

## بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها

إعداد : الدكتور براق محمد

أستاذ التعليم العالي بالمدرسة العليا للتجارة-  
الجزائر.

وهيئاتها من خلال الأعوان الاقتصادية ذات  
الفوائض.

وعليه، فإن هذه الورقة تأتي لتجيب على  
السؤال التالي: ما هي أبرز الشروط الأساسية التي  
يتوجب توافرها لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة  
وناجحة بالجزائر والتي يمكنها تحقيق متطلبات  
التنمية المستدامة؟ ويمكن عرض أهم شروط  
النجاح التي ينبغي توافرها في بورصة الجزائر  
حتى تتمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من  
أجلها في النقاط التسع التالية:

### أولاً: ضرورة تسويق الاقتصاد

يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم  
شرط الأساس لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة،  
وذلك من خلال اتباع فلسفة اقتصادية واضحة  
المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة  
الاقتصادية وإعطاء دور الريادة للقطاع الخاص في  
تحقيق عملية التنمية المستدامة وكذا تشجيعه وذلك  
بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة  
وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في  
ظل المنافسة الحرة على النحو الذي تتمكن معه هذه  
الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمناً  
لبقائها.

ولأن قياس كفاءة البورصة تقدر بمدى  
استطاعتها على جلب الادخار وتوجيهه نحو أوجه  
التوظيفات والاستثمارات المختلفة، فإنه يتعين توفير  
المناخ الاستثماري المشجع والمطمئن والذي  
بإستطاعته جلب وجذب واستيعاب الأموال  
المعروضة.

وهذه الفلسفة الاقتصادية لا يمكن العمل بها  
عموماً إلا في إطار اقتصاد السوق الذي يوفر  
المرونة اللازمة للتعاملات التجارية ويرفع كل  
العقبات الموضوعية من طرف الاقتصاد المخطط.  
وقد أثبتت التجربة التاريخية أن البورصات  
الأكثر فعالية قد ظهرت وتطورت في أحضان الدول  
التي تتبنى اقتصاد السوق. كما أنها شملت كافة  
القطاعات ووضعت لها جميع الآليات والتحكيمات  
الضرورية للقضاء على كل العوائد العالية دون بالغ  
مخاطرة.

وتجدر الإشارة إلى أن بورصات كل من  
الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا العظمى  
واليابان وألمانيا تعكس صورة البورصات الأكثر  
فعالية في العالم. ويمكن الإشارة في هذا الشأن، أن

تعتبر أسواق رؤوس الأموال ومنها أسواق  
القيم المتداولة -الأوراق المالية- من أهم الأماكن  
المالية التي من خلالها يمكن تمويل عملية التنمية.  
ويمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها المكان  
الذي يتم فيه الالتقاء بين الأعوان الاقتصادية الذين  
لديهم قدرات تمويلية، يبحثون عن حسن توظيفها  
وتحقيق العوائد من ورائها، وذلك مع الأعوان  
الأخرين الذين يحتاجون لمثل هذه الأموال لتمويل  
توسعهم أو عجزهم -تمويل طويل طويل الأجل:  
استثمارات المؤسسات الاقتصادية أو تغطية عجز  
الدولة-. وهذه السوق تتكون من سوقين؛ أولهما  
السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة للقيم  
المتداولة لأول مرة. أما الثانية فتدعى بالسوق  
الثانوية أو بورصة القيم المتداولة التي يتم فيها  
التفاوض على الأوراق المالية التي تم إصدارها في  
السوق الأولية. ولا يمكن أن تضطلع هذه الأخيرة  
بمهمتها التمويلية للاقتصاد وبشكل فعال ما لم تكن  
السوق الثانوية نشطة وكفؤة. ومنه، فإن وجود  
بورصة قيم متداولة تصير أكثر من ضرورة وذلك  
قصد تمويل الانطلاقة الاقتصادية لأي مجتمع تحقيقاً  
للتنمية المستدامة.

