر واتبعت بعد ذلك بإصدار سهم رويبة سنة 2013 بعدما كان يتواجد بالسوق سهمان فقط لصيدال والأوراسي.

جدول رقم 2: أهم عمليات الإصدار ببورصة الجزائر 1998-2015

السمعة	القيمة (مليار دج)	القيمة (مليار دج)	% من القيمة	القيمة (مليار دج)	السمعة
الرياض- سطيف -	1	2300	20%	1	الرياض- سطيف -
مجمع - صيدال -	2.8	800	20%	2	مجمع - صيدال -
البنوك الجزائرية	2.1	400	20%	1.2	البنوك الجزائرية
أليانس الجزائر	1.4	830	-	1.4	أليانس الجزائر
روبية	8.4	400	25%	8.4	روبية
biopharm	-	1225	20	6,25	biopharm

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على تقارير COSOB للفترة المذكورة.

والجدول أدناه، يلخص عمليات إصدار سندات القرض للفترة 2003 - 2015:

جدول رقم 3: إصدارات سندات القرض للفترة 2003-2015 (مليار دينار)

السند	مبلغ الإصدار	المؤسسات المالية	الجمهور العام
SHR	2.48	2.48	0
الخطوط الجوية	5.00	5.00	0
	4.40	4.40	0
	24.89	10.71	14.18
	12.32	12.32	0
	20.00	20.00	0
	10.00	10.00	0
	15.90	0	15.90
	11.65	11.65	0
	30.00	0	30.00
	25.00	25.00	0
المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية	05.00	05.00	0
	08.00	08.00	0
المؤسسة الوطنية للآبار والحفر	08.00	08.00	0
CEVITAL	05.00	05.00	0
مؤسسة التعليم عن بعد EEPAD	00.50	00.50	0
Arabe Leasing Corporation	03.65	03.65	0
	03.30	03.30	0
	02.30	0	02.30
	06.00	06.00	0
MLA	02.00	2,00	-
	2,00	2,00	0
الشركة الوطنية للإيجار (SNL)	2,00	2,00	-

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير COSOB للفترة المذكورة.

جدول رقم 4: إصدارات سندات القروض حسب الطبيعة للفترة 2003-2015

النسبة	المبلغ (مليار دينار)	
100	237.48	إجمالي قيمة سندات القرض المصدرة
64.64	153,51	إجمالي قيمة سندات القرض الموجهة للمؤسسات المالية
35.35	83.97	إجمالي قيمة سندات القرض الموجهة للجمهور العام
91,68	217.73	إجمالي قيمة سندات القرض المصدرة من قبل مؤسسات عمومية
8,31	19.75	إجمالي قيمة سندات القرض المصدرة من قبل مؤسسات خاصة

□□□□ قراءة مزدوجة للجداولين السابقين □ يمكن الإشارة إلى:

حالياً، يتواجد ببورصة الجزائر 6 سندات منها أربعة أسهم وسندان قرض MLA والشركة الوطنية للإيجار SNL وذلك لانتهاء أجل استحقاق السندات الأخرى. وهذا العدد من الأوراق أقل تنوعاً وعدداً منذ نشأة السوق لأكثر من عشرية¹¹ إذا ما قورن بعدد الأوراق المدرجة بالبورصات المجاورة (تونس والمغرب) إذ تسجل بورصتي تونس والمغرب 78 و 73 ورقة على التوالي⁽¹¹⁾.

2-2- الرسملة السوقية:

يعتمد عليها في قياس أداء السوق في ظل غياب مؤشر السوق، إذ تبقى الرسملة السوقية ببورصة الجزائر ضعيفة جدا أو تكاد تكون معدومة إذ لا تتجاوز 0.1 % من الناتج الداخلي الخام في أحسن الأحوال. وتتميز بتغيرات غير منتظمة بين انخفاض بلغ أدناه -13.04 % وارتفاع أقصاه 89.36 % والسبب في ذلك هو انتظام الأسعار السوقية للأوراق (تقلبات محدودة الجدول (6)) وقلة عدد الجلسات التداول.

جدول رقم 5: تطور الرسملة السوقية 2009-2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	
4	4	4	3	3	3	2	عدد الأوراق
15,42	14,79	13.82	13.02	14.96	7.9	6.5	الرسملة السوقية (مليار دج)
4,25	7,01	6.13	13.04-	89.36	21.53	.	التغيرات (%)
16799,2	17205,1	16643,8	15843	14519.8	11991.6	9968	PIB (مليار دج)
0,091	0,085	0,083	0.082	0.1	0.065	0.065	نسبة الرسملة إلى PIB (%)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير COSOB وبنك الجزائر للفترة المذكورة.

جدول رقم 6: تطور التقلبات في الأسعار للفترة 2009-2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السند
110	140	175	90	195	130	20	صيدال
80	50	50	160	70	20	0	الأوراسي
85	20	140	0.5	0	-	-	أليانس
45-	55	5	0	-	-	-	روبية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير COSOB للفترة المذكورة.

