

## بورصة الجزائر: الواقع والآفاق

الدكتور: محفوظ جبار

أستاذ التعليم العالي جامعة سطيف

## الملخص

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 الهيئات المسيرة والمراقبة مثل لجنة تنظيم ومراقبة بورصة القيم COSOB وشركة تسيير بورصة القيم SGVB، 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 الأمدين القصير والمتوسط؟ هذا ما ستحاول هذه الورقة المتواضعة الخوض فيه.

## 1- 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 الأجل، على حساب التوجه إلى الاستدانة. عرف هذا التوجه بالتحول من التمويل غير المباشر أو بوساطة بنكية إلى التمويل المباشر أو اللاموساطة

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 في 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.

## 1-1- أهمية الدراسة

إن الوضعية الحرجة التي تمر بها بورصة الجزائر منذ مدة جعلتها محط أنظار الباحثين وصناع القرار على حد سواء، خاصة وأم مثيلاتها في الوطن العربي تنتعش من سنة لأخرى. فهذه المؤسسة الحيوية تحتاج 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.

## 2-1 - إشكالية البحث

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 بالإقراض ومن جهة ثانية ارتفعت العائدات على الاستثمار في الأدوات المالية المتاحة في تلك الأسواق مقارنة بأسعار الفائدة السائدة، الأمر الذي زاد من ذلك التوجه. أبرز الباحث في الجزء الأول من الدراسة 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. خلص إلى أن إصلاح السوق المالية لا بد أن يتم ضمن إصلاح المنظومة المالية ككل [3].

و درس 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

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.

### 1-3 - 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، الوسيط وتعميم الثقافة المالية ودور البنوك وغيرها

مستقلا عن الآخر. أي أنه لا يمكن لسوق السندات أن تحل محل سوق الأسهم بأي حال من الأحوال [7].

## 1-2- حدود الدراسة

تبعاً 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.

## 2- 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.

## 2-1- التشريعات

ظهرت التشريعات الأولى المنظمة لأنشطة بورصة الجزائر، والداعية إلى إنشائها، في أوائل التسعينات، وذلك في الإطار العام للإصلاحات

والأجانب تحقيق الكثير، خاصة بعد تقديم السلطات العمومية للضمانات 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، مستعرضاً 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. و حاج صحراوي ح. 2005 بقياس أثر عقود السيولة التي أبرمتها الشركات المقيدة في بورصة الجزائر مع الوسطاء، على أسعار الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى أن تلك العقود قد أعاققت ميكانيزمات السوق وأدت إلى أسعار اصطناعية وبالتالي إلى تضليل المستثمرين [6].

كما درس كل من جبار م. و مريم 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 الأدوات الماليتين المتاحتين في بورصة الجزائر كان

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 هـ.ت.ج.ق.م. إلى شركات استثمار برأس مال متغير SICAV وصناديق التوظيف المشترك FCP وإدارتها ودمجها وقواعد الحذر ونشر المعلومات.

- التنظيم 97-5 المتضمن الحساب الذي يشرح 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 وسحها منهم إذا ما أخلوا بشرط من شروط ممارسة مهنة الوساطة.

## 2-2- الهيئات الإدارية والرقابية

أوكلت السلطات العمومية مهمة إدارة ومراقبة مختلف الصفقات والعمليات التي تتم في السوق المالية الجزائرية بقسميها الأولي والثانوي

الاقتصادية والمالية التي شرعت الحكومة الجزائرية 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 البورصة التي 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 التعامل، 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

### 3- 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.

primary and secondary markets إلى هينتين أساسيتين هما:

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB. تم تنظيم وتحديد شكل ودور هذه اللجنة من الناحية القانونية بالمرسوم التشريعي رقم 93-10 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 93-10، 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].

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 الأخرى من سنة لأخرى على مدى فترة الدراسة.

جدول رقم 2 : تطور نسبة الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر للفترة 2004-1999  
الوحدة: %

السنة	GDP MC/
1999 ث 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 تسيير 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].

### الجزائر (سوق الأسهم) خلال الفترة 1999-2004

عدد الصفقات	عدد الأوراق المتداولة	حجم التداول ألف دينار	عدد الأوامر
1056	35348	108079	2557
4559	323490	720039	9768
2898	361445	533217	6870
2071	80161	112060	3984
393	39693	17257	776
133	21033	8122	318

لنسة إلى جلستين أسبوعيا خلال سنة 2002، طمعا في تحسين ذلك وإبقاء التداول بمعدل جلسة لكل أسبوع، بسبب تدني

ة الجزائر.