وبخصوص الجزائر، فإنه من جملة  
الإصلاحات التي قامت بها السلطات العمومية للبلاد  
قصد إحلال الآليات القديمة لتمويل الاقتصاد بالآليات  
حديثة تتماشى وطبيعة النظرة الجديدة أنه تم إحداث  
بورصة قيم متداولة من خلال إصدار العديد من  
النصوص التشريعية والتنظيمية الخاصة بهذه  
المؤسسة والمحيط الذي تعمل فيه كما أنه بعد  
تأسيسها الفعلي شرع في أولى عمليات القبول  
والإدخال بها. بالرغم من ذلك، فإن بورصة الجزائر  
تتسم في الوقت الراهن بالهشاشة كما أن دورها في  
التمويل مازال يتصف بالهامشية.

ولعل واقع الحال هذا، يسمح بالقول أن  
الإرادة السياسية وحدها غير كافية لإنشاء بورصة  
قيم متداولة فعالة وناجحة تتماشى والمتطلبات  
الاقتصادية المعاصرة. ومنه، فإنه ينبغي توافر جملة  
من الشروط الأساسية لقيام بورصة فعالة تسمح  
للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من تمويل توسعها  
وتطورها وكذا تمويل العجز الميزاني للدولة

### ثانيا: الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد

لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، مع العلم أن هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة. وفي هذا الصدد، فإن البلدان المتقدمة، وخاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE)، تحافظ منذ الثمانينيات على معدلات للتضخم ضئيلة نسبيا، تقترب من حدود 3 بالمائة بل وصلت إلى أقل من هذه النسبة، على النحو الذي يسمح للعائلات وكذا الأعوان الاقتصادية صاحبة الفوائض من توظيف قدراتهم التمويلية في القيم المتداولة دون الخوف من مضاعفات ظاهرة التآكل النقدي.<sup>3</sup>

وكحاصل، فإن رفع مستوى المعيشة للمجتمع يسمح برفع حجم الادخار الخاص وعرض رؤوس الأموال التي تبحث على فرص الاستثمار في البورصة. وبالتالي، فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ومنه توجيهه نحو الاستثمار. وإذا كان حجم المدخرات الفردية يرتبط أساسا بمتوسط الدخل الفردي الحقيقي ومنه بالميل للادخار، فإن حجم المدخرات المؤسسية -المؤسسات الاستثمارية والمالية- يتكون مما تم توفيره من احتياطات.

وبالرغم من أن مؤشر ظاهرة التضخم بالجزائر متحكم فيه ويعتبر مقبولا في الأونة الأخيرة، غير أن نسبة كبيرة من الأسر الجزائرية مازالت تزرع دون عتبة الفقر وهو ما يترك الانطباع على الصعوبة العملية للعائلة الجزائرية من أن تساهم في تنشيط بورصة الجزائر من خلال توجيه المدخرات نحوها.

### ثالثا: الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية

بورصات فرنسا كانت تتصف بالضآلة والضييق ذلك لضعفها مقارنة مع مثيلاتها في الخارج، وتم إرجاع ذلك إلى العوامل التالية<sup>1</sup>:

- سيطرة الوساطة المالية في تمويل الاقتصاد - اقتصاد مديونية بمزايا التوسع النقدي لتمويل القطاع الإنتاجي والذي كان يصعب التحكم فيه.-  
- سوق مالية لم تجمع الشروط التقنية لتصير قطب جذب لمنشطي الأصول من بنوك ومستثمرين مؤسستيين.

- بروز ظاهرة التضخم التي تتميز بالتآكل النقدي. وعليه، لم تكن هذه الوضعية لتشجع العائلات من توظيف مدخراتهم في القيم المتداولة.

وانطلاقا من سنة 1986، تفتّح الاقتصاد الفرنسي بشكل واسع على الأسواق الأجنبية كما وضعت سياسة استثمارية جديدة أساسها تسويق الاقتصاد وذلك عن طريق عملية الخصخصة وتطوير عدد من الأدوات المالية لاجتذاب الادخار وتوجيهه نحو القيم المتداولة.