وإذا ما قارنا الرسملة السوقية مع تلك المحققة ببورصتي تونس والمغرب فهي ضعيفة جدا 140.93 مليار دينار تونسي و 451.1 مليار درهم على التوالي مقابل 13.82 مليار دينار سنة 2013، رغم عدم الاستقرار السياسي الذي تشهده تونس، إذ تجدر الإشارة إن كلا من سوقي تونس والمغرب تسهم بشكل فعال في تمويل الاقتصاد حتى خلال الأزمة المالية 2008، ومن المعروف أن لهاتين السوقين محافظ استثمارية أجنبية خاصة الفرنسية منها، حيث تمثل الرسملة السوقية 5% و 75% من الناتج الداخلي الخام على التوالي وذلك لارتفاع حجم المبادلات وعدد الأوراق المدرجة⁽¹²⁾.

جدول رقم 7: الرسملة السوقية لبورصتي تونس والمغرب 2013

المغرب	تونس	الجزائر	
451.1	140.93	13.83	الرسملة السوقية (مليار)
125243	3885	0.12	حجم المبادلات (مليون)
62142.04	14093	49.11	القيمة المتبادلة (مليون)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير COSOB للفترة المذكورة.

2-3- سيولة السوق:

ويعنى بها قدرة السوق على تسهيل الأوراق المالية أي القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية في السوق الثانوي وبقاس (13):

أ- **معدل قيمة التداول:** وهو عبارة عن حجم المبادلات نسبة إلى الناتج الداخلي الخام، وهو يقيس التداول المنظم للشركات المقيدة كنسبة من الناتج الداخلي الخام أي أنه يعبر عن سيولة الاقتصاد ككل.

ب- **معدل الدوران:** هو إجمالي الأسهم المتداولة نسبة إلى الرسملة السوقية، وهو يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات.

يوضح الجدول أدناه تطور حجم المبادلات والقيمة المتبادلة بوتيرة متغيرة بين الانخفاض والارتفاع لتبلغ أقصى حد لها 2213143 سنة 2015 أي بزيادة تقارب 98,75% الحجم التداول سنة 2010 و 1,251 مليار دينار خلال نفس السنة. عموما يبقى حجم المبادلات ضعيفا رغم تعزيز السوق بإصدار سهم أليانس الجزائر وسهم روبية مما انعكس على انعدام قيمة التداول ومعدل الدوران. إضافة إلى أن التداول حدد بجلستين خلال الأسبوع ومع عدم إمكانية التفاوض خارج السوق المركزية وثبات الأسعار السوقية في أغلب الأحوال ما يفقد السوق صفة جاذبية الاستثمار في هذه الأوراق المالية وبالتالي فهي ليست محل مضاربة.

جدول رقم 8: قيمة التداول ومعدل الدوران للفترة 2009-2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	
2213143	90111	120681	49471	231337	27470	34700	إجمالي الأسهم المتداولة
95,92	33,92-	146.94	78.61-	742.14	20.83-	.	التغيرات (%)
1,251	0.081	0,049	0,036	0,185	0,011	0,013	حجم المبادلات
93,52	39,5	36.28	8-	1444.46	13.71-	.	التغيرات (%)
0	0	0	0	0	0	0	قيمة التداول
0	0	0	0	0	0	0	معدل الدوران

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير COSOB للفترة المذكورة.

2-4- درجة التركيز:

وهي تقيس حجم التداول في السوق إذا كان مركزا على عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد متنوع منها. ولقياسه نعتد في ذلك على الرسملة السوقية للعشر شركات الأولى نسبة إلى الرسملة السوقية الإجمالية أو إجمالي قيمة التداول. أما بخصوص بورصة الجزائر فلا يمكن الحديث عن درجة التركيز للعدد المحدود من الأوراق المتداولة (14).

بات واضحا من العرض السابق، ضعف سيولة وعمق بورصة الجزائر ودورها الهامشي في تمويل الاقتصاد الوطني ولقد وقفنا عند بعض الأسباب ولكن لابد من الإشارة إلى وجود عوامل أخرى ارتبطت أساسا بطبيعة الوسطاء الماليين والإجراءات التنظيمية والاحترازية التي من شأنها بعث الثقة في السوق. إن الوساطة المالية هي حكر فقط على المؤسسات المالية دون الأفراد: البنك الوطني الجزائري BNA، والبنك الخارجي الجزائري BEA، والقرض الشعبي الجزائري CPA، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR والصندوق الوطني للائتمان والاحتياط CNEP والبنك الفرنسي BNP. إذ يتميز نشاط الوسطاء،

بالتدخلات في السوق ومسك الحسابات، بالضعف وذلك بسبب النقص في الإجراءات والوسائل الموضوعية تحت تصرفهم وخاصة⁽¹⁵⁾:

- الاستقلالية في المجال المالي واتخاذ القرارات
- البرمجيات المعلوماتية اللازمة لتسيير النشاط
- المهنية وتأهيل الموارد البشرية
- صناعة التحليل المالي والتدقيق
- وجود محاسبة خاصة بمسك السندات.

