

الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية
ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور

*The developmental role of the stock market and the elements of
Algiers stock market to achieve this role*

أ. زودة عمار

جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي
الجزائر

أ.د. شمام عبد الوهاب

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف. ميلة
الجزائر

تاريخ قبول النشر : 2016/11/30

تاريخ الاستلام: 2016/06/23

الملخص :

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

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، بورصة الجزائر، التنمية الاقتصادية.

Abstract:

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

Key words: stock market, Algiers Stock Market, economic growth.

مقدمة:

لقد أصبح وجود نظام مالي قادر على تعبئة وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة العمليات الإنتاجية من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو معتدلة وقابلة للاستمرار، وتمازس سوق الأوراق المالية دورا مهما ومحوريا في توجيه وتعبئة المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى تحفيز وحدات التنمية الاقتصادية. حيث أصبحت أسواق الأوراق المالية من المواضيع المهمة التي تبحث في عالم الاقتصاد والإدارة بسبب دورها الفاعل في الاقتصاديات الحديثة التي تنتهج سياسة الانفتاح الاقتصادي والمالي، وأضحى المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي قطاعي الأعمال والمالية، حيث يقوم قطاع الأعمال بإنتاج السلع والخدمات ويقوم القطاع المالي بتمويل ذلك الإنتاج. ولهذا سنقوم فكرة هذا البحث على التعرف على الدور التنموي لسوق الأوراق المالية، وطبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية من خلال دراسة الوضع الحالي للسوق والإلمام بالسمات الأساسية له. والتعرف على المشكلات المرتبطة بطبيعة السوق والحلول المقترحة لهذه المشكلات.

وعليه، تتمثل مشكلة الدراسة في محاولة الإجابة على سؤال هام :

ما هو الدور التنموي لسوق الأوراق المالية؟ وما هي مقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور؟. لذا فإن هذه الدراسة تهدف إلى إلقاء الضوء على الدور الاقتصادي وخاصة التنموي منه لسوق الأوراق المالية، وما هي الخصائص والعوائق التي تحول دون تحقيق بورصة الجزائر لهذا الدور.

تقوم الدراسة على فرضية مفادها، أنه يوجد هناك دور إيجابي تلعبه سوق الأوراق المالية على مستوى التنمية الاقتصادية، ولتحقيق هدف هذه الدراسة ارتأى الباحث استخدام المنهج التحليلي الوصفي، من خلال تقسيم محتواها إلى ثلاثة محاور رئيسية: المحور الأول يتناول لمحة نظرية عن مفهوم التنمية الاقتصادية، وسيخصص أيضا لإلقاء الضوء على الدور الذي يمكن أن تلعبه أسواق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال ما توصلت له مختلف الدراسات الأكاديمية والتطبيقية، أما المحور الثاني سيخصص لدراسة واقع بورصة الجزائر من خلال تحليل أدائها خلال الفترة 2010-2015، وأخيرا يحاول الباحث من خلال مضمون المحور الثالث إبراز أهم المعوقات التي تحول دون تطور بورصة الجزائر، ثم إبراز المقومات التي تساعد على تفعيلها ونموها لتحقيق أهدافها التنموية الاقتصادية المرجوة في الجزائر، وتختتم الدراسة بعرض أهم النتائج والتوصيات المتعلقة بهذا الموضوع.

المحور الأول: التنمية الاقتصادي ودور أسواق الأوراق المالية في تحقيقها

من خلال هذا المحور سنحاول التركيز على استيعاب مفهوم من المفاهيم الأساسية، الأول يتعلق بمفهوم التنمية الاقتصادية، أما الثاني يتعلق بموضوع الدور الذي تحققة أسواق الأوراق المالية لصالح التنمية الاقتصادية.

1. مفهوم التنمية الاقتصادية: إن المفهوم المتعارف عليه لدى الاقتصاديين والمتعلق بالبنك الدولي بأن التنمية الاقتصادية عملية معقدة ومفهوم ذو أبعاد متعددة يتعلق بتحسين الظروف المعيشية لأفراد المجتمع مقياسه بأي مؤشر، سواء تمثل ذلك في نمو متوسط دخل الفرد (أخذين في الاعتبار كل التحفظات المتعلقة باستخدام الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لقياس مستوى الرفاهية الاقتصادية)، أو مؤشر الأمم المتحدة المتعلق بالتنمية البشرية HDI أو مؤشر الأمم المتحدة لقياس الفقر بين البشر¹ HPI.

وتعرف أيضا على أنها عملية هي عملية متحركة مستمرة نحو الصعود بصورة ايجابية منعكسة على زيادة الدخل الفردي الحقيقي والدخل الوطني بفعل عمل الأجزاء

المباشرة وغير المباشرة بالزيادة أو/ و النقص للتأثير على عمل الكل بالزيادة، كونها وسيلة لتحقيق الأهداف الاقتصادية والرفاه الاجتماعي ضمن استقرار نسبي في معدلات التضخم والبطالة².

2. دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية: فيما يلي نستعرض أهم الأدوار التي تلعبها أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، من خلال ما توصلت له أهم الدراسات النظرية والتطبيقية المعالجة لهذا الموضوع والتي تدعم الفرضية التي يقوم عليها هذا البحث. على النحو التالي:

1.2. استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية: تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية وهذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة ومغرية وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها، حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يحقق لها مكانة خاصة بين الشركات ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة ومركزها المالي. ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها. وخير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة³.

2.2. تعبئة المدخرات وتوفير السيولة: لقد هدفت جميع الإصلاحات التي تمت إلى تحديد دور سوق الأوراق المالية من حيث كونه يمثل آلية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مختلف مجالات الاستثمار بما يخدم عملية التنمية الاقتصادية وهو الأمر الذي يتطلب ترشيدها بأساليب التعامل مع السوق بالطريقة التي تنقل سلامة المعاملات ودقتها، وتوفير الحماية للمتعاملين وتنشيط استقرار أسواق المال⁴، هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في خلق السيولة، إذ تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، عن طريق تمكين المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع الأوراق المالية التي هي بحوزتهم بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم ومن خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية⁵.