وبناء على ما سبق، فإن اقتصاد السوق يعتبر شرطا ضروريا -لازما وغير كاف- لظهور بورصة قيم متداولة فعالة بالجزائر يمكنها أن تقوم بتأدية المهام المنوطة بها والوظائف الأساسية التي وجدت من أجلها. ومن ثم، فإن واقعا كالذي تعيشه الجزائر والمتسم بهيمنة قطاع اقتصادي عمومي غير ناجع وغياب محيط عام مشجع ومحفز لإنشاء شركات مساهمة خاصة منتجة للسلع والخدمات على النحو الذي تتحقق معه أسباب الرفاه الاجتماعي والتقدم الاقتصادي تعتبر في عمومها مثبتات أمام وجود بورصة قيم متداولة تتصف بالفعالية في تمويل نسيج المؤسسات الاقتصادية المحققة للتنمية الشاملة.

ولعل أبرز ما تتصف به الجزائر حاليا كما أشار إليه المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي في تقريره بشأن الحالة الاقتصادية والاجتماعية للسداسي الثاني من سنة 2000 أن هناك غياب استراتيجي قصيرة،متوسطة وطويلة الأجل بخصوص الانطلاقة الاقتصادية.<sup>2</sup>

semestre", *Le Soir d'Algérie*, Dimanche 22 Avril 2001, p: 02.

3- A.CHOINEL & G. ROUYER, 1996, *Op-cit*, pp: 06-07.

- FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL, *Rapport annuel*, 1996, pp: 55 et suite.

1- A. CHOINEL & G. ROUYER, *Le marché financier : structures et acteurs*, La revue banque éditeur, 6ème édition, 1996, pp: 26 et suite.

2- A. BETTACHE, "Avant -2 conjoncture économique et sociale du second

في القيم المتداولة. ومن ثم، فإن المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية.

ويمكن الإشارة، في هذا الصدد، أن بورصات القيم المتداولة غير الفعالة في البلدان المتخلفة، ومنها في عدد من الدول العربية والجزائر خاصة، تتميز على الخصوص بضعف الصفقات الناجمة عن:<sup>2</sup>

- العدد المحدود للمتدخلين والذين لديهم شبه احتكار لعمليات التفاوض على القيم المتداولة في البورصة.

- غياب الإرادة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة عند من لديهم القدرات التمويلية حيث إنهم يفضلون الاحتفاظ بالسيولة وتوجيهها نحو النفقات الاستهلاكية.

- الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لأنشطتها وتوسعها، بمعنى آخر أنها تقتصر على مساهميتها القدامى.

- تفضيل الاحتفاظ بالقيم المتداولة في محافظ المستثمرين المهمين جدا بهدف تحقيق ريع.

- عدم تنويع الأدوات المالية على مستوى هذه البورصات.

- عدم توظيف الادخار في شكل سندات وذلك إما لأسباب اقتصادية في الحالة التي لا يستطيع فيها معدل الفائدة تغطية التآكل النقدي أو لأسباب دينية حيث إن العديد من المستثمرين في البلدان الإسلامية يمتنعون من توظيف مدخراتهم في السندات لاعتقادهم أن الفائدة تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

وفي الأخير، نشير إلى أن سيطرة عدد محدد من المتدخلين كالبانوك والمؤسسات الكبرى وعدد من الهيئات الأخرى وكذا عدم تنويع القيم المتداولة -أربع قيم بالجزائر فقط وهي أسهم كل من إرياض-سطيف، صيدال وفندق الأوراسي يضاف

يمكن ذكر أبرز معايير حسن سير سوق المنافسة التامة كما يلي:<sup>1</sup>

- العرض الكثيف والطلب الكثيف: ويمكن أن يعرف بوجود عدد كبير من البائعين والمشتريين يتفاوضون حول منتج معين موجود بكميات كافية وذلك قصد تحقيق مستوى الأسعار على النحو الطبيعي الذي يخلو من التأثيرات المصطنعة من احتكار أو مضاربة فاحشة الخ...

