

أداء بورصة الجزائر: الواقع والآفاق

محفوظ جبار¹

Résume:

Since quite a long time, Algiers Stock Exchange ASE, has gone through a deep crisis which may lead to its closing down. Although the Algerian financial authorities have already provided support and most legislation related to its organization and management, such as the Organization and Control Commission COSOB, Market management Company SGVB, and the Central Depository, the ASE is still tiny and its activity is extremely low. Therefore, what is going on at the ASE and what are the main reasons behind it, and what are the short- and medium term prospects?

Key words:

Algiers Stock Exchange, organization and control of markets, market performance, performance indices, improving financial markets.

¹ - أستاذ التعليم العالي، متخصص في الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر.

ملخص:

تعيش بورصة الجزائر منذ مدة طويلة أزمة خانقة تهدد بإغلاقها نهائيا. فعلى الرغم من توفر معظم الترسانة القانونية الضرورية لتنظيم وإدارة ومراقبة أي سوق مالية عادية، وحتى توفر بعض الدعم والهيئات المسيرة والمراقبة مثل لجنة تنظيم ومراقبة بورصة القيم و COSOB وشركة تسيير بورصة القيم SGVB والمؤتمن المركزي، بقيت بورصة الجزائر شبه مشلولة، باستثناء بعض النشاط النسبي خلال السنتين الأولتين لانطلاقها في أواخر العقد الماضي. وعليه فما هي حقيقة الوضعية الحالية التي تمر بها بورصة الجزائر، وما أسباب ذلك، وما هي آفاق تطورها على الأمد القصير والمتوسط؟ هذا ما ستحاول هذه الورقة المتواضعة الخوض فيه.

مقدمة

تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في الاقتصاديات المعاصرة، لاسيما في الثلاثة أو أربعة عقود الأخيرة. إذ ازداد اللجوء إليها أكثر من قبل الشركات والحكومات للتزود برؤوس الأموال من مختلف الآجال. على حساب التوجه إلى الاستدانة. عرف هذا التوجه بالتحول من التمويل غير المباشر أو بوساطة بنكية إلى التمويل المباشر أو بالوساطة المالية desintermediation. كما عرف أيضا بالتحول من اقتصاد السوق،

الذي تسيطر فيه المصارف كمصادر أساسية للتمويل، إلى اقتصاد السوق المالية الذي تنتشر فيه ظاهرة التوريق securitization بغرض تمويل الاقتصاديات الوطنية.

لهذا سارعت معظم الدول النامية وتلك التي كانت تنتهج نظام التخطيط المركزي في السابق، ومن بينها الجزائر، إلى إنشاء أسواقها المالية للاستفادة من الادخار المحلي والدولي في تنويع مصادر تمويل اقتصادياتها. وإدراكا منها بأهمية تلك الأسواق فقد سنت تلك الدول القوانين والتشريعات ووفرت الوسائل المالية والمادية والبشرية لإنجاحها، بما في ذلك تشجيع القطاع الخاص ليلعب دوره في التنمية الاقتصادية والاستفادة من المزايا التي تقدمها تلك الأسواق.

أ- أهمية الدراسة

إن الوضعية الحرجة التي تمر بها بورصة الجزائر منذ مدة جعلتها محط أنظار الباحثين وصناع القرار على حد سواء، خاصة وأن مثيلاتها في الوطن العربي تنتعش من سنة لأخرى. تحتاج هذه المؤسسة الحيوية إلى تضافر الجهود العلمية والعملية الكفيلة بمساعدتها على الخروج من النفق الذي تمر به. من هذا المنطلق تأتي هذه المساهمة المتواضعة لإبراز مستوى أداء بورصتنا والتعرض لبعض المشاكل التي تتخبط فيها وتبيان ما هو مطلوب منا كأكاديميين أو كسلطات مالية القيام به لإنقاذها.

ب - إشكالية البحث

إذا كانت السلطات العمومية قد وفرت معظم الترسنة القانونية المتعلقة ببورصة الجزائر، والتي لا تختلف عن معظم التشريعات السائدة في العالم، ووفرت الحد الأدنى من الوسائل المطلوبة لانطلاق أي سوق مالية، فما هي حقيقة الوضع السائد في بورصتنا وما هي التحديات التي تواجهها أنيا ومستقبلا ؟ هذا ما ستحاول هذه الورقة المتواضعة الإجابة عليه.

ج - الدراسات السابقة

تناول جبار م. 1996 دور الأسواق المالية في خصخصة المؤسسات العمومية مستعرضا عملية الخصخصة بإيجابياتها وسلبياتها وطرقها من جهة، والأسواق المالية بأقسامها وأهدافها من جهة أخرى. وبين الباحث في الجزء الثالث من البحث دور الأسواق المالية في الخصخصة. وخلص إلى أن هذه الأخيرة ليست هدفا في حد ذاتها، سواء تمت عن طريق السوق المالية أو بطريقة أخرى، وإنما هي وسيلة لرفع كفاءة وفعالية المؤسسات والاقتصاد ككل [1].

وتساءل صاري م. 1998 في دراسته حول جدوى السوق المالية في الجزائر مستشهدا بما كانت تعاني منه الأسواق الأوروبية في الستينات من القرن الماضي وعدم انسجامها مع الاقتصاديات الوطنية. فتعرض

الكاتب في الجزء الأول من مقاله إلى أساسيات الأسواق المالية وركز في الثاني على إمكانية إقامة سوق مالية في الجزائر مستعرضا توفر الادخار، الاستراتيجيات المالية للشركات، الوسطاء وتعميم الثقافة المالية ودور البنوك وغيرها من الشروط. خلص الباحث بعد ذلك إلى أن إقامة السوق المالية الجزائرية تتطلب المزيد من الوقت والجهد [2].