3.2. توجيه الموارد وتخصيصها: يتعدى دور أسواق الأوراق المالية من مجرد التوفيق بين وحدات العجز ووحدات الفائض إلى التأثير في توجيه المدخرات للأكثر كفاءة من وحدات

العجز، وهو ما يؤثر إيجاباً على التنمية الاقتصادية، حينما تملك وحدات العجز فرصاً استثمارية أفضل من وحدات الفائض، حيث تساهم هذه الأسواق عن طريق تجميع واستثمار هذه المدخرات متدنية الإنتاجية الحدية، وإتاحتها لوحدة العجز في قطاع الأعمال والأفراد المتسمة بارتفاع الإنتاجية الحدية لوحدة رأس المال، ومن ثم تخفيض مخاطر السيولة ورفع إنتاجية رأس المال⁶.

4.2. تقليل الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية: إن إقامة سوق للأوراق المالية أو تفعيل دورها في الدول النامية يساهم في تخفيض حدة الضغوط التضخمية وعلاج التشوهات السعرية، وبالتالي جعل معدلاتها مستقرة، وذلك من خلال مساهمة هذه السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل لإضافة فرص استثمارية جديدة وللتوسيع في الاستثمارات القائمة لنشاط الأعمال، وهو ما يزيد معدلات النمو في العرض الكلي من السلع والخدمات (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي) وزيادة قدرته على مواكبة معدلات النمو في الطلب الكلي⁷.

5.2. تفعيل مبدأ الإفصاح المالي: نظراً لما كانت تعانيه أسواق الأوراق المالية من افتقارها للنصوص القانونية الواضحة، راعت جميع الإصلاحات التأكيد على مبدأ الإفصاح المالي، لاسيما أن المعلومات الداخلية غير المعلنة تركز ظاهرة عدم التكافؤ في الفرص الاستثمارية، فتحقق مكاسب غير عادية للبعض على حساب الآخرين، حيث أن عدم توافر هذه المعلومات لبعض المستثمرين يجعلهم في وضع استثماري خاطئ يفضي إلى اتخاذ قرارات غير سليمة وبالتالي تحملهم لمستويات مخاطرة غير متوقعة مما يؤدي إلى حدوث فترات كساد وهبوط لمستوى أداء السوق⁸.

6.2. تحسين الوضع المالي للحكومة من خلال تنفيذ برامج الخصخصة: تشير تجارب الخصخصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق أوراق مالية منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها. ومن هنا تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في إتمام عملية الخصخصة بنجاح⁹.

7.2. إدارة وتقليل المخاطر المالية: حيث تزود أسواق الأوراق المالية الأفراد والشركات والحكومات بحماية ضد مختلف المخاطر المالية، والتأمين على الدخل والاستثمار وذلك

من خلال بيع بوليصة التأمين، وكذلك توزيع الثروة على عدة أدوات استثمارية خدمة لمبدأ التنوع من خلال عمل محافظ مالية استثمارية وإدارتها والتأمين عليها، أو الاستثمار في الأدوات المستقبلية وعقود الخيار التي تحافظ على المحفظة المالية من خطر انهيار الأسعار¹⁰.

8.2. إيجاد آلية مناسبة لتحديد هيكل أسعار الفائدة: تساهم سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الفائدة، ويتم ذلك باستخدام البنك لسياسة السوق المفتوحة والتي تمثل إحدى أدوات السياسة النقدية، التي بموجبها 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 إلى وجود علاقة قوية بين 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 أخرى¹¹.

المحور الثاني: واقع بورصة الجزائر ومؤشرات أدائها خلال الفترة 2010-2015

سنحاول من خلال مضمون هذا المحور من الدراسة إعطاء قراءة لواقع بورصة الجزائر، من خلال التعرف على هيكلها، مؤسساتها وأسواقها وتحليل أدائها خلال الفترة 2010-2015:

1. هيئات تنظيم وإدارة بورصة الجزائر: تتضمن البنية القاعدية لبورصة الجزائر أربع

هيئات أساسية أسندت لها وظائف تنظيمها وإدارتها، ويتعلق الأمر بـ:

1.1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB¹²): تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 والمتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة، وهي هيئة عامة تمثل سلطة السوق المالية، تكون تحت وصاية وزارة المالية وممولة من طرف الدولة، وقد زاولت هذه اللجنة نشاطها سنة 1996 وهي سلطة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية¹³.

2.1. شركة تسيير بورصة القيم (SGBV¹⁴):

وتقوم أساسا بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة، تسيير حصص البورصة، القيام بعمليات المقاصة ونشر المعلومات. وهي شركة ذات أسهم برأس مال قيمته 475.2 مليون دج، وقد تأسست

بموجب المرسوم التشريعي السابق 93-10، وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997، أما المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة هم ستة بنوك تجارية وستة شركات تأمين.

3.1. الوطاء في عمليات البورصة (IOB): إن المرسوم التشريعي السابق الذكر 93-10 يخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين والمدعويين بالوطاء في عمليات البورصة، حيث المادة 05 من المرسوم تنص على أنه لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول فيها قيم منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وطاء ماليين في عمليات البورصة، هذا يعني أن المشتريات والمبيعات للقيم المنقولة المسعرة تتم بالحضور الإجمالي لهؤلاء الوطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة¹⁵. ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً سبعة وطاء في عمليات البورصة ممثلين ببنوك تجارية وطنية.

4.1. المؤتمر المركزي (الجزائر للتسوية (Algérie Clearing))¹⁶: تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، المؤتمر المركزي (الجزائر للتسوية أو المقاصة) وهي شركة ذات أسهم بلغ رأسمالها 240 مليون دج سنة 2012، أسست بين ثمانية شركاء هم: CNEP-BEA-BADR- BDL-CPA-

BNA- فندق الأوراسي ومجمع صيدال، وكلفت بالعمليات التالية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات (TCC) المتدخلين؛ - مركز لحفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوطاء الماليين؛ - إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال)؛ - الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية ISIN الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)؛ - نشر المعلومات المتعلقة بالسوق .