- حرية التعامل والعلانية: تتميز سوق المنافسة التامة بصفة حرية التعامل، بمعنى أنها سوق تتمتع بحرية الدخول فيها والخروج منها دون قيود تشريعية أو اقتصادية تهدف للحد من المنافسة. كما أن العلانية ينبغي أن تكون بالإعلام الفوري عن النوع والكم والسعر.

- معيار التجانس: بمعنى تماثل السلع المعروضة وأن تكون لها نفس الصفات.

وبإسقاط المعايير أعلاه على الأنشطة البورصية، فإنه يمكن القول أن بورصات القيم المتداولة الفعالة تتميز بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية. كما يلاحظ أيضا أن كبريات البورصات العالمية هي مفتوحة حتى للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك.

وتجدر الإشارة إلى أن البورصات الأكثر فعالية في العالم تقتصر إلى تجانس الأوراق المالية مجسدة في تعدد المصدرين وكذا تنوع الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات. وعليه، فإن بورصة القيم المتداولة هي سوق رؤوس أموال حيث يتم تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس. وهذا العامل يمثل عنصر جذب للادخار ذلك لأن تنويع الأدوات المالية له مزايا عديدة حيث يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم واتجاهاتهم ومعتقداتهم، وهذا التنوع يعطي للبورصة الأهمية والفعالية المطلوبة. كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور وهذا التنوع في الأدوات المالية يعطيان لبورصة القيم حركية عالية مع تقليص كبير لمخاطر تجميد الادخار المستثمر

2 - Voir: M.ABDAIMI, Le système de financement marocain face au problème de l'endettement, Edition Afrique orient, 1989.

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص ص: 712-658

- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 1995.

1 - A.CHOINEL & G. ROUYER, 1996, Op-cit, p: 53-56.

- F. ROSENFELD, R. HANNOSET & R. SABETIER, Analyse financière et gestion des valeurs mobilières:1- analyse des actions des sociétés, Dunod, 1989, p : 213.

لكن يلاحظ في أغلب بورصات الدول المتخلفة غياب الشفافية في سير المعلومات الاقتصادية، المالية والإحصائية الخاصة بالمؤسسات المقيدة. كما أن مصداقية هذه المعلومات هي في أغلب الحالات منعدمة أو تقتصر على مستوى دوائر محددة، وهو الأمر الذي يقلص من تدعيم الكفاءة الإعلامية لأسواقها البورصية حيث لا تنتشر مختلف المعلومات في المواعيد المطلوبة ولا يتم تقديمها لجميع المتعاملين بالتساوي. ومن ثم، لا تكون لهم نفس الحظوظ. ومنه، لا يتحقق لأسواقها الفعالية ولا تتوفر الحماية المطلوبة للمدخرين وهو الأمر الذي يترك المتعاملين يحجمون أكثر من ذي قبل على استثمار أموالهم في المشروعات الهامة التي بمقدورها المساهمة بفعالية في تحقيق عملية التنمية الشاملة.

#### خامسا: توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة

إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة. ومنه، فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، ذلك لأن مردودية أو ربحية المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لاجتذاب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

ويلاحظ أن الدول المتخلفة قد تكون لديها قدرات تمويلية هائلة لكن لها محدودية كبيرة في فرص الاستثمار المحلي. وفي هذا الصدد، يمكن إرجاع عدم إمكانية توجيه هذه القدرات التمويلية لضعف دور الوساطة المالية المتخصصة في دراسة المشاريع المربحة وكذا الدراسات التقنية لتركيب مثل هذه العمليات التي تقتضي القيام بوساطة بين المدخرين والمستثمرين.

ويلاحظ أيضا أن سوء التنظيم والتشريعات الصماء تفتح المجال أمام عمليات المضاربة وإلى بروز وساطة تتميز بعدم الاختصاص. وهكذا نرى أن المستثمرين العارفين يمتنعون من القيام بعمليات تمويلية على مستوى مثل هذه الأسواق.