تناول جبار م. 2001، 2006 مسألة تحول نمط التمويل في الاقتصاديات المعاصرة وضرورة إصلاح السوق المالية الجزائرية. فأبرز كيفية تحول الأعوان الاقتصاديين أصحاب العجز، من الاستدانة من المصارف ومؤسسات الإقراض الأخرى إلى الأسواق المالية للحصول على ما يحتاجونه من رؤوس الأموال. فمن جهة تزايدت تكاليف التمويل بالاقتراض ومن جهة ثانية ارتفعت العائدات على الاستثمار في الأدوات المالية المتاحة في تلك الأسواق مقارنة بأسعار الفائدة السائدة، الأمر الذي زاد من ذلك التوجه. حلل الباحث بعد ذلك مسألة اتساع اللامساواة في الدول المتقدمة والدول الناشئة، الشيء الذي دفع البنوك إلى تنويع منتجاتها لزيادة مداخيلها. تعرض بعد ذلك إلى ظهور التمويل المباشر بتقييد 3 شركات عمومية في بورصة الجزائر بالإضافة إلى سند الشركة الوطنية للمحروقات (سوناطراك). خلص إلى أن إصلاح السوق المالية لا بد أن يتم ضمن إصلاح المنظومة المالية ككل [3].

ودرس جبار م. 2004 فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية مستعرضا فرص تكوين المحافظ الاستثمارية والخدمات المالية وإنشاء وإدارة المؤشرات وغيرها من الفرص. وخلص الباحث إلى أن السوق الجزائرية كانت تبدو واعدة في تلك الفترة، إذا ما وفر المناخ المناسب. كما أنها حديثة النشأة وبإمكان المستثمرين الوطنيين والأجانب تحقيق الكثير، خاصة بعد تقديم السلطات العمومية الضمانات الكافية للمستثمرين الأجانب، سواء فيما يتعلق بالمعاملة أو التحويلات [4].

كما تعرض جبار م. 2004 و 2007 إلى مسألة كفاءة البورصة الجزائرية في بحثين. درس في الأول، 2004، مدى استجابة الأسعار للمعلومات الواردة إلى البورصة بصفة عامة، مستعرضا الأشكال الثلاثة للكفاءة وتوصل إلى أن بورصة الجزائر غير ذات كفاءة في كافة الأشكال. ودرس في الثاني، 2007، مدى استجابة الأسعار للمعلومات المتوفرة لعامة المستثمرين في وسائل النشر المختلفة وتوصل إلى أن بورصة الجزائر غير ذات كفاءة في الشكل متوسط القوة [5].

وقام كل من جبار م. وحاج صحراوي ح. 2005 بقياس أثر عقود السيولة التي أبرمتها الشركات المساهمة المقيدة في بورصة الجزائر مع الوسطاء، على أسعار الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى أن تلك العقود قد أعاقت ميكانيزمات السوق وأدت إلى استقرار شكلي وأسعار اصطناعية وبالتالي إلى تضليل المستثمرين [6].

كما درس كل من جبار م. ومريم ع. 2007 مسألة انهيار سوق الأسهم الجزائرية في السنوات الأخيرة وبدائل الاستثمار. فبعد تحليل المراحل التي مرت بها بورصة الجزائر وانزلاق أسعار الأسهم المدرجة، الأمر الذي جعل الكثير من المسؤولين ينادون بتطوير سوق السندات كبديل عن سوق الأسهم، توصل الباحثان إلى أن تطور كل من الأداتين الماليتين المتاحتين في بورصة الجزائر كان مستقلا عن الآخر. أي أنه لا يمكن لسوق السندات أن تحل محل سوق الأسهم بأي حال من الأحوال [7].

د- حدود الدراسة

تبعا لتوفر المعلومات التي تم جمعها من الهيئات المشرفة والمراقبة لبورصة الجزائر وصندوق النقد العربي وغيره من المصادر توقفت فترة الدراسة في سنة 2005. كما أن بورصة الجزائر كانت شبه متوقفة بعد تلك السنة، الأمر الذي يجعل البحث باستعمال المعلومات القليلة المتوفرة بعد ذلك عديم الجدوى.

1- نشأة بورصة الجزائر

بعد مخاض عسير وتأجيل دام لسنوات لم تفتح بورصة الجزائر إلا في 13 سبتمبر 1999، على الرغم من أنها كانت من بين إصلاحات القطاع المالي التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية الشاملة، والتي انطلقت في أواخر الثمانينيات من القرن الماضي. فالجزائر بإمكانياتها المتنوعة الهائلة وشركاتها الضخمة مؤهلة لتأسيس بورصة في مستوى ضخامة اقتصادها. وعليه فقد أنشئت بورصة الجزائر بالمرسوم التنفيذي رقم 91-169، الذي اعتبرها شركة مساهمة، كما سنرى بعد قليل بشيء من التفصيل.

1-1- التشريعات

ظهرت التشريعات الأولى المنظمة لأنشطة بورصة الجزائر، والداعية إلى إنشائها، في أوائل التسعينات، وذلك في الإطار العام للإصلاحات الاقتصادية والمالية التي شرعت الحكومات الجزائرية المتعاقبة في تنفيذها ابتداء من سنة 1988. إذ صدرت في 28 ماي 1991 ثلاثة مراسيم تنفيذية هي:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 حيث شرح فيه المشرع كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية ودعا شركات المساهمة إلى

إصدارها، كما حدد الشكل القانوني لبورصة الجزائر، إذ اعتبرها شركة أسهم،

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 وشرح فيه أنواع الأوراق المالية وأشكالها وشروط إصدارها وكيفية تداولها وتحويلها،

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 والمتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة السوق المالية، والتي أوكلت لها مهام تنظيم السوق، قبول المتعاملين، التدقيق في المعلومات المنشورة، ممارسة الرقابة وغيرها من الوظائف.