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وأجال عمليات التسوية/التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق).

2. الأسواق المكونة لبورصة الجزائر:¹⁷ تنظم بورصة الجزائر للقيم المنقولة مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين المحليين الموزعين على سوقي الأسهم والسندات، أما أهم المؤسسات التي أدرجت أوراقها المالية في البورصة خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى يومنا هذا مصنفة حسب طبيعة السوق كما يلي:

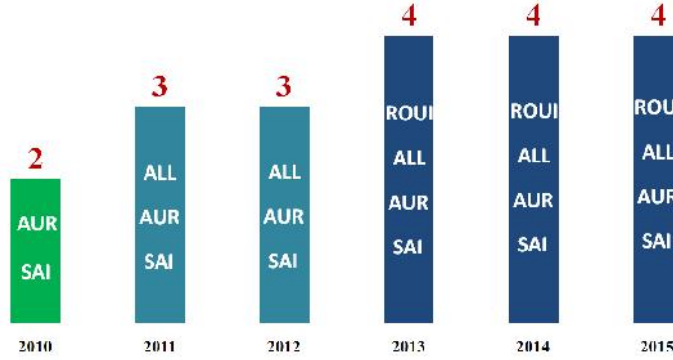
1.2. سوق سندات رأس المال: وتتضمن سوقين:

1.1.2. السوق الرسمي (الرئيسي): الموجه للشركات الكبرى. ويوجد به أربعة (04) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرسمي حتى نهاية سنة 2015، وهي:

- مجمع صيدال SAIDAL: الناشط في القطاع الصيدلاني؛
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي EL AURASSI: الناشطة في قطاع السياحة؛
- أليانس للتأمينات ALLIANCE: الناشطة في قطاع التأمينات؛
- أن سي -ارويبة NCA-ROUIBA: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية؛

أما فيما يتعلق بتطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي خلال فترة 2010-2015، الشكل (1) يوضحها.

الشكل(1):تطور عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق الرسمي 2010-2015



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: <http://www.sgbv.dz/index.php?lang=fr>

يتضح من الشكل أن سنة 2010 بلغ عدد الشركات المدرج أسهمها في السوق الرسمي شركتين هما: - مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي AUR ومجمع صيدال SAI؛

- أما سنتي 2011 و2012 أدرج متعامل ثالث والمتمثل في شركة أليانس للتأمينات ALL؛
- أما سنة 2013 شهدت دخول متعامل جديد رابع إلى بورصة الجزائر وهو شركة أن سي رويبة ROUI الناشط في قطاع الصناعات الغذائية.

2.1.2. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المخصص 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).

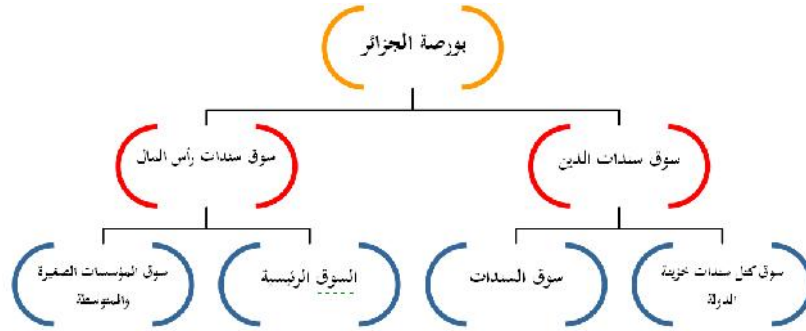
ويمكن لهذا السوق أن يوفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكم التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، وحتى نهاية سنة 2015 لم تدرج أي مؤسسة في إطار هذا السوق.

2.2. سوق سندات الدين: وتتكون من:

1.2.2. سوق سندات الاستحقاق: نجد به كل من شركة سونلغاز SONELGAZ ، الجزائر للفندق والضيافة والعقارات Spa DAHLI، شركة النقل الجوي الجزائرية AIR ALG، والجزائرية للاتصالات، وشركة سوناطراك SONATRACH ، فندق الرياض سطيف ERIAD، المؤسسة المالية "الائتمان الإيجاري المغربي بالجزائر MLA . وبطبيعة الحال جل هذه المؤسسات المصدرة في هذا السوق حلت تواريخ استحقاق سنداتها، الأمر الذي استوجب خروجها من البورصة، حيث يوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذا السوق، وهو خاص بشركة الجزائر للفندق والضيافة والعقارات Spa DAHLI، التي من المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سندها سنة 2016؛

2.2.2. سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT): المخصص للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسس هذا السوق سنة 2008 ويحصى حالياً 27 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة، ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تنتوع فترات استحقاقها 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.

الشكل (2): مكونات سوق بورصة القيم في الجزائر:

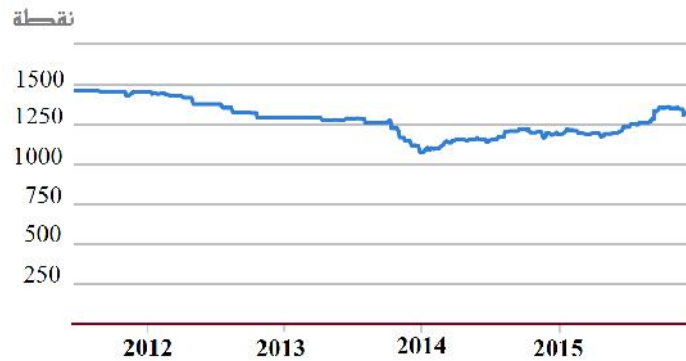


المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على محتوى العنصر السابق.

3. تحليل أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015: في هذا الصدد وللتعرف على أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015، سنستخدم منهجية تحليل أداء أسواق بورصة الجزائر منفردة.

1.3. أداء مؤشر أسعار أسهم بورصة الجزائر **DZAIRINDEX**: يقيس هذا المؤشر أداء بورصة الجزائر، من خلال أسعار أسهم الشركات الأربعة المتداولة في البورصة، والشكل التالي يوضح تطور قيمة مؤشر دزاير اندكس خلال الفترة الممتدة من 2011-2015، باعتبار أول سنة بدأ فيها احتساب المؤشر هي سنة 2011.