وتجدر الإشارة هنا، أن وجود هيئات تمويلية متخصصة في جمع الادخار العام ودراسة وإنشاء المشاريع الاستثمارية وكذا ربط العلاقة بين المدخرين والمستثمرين على النحو الذي يحقق توازن العرض بالطلب تعتبر ضرورة ملحة لحسن

إليها سندات سوناظراك- يمكن أن تكون عوامل تزيد من درجة مخاطرة عدم سيولة الادخار المستثمر المتوسط وطويل الأجل.

وعليه، ولتأمين السيولة العامة لسوق البورصة، فإن المستثمرين التأسيسيين يمكن أن يضطلعوا بدور المنظم عندما تتطور أسعار بعض القيم المتداولة بشكل غير مبرر وغير عقلاني.

#### رابعاً: الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة

تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذا كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار وتسمح بذلك باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعاً لهذه الأسعار.

وبخصوص نظام المعلومات المتعلق بسوق البورصة، فإنه من الضروري التذكير على أن البورصة الفعالة تعني بورصة شفافة بشأن المعلومات. وعليه، فإن الشفافية في سير المعلومات الاقتصادية، المالية والإحصائية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة ومصداقية هذه المعلومات تعتبر شرطاً لازماً لحسن سير بورصة فعالة. ونشير إلى أن البورصة تمثل حالياً أحسن مثال للسوق الشفافة حيث إن كل المتدخلين يملكون معرفة كاملة على السوق ومكوناتها. غير أن الشفافية تبقى الهدف المراد تحقيقه دوماً من طرف السلطات الوصية والوسطاء والمصدرين.

ونشاهد حالياً في البلدان المتقدمة تدعيم الكفاءة الإعلامية لأسواقها البورصية وذلك بنشر المعلومات المختلفة في الأوقات المناسبة وتقديمها لكافة المتعاملين على قدم المساواة حتى تكون لهم نفس الحظوظ وتكون المنافسة حقيقية وبالتالي تحقق لأسواقهم الفعالية وللمدخرين الحماية اللازمة وتشجعهم أكثر من ذي قبل على استثمار أموالهم في المشروعات الهامة للاقتصاد الوطني.

ويذكر أن العديد من البورصات في أوروبا تخصص أيما مفتوحة تتيح الفرصة للجمهور حتى يتعرف عليها عن كثب بكل ما يتعلق بأهميتها وكيفيات عملها. ويكون القصد من وراء ذلك، الإعلام الواسع للجمهور ونشر الثقافة البورصية في الأوساط الشعبية على النحو الذي يحقق جلب وجذب أكبر حجم ممكن من المدخرات وتوجيهه نحو الميادين المختلفة للاستثمارات المنتجة وكذا تغطية العجز الميزاني للدولة.

البورصة من كل الأعباء الضريبية وهو الأمر الذي يحفز كثيرا على تدفق المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

الحد من معدلات التضخم: إن السياسة النقدية المتبعة من طرف الدولة والرامية إلى تحقيق الاستقرار النقدي وذلك من خلال الحد من ارتفاع معدلات التضخم والسيطرة على ظاهرة التآكل النقدي تعتبر جميعها من الآليات والأدوات المحفزة لجلب رؤوس الأموال من المواطنين والأجانب نحو البورصة.

إن استقرار العملة يعتبر عاملا محددًا للمدخر الأجنبي حيث يسمح له بتأمين تحويل صافي أرباحه السنوية إلى بلده الأصلي دون أن تتآكل نقديا كما أنه عند انتهاء المشروع أو انسحابه منه لا يفقد رأس ماله إذا قام بتحويله إلى موطنه الأصلي كذلك.

وفي هذا المقام، فإن التجربة تدل على أن البورصات الفعالة على المستوى العالمي هي تلك البورصات التي تستقطب شركات المساهمة الناجحة وهي تلك البورصات التي تنتمي إلى دول تعتمد على سياسة نقدية صارمة بخصوص التحكم في معدلات التضخم، واتباع منهج تحفيزي يتعلق بمعدلات الفائدة وكذا سياسة ضريبية تتميز بتحفيز المدخرين والمستثمرين على حد سواء.