إضافة إلى ذلك:

- عدم وجود صندوق ضمان للمستثمرين في الأوراق
- ارتفاع العمولات ومصاريف التسجيل 0.25% على صفقات الأسهم و 0.15% على صفقات السندات
- غياب التقييم المستمر لنشاط المؤسسات المدرجة وصعوبة الحصول على المعلومات المالية
- غياب الثقافة المالية للمؤسسات المدرجة والمتعاملين في السوق نتيجة الرقابة المفروضة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

3- السوق المالي الجزائري وضرورات الإصلاح:

منذ نشأة بورصة الجزائر كان من المنتظر أن تسهم هذه الأخيرة بتمويل التنمية الاقتصادية بشكل كبير بدلا من زيادة الاعتماد على القروض البنكية وميزانية الدولة، وعرفت هذه البورصة الفتية عدة معوقات قللت من فعاليتها، وهي عوائق منها اقتصادية وغير اقتصادية.

3-1- المعوقات السياسية والقانونية والثقافية:

يلعب الاستقرار السياسي دورا هاما في ترقية الأسواق المالية وعلى غرار ذلك فالسوق المالية الجزائرية نشأت في حقبة زمنية اتسمت بعدم الاستقرار بمرسوم تشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/93 الذي يشمل المادة 715 التي تؤكد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر. وهذا يتناقض مع مبدأ الخصخصة وسياسة اقتصاد السوق أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية.

إن استبعاد الأسهم العادية يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشاريع إذا ما قرر مجلس الإدارة توسعتها، كما أن من شروط القبول أن تكون المؤسسة المصدرة للسندات شركة ذات أسهم إلا أن أغلبية الشركات هي شركات أشخاص أو ذات مسؤولية محدودة⁽¹⁶⁾.

إضافة إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء، إذ تم تأسيس بورصة الجزائر بنفس التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلا أن تعيين أعضائها كان بتاريخ 27/12/95 أما التنصيب الرسمي فكان سنة 96 والأمر نفسه يقال حول شركة إدارة البورصة والوسطاء في عمليات البورصة⁽¹⁷⁾.

كما أن للثقافة والوعي الاستثماري مكانة هامة نوجزها في النقاط الآتية في ظل غياب:

- الممارسات السوقية لدى الأفراد المستثمرين عند اختيار الأصول؛
- ثقافة المؤسسة؛
- ثقافة الخطر والفرصة المالية البديلة.

تحد الممارسات الدينية والاجتماعية وفكرة ربوبية الأموال من ثقافة الادخار، وبالتالي يطرح التساؤل عن مدى فعالية السوق المالية في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة (18).

3-2- المعوقات الاقتصادية والتنظيمية:

ونوجزها في النقاط الآتية:

أ- **التضخم:** ذلك من خلال تأثيره على حجم المدخرات، فارتفاع معدلات التضخم من شأنها أن تؤدي إلى تخفيض الميل إلى الادخار، وهذا ما وضحه فعلا الجدول رقم 1، فارتفاع معدلات التضخم التي وصلت إلى معدل 08.4% قابله انخفاض في مستويات الادخار التي لا تتجاوز في أغلب الأحيان 50%.

أضف إلى ذلك، فاتخاذ القرارات الاستثمارية يكون على أساس حساب العائد والتكلفة وذلك بناء على أسعار حقيقية وليست اسمية وبالتالي فالعائد يفقد جزءا هاما من قيمته بانخفاض القدرة الشرائية للعملة والتي تعتبر مصدر قلق للمستثمرين. فالحالة التضخمية تستدعي من البنك المركزي رفع أسعار الفائدة الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع مدخراتهم بالبنوك أو بهروب رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية بدلا من توجيهها نحو الأسواق الوطنية (19).

ب- **السوق الموازية :** وهي ظاهرة تتعايش جنباً إلى جنب مع الاقتصاد الوطني والتي تمتص جزءا كبيرا من الناتج الداخلي الخام، فالأرباح المحققة على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجودها لا يشجع إطلاقا على توجيه المدخرات نحو الاستثمار في الأسواق المالية (20).

ج- **ضعف الحوافز الضريبية:** ما يميز النظام الضريبي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة نسبيا، ما قد يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين زيادة على الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى للتوزيعات. كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، وبطبيعة الحال، إلى تغيير سلوكهم الاستثماري والادخار.

د- **ضعف الجهاز الإنتاجي والخصخصة:** إن فكرة التحول من اقتصاد ريعي إلى اقتصاد منتج تماشيا مع نظرية القيمة يعني أن المجهود الإنساني هو المصدر الوحيد لخلق القيمة بدلا من النقود التي هي بمثابة عامل قياس للثروة، وهو ليس حال الاقتصاد الجزائري الذي توجه نحو اقتصاد سوق الذي يتسم بضعف الإنتاجية مقابل كتلة نقدية متداولة أكبر تفوق في أغلب الأحوال 70%. إذ يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات، وتتميز أساسا بعمال غير مؤهلين وبضعف مردودية العمل، وهي مؤسسات في مجملها غير متوازنة ماليا.