الشكل (2): تطور أداء مؤشر دزاير اندكس خلال الفترة 2011-2015



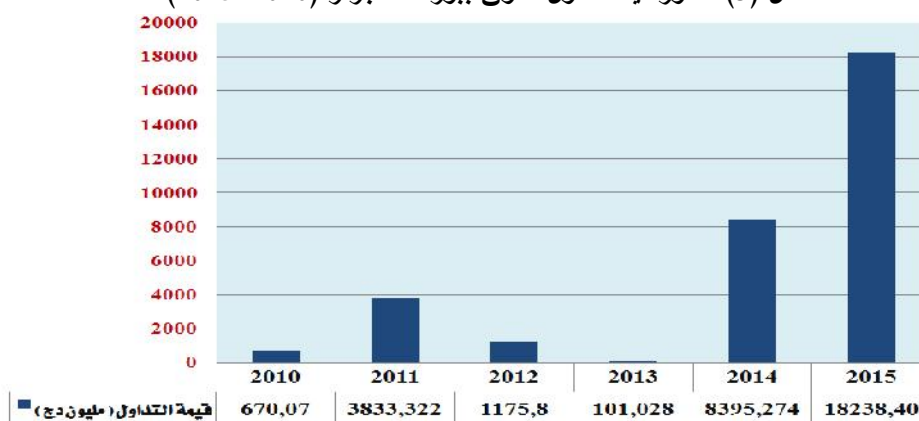
المصدر: موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar>

يتضح من خلال الشكل أن مؤشر أسعار أسهم بورصة الجزائر (دزاير اندكس) مجال تغير قيمته كان محصور ما بين 1000 و 1500 نقطة خلال فترة الدراسة، حيث بلغ ذروة قيمته أوائل أيام إصداره منتصف سنة 2011 بقيمة 1458.5 نقطة ليحقق أدنى

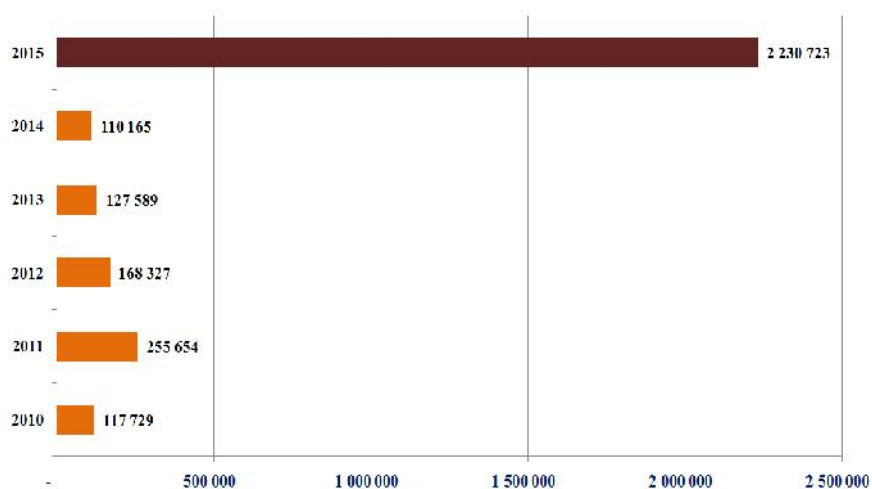
مستوى له مع نهاية سنة 2013 بقيمة 1073.9 نقطة، ويرجع سبب هذا الانهيار أساسا للتراجع الكبير الذي سجله حجم وقيمة تداول أسهم شركة أليانس للتأمينات سنة 2013 مقارنة بسنة 2012. والملاحظ أيضا أن المؤشر استعاد تحسنه بداية من سنة 2014.

2.3. تطور قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015: في هذا الصدد سنحاول تتبع تطور رسملة بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى غاية 2015، والتي تعكس نشاط مختلف الأسواق القائمة الرسمية لبورصة الجزائر، ولتحقيق ذلك سنعتمد على مؤشري قيمة وحجم التداول في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة، من خلال مضمون الشكلين (3) و(4):

الشكل (3): تطور قيمة تداول أسواق ببورصة الجزائر (2010-2015):



الشكل (4): تطور حجم تداول أسواق بورصة الجزائر (2010-2015): (أسهم وسندات)



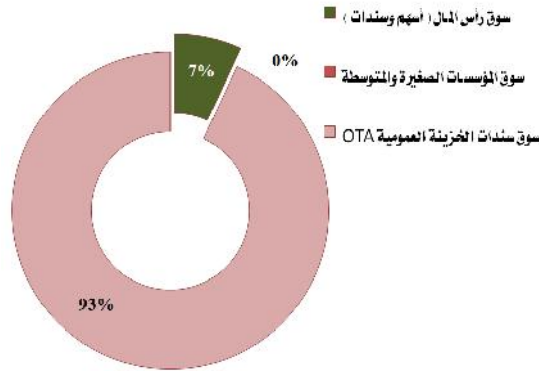
مصدر الشكليات: إعداد الباحث بالاعتماد على:

Structure des Opérations et de Développement du Marché, **BILAN D'ACTIVITE**, SOCIETE DE GESTION DE LA BOURSE DES VALEURS,2010,2011,2013,2014. - <http://www.sgbv.dz>.

عند تتبع تطور كل من قيمة وحجم تداول أسواق بورصة الجزائر مجتمعة خلال فترة الدراسة، يتضح أن مستوى قيمة كلا المؤشرين خلال الستة سنوات شهدا تقلبات كبيرة جدا، حيث نلاحظ سنة 2015 بلغ فيها مستوى المؤشرين أعلى قيمة لهما، أين بلغت قيمة تداول أسواق بورصة الجزائر 18238,40 مليون دج من خلال تداول نحو 2.230.723 ورقة مالية (سند وسهم) بتسجيل ارتفاع نسبته 117% مقارنة بسنة 2014، ويرجع هذا الارتفاع الكبير للإصدارات الجديدة التي قامت بها الخزينة العمومية OAT على مستوى سوق السندات خلال سنة 2015 والتي بلغت لوحدها قيمة 16978,87 مليون دج، أما أدنى مستوى نشاط حققته بورصة الجزائر خلال الفترة كان سنة 2013 بقيمة تداول 101,028 مليون دج بمعدل انخفاض 91,4% بمقارنته بسنة 2012، وكان هذا الانخفاض ناتج عن حلول تاريخ استحقاق سندات الخزينة العمومية OAT المستحقة خلال هذه السنة¹⁸.