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993 الذي أقر إنشاء بورصة الجزائر وشرع العديد من الجوانب الضرورية لقيام بورصة عصرية مثل الوسطاء، المتعاملين، الهيئات المشرفة والمراقبة للسوق، تسيير جلسات التداول، حماية المدخرين، طرق اكتشاف التلاعب بالأسعار، العقوبات المترتبة عن تلك الممارسات وغيرها من الأمور التفصيلية.

وتوالت التشريعات بعد ذلك لشرح العديد من الأمور التي لم تتعرض لها التشريعات السابقة أو تعرضت لها دون تفصيل ومن أهمها [8]:

- التنظيم 97-3 المتضمن النظام الداخلي للبورصة، حيث شرح دور شركة إدارة البورصة SGBV في تطبيق القوانين وتسجيل الأوراق

المالية ونظام التداول والضمانات والمقاصة والتسوية وغيرها من المواضيع.

- التنظيم 97-4 المتضمن تنظيم عمل وسير هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM بما في ذلك الحصول على الاعتماد. كما قسم المشرع ه.ت.ج.ق.م. إلى شركات استثمار برأس مال متغير SICAV وصناديق التوظيف المشترك FCP وإدارتها ودسجها وقواعد الحذر ونشر المعلومات.

- التنظيم 97-5 المتضمن شرح كيفية عقد اتفاقية إدارة حسابات الأوراق المالية من قبل الوسطاء لصالح الزبائن مقابل عمولة يتقاضونها.

- التنظيم 97-2 المتضمن تنظيم مهنة الأعوان المؤهلين الذين ينوبون عن الوسطاء في التداول، حيث حدد شروط تسليم البطاقات المهنية لهم وسحبها منهم إذا ما أخلوا بشرط من شروط ممارسة مهنة الوساطة.

1-2- الهيئات الإدارية والرقابية

أوكلت السلطات العمومية مهمة إدارة ومراقبة مختلف الصفقات والعمليات التي تتم في السوق المالية الجزائرية بقسميها الأولي والثانوي primary and secondary markets إلى هيئتين أساسيتين هما:

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB. تم تنظيم وتحديد شكل ودور هذه اللجنة من الناحية القانونية بالمرسوم التشريعي رقم 10-93 الصادر في 23 ماي 1993، والذي يتعلق ببورصة الجزائر. إذ خصص المشرع الباب الثالث لشرح تشكيل ومهام وصلاحيات هذه اللجنة.

ما يلفت الانتباه هنا هو أن المشرع منع رئيس اللجنة وأعضاءها من القيام بأي صفقة أو تداول في السوق المالية الجزائرية، ضمانا لحسن سيرها في ظروف شفافة. كما أعطاهم صلاحيات واسعة فيما يخص الرقابة واكتشاف التلاعب بالأسعار والممارسات التي من شأنها التأثير عليها كنشر الإشاعات ونحوها، وفرض العقوبات المناسبة، شأنها في ذلك شأن مثيلاتها في البورصات العالمية [9].

ب- شركة إدارة بورصة القيم SGVB. وردت مهام وتنظيم وتشكيل هذه الشركة أيضا في المرسوم التشريعي 10-93، حيث خصص لها المشرع الباب الثاني واعتبرها بمثابة المشرف على عمليات التداول وكافة الصفقات التي تتم في البورصة. فهي شركة مساهمة والمساهمون الوحيدون فيها هم الوسطاء، كما اعتبر مساهمتهم هذه شرطا أساسيا للحصول على الترخيص بممارسة أنشطة الوساطة المالية [10].

ج- المؤتمر المركزي. هو الهيئة الثالثة من هيئات إدارة ومراقبة السوق المالية الجزائرية، حيث أنشئ ونظم بالقانون 03-04 الصادر في 17

فبراير 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 الصادر في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة الجزائر. أوكلت للمؤتمن المركزي *depositaire central* المهام التالية:

- حفظ الأوراق المالية وفتح الحسابات للمتعاملين،
- متابعة حركة الأوراق المالية فيما بين الحسابات،
- إدارة الأوراق المالية وتمكين أصحابها من الحصول على حقوقهم،
- الترقيم القانوني للأوراق المالية،
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويأخذ المؤتمن المركزي شكل شركة مساهمة، المساهمون فيها هم البنوك والشركات المدرجة في بورصة الجزائر بالإضافة إلى الخزينة العمومية وبنك الجزائر، ويقع تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة البورصة التي سبق التعرض لها.

2- أداء بورصة الجزائر

فتحت بورصة الجزائر في 13 سبتمبر 1999، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، وانطلقت بتداول سهمين وسند واحد، ثم أضيف سهم آخر في فيفري 2000. ولقد كانت البداية مقبولة إلى حد ما، على الرغم من تواضع الصفقات التي عقدت في الثلاثي الأخير من سنة 1999 من حيث حجم وقيمة التداول. إلا أن ارتفاع الأسعار، ولو لعدد محدود من

الجلسات واستقرارها لمدة طويلة عند أسعار الإصدار الأولية، على الرغم من أنه كان استقرارا شكليا، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، فقد شجع بعض المهتمين الذين اعتقدوا أن الإقلاع قادم بالنسبة لبورصة الجزائر.