ولقد كان السبب المباشر وراء إنشاء بورصة الجزائر هو خصخصة المؤسسات إلا أن جل إجراءات الخصخصة قد تمت خارج البورصة وقد أحصت وزارة الصناعة والاستثمار العمليات المنجزة عن الخصخصة:

- الخصخصة الإجمالية 192 مؤسسة؛
- الخصخصة الجزئية (<50%) 33 مؤسسة؛
- الخصخصة الجزئية (>50%) 11 مؤسسة؛
- الاستعادة من طرف الأجراء 69 مؤسسة؛
- الشراكة المضافة 29 مؤسسة؛
- التخلي عن الأصول للخواص 83 مؤسسة (21).

أدت إجراءات حل المؤسسات العمومية وتحويلها للقطاع الخاص إلى فشل الدولة في هذا النوع ما انجر عنه ظهور وتنامي المؤسسات المتوسطة والصغيرة حيث بلغ عددها سنة 2009 335486 مؤسسة خاصة وكذا 598 مؤسسة عامة⁽²²⁾. وفي غياب تجزئة بورصة الجزائر إلى سوق ثانية تسمح للمؤسسات التي لم تكتمل شروط الإصدار فيها لتداول أوراقها المالية تصطدم المؤسسات المتوسطة والصغيرة بإشكالية التمويل.

3-3- المعوقات غير الاقتصادية :

إضافة إلى جملة المعوقات السابقة، فإن هنالك نوعا آخر من المعوقات تندرج على أساس أنها غير اقتصادية ولكن لها تأثير مباشر على عرقلة وبعث الثقة في أداء سوق المال بالجزائر نلخصها في النقاط الآتية:

أ- **إشكالية العقار الصناعي:** تعتبر مشكلة العقار الصناعي وتسوية الملكية أهم المعضلات المطروحة على مستوى الاستثمار في الجزائر. فنتيجة لما خلفته السياسات الاقتصادية التنموية الماضية من هياكل ومنشآت ضخمة بقيت غير مستغلة وانتهت في الأخير إلى الاستهلاك أو السرقة، وإلى تدخل هذه السياسات بعضها البعض (من مؤسسات عمومية إلى شركات قابضة)، وعدم مرونة المنظومة التشريعية وعدم استجابتها مع متطلبات الواقع إذ أصبح العقار مصدرا لمضاربات ومساومات لا تنتهي أين وضع المستثمرون المحليون والأجانب على حد سواء مشكلة العقار غير قانوني كأول عائق⁽²³⁾. ويعود ذلك لأسباب منها ثقل الإجراءات الخاصة بالحصول على حق الملكية وفرض أسعار إدارية وارتفاع سعر التنازل. إضافة إلى المشاكل الفنية والتقنية وغياب سندات الملكية بمجمل المؤسسات ما يجعل التنازل عن جزء من أصولها أمرا صعبا ومعقدا وفي ظل غياب الشفافية في توزيع الأراضي. إذ بينت تقديرات وزارة الصناعة أن حجم العقار الصناعي المتاح يقدر بـ 180 مليون متر مربع بينما بلغ حجم الطلبات المودعة لدى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار 80 مليون متر مربع فالأزمة ليست في نقص العقار وتوزيعه وإنما هي مشكلة فساد وسوء التسيير.

ب- **تجريم فعل التسيير:** وهو يعد من أبرز العراقيل التي تحد من المبادرة لدفع عجلة الاقتصاد الوطني والذي أفضى إلى مشاريع متوقفة ومعطلة بسبب الخوف. فقد أحال الجهاز القضائي الجزائري العديد من الإطارات والمدراء في المؤسسات العمومية إلى السجون لقضاء عقوبة جرم التسيير بالمواد القانونية سارية المفعول. إلا أن إلغاء القانون ورفع التجريم عن فعل التسيير لن يكون ضمن أجندة عمل الحكومة، إذ تعتبرها السلطات العمومية أحد السبل المراد من خلالها مكافحة الفساد في المؤسسات العمومية والقضاء على تبديد المال العام⁽²⁴⁾.

ج- **الاستقرار السياسي:** إن توافر الاستقرار السياسي يعتبر أحد أهم مقومات البيئة السياسية وعنصر من عناصر المناخ الاستثماري، فالدول التي تسودها أوضاع سياسية غير ديمقراطية وغير مستقرة تحد من قدرة الاقتصاد على الاستيعاب وتوظيف الاستثمار مما يفضي إلى عدم التأكد للمستثمرين إزاء المستقبل⁽²⁵⁾.

وحسب مؤشر السلام العالمي لسنة 2010، فإنه قد صنف الجزائر في الرتبة 116 عالميا و13 عربيا من حيث نسبة الاستقرار والسلام وتقشي العنف والجريمة واحترام حقوق الإنسان والديمقراطية وحرية التعبير وأداء الحكومة والمشاركة السياسية، خاصة المرأة، ولم تشهد تحسنا وأبقت على الجزائر ضمن قائمة الدول الأكثر خطرا.