أما بخصوص توزيع قيمة التداول الإجمالية لبورصة الجزائر على الأسواق المكونة لها خلال سنة 2015، يوضحه الشكل (5) التالي:

الشكل (5) توزيع قيمة تداول بورصة الجزائر على أسواقها خلال سنة 2015:



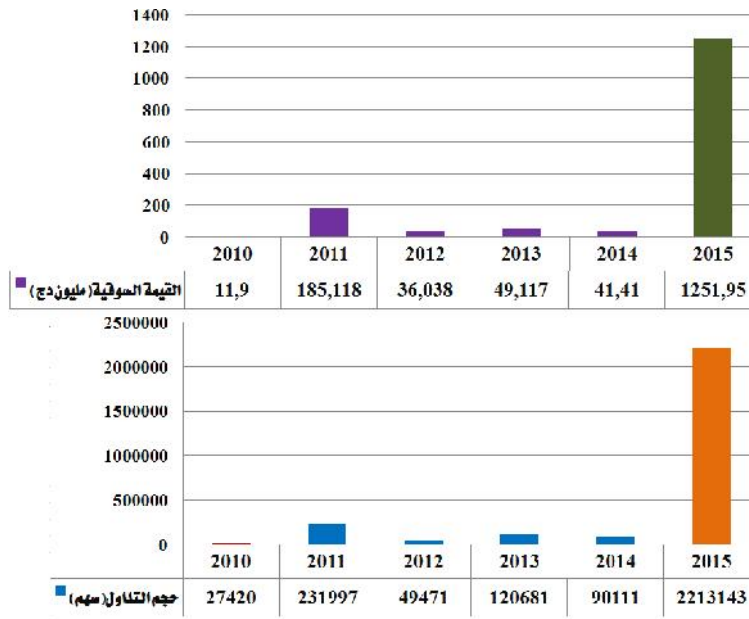
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: إحصائيات موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz>
يوضح الشكل أعلاه أن سوق سندات الخزينة العمومية OAT شكلت قيمة التداول فيها أكبر حصة ضمن إجمالي قيمة تداول البورصة محققة بذلك قيمة 16978,87

مليون دج أي ما يعادل نسبة 93% من إجمالي قيمة تداول البورصة، أما في المرتبة الثانية تأتي سوق رأس المال بقيمة 1259,536 مليون دج بحصة 7% من إجمالي قيمة تداول البورصة، في حين سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لم تشهد أي إدراج منذ تاريخ تأسيسها، وبالتالي لم تساهم في قيمة تداول بورصة الجزائر.

4. تحليل أداء نشاط أسواق بورصة الجزائر 2010-2015: في هذا العنصر نعمل على تحليل حجم وقيمة المعاملات التي تمت على مستوى أسواق بورصة الجزائر منفردة، وهذا بغيت الوقوف حول أداء نشاط كل سوق (سوق رأس المال وسوق سندات الدين).

1.4. أداء سوق رأس المال (2010-2015): كما سبق ذكره فإن السوق رأس المال ببورصة الجزائر يعنى بتداول أسهم الشركات المدرجة من خلال السوق الرسمي، وإصدارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث سوق هذه الأخيرة لم تشهد أي إدراج حتى نهاية سنة 2015، وبالتالي تنفرد هذه السوق بتداول أسهم الشركات فقط، حيث لم يتم منح أي تأشيرة إدراج خلال سنة 2015، ليستقر عدد الشركات المدرج أسهمها في السوق الرسمي على أربعة شركات فقط، أما بخصوص تطور قيمة التداول وحجم التداول السوق الرسمي خلال الفترة 2010-2015 يوضحه الشكل (6) التالي:

الشكل (6) قيمة وحجم تداول السوق الرسمي ببورصة الجزائر 2010-2015:



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

Structure des Opérations et de Développement du Marché, BILAN D'ACTIVITE, SOCIETE DE GESTION DE LA BOURSE DES VALEURS, 2010, 2011, 2013, 2014. - <http://www.sgbv.dz>.

يتضح من خلال الشكل السابق أن أداء الشركات المدرجة في السوق الرسمي لبورصة الجزائر خلال سنة 2015 متميز مقارنة بالسنوات السابقة، بتحقيق قيمة تداول تجاوزت 1.25 مليار دج من خلال حجم تداول بلغ 2213143 سهم، مقابل 41.41 مليون دج كقيمة تداول وحجم تداول 90111 سهم خلال السنة الماضية، وعند الوقوف أمام مسببات هذا الارتفاع الكبير يتبين أن ما نسبته 96% راجع للديناميكية التي حققتها أسهم شركة أليانس للتأمينات خلال السنة بتداول أريد من 2 مليون سهم للشركة مقابل قيمة تداول بلغت 1.2 مليار دج، في حين نلاحظ أن نشاط بقية السنوات الأخرى لم يتجاوز 50 مليون دج سنويا باستثناء سنة 2011 بلغت قيمة تداولها 185 مليون دج نتيجة دخول شركة أليانس للتأمينات لأول مرة بورصة الجزائر خلال السنة¹⁹. أما بخصوص حصة الشركات الأربعة المدرجة في السوق الرسمي لبورصة الجزائر من إجمالي قيمة وحجم التداول خلال سنة 2015، يمكن تلخيصها في مضمون الجدول (2).