2-1- تطور نشاط السوق

شهدت السوق تدهورا ملحوظا خلال السنوات الأخيرة وامتناز أدائها بالضعف الشديد في كافة أوجه التداول.

جدول رقم 1 : تطور نشاط بورصة الجزائر (سوق الأسهم) خلال الفترة 1999 - 2004

السنة	عدد الجلسات	حجم الأوامر	عدد الأوامر	عدد الأوراق المتداولة	حجم التداول ألف دينار	عدد الصفقات
1999/ت4	16	286505	2557	35348	108079	1056
2000	52	1745770	9768	323490	720039	4559
2001	46	1552906	6870	361445	533217	2898
2002	*64	541793	3984	80161	112060	2071
2003	40	282729	776	39693	17257	393
2004	33	253193	318	21033	8122	133

* قامت سلطات السوق برفع عدد الجلسات من جلسة واحدة إلى

جلستين أسبوعيا خلال سنة 2002، طمعا في تحسين

وتنشط التداول، لكن سرعان ما تراجعت عن ذلك وإبقاء التداول بمعدل جلسة واحدة لكل أسبوع، بسبب تدني السيولة.

المصدر: الوثائق الداخلية لشركة إدارة بورصة الجزائر.

من الجدول السابق يلاحظ الانخفاض الحاد في عدد الجلسات بين سنتي 2000، حيث تم التداول في 52 جلسة، أي أسبوعيا، و2004 حيث لم يتم التداول إلا في 33 جلسة فقط. نفس الشيء يمكن أن يقال عن حجم التداول الذي انخفض من قرابة 323.5 ألف سهم سنة 2000 إلى حوالي 21 ألف سهم فقط سنة 2004. من جهة أخرى انخفضت قيمة التداول لنفس الفترة من أكثر من 720 مليون دينار إلى حوالي 8.12 مليون دينار فقط. وعليه فقد تدهورت السيولة في بورصة الجزائر من سنة لأخرى، سواء فيما يتعلق بكل شركة على حده أو بالنسبة للسوق ككل، انظر الملحق رقم 1.

ولم تكن الرسملة بأحسن حال من السيولة، حيث تدهورت هي أيضا من سنة لأخرى على مدى فترة الدراسة.

2-2- تطور القيمة السوقية

القيمة السوقية أو الرسملة هي حاصل ضرب عدد الأسهم المصدرة من قبل شركة معينة في السعر السوقي للسهم، أي هي قيمة الشركة انطلاقا من السوق. وبالنسبة للسوق ككل فإن رسملتها هي مجموع قيم

الشركات المقيمة بها. وتستعمل القيمة السوقية منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ن.م.ج، للتعبير على مدى سعة السوق وقدرتها على تعبئة المدخرات المتاحة.

جدول رقم 2 : تطور نسبة الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر

الوحدة: % للفترة 1999-2004

السنة	GDP / MC
1999 ثلاثي 4	0.60
2000	0.53
2001	0.43
2002	0.28
2003	0.24
2004	0.22

MC: market capitalization

GDP: gross domestic product

المصدر: شركة إدارة بورصة الجزائر وعمليات حسابية للباحثين.

من الجدول السابق يلاحظ الانخفاض الشديد لنسبة الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي لكافة السنوات والتدهور الذي شهدته من سنة لأخرى. فعلى سبيل المثال بلغت هذه النسبة في الأسواق المالية المتقدمة كالولايات المتحدة واليابان وبريطانيا 144 % وفي الأسواق الناشئة 64% [11].

هذا بالنسبة للسوق ككل. أما بالنسبة لكل شركة مقيدة على حده فلا يختلف الأمر كثيرا، حيث انهارت أسعار أسهمها من سنة لأخرى نتيجة قلة الطلب عليها.

جدول رقم 3 : تطور أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر
الوحدة: دينار جزائري

الشركات	سعر الإصدار	السعر 2004 في	التغير %
الرياض	2300	1000	230-
صيدال	800	345	232-
الأوراسي	400	275	145-
المتوسط			202-

المصدر: شركة إدارة بورصة الجزائر وعمليات حسابية للباحث.

من الجدول السابق يتضح جليا الانهيار الذي عرفته بورصة الجزائر، حيث تهاوت أسعار أسهم الشركات الثلاثة المقيدة إلى ما دون أسعار الإصدار الأولية، وبنسب منخفضة جدا. إذ سجل انخفاض متوسط مقداره -202% بالنسبة للسوق ككل. وكما يبدو فقد كانت شركة صيدال هي أكبر الخاسرين، حيث انخفض سعرها بـ 232 % مقارنة بسعر الإصدار.

2-3- معوقات تطور السوق المالية الجزائرية

تواجه السوق المالية في الجزائر العديد من التحديات والمشاكل التي أعاققت توسعها وتطورها، بعضها تشريعي مؤسساتي متصل بالسلطات المالية بصورة مباشرة أو غير مباشرة والبعض الآخر متصل بدور الوساطة والتسوية والمستثمرين من مؤسسات وأفراد. وأهم هذه التحديات ما يلي:

- تدني الثقافة الادخارية والاستثمارية لدى عموم المجتمع وكذا المؤسسات المالية، الشيء الذي حد من الطلب على الأوراق لمالية. من ناحية أخرى هناك نوع من سوء توجيه الادخار المتوفر في أيدي شريحة معتبرة من المواطنين أصحاب الفوائض المالية، وضعف المداخل لشريحة أخرى،

- قلة المعروض من الأوراق المالية، الأمر الذي قلل من فرص التنويع وبالتالي من الإقبال على تلك الأدوات القليلة المتاحة. فلم تدرج لحد الآن، على سبيل المثال، أي مؤسسة مالية بنكية أو غير بنكية ولا مؤسسة بيتروكيماوية أو استثمارية،