د- **الحرية الاقتصادية:** أفاد تقرير صادر عن معهد فريزر الكندي لسنة 2013، أن الجزائر تحتل المرتبة 145 عالميا و14 عربيا ووضع الاقتصاد الجزائري ضمن خانة الاقتصاديات المقيدة بسبب قضايا الفساد ونظام قضائي غير فعال وضمان حقوق الملكية وكذا فعالية قانون الاستثمار. وقد نالت درجة 49.6 من 51 نقطة من المؤشر العام للحرية الاقتصادية ما يشكل عائقا أمام الاستثمارات الأجنبية وحتى الوطنية.

و- **الحكم الراشد:** يطرح الحكم الراشد في السنوات الأخيرة كمسألة جوهرية في إستراتيجية التنمية الشاملة، وهو يركز على آليتين أساسيتين: الشفافية والمساءلة، وسيادة القانون، ما يحقق العدالة في التوزيع تجنباً للاضطرابات الاجتماعية. وما يميز الاقتصاد الجزائري هو نقشي ظاهرة الفساد في الصفقات العمومية رغم الوسائل القانونية المتاحة لمكافحتها، ولقد أدرجت منظمة الشفافية الدولية الجزائر في المرتبة 94 عالمياً في مؤشر الدول الأكثر فساداً في العلم من بين 177 دولة. وأوردت المنظمة أن الجزائر مازالت بحاجة ماسة إلى الشفافية في التعاملات الاقتصادية، وقد بات واضحاً تأثير فضائح الفساد على تخوف من مستثمرين وعلى رأسها فضيحة سوناطراك².

3-4- المحاور الكبرى لبرنامج الإصلاح :

أعلنت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عن مشروع إصلاح السوق المالية في إطار الإستراتيجية التنموية الرامية إلى تنويع اقتصادها وتحسين تنافسية المؤسسات. ويتشكل مخطط إصلاح السوق من مرحلتين أساسيتين: المرحلة الأولى وتدوم 11 شهراً حتى نهاية 2012 وتخص إعادة تحديد خصوصيات ودور السوق في تنمية الاقتصاد من خلال تحديث الأنظمة الإعلامية وتكييف الإطار التنظيمي مع الممارسات الدولية، أما المرحلة الثانية فستخصص لصياغة النموذج لتطبيق أحكام ما تبنته المرحلة الأولى⁽²⁶⁾. إن تحديث وتطوير بورصة الجزائر يشكل تحدياً للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشمل البرنامج المسطر المحاور الرئيسية الآتية⁽²⁷⁾:

المحور الأول: زيادة عرض السندات في السوق المالية:

- يسمح برفع عدد المؤسسات المدرجة عامة والمؤسسات المتوسطة والصغيرة خاصة باتخاذ الإجراءات الآتية:
- وضع اقتراحات بشأن إعفاءات ضريبية لصالح المؤسسات المدرجة؛
- إنشاء صندوق دعم يأخذ على عاتقه كل المصاريف المتعلقة بدخول المؤسسات المتوسطة والصغيرة إلى البورصة؛
- الالتزام بتكوين المجالس المكونة للمؤسسات المتوسطة والصغيرة؛
- طرح مقترحات حول شروط وإصدار وتسعير الصكوك الإسلامية؛
- التنويع في محفظة السوق بإدخال منتجات مالية جديدة.

المحور الثاني: ترقية الطلب على السندات ونشر المعلومات المالية حولها :

- يسمح بزيادة جذب المستثمرين الأفراد أو المؤسساتية من خلال:
- تحسين نشر المعلومات حول الأسعار السوقية على مستوى وكالات وسطاء عمليات البورصة وكذا على مستوى المواقع الإلكترونية الخاصة؛
- الإعفاءات الضريبية على القيم المنقولة لصالح المستثمرين الأفراد؛
- خلق صناعة التحليل المالي وتكوين كفاءات جامعية في هذا المجال؛
- التكوين في مجال تسيير المخاطر خاص بمؤسسات التأمين.

المحور الثالث: تحسين سير الأسواق المالية:

- سواء على مستوى السوق الأولي أو الثانوي من خلال التدابير الآتية:
- تقليص الزمن اللازم لمعالجة طلبات الدخول إلى البورصة؛
- متابعة إجبارية ومستمرة من قبل وسطاء عمليات البورصة للمؤسسات المدرجة لمدة سنتين على الأقل بعد القبول؛

- إعادة النظر في طرق توزيع السندات لتوظيف أفضل؛
- تحديث معايير وطرق التفاوض خارج السوق الرئيسي؛
- تطوير الإعلام المالي من قبل المؤسسات المصدرة والسوق المالية؛
- وضع آليات لزيادة سيولة وعمق السوق؛
- إنشاء صناديق ضمان تسيير من قبل شركة إدارة البورصة؛
- وضع قواعد تسعير بما يتماشى مع متطلبات البنك الجزائري فيما يتعلق بشروط التنازل عن أسهم البنوك وأسهم المؤسسات المملوكة من قبل الدولة؛
- الرقابة على المعلومات المنشورة وعلى نشاط الوساطة المالية من قبل لجنة البورصة؛
- مسك محاسبة خاصة بالسندات؛
- تدعيم إجراءات مسك حسابات حافطي السندات على مستوى كل بنك.