الجدول (2) حصة الشركات المدرجة من إجمالي قيمة وحجم التداول لسنة 2015:

الشركة	الرمز	قيمة التداول (مليون دج)	النسبة %	حجم التداول (سهم)	النسبة %
أليانس للتأمينات	ALL	1202,108	96,1	2090461	94,4
الأوراسي	AUR	4,427	0,30	9864	0,44
أن سي رويبة	ROU I	36,078	2,88	97079	4,38
صيدال	SAI	9,343	0,75	15739	0,71
المجموع		1251,95	100	2213143	100

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر تم تصفحه بتاريخ 2016/06/15: http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc&lang=fr

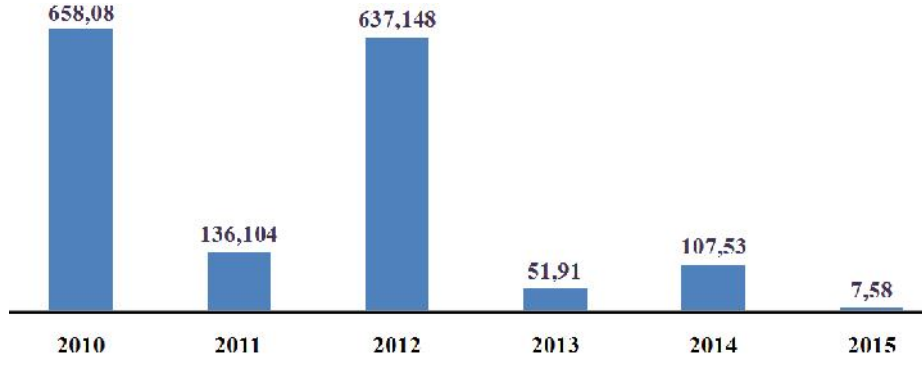
تظهر بيانات الجدول أن المتعامل شركة أليانس للتأمينات خلال سنة 2015 استحوذت على أكبر حصة من إجمالي قيمة وحجم تداول السوق الرسمي لبورصة الجزائر بنسبة 96% و 94.4% على التوالي، ثم تليها في المرتبة الثانية شركة أن سي رويبة بنسبتي 2.88% و 4.38% من قيمة وحجم التداول الإجمالية على التوالي، في حين لم تتجاوز حصتي شركتي الأوراس وصيدال 1% من قيمة وحجم التداول خلال السنة.

2.4. أداء سوق سندات الدين (2010-2015): كما سبق الإشارة إليه أن هذه السوق خصصت تداول شكلين من السندات من خلال سوقين هما: سوق السندات الصادرة من طرف المؤسسات والشركات الاقتصادية؛ سوق السندات الصادرة عن الخزينة العمومية. وفيما يلي لمحة عامة عن أداء السوقين:

1.2.4. سوق السندات: خلال سنة 2015، لم تمنح لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB أي تأشيرة تتعلق بالسندات، وخلال سنة 2010 لوحظ حلول تواريخ استحقاق أربعة قروض سنديّة، وصل مجموع مبلغها 27.26 مليار دج في مقابل 14.11 مليار دج خلال سنة 2009، ويتعلق الأمر بسندات المؤسسات التالية: الشركة الوطنية لأشغال الآبار استحققت سندات بتاريخ 2010/07/20، ثم شركة الخطوط الجوية الجزائرية بتاريخ 2010/12/01، وبعدها بعشرة أيام استحقاق سندات المؤسسة الوطنية لأشغال الحفر، لتغلق السنة بحلول استحقاق ثاني قرض سندي لمجموعة سونلغاز من أصل 11 قرض سندي في رصيد الشركة بتاريخ 2010/12/27. ومع بداية من سنة 2011 أصبح عدد المؤسسات المسعرة لسندات في البورصة أربعة هي: اتصالات الجزائر المستحق سندات في سنة 2014، بالإضافة إلى القرض السندي لشركة داخلي للفندقة الذي سيستحق سنة 2016.

أما فيما تعلق بمؤشرات سوق سندات الدين، بلغت قيمة إجمالي السندات المتداولة للمتعامل الوحيد المتبقي في السوق شركة ذات الأسهم داخلي للفندقة نهاية سنة 2015 مبلغ 7.580 مليون دج من خلال تداول 758 سند، والبيان أسفله يبرز تطور قيمة وحجم التداول بسوق السندات خلال الفترة 2010-2015:

الشكل (9): تطور قيمة التداول بسوق السندات 2010-2015 (مليون دج)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على:

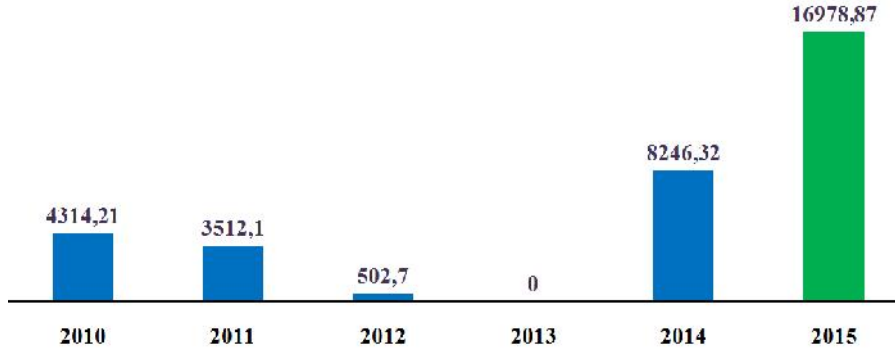
-Structure des Opérations et de Développement du Marché, **BILAN D'ACTIVITE**, SOCIETE DE GESTION DE LA BOURSE DES VALEURS, 2010, 2011, 2013, 2014. - <http://www.sgbv.dz>.