- قلة المؤسسات والهيئات الداعمة للسوق كشرركات الاستثمار المالي، مؤسسات التحليل المالي المتخصصة، صناع السوق، وصناديق الاستثمار وإدارة المحافظ وغيرها،

- ضعف إجراءات حماية المتعاملين، لاسيما بعد انهيار بنك الخليفة الخاص وما ترتب عنه من تداعيات زعزعت ثقة المتعاملين في سوق رؤوس الأموال الجزائرية برمتها،
- وجود عوائد مجزية في البدائل الأخرى من الاستثمارات كالعقارات من أراضي ومباني والاستيراد وغيره من الأنشطة،
- قدم الطرق المستخدمة في إدارة الشركات وسوء إدارتها في العديد من الأحيان، وسيطرة الشركات العائلية على معظم أنشطة القطاع الخاص، بالإضافة إلى أن هناك الاقتصاد غير الرسمي الذي يستحوذ على جوانب متعددة من الحياة الاقتصادية للجزائر،
- تعثر عملية التخصيص (الخصوصية) عبر السوق المالية، وعزوف القطاع الخاص عن إدراج شركاته في السوق المالية لتخوفه من الشفافية التي تعتبر من المتطلبات الأساسية لذلك،
- عدم توفر مناخ ملائم، من مزايا ضريبية ونحوها، لشركات المساهمة المستعدة لطرح أسهمها للاكتتاب العام،
- عدم وجود إعلام اقتصادي ومالي متخصص كفيل بنشر ثقافة البورصة وتوجيه جزء من الادخار المتاح إلى السوق المالية.

3- أداء الأسواق المالية العربية: دراسة مقارنة

يهدف هذا الجزء من الورقة إلى معرفة حجم السوق المالية الجزائرية مقارنة بمثيلاتها في الوطن العربي، مع التركيز على السنوات 2003-2005 التي تتوفر فيها المعطيات لدى صندوق النقد العربي عن كل من بورصة الجزائر والبورصات العربية في آن واحد.

3-1- تطور رسملة البورصات العربية

لقد تطورت القيمة السوقية أو الرسملة للأسواق المالية العربية خلال الفترة 2003-2005 تطورا لم تشهده في تاريخها، حيث تجاوزت القيمة السوقية للشركات في سوق الأسهم السعودية، باعتبارها أكبر الأسواق العربية، 646 مليار دولار سنة 2005 بعدما كانت في حدود 157.36 مليار دولار فقط سنة 2003. نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن سوق أبو ظبي التي ارتفعت رسملتها من 30.36 مليار دولار إلى 132.4 مليار دولار لنفس الفترة. وبلغت بعض الأسواق المالية العربية الأخرى مستويات عالية نسبيا في رسملتها كما هو حال الكويت 123.8 مليار دولار، دبي قرابة 112 مليار دولار، قطر 87 مليار دولار وهكذا (انظر الجدول القادم). وقد تتسبب الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي لتشكيل مؤشر يقيس سعة السوق.

جدول رقم 4 : تطور رسملة البورصات العربية وعدد الشركات المقيدة بها

تطور عدد الشركات (شركة)			تطور الرسملة (مليون دولار)			البيان
2005	2004	2003	2005	2004	2003	السنة الأسواق
59	35	30	132412	55490.4	30362.51	أبو ظبي
201	192	161	37638	18383.4	10962.98	عمان
47	45	44	17364	13513	9701.77	البحرين
77	73	70	646120	306255	157360	السعودية
156	125	108	123892	73580	59528	الكويت
54	53	52	27274	25174.9	13050	الدار البيضاء
3	3	3	90.82	140.27	143.64	الجزائر
45	44	45	2821.4	2574.4	2439.55	تونس
30	18	13	111992.6	35090.9	14284	دبي
49	48	-	3157.1	2058.4	-	الخرطوم
28	-	47	4457.3	-	-	فلسطين
125	123	141	12062	9317.6	7246	مسقط
32	30	28	87143	40434	26702	الدوحة

الدوحة	26702	40434	87143	28	30	32
بيروت	1503	2230.7	4917	14	16	15
مصر	27847	38076.8	79507	967	792	744
المجموع	361078	622422	1290853	1723	1579	1665

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية،

من الموقع: www.amf.org.ae

وتجدر الإشارة إلى أن كافة البورصات العربية قد تطورت القيمة السوقية لها بالإيجاب للفترة المدروسة إلا بورصة الجزائر التي تناقصت رسملتها لنفس الفترة لتصل إلى حوالي 90.8 مليون دولار فقط، وهو مبلغ زهيد إذا ما قورن بالرسملة الإجمالية للأسواق العربية والتي تجاوزت 1.29 تريليون دولار سنة 2005 أو حتى مقارنة بأي سوق عربية منفردة.

3-2- تطور عدد الشركات المقيدة

يعبر عدد الشركات المسجلة في سوق ما على مدى سعة تلك السوق. في هذا الإطار، عرفت معظم الأسواق المالية العربية إقبالا متزايدا للشركات التي تطلب التقييد في السنوات الأخيرة سعيا لجلب رؤوس الأموال والسيولة الهائلة المتوفرة في المنطقة العربية بعد الطفرة

التي عرفت أسعار النفط. فباستثناء العدد القليل من الأسواق التي انخفض فيها عدد الشركات المسجلة لديها مثل مسقط وفلسطين للظروف السياسية الصعبة، فإن جل الأسواق العربية قد زادت من عدد الشركات المقيدة فيها، (انظر الجدول السابق).