المحور الرابع: المهنية وتسويق عمليات البورصة :

- يهدف إلى تعميق مصداقية وشفافية عمليات البورصة لاستعادة الثقة عن طريق:
- تكوين محللين ماليين بالشراكة والتعاون مع مؤسسات دولية بداية من سنة 2014؛
- إنشاء نقاط بورصة Points-Bourse في كل ولاية من ولايات الوطن يتمثل دورها تسويق وبعث نشاط لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- الالتزام بالمهنية؛
- إنشاء مواقع الكترونية لبورصة الجزائر وعلى مستوى الوسطاء الماليين يتمثل دورها نشر الأسعار السوقية والمعلومات المالية للأوراق.
- إن برنامج الإصلاح هو تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكل للسوق المالية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نمو رزمة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب ولذلك لا بد من توافر جملة من المتطلبات للنهوض بالسوق والوصول بها إلى مصاف الأسواق العربية والمجاورة نوجزها في النقاط الآتية(28):
- الحفاظ على المكتسبات من التوازنات المالية والنقدية خاصة في ظل الأوضاع الراهنة الناتجة عن تأثير الانخفاض في أسعار النفط والانخفاض في الموارد المالية؛
- تحديد وتطوير الهياكل المالية لتحفيز الاستثمار الأجنبي بشتى أنواعه لتنويع الحافظة المالية؛
- رفع الدخل الحقيقي للأفراد لغرض توجيه مدخرات الأفراد لتوظيفها في القيم المتداولة بالرغم من أن مؤشرات التضخم منخفضة نسبيا إلا أن ذلك لم يسهم في تنشيط السوق؛
- الانفتاح الكبير على الجمهور والتنويع في الأدوات المالية: تتميز الأسواق الفعالة بعدد هائل ومتنوع سواء على مستوى العرض أو الطلب وتعد عامل جذب للمدخرات. أما بالنسبة للسوق الجزائرية فتظهر صعوبة التحقيق لضعف الصفقات الناتجة عن العدد المحدود للمتدخلين وغياب إدارة الاستثمار المتوسط والطويل الأجل خصوصا وأن جل الشركات ذات طابع عائلي؛
- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة: لقد اعتمدت الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة من خلال طرحها للسندات

للاكتتاب العام، غير أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، فمعظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وهذه المؤسسات تحتفظ بهذه السندات دون طرحها للتداول، وقد انعكس ذلك عن ضالة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية.

- الكفاءة الإعلامية للسوق: إذ تعاني الجزائر تأخرا في المنظومة الإعلامية الإحصائية والمحاسبية مما يعيق نجاح السوق الأمر الذي يتطلب الشفافية وتوفير القدر الكافي من المعلومات للمتدخلين الاقتصاديين؛
- هيمنة القطاع البنكي العمومي؛
- ضعف الإشراف المصرفي وهو يتجلى في عدم تطبيق الأساليب الفنية والتقنية للرقابة؛
- عدم التزام البنوك بالمعايير الاحترازية الدولية المفروضة لاسيما فيما تعلق بالشفافية، وإدارة المخاطر والمبادئ المحاسبية.
- تأخر في نشاط قطاع التأمينات واقتصار منتجاته على قطاعات معينة كالتأمين على السيارات.

خاتمة

تتسم بورصة القيم بالجزائر بضعف سيولتها لما تواجهه هذه الأخيرة من قصور في أداء وظيفتها في تعبئة المدخرات لتضافر مجموعة متنوعة من المعوقات على مختلف الأصعدة. ولعل أهمها ما تم التطرق إليه في هذه الورقة البحثية خاصة منها ارتفاع معدلات التضخم وضعف الحوافز الضريبية وضيق نطاق السوق وضالة الطلب لانخفاض العوائد على الأوراق المالية من جهة وانخفاض معدلات الادخار من جهة أخرى.