يتضح من البيان أنه خلال فترة الدراسة بلغت قيمة التداول بسوق سندات الدين ذروتها خلال سنة 2010 نتيجة حجم التداول الكبير الذي حققته سندات شركة سونلغاز والتي حققت لوحدها قيمة 247,52 مليون دج ما يعادل نسبة 37,61% من قيمة التداول الإجمالية مقابل تداول 145230 سند من أصل إجمالي حجم تداول بلغ 437571 سند، في حين سجل في السنة الموالية 2011 انخفاض حاد نسبته 79,33% من قيمة وحجم تداول سنة 2010 ويرجع ذلك لظهور تاريخ استحقاق سندات شركة الخطوط الجوية الجزائرية خلال السنة، والملاحظ أيضا أن مؤشرات هذا السوق بلغت مستوياتها العالية سنة 2012 من خلال قيمة تداول بنحو 637 مليون دج مقابل حجم تداول 118356 سند لكلا المتعاملين المتبقين في هذه السوق (شركة سونلغاز وشركة داخلي للفندقة)، أما السنوات المتبقية انخفض أداء السوق إلى أدنى مستوى لها حيث لم يتعدى فيها مؤشر قيمة التداول 110 مليون دج، بسبب بقاء متعاملين فقط في هذه السوق خلال سنتي 2013 و 2014، أما سنة 2015 سجلت أدنى قيمة تداول منذ تأسيس هذه السوق حيث لم تتجاوز 8 مليون دج حققتها سندات المتعامل الوحيد المتبقي وهو شركة داخلي للفندقة والذي تستحق سندات سنة 2016²⁰.

2.2.4. سوق سندات الخزينة العمومية OAT: كما سبق الإشارة إليه فإن مؤشرات تداول هذه السوق تمثل 90% من قيمة وحجم التداول الإجمالي لأسواق بورصة الجزائر، مثلا نهاية سنة 2015 بلغ عدد خطوط سندات الخزينة العمومية المسجلة ببورصة الجزائر 29

خط²¹، بلغت قيمة تداولها نحو 17 مليار دج، مقابل 8.25 مليار دج سنة 2014 بمعدل زيادة 107%، والشكل (10) يبرز تطور أداء سوق سندات الخزينة العمومية OAT خلال الفترة 2010-2015 من خلال مؤشر قيمة التداول²².

الشكل (9): تطور قيمة التداول بسوق سندات الخزينة ع 2010-2015 (مليون دج)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: موقع بورصة الجزائر تم تصفحه بتاريخ 2016/06/12: http://www.sgbv.dz/?page=bilan_oat&lang=fr

ما تضمنه البيان يظهر أن سوق سندات الخزينة العمومية خلال سنة 2013 لم يسجل فيها أي تداول لعدم توفر أوامر شراء خلال السنة، في حين سنة 2012 يلاحظ أيضا أن مستوى التداول فيها كان ضعيف جدا من خلال تداول 500 سند فقط مقابل نصف مليار دج، مقارنة بالسنتين السابقتين 2010 و 2011 أين نلاحظ أن قيمة التداول خلالهما بلغت 4.31 و 3.51 مليار دج على التوالي.

المحور الثالث: معوقات نمو بورصة الجزائر وآليات تنشيطها

إن القراءة الفاحصة والدقيقة والنظرة التحليلية لاستراتيجية العمل للفترة القادمة التي وضعتها الهيئات المشرفة على تفعيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة، تؤكد أن المشرع يعي تماما الدور الذي يمكن أن يلعبه هذا السوق في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في الجزائر خاصة إذا ما اكتملت البنى التشريعية والمؤسسية والبشرية لهذا السوق الوليد، ولهذا سيخصص هذا المحور للوقوف أمام أهم العراقيل التي تحول دون تحقيقا لدورها التنموي، ومن ثم اقتراح الحلول والآليات الواجب اعتمادها لتحقيق ذلك.

1. أسباب ضعف أداء بورصة الجزائر: في الحقيقة إن مشكلات سوق الأوراق المالية الجزائرية هي كثيرة ومعقدة، فهي لا تتصل فقط بالعوامل الذاتية للسوق وإنما بالعوامل الخارجية أيضا، والتي نوجزها في الآتي:

1.1. المعوقات الاقتصادية: وتتمثل في:

- أن أغلب الشركات ملك الدولة حيث لازالت حتى الآن العديد من المؤسسات العمومية الجزائرية تعاني من اضطرابات مالية استمرت لفترات طويلة، والسبب الأول في الحالة التي آلت إليها يعود إلى سوء التسيير الذي يتضح في: غياب الكفاءات المهنية اللازمة، إهمال وتضييع الطاقات الإنتاجية وعدم الإحساس بالمسؤولية مادامت الأملاك عمومية وليست خاصة؛
- يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية: كالبنا، الأشغال العمومية، الفلاحة، وهي ما يطلق عليه السوق الموازية التي باتت تشكل بديل أحسن أو ضمان من سوق الأوراق المالية، ذلك أنها تضمن أرباحا سهلة وتجنب المخاطر؛
- وإن الضرائب تمثل عبئا ثقيلا على المؤسسات المصروفة بنشاطها ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو تكون منعدمة؛
- وكذلك ارتفاع معدلات التضخم وعدم ارتفاع عائد الأسهم، ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة، عدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود على انعدام الثقة وتدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظروف الخاصة التي تعيشها البلاد، ضعف المنافسة في السوق المالية قلقت الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخصخصة؛
- ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين وبالتالي قلت المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.

2.1. المعوقات السياسية والقانونية: يضم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، فأمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولازالت لا يمكن ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية، حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في بلادنا²³.

في حين تتمثل العوائق القانونية عموما في عدم تجزئة البورصة إلى سوق رسمية وسوق ثانية، وكذلك كون شروط قبول المؤسسات قاسية وخاصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة، بالإضافة إلى

الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة²⁴.

3.1. المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية.

- **العائق الاجتماعي والثقافي:** إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب ثقافة الاستثمار في البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهلهم بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة .

- **أما العائق الديني:** لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترتها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

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

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

- عدم تنوع الأدوات المالية في بورصة الجزائر الأمر الذي لا يفسح للمستثمرين مجالاً واسعاً لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، لأن التنوع يساهم في تخفيض حجم المخاطر الاستثمارية؛

- غياب الشفافية سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه

المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر²⁵؛

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

2. مقومات تنشيط أداء بورصة الجزائر: انطلاقا من كل ما سبق فإن بورصة الجزائر تتسم في الوقت الراهن بضعف وهشاشة دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية المرجوة. حيث يمكن صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها في البيئة الاقتصادية الجزائرية حتى تتمكن البورصة من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي²⁶:

1.2. توفير بيئة اقتصادية ملائمة: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، ولا بد من توفير قطاع خاص نشيط يمتاز بالحرية والمنافسة، وأيضاً يجب توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية للشركات ووضوح الأطر القانونية والتنظيمية لها، وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الاستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين، ويجب أن يكون اقتصاد السوق شرطاً رئيسياً لقيام بورصة أوراق مالية فعالة في الجزائر، بالإضافة إلى تسريع عملية الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتوسع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين وبالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق وهو عمق السوق.