ولعل من بين أبرز التحفظات التي يمكن ذكرها بخصوص بورصة الجزائر هل أن شركات المساهمة المسجلة في قيد بورصة الجزائر هي من أنجح المؤسسات في الوطن؟ هل بإمكان بورصة الجزائر أن تستقطب المزيد من المؤسسات الاقتصادية الناجحة بغض النظر عن جنسيتها أو حجمها؟ ما مدى قدرة السلطات العمومية الجزائرية من الالتزام بتطبيق سياسة نقدية صارمة بشأن معدلات التضخم والفائدة على نحو يحفز جميع الأعوان الاقتصادية؟ وهل هناك سياسة ضريبية تحفز على الدوام المدخرين والمستثمرين على حد سواء؟

### سابعاً: كيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية

من الضروري أن يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسسي وتنظيمي مرن يسمح لها بالتطور والتكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة من ذلك مدى قدرتها على التأقلم مع مختلف

توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة.

وحتى يتحقق هذا الشرط كذلك، فإن البورصة ينبغي أن تتصف بالمرونة اللازمة على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظفة والمستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس. وهكذا تكون البورصة أداة تهدف إلى تنمية المدخرات وتحفيزها حتى يتم توظيفها واستثمارها من أجل تحقيق أهداف التنمية.

### سادساً: حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية

إن الحصول على عوائد مقبولة لقاء توظيف واستثمار الأموال في البورصة يعد شرطاً أساسياً لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد ممكن من المدخرين.

وهناك من يرى أنه يمكن إرجاع تحقيق هذا الشرط إلى جملة من العوامل أهمها:

- وجود شركات مساهمة ناجحة: إن زيادة عدد شركات المساهمة وانتشارها على مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي وقدرتها الكبيرة على التكيف مع المستجدات واحتلالها لحصة من السوق الوطنية وكذا الدولية، كل ذلك يعطي انطبعا حسنا على مقدرة مثل هذه المؤسسات على استمرارية تواجدها وديمومة حضورها على الساحة وإمكانية توسعها، وتحقيق أرباح وفيرة ومنه توزيعات مرتفعة لحاملي أسهمها. ومن ثم، تزيد ثقة المدخرين لاستثمار أموالهم في مثل هذه المؤسسات.

- رفع معدلات الفائدة: إن السندات المطروحة للاكتتاب العام لا تجد الإقبال المطلوب إلا إذا كانت معدلات الفائدة المطبقة توفر لمن يريد توظيف أمواله في مثل هذه السندات عائدا مرضيا يضمن له أصل ماله الموظف ويحقق له فوائد إيجابية مقارنة مع معدل التضخم.

- التخفيض من الأعباء الضريبية: ذلك لأنه كلما انخفضت هذه الأعباء من الضرائب والرسوم المفروضة على المدخرات المستثمرة والموظفة وكذا عوائدها كلما أدى ذلك إلى زيادة جذب المدخرات وحفزها، ويترتب على ذلك نمو بورصة القيم. نشير إلى أن عددا من الدول تقوم بإعفاء المدخرات الموظفة والمستثمرة عن طريق

المتقدمة تحرص على توفير عامل استقرار القوانين على النحو الذي يساعد على سهولة تدفق رؤوس الأموال دون حواجز أو مخاوف.

وينبغي في نفس الوقت، توفير جهاز تشريعي يمكنه أن يساير الحياة الاقتصادية في تطورها وباستطاعته التكيف والانسجام مع المتغيرات الحاصلة على الحركة الاقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناء على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات بهذه السوق.

#### تاسعا: وجود جهاز مصرفي متكامل

يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات، ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تضطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة من ذلك مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، وكذا التوسط بين عرض السيولة النقدية الفعلية والطلب الحقيقي عليها.

والجهاز المصرفي، ببنوكه التقليدية وبنوكه المتخصصة في الاستثمار والأعمال والبنك المركزي الذي يسيطر على النظام المصرفي بصفة عامة، ينبغي عليه أن يتصف بمرونة عالية وقدرة على مسانعة التطورات الاقتصادية على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات النقدية وكذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات والعمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.