من الجدول السابق يلاحظ الانخفاض الحاد في عدد الجلسات بين سنتي 2000، حيث تم التداول في 52 جلسة، أي أسبوعيا، و 2004 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.

عن كل من بورصة الجزائر والبورصات العربية في أن واحد.

#### 4-1- 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.

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

الشركات	سعر الإصدار	السعر في 2004	التغير %
الرياض	2300	1000	-230
صيدال	800	345	-332
الأوراسي	400	275	-145
المتوسط			-202

المصدر: شركة تسيير بورصة الجزائر وعمليات حسابية للباحثين.

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.

#### 4- 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

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 تنسب الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي لتشكل مؤشرا يقيس سعة السوق.

## البورصات العربية وعدد الشركات المقيدة بها

تطور عدد الشركات (شركة)			بورصات (دولار)	
2005	2004	2003	2005	
59	35	30	132412	4
201	192	161	37638	1
47	45	44	17364	
77	73	70	646120	
156	125	108	123892	
54	53	52	27274	2
3	3	3	90.82	
45	44	45	2821.4	
30	18	13	111992.6	3
49	48	-	3157.1	
28	-	47	4457.3	
125	123	141	12062	
32	30	28	87143	
15	16	14	4917	
744	792	967	79507	3
1665	1579	1723	1290853	



ثبات عدد الشركات المقيدة ببورصة الجزائر منذ افتتاحها وحتى الآن.

#### 4-3- تطور قيمة التداول

عادة ما تنسب قيمة التداول إلى ن.م.ج لتكون مؤشرا لقياس الطاقة الاستيعابية للسوق. ولقد ازدادت قيم التداول في الأسواق العربية زيادة كبيرة جدا 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.

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.

#### 4-2- 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 عرفتها 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 نهائيا، وإنما تم تحويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة SMEs إلى السوق الثانية التي أنشئت لهذا الغرض ابتداء من سنة 2003/2004. وما يجلب الانتباه أيضا هو

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 إلى 50 ألف دولار فقط سنة 2005 وهو مبلغ بسيط

#### 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	
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	الدار البيضاء
0.01	0.02	0.04	0.05	0.12	0.23	الجزائر
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	-	الخرطوم
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](http://www.Amf.org.ae)

## 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
170.8	154.4	110.1	السعودية
0	4	1	الكويت
78.53	70.42	91.94	الدار
28.82	14.92	18.72	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
111.2	91.30	64.37	المجموع
0			

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

مقارنة بأكثر من 1.4 تريليون دولار تم تداولها في الأسواق العربية خلال نفس السنة.

## 4-4- 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.

## 4-5- 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.

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 بالبورصة ودورها،

- **تنشيط العرض.** وذلك بتنوع أدوات الاستثمار المالي 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 المدخرين لتوظيف أموالهم في الأصول المالية المتاحة في الأسواق المالية الأولية ومن ثم الأسواق الثانوية. فتنشيط جانب العرض لمختلف المنتجات المالية يسمح بتنوع 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 قلتها، وكان العرض يزيد دائما على الطلب بسبب تدني الوعي الادخاري والاستثماري للمجتمع الجزائري. وعليه يتم رفع

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.

#### 4-6- 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.

#### 5- خاتمة: عوامل تنشيط بورصة الجزائر

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

\* 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.

- تعزيز طرق الإفصاح والعمل في شفافية وفرض عقوبات صارمة على الداخلين insiders الذين يسربون المعلومات ومنعهم بالقانون من التعامل في أوراق شركاتهم المتداولة، 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

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،

\* إنشاء شركات مقاصة وتسوية تقوم بالحفظ المركزي والتسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء ومنهم إلى 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*،

- 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. Aghrou 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. و

- 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 ومريميت عديلة، انهيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الاستثمار، مجلة دراسات، الجامعة الأردنية، 2007، تحت الطبع.

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

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.

### الحواشي والمراجع

[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 وآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قالم، 5-6 نوفمبر 2001. و

[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.

### الملاحق

#### ملحق رقم 1: تطور عدد جلسات

#### التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-

2004

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

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

[10] نفس المصدر السابق.

[11] IFC, Emerging Stock Markets Factbook, Washington, 1998, & Mibus, 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.