2.2. تطوير معايير الشفافية والإفصاح: يجب الاهتمام ويجذب لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر. فمن جانب السوق، يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية.

3.2. الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم بوجود علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، لا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع وخاصة كون معدلات التضخم مرتفعة حاليا في الجزائر، الأمر الذي لا يساهم في تشجيع الادخار والاستثمار في الأوراق المالية نتيجة ضعف القدرة الشرائية للفرد.

4.2. التنوع في الأدوات المالية: تتميز البورصات الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، تتميز بتنوع الأدوات المالية التي تعد عامل جذب للمدخرين، والتفتح الكبير على الجمهور وتتميز بورصات البلدان النامية والدول العربية والجزائر خاصة لضعف الصفقات الناجمة عن العدد المحدود للمتدخلين، غياب الإرادة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة، الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنوع الأدوات المالية في هذه البورصات وعدم توظيف الادخار في شكل سندات إما لانخفاض العائد أو لأسباب دينية كتحريم الفائدة.

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

6.2. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والقانوني: إنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيد الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار، لذا يجب أن تكون هناك استراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي، وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة. إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

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

8.2.وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة لتقوية مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيط مال يعمل على تعبئة الادخار وترقية وحسن توجيهه.

9.2.تطوير أنظمة التداول: إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

10.2. إدراج أدوات مالية إسلامية في البورصة: بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء و إدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملاتها كمتعاملين في البورصة وكذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية. **خاتمة:** تتعدد مصادر التنمية الاقتصادية وتتفاوت بحسب هيكلية الاقتصاد وبنية قطاعاته. ولا تخرج سوق الأوراق المالية عن القطاعات المكونة للاقتصاد في القدرة التأثيرية على النمو والتنمية الاقتصادية، كما أشارت الكثير من الدراسات النظرية والتطبيقية إلى صحة

هذه الفرضية التي اعتمدت عليها هذه الدراسة والتي اثبتت الدور الإيجابي لسوق الأوراق المالية في تأثيرها على التنمية الاقتصادية. أما على المستوى الوطني فقد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام بورصة الجزائر بمهامها المأمولة محليا، بسبب ما تعانيه من العراقيل التي سبق ذكرها. ولهذا يستدعي تدخل السلطات المختصة لتطويرها وتنشيطها من خلال إيلاء الاهتمام اللازم بأسواقها (إصدار وتداول)، بالإضافة إلى إدخال الإصلاحات اللازمة في مختلف المجالات والتي يمكن عرضها في شكل توصيات خلصت لها هذه الدراسة:

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

الاحالات والمراجع

- ¹ - فخر الدين الفقي، محمد محمود وفاء، أسواق الأوراق المالية بين الدور التنموي والانمائي، ليبيا، ب س ن، ب د ن، ص:8.
- ² - نفس المرجع
- ³ - زيدان محمد، نور الدين بومدين، السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة، ملتقى دولي، جامعة بسكرة، 11/2006، ص:4.
- ⁴ - سليمان المنذري، البورصات العربية، الدور و العلاقات البيئية و تحديات التحرير، الأهرام، القاهرة 2001، ص:138.
- ⁵ - زيدان محمد، نور الدين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص:4.
- ⁶ - إبراهيم بن صالح العمر، الدور التنموي لخدمات الوساطة المالية في النظام المصرفي في المملكة العربية السعودية، مداخلة، اللقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، السعودية، 2007، ص:9.
- ⁷ - فخر الدين الفقي، محمد محمود وفاء، مرجع سبق ذكره، ص:11،10.

- 8 - جمال عبد اللطيف السراي، دور المعلومات الداخلية في السوق المالي، الاتحاد العربي لبورصة الأوراق المالية، القاهرة، 1987، ص:98، ص:97.
- 9 - زيدان محمد، نور الدين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص:5.
- 10 - سليمان عبادي، دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية، مداخلة، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، فلسطين، 2007/9، ص:3.
- 11 - فخر الدين الفقي، محمد محمود وفاء، مرجع سبق ذكره، ص:12.
- 12 - COSOB : Commission d'organisation et de surveillance des operations de bourse.
- 13 - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .
- 14 - SGBV: Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières.
- 15 - نفس المرجع، المادة:5.
- 16 - الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz ، و COSOB, Rapport Annuel 2013,p:36
- 17 - الموقع الرسمي لبورصة الجزائر تم تصفحه بتاريخ 2015/11/08 ، www.sgbv.dz
- 18 - بالاعتماد على: إحصائيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر تم تصفحه بتاريخ 2016/06/15 : http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc&lang=fr
- 19 - نفس المرجع.
- 20 - بالاعتماد على: COSOB, Rapport Annuel 2013,p:76 - http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc_creance&lang=fr
- 21 - يمكن الاطلاع على أنواع وتفصيل هذه الخطوط من خلال موقع البورصة الجزائرية. www.sgbv.dz
- 22 - الموقع الرسمي لبورصة الجزائر تم تصفحه بتاريخ 2016/06/10 : http://www.sgbv.dz/?page=bilan_oat&lang=fr
- 23 - خليل الهندي، عمليات المصرفية والسوق المالية ، المؤسسات الحديثة للإنتاج، 2000، ص-ص: 203-205.
- 24 - وصاف عتيقة، عاشور سهام، مرجع سبق ذكره، ص:12.
- 25 - زيدان محمد، نور الدين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص:15.

²⁶ - تم تلخيص محتوى هذا العنصر بالاعتماد على مرجعين هما : براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة المجد 11، العدد 21-2001، ص-ص:88-120. وزيدان محمد، نور الدين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 20-16.