وتجدر الإشارة إلى أن عدد الشركات المقيدة في السوق المصرية قد انخفض بـ 223 شركة من 2003 إلى 2005، وذلك راجع ليس إلى أن تلك الشركات قد غادرت البورصة نهائياً، وإنما تم تحويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة SMEs إلى السوق الثانية التي أنشئت لهذا الغرض ابتداء من سنة 2003/2004. وما يجلب الانتباه أيضاً هو ثبات عدد الشركات المقيدة ببورصة الجزائر منذ افتتاحها وحتى الآن.

3-3- تطور قيمة التداول

عادة ما تتسبب قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، ن.م.ج، لتكوين مؤشر لقياس الطاقة الاستيعابية للسوق. ولقد ازدادت قيم التداول في الأسواق العربية زيادة كبيرة جداً مثلها في ذلك مثل الرسملة التي سبق التعرض لها. إذ قفزت قيمة التداول في سوق الأسهم السعودية من حوالي 159 مليار دولار سنة 2003 إلى أكثر من 1.1 تريليون دولار سنة 2005، وفي دبي من 1 مليار دولار إلى أكثر من 110 مليار

دولار لنفس الفترة، وأبو ظبي من 1 مليار دولار إلى 28.5 مليار دولار
وهكذا، انظر الجدول القادم.

جدول رقم 5 : تطور قيمة التداول وحجم التداول للأسواق المالية
العربية

تطور حجم التداول (مليون سهم)			تطور قيمة التداول (مليون دولار)			البيان
2005	2004	2003	2005	2004	2003	السنة الأسواق
8316.5	947.1	235.2	28505.7	4449.1	1003.87	أبو ظبي
2582.6	1321.7	1000.2	23806.3	5327.1	2607.14	عمان
458.3	336.5	405.2	711.1	463	261.14	البحرين
12281.3	10298.3	5565.8	1103582	472990	159055	السعودية
52201	33540	49565	97289.5	51817.8	54728.8	الكويت
438.75	179.67	35.24	7859.2	3757	2443.46	البحرين
0.01	0.02	0.04	0.05	0.12	0.23	البحرين
41.43	21.18	12.92	528.83	256.65	188.52	تونس
25541.7	5122.1	326.24	110304	13735	1026.81	دبي
1730.5	2147.3	-	504.48	130.25	-	البحرين
369.48	-	4366.55	2103.12	-	67.20	فلسطين

369.48	-	4366.55	2103.12	-	67.20	فلسطين
452.23	349.91	291.39	3320.4	1985.19	1334.3	مسقط
1033.08	305.39	189.97	28252	6343.59	3220.16	الدوحة
89.74	24.54	23.48	923.42	197.67	130.99	بيروت
5310.2	2434.5	1368.13	27720	6835.04	4349.12	مصر
110847.3	57028.7	63358.6	1435412	568288	232420	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية،

من الموقع: www.amf.org.ae

ما يجلب الانتباه هو مدى الضعف الكبير الذي شهدته بورصة الجزائر أثناء الفترة المدروسة 2003-2005، حيث انخفضت قيمة التداول على قلتها من 230 ألف دولار سنة 2003 إلى 50 ألف دولار فقط سنة 2005 وهو مبلغ بسيط مقارنة بأكثر من 1.4 تريليون دولار تم تداولها في الأسواق العربية خلال سنة 2005.

3-4- تطور حجم التداول

عرفت معظم الأسواق العربية تطورا هائلا في عدد الأسهم المتداولة، الشيء الذي يوحي بسيولة هذه الأسواق وارتفاع طاقتها الاستيعابية. إذ تم تداول أكثر من 52 مليار سهم في الكويت سنة

2005، 25 مليار سهم في دبي، 12 مليار في السعودية و 8 ملايين في أبو ظبي وهكذا، انظر الجدول السابق.

وتجدر الإشارة إلى أن بورصة الجزائر لم تساير الأسواق المالية العربية الأخرى في هذا التطور، حيث تم تداول عدد قليل جدا من الأسهم خلال نفس الفترة. أكثر من هذا فقد انخفض حجم التداول من 40 ألف سهم سنة 2003 إلى 10 آلاف سهم فقط سنة 2005. وهذا عدد قليل جدا مقارنة بأكثر من 110 ملايين سهم تم تداولها في الأسواق العربية سنة 2005.

3-5- تطور معدل الدوران

يعتبر معدل الدوران من مؤشرات تطور الأسواق المالية والبورصات تحديدا، حيث يعبر على مدى سيولة السوق ويحسب بقسمة عدد الأسهم التي تم تداولها خلال عام على عدد الأسهم المكتتب بها مضروبا في 100. ويلاحظ أن معدل دوران الأسهم قد سجل ارتفاعا ملحوظا في معظم البورصات العربية.

جدول رقم: 6 : تطور معدل الدوران للبورصات العربية

معدل الدوران (%)			البيان
2005	2004	2003	الأسواق
21.53	8.02	3.31	أبو ظبي
63.25	28.98	23.78	عمان
4.10	3.43	2.69	البحرين
170.80	154.44	110.11	السعودية
78.53	70.42	91.94	الكويت
28.82	14.92	18.72	الدار البيضاء
0.05	0.09	0.16	الجزائر
18.74	9.97	7.73	تونس
98.49	39.14	7.19	دبي
15.98	6.33	-	الخرطوم
47.18	-	-	فلسطين
27.53	21.31	18.41	مسقط
32.42	15.69	12.06	الدوحة
18.78	8.48	8.71	بيروت
34.87	17.95	15.62	مصر
111.20	91.30	64.37	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية،

من الموقع: www.amf.org.ae

من الجدول السابق يتضح أن السعودية هي التي تصدرت الأسواق العربية من حيث السيولة بمعدل دوران فاق 170 في سنة 2005 تلتها دبي بـ 98.49 ثم الكويت وهكذا. على العموم فقد ازدادت السيولة في كافة الأسواق العربية باستثناء بورصة الجزائر التي سجل فيها معدل دوران متدني جدا، أي 0.05 لنفس السنة.