وفي نفس السياق هنالك ملامح أخرى لبورصة القيم بالجزائر فهي سوق لا تزال جنينية فنية لا ترقى بعد إلى مصاف الأسواق ونذكر أهمها في النقاط الآتية:

- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بمسايرة متطلبات تطوير بورصة القيم بالجزائر وعدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص وتأخر عمليات الخصخصة في عملية التنمية الاقتصادية؛
 - افتقار البورصة إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق من جهة وغياب المؤسسات المساعدة كالشركات الصانعة في البورصة التي تضيف المزيد من السيولة في الأسواق الثانوية خصوصا عندما لا تتوفر أوامر الشراء والبيع؛
 - قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية في ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة وغياب بنوك الاستثمار والمتخصصين والسماسة في الأوراق المالية؛
 - ارتفاع معدل سعر الفائدة الذي يحجم الكثير من المستثمرين عن الاستثمار في البورصة وتوجيه مدخراتهم نحو استثمارات ذات عوائد أعلى كالاستثمار العقاري؛
 - الوازع الديني الذي يحرم التعامل بالربا وبهذا فإن الكثير منهم يمتنعون عن الاستثمار في السندات التي تحقق عائدا ثابتا في معدل الفائدة؛
 - ضعف الفرص المتاحة للتنويع وانفتاح السوق أمام الاستثمارات الأجنبية لوجود بعض من العوائق كفرض الرقابة على النقد الأجنبي وصعوبة تحويل النقد الأجنبي.
- بالرغم من التطورات التي حملها مشروع برنامج إصلاح السوق المالية في السنوات الأخيرة، فهو يطرح جملة من التحديات والتي بدورها عبارة عن مجموعة من التساؤلات والانشغالات عن البيئة الاقتصادية الوطنية وحتى الدولية

التي قد تضع علامة استفهام حول قدرة المشرع الجزائري على تجاوز هذه العقبات وحول آفاق تطوير حقيقي وملموس لبورصة الجزائر. ومن خلال هذه الدراسة، ارتأينا استخلاص بعضا من هذه الجوانب التي هي على قدر كبير من الأهمية بينها ما ذكره صلاح الدين حسن السبسي في مؤلفه الذي بعنوان: "الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم: تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة"⁽²⁹⁾:

- استكمال الأطر القانونية والتنظيمية التي من شأنها ضمان السير الحسن وحماية المتعاملين وصغار المستثمرين؛
- التحكم في استقرار مؤشرات الاقتصاد الكلي باعتباره محفزا للاستثمار مع تخفيض معدلات الفائدة وطمأننة المستثمرين للحفاظ على القدرة الشرائية للنقد؛
- إصلاح المنظومة المصرفية كقاعدة أساسية للسوق الأولية، وهي مسألة جوهرية، فأى تأخر في الإصلاح من شأنه عرقلة برنامج الإصلاح؛
- العمل على تفعيل الدور الرقابي على الدور التنفيذي عن طريق تحويل سوق المال إلى مؤسسة مملوكة من قبل الخواص؛
- العمل على رفع التوعية بدور السوق المالي في الاقتصاد الوطني من خلال التركيز على نشر الوعي الاستثماري ونشر المعلومات؛
- زيادة عمق السوق من خلال تشجيع شركات المساهمة العمومية والخاصة للدخول للبورصة وتشجيع عمليات الخصخصة؛
- التركيز على الشفافية والإفصاح بالنسبة للأوراق المدرجة بشكل دوري ومنتظم بتطبيق المعايير المحاسبية والتدقيق؛
- استكمال إنشاء مؤسسات التسوية والتفاوض في الأسواق؛
- تسهيل إجراءات دخول المؤسسات المتوسطة والصغيرة للبورصة وتجزئة سوق المال.

الهوامش والمراجع:

- 1- تم إعادة النظر في الاستثمار الأجنبي، إذ أنه لا يمكن لشركات الاستيراد الأجنبية امتلاك رؤوس أموال أجنبية بنسبة 100% ولكن يتعين عليها فتح مساهمتها لفائدة رؤوس أموال جزائرية بنسبة 30%.
- عن قانون المالية التكميلي 2009 المادة 57.
- 2- عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2010، ص 12.
- 3- لقد كشف تقرير البنك العالمي بعنوان القيام بالأعمال 2011، عن تقييم سلبي لمناخ الأعمال والظروف المحيطة نظرا لتعدد الإجراءات وتعقيدها ومركزية وبيروقراطية الإدارة، وثقل اتخاذ القرارات وارتفاع تكلفتها وعليه صنفت الجزائر ضمن المرتبة 136 من بين 168 بلدا.
- 4- عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2011، ص 13.
- 5- فقد تم إحصاء رأسمال لدى الصندوق الوطني للاستثمار سنة 2010 قدره 150 مليار دينار للمشاركة في عمليات تمويل المؤسسات مع البنوك، ويشمل هذا المبلغ مخصصين مابين 75 مليار دينار لسنة 2009 و 75 مليار دينار تعود لسنة 2010.
- عن قانون المالية التكميلي لسنة 2009، المادة 55، الذي كرس إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية إلى الصندوق الوطني للاستثمار.
- 6- عن تقرير صندوق النقد الدولي، من الاستقرار إلى النمو القابل للاستمرار، 2014، ص 14.
- 7- صادق مجلس الشيوخ الأمريكي على قانون جديد يتضمن إصلاح الضبط المالي ينظم للمرة الأولى حماية المستثمر في المنتجات المالية ويعتبر ساري المفعول ابتداء من سنة 2012 وسوف يخص البنوك من خلال التداول لصورة أساسية للحساب الخاص وبيع

المشتقات بالتراضي، كما نص القانون على إنشاء 3 وكالات للضبط : مكتب حماية المستهلكين، ومكتب التأمين الفيدرالي ومكتب استشارة للإشراف على الاستقرار المالي.

