

جامعة ابن خلدون تيارت



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير



قسم علوم التسيير

دراسة تقييمية لكفاءة أداء الأسواق المالية

حالة الجزائر

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: إدارة مالية.

الأستاذ المشرف:

د/حواس أمين

إعداد الطالبتين:

● معزوز أم الخير

● عباس وردة

لجنة المناقشة:

رئيسا	أستاذة محاضرة "ب"	د/بوجلة ايمان
مشرفا و مقورا	أستاذ محاضر "أ"	د/ حواس أمين
مناقشا	أستاذة محاضرة "ب"	د/بلعجين خالدية

نوقشت و أحيزت علنا بتاريخ:.....

السنة الجامعية: 2018-2019

شكر و تقدير

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين و الصلاة و السلام على سيد المرسلين محمد عليه أفضل الصلاة وأزكى التسليم و على أهل بيته الطاهرين و صحابته أجمعين