3-6- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

واصلت البورصات العربية أداءها الجيد خلال الفترة 2003-2005، حيث ارتفع المؤشر المركب لص.ن.ع إلى أعلى مستوى له منذ حسابه في 1994. إذ ارتفع من 141.9 نقطة سنة 2003 إلى 230.5 نقطة سنة 2004 ليقفز إلى 413.3 نقطة مع نهاية 2005 [12]. وتعتبر هذه السنة الأخيرة سنة متميزة بكافة المقاييس بالنسبة للأسواق المالية العربية، حيث حققت أعلى المستويات على الإطلاق في حجم التداول والقيمة السوقية وغيرها من المؤشرات.

عوامل تنشيط بورصة الجزائر

مما سبق من دراسة لأداء بورصة الجزائر ومقارنتها ببقية البورصات العربية، بدا جليا الضعف الشديد الذي ميز البورصة

الجزائرية منذ انطلاقتها، الأمر الذي جعل الاستثمار فيها بمثابة المجازفة والمخاطرة غير المبررتين. فمناخ الاستثمار غير متوفر البتة وعموم الناس لا يفرق حتى بين البورصة والبنك نظرا لتدني مستوى الوعي الاستثماري وقلة الثقافة المالية، لاسيما ثقافة البورصة، إفصاح مالي دوري شبه منعدم أو بمعايير تقليدية وعلى فترات غير منتظمة، خدمات الوساطة المالية متخلفة، ومعظم الشركات عائلية صغيرة تعتمد بشكل أساسي على التمويل الذاتي وذات طموح محدود ولا تعي دور الأسواق المالية وغيرها من المعوقات. لهذا كله نقترح ما يلي:

- **تعميق الوعي الاستثماري والتعريف** بمزايا الاستثمار المالي في المجتمع الجزائري وبالتالي تعميق الوعي الادخاري لديه، وذلك باستعمال وسائل الإعلام المقروءة والمرئية والمسموعة في تنفيذ خطة لهذا الغرض. بالإضافة إلى إقامة الندوات واللقاءات في مراكز التجمعات السكانية والعمالية والطلابية، ومن أهم جوانب هذه الحملة التحسيسية التعريف بالسوق المالية ودورها،

- **تنشيط العرض.** وذلك بتتويع أدوات الاستثمار المالي (إدراج المؤسسات المالية مثلا)، بغرض إتاحة المزيد من فرص الاختيار أو البدائل أمام المستثمرين، بما يتماشى ومتطلباتهم الاستثمارية. فعلى

السلطات المالية الجزائرية إصدار حجم واسع ومتنوع من الأوراق المالية، الشيء الذي يغري المدحرجين لتوظيف أموالهم في الأصول المالية المتاحة في الأسواق المالية الأولية ومن ثم الأسواق الثانوية. فتنشيط جانب العرض لمختلف المنتجات المالية يسمح بتنويع المحافظ وتعزيز استراتيجيات الاستثمار المالي لمختلف المتعاملين ومن ثم ضمان الاستقرار والاستمرارية للسوق،

- تنشيط الطلب. إذ عانت بورصة الجزائر من اختلال واسع بين العرض والطلب على الأدوات المالية المتاحة على قلفتها، وكان العرض يزيد دائما على الطلب بسبب قلة التنوع وتدني الوعي الادخاري والاستثماري للمجتمع الجزائري. وعليه يتم رفع الطلب على الأوراق المالية بإجراء حملة توعية وتعريف بأوجه الاستثمار في الأسواق المالية وأهمية ذلك بالنسبة للمستثمر والاقتصاد الوطني ككل وبتنشيط السوق الأولية وتكثيف الإصدارات وتنويعها وزرع الثقة في السوق بتوفير آليات حماية حقوق المستثمرين، لاسيما صغار المتعاملين.

إن العاملين السابقين المتمثلين في تنشيط العرض والطلب على الأدوات المالية يعني بالضرورة تطبيق ميكانيزمات تساعد على زيادة السيولة في السوق من جانبي البيع والشراء والرفع من معدل دوران الأسهم بها. كما

يؤدي استقطاب المدخرات المالية المتوفرة إلى توسيع الطاقة الاستيعابية للسوق، أي حجم التداول.

- تدعيم البنية التحتية للسوق بإنشاء مجموعة من الشركات والهيئات الضرورية لتطوير أي سوق مالية، ومن أهمها:

* إنشاء شركات وساطة فعالة تضمن إتمام الصفقات،

* تدعيم دور المؤتمن المركزي في الحفظ وإدارة الحسابات ومتابعتها ونقل الملكية بين المتعاملين،

* إنشاء صناديق الاستثمار وهيئات التوظيف الجماعي للأموال. الشيء الذي يسمح لصغار المدخرين وقليلي الخبرة بالاستثمار في السوق المالية،

* إنشاء المؤسسات العاملة في مجال خدمات الأوراق المالية، مثل شركات الاستثمار، وتدعيمها في تنفيذ الإصدارات underwriting،

* إنشاء صناع السوق لما لهم من دور في تنشيط التداول وتحسين السيولة،

* إنشاء وتفعيل نوادي الاستثمار وجمعيات الوسطاء التي تساهم في نشر الثقافة المالية والاستثمارية وتبادل الخبرات،

* الاستفادة من الوسائل الحديثة للاتصال مثل الانترنت ونحوها.