وبموجب ذلك، يمكن توفير المناخ الاستثماري المحفز والذي باستطاعته أن يستوعب كل الأموال المعروضة من خلال مثل هذه المؤسسات المالية.

وكحاصل، فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيطا ماليا يعمل على تعبئة الادخار وترقيته وحسن توجيهه.

وفي الختام، يمكن القول أن هذه الورقة قد جاءت لتجيب على السؤال المطروح في البداية. وقد خلصنا في نهايتها أن أهم الشروط الأساسية الواجب توافرها لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة وناجحة بالجزائر والتي يمكنها تحقيق متطلبات التنمية المستدامة تستدعي عموما ضرورة تسويق الاقتصاد، الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد، الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في

الأزمات مهما كانت طبيعتها، مجالها ووقتها سواء كانت وطنية أو عالمية. وعليه، فإن بورصة القيم المتداولة الفعالة تستطيع الانسجام مع التغيرات الطارئة بفضل تنظيمها الجيد وهياكلها المتينة والمرنة.

وبالتالي، فإن توفر الإطار التشريعي والتنظيمي الملائم يعطي، وبصفة دائمة، إمكانيات استثمارية معتبرة مع تسهيل المعاملات وتوفير الحماية المطلوبة لحقوق المتعاملين. كما أن مرونته العالية للتكيف مع المتغيرات المستجدة وإمكانية سرعة استيعابها تعطيان دفعا قويا لحركة البورصة على الدوام.

كما أنه من متطلبات قيام بورصة قيم متداولة فعالة هو مقدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية وذلك من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسات المسيرة جيدا ومحاولة ترقيتها. في حين أنها تعاقب تلك المسيرة بصورة سيئة وذلك بإجراء عمليات الانضمام، الامتصاص، المراقبة أو التصفية أو حتى إخراجها من قيد البورصة.

#### ثامنا: وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين

يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال الفائضة لدى المدخرين وحسن توجيهها. كما أن وجود هذا الاستقرار يسمح بتطوير البورصات وترقيتها حيث إن ابتعاد الدولة عن ظاهرة الحروب الأهلية أو الحروب مع البلدان المجاورة وكذا التدخل الأجنبي والحكم الديكتاتوري، كل ذلك يساهم في استتباب الأمن الاجتماعي وانتشار السلام. ومن ثم، فإن أصحاب الفوائض يطمئنون على مصير رؤوس أموالهم الموظفة والمستثمرة ذلك لأن الدول في حالة استقرارها السياسي تكون أكثر وفاء بالتزاماتها.

وإذا كان هذا العامل مهما جدا بالنسبة للمدخر المقيم، فإنه يكون بالغ الأهمية بالنسبة لأصحاب الفوائض المالية الأجانب حيث إنهم يجمعون عن توظيف أموالهم واستثمارها في بلد غير مستقر سياسيا وغير آمن.

أما بخصوص استقرار القوانين ووجود جهاز تشريعي مرن، فإن استقرار القوانين يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفعالية في ترقية ونمو سوق البورصة. في حين أن عدم استقرار القوانين وتغيرها الدائم والمستمر قد يؤثر سلبا على حرية تداول القيم المتداولة وتقيدها. وبالتالي، فإن البلدان

الأدوات المالية، الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة، توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية، تكيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية، وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين ووجود جهاز مصرفي متكامل.

وبتحقق جملة الشروط أعلاه، يمكن عندها أن تكون بورصة الجزائر أداة تمويلية فعالة يمكن استعمالها لترشيد الاستثمار والتي تعمل على تحديد المشاريع الاستثمارية المنتجة للسلع والخدمات التي يحتاجها الجزائري حقيقة ولا تسمح لما عداها بالظهور. بمعنى، أن بورصة الجزائر يمكنها أن تكون مكانا ماليا يعكس إلى حد بعيد فعالية التسيير المالي والإداري والاجتماعي لمختلف المشروعات تحقيقا لاستراتيجية التنمية وغاياتها.