عن الأمم المتحدة، حالة وآفاق اقتصاد العالم، الملخص التنفيذي، 2012، ص ص 1-4.

8- شهدت منطقة اليورو أزمة خانقة، -أزمة الديون سنة 2010 -والتي تميزت بانخفاض عملة اليورو إلى أدنى قيمة لها 1.195 دولار يوم 07 جوان 2010، ومع ارتفاع حالات العجز للبلدان مع خطر عدم التسديد لدى 05 بلدان أوروبية بخصوص استحقاقات 2010 حوالي 300 مليار دولار من الدين الساري الذي تحوزه المنظومة البنكية. هذه الوضعية خلقت اضطرابا في تمويل المؤسسات وبالتالي التأثير المباشر في وتيرة الانتعاش الاقتصادي. عن حبيب الشمري، أزمة اليورو...تداعيات على الاقتصاد العالمي أبرزها الدولة، تقرير لمجلس الغرف الاقتصادية، 2010، ص ص 1-2.

9- عن تقرير صندوق النقد الدولي، مرجع سبق ذكره، 2004، ص 15.

10- إن اتفاقية بال II تعرف نسبة جديدة لملاءة البنوك تسمى بنسبة Mac Donough ولقد تم تأسيسها على نفس المبدأ لنسبة كوك. وتقوم هذه النسبة بتحسين نسبة كوك التي تتطلب امتلاك المؤسسات المالية الحد الأدنى من رؤوس الأموال (8%) التي تتسجم مع كل المخاطر: خطر القرض، وخطر السوق والخطر التشغيلي. وعلاوة على ذلك فقد تم إدخال متطلبات إضافية في تكوين رأسمال وبناء عليه يتم تقسيم نسبة الملاءة إلى قسمين:

- فئة أولى على الأقل أن تكون مساوية 4% من الخطر لرأسمال دون مخاطرة؛
- فئة ثانية أيضا تكون مساوية 4% تشمل كل العناصر الإضافية لرأسمال لا تتجاوز نسبته 100% من رأسمال الفئة الأولى وتشمل خاصة الديون الثانوية.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Vue d'ensemble du nouvel accord sur les fonds propres, document du travail, Avril 2003, pp 1-7.

11- التقرير السنوي لبورصة تونس، 2014، ص 5 وعن الموقع الإلكتروني:

تاريخ الاطلاع: 2014/11/15 www.casablanca-bourse.com

12- نفس المرجع السابق.

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

14- شريف ربحان وآخرون، بورصة الجزائر رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل، عدد 34، 2013، ص 52.

15- عن لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، التقرير السنوي لسنة 2009، ص ص 26-28.

16- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2005، ص ص 280-281.

17- نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 96 المحدد شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية العدد 36.

18- Chabha Bouzar, Les contraintes de développement du marché financier algérien, Revue Campus n°18, 2010, p14.

19- محمد زيدان وآخرون، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، المعوقات والآفاق، عن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، نوفمبر 2006 ص ص 14-15.

20- أقر وزير التجارة مصطفى بن بادة محاربة السوق الموازية، إذ إنه سوف يتم إقصاء ما يقرب 40% من التجارة الموازية أي ما يعادل 600 نشاط من بين 1520 التي تم إحصائها. وعلى حد تعبير الوزير الأول سلال أن هذه الظاهرة أصبحت تؤرق الاقتصاد الجزائري وترفع من مستويات التضخم ورفع أسعار المنتجات الغذائية.
عن إحصائيات لوزارة التجارة بتصرف.

21-Ministère De L'Industrie Et De La Promotion Des Investissements Algérien www.mipi-dz/ar/index_arphp? Page =priv&titre=priv5 2014/11/15 تاريخ الاطلاع:

- 22- نوري منير والجلط إبراهيم، المؤسسات الجزائرية وإشكالية التصدير خارج المحروقات، الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية، نوفمبر 2010، ص 3.
- 23- محمد حجاري، إشكاليات العقار الصناعي والفلاحي وتأثيرها على الاستثمار بالجزائر، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 16، 2012، ص 321-322.
- 24- عن جريدة الفجر اليومية، الأربعاء 08 أكتوبر 2014.
- 25- عبد الرزاق لخضر مولاي وبونوة شعيب، دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية بالدول النامية، مجلة الباحث، العدد 7، 2010، ص 124.
- 26- عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2012، ص 17.
- 27- عن لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2013، ص ص 27-30.
- 28- العديد من المراجع:
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان: دار صفاء للنشر، 2003، ص 299.
- خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، طرابلس (لبنان): المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000، ص 253-267.
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، سبتمبر 2000، ص 182.
- 29- صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم: تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، دار الكتب، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2003.