* إنشاء معهد متخصص في الدراسات المالية بصفة عامة وأسواق رؤوس الأموال بصفة خاصة، كما هوة الحال في العديد من الدول المتقدمة والناشئة،

- تعزيز طرق الإفصاح والعمل في شفافية وفرض عقوبات صارمة على الداخليين insiders الذين يسربون المعلومات ومنعهم بالقانون من التعامل في أوراق شركاتهم المقيدة، الأمر الذي يزيد من الثقة في السوق. كما يجب أن تعدل طرق الإفصاح المالي بما يتماشى والمعايير الدولية وتشديد الرقابة على المعلومات المنشورة التي تعتمد لاتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل المتعاملين ومحاربة نشر الشائعات ونحوها من الممارسات غير الأخلاقية للتأثير على الأسعار. كما أن السلطات المالية مطالبة بتطوير مهنة المحاسبة والتدقيق والمراجعة وآليات حوكمة الشركات governance،

- تقوية التعاون مع الأسواق المالية العربية والاستعانة بخبراتها المتراكمة وكذا الاستفادة من الخدمات الجلية التي يقدمها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، الذي يتوفر على برنامج لتطوير وربط الأسواق المالية العربية.

خلاصة القول على السلطات المالية الجزائرية توفير المناخ الملائم لانطلاق الاستثمار المالي في الجزائر كتوفير الضمانات وتشجيع

الشركات العائلية للتحويل إلى شركات مساهمة عامة والاستفادة من مزايا السوق المالية وتشجيع القطاع الخاص وإزالة كافة المعوقات التنظيمية والتشريعية أمام خصخصة الشركات العمومية الفعالة. بالإضافة إلى وضع برنامج متكامل لتكوين مختصين في مجال الأسواق المالية نظريا وعمليا والاستعانة بالخبرات الأجنبية في هذا المجال. فعلى سبيل المثال لا الحصر قامت كلية العلوم الإدارية في جامعة الكويت في فيفري 2007 بتدشين أول قاعة للتداول الإلكتروني الافتراضي يسمح للطلبة بمتابعة التداول في العديد من الأسواق المالية العربية والعالمية بصورة مباشرة، الأمر الذي يجعلهم يرسخون المعلومات التي تلقوها في دراستهم النظرية حول الموضوع.

المراجع:

- [1] Djebbar, Mahfoud. La Privatisation des entreprises publiques: rôle du marché financier. Revue Algérienne des Sciences Juridiques Economiques et Politiques. Institut de Droit et des Sciences Administratives. Alger. Volume XXXIV, N° 3. 1996.
- [2] Sari, Mohamed. Le Marché Financier Est-il Viable en Algérie. Perspectives N° 4. Dec. 1998.
- [3] جبار، محفوظ، تحول نمط التمويل وضرورة إصلاح السوق المالية الجزائرية، الملتقى الوطني "النظام المصرفي الجزائري: واقع وفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 5-6 نوفمبر 2001، و

- جبار، محفوظ، تحول نمط التمويل وضرورة إصلاح السوق المالية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، العدد 25 جوان 2006.

[4] Djebbar, Mahfoud, 'The Algerian Capital Market: Investment Opportunities', in A. Aghrout et al (eds), Algeria in Transition: Reforms and Development Prospects (RoutledgeCurzon, London and New York, 2004), Ch. 8.

[5] جبار، محفوظ، كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 3، 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف.

- جبار، محفوظ، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004 : دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية "العلوم الإنسانية" العدد الأول 2007، تحت الطبع.

[6] جبار، محفوظ وحاج صحراوي حمودي، قياس أثر عقود السيولة على أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية "العلوم الإنسانية"، المجلد الثاني، العدد 2، 2005.

[7] جبار، محفوظ ومريم عديلة، انهيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الاستثمار، مجلة دراسات، الجامعة الأردنية، 2007، تحت الطبع.

[8] COSOB. Recueil des Reglements et Instructions, 1997.

[9] انظر تفاصيل أكثر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 34، الصادر في 23 ماي 1993.

[10] نفس المصنر السابق.

[11] IFC. Emerging Stock Markets Factbook, Washington, 1998. & Mibius. M., Mobius on Emerging Markets, Pitman Publishing, 1996. in: EL-Said-Hala Helmy. Emerging Stock Markets and their Role in Economic Development in Globalization. Industrial Bank of Kuwait, 1999. p. 26.

[12] صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، 2005، ص. 134-5. و

- حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، ديسمبر 2004، ص. 1-30.
- [13] عماد ص. سالم، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة، 2002، ص. 346-358.
- [15] جبار، محفوظ، دور المنتجات المالية في تجنيد الادخار، الندوة الأولى حول البورصة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف في 07 / 05 / 2001.
- [16] جبار، محفوظ، بورصة الجزائر بعد عام من النشاط، الندوة الأولى حول البورصة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف في 07 / 05 / 2001.
- [17] الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، النصوص القانونية المتعلقة بتطوير الاستثمار في الجزائر، 2003.
- [18] الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 11، 2003.

الملاحق

ملحق رقم 1: تطور عدد جلسات التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة

2004-1999

للشركات المقيمة (سوق الأسهم) الوحدة: جلسة

السنة / الشركة	الرياض	الأوراسي	صيدال
1999 الثلاثي 4	16	-	15
2000	52	46	46
2001	42	46	26
2002	13	64	48
2003	15	40	21
2004	9	33	10
المجموع	149	229	166

المصدر: إعداد الباحث من جداول التداول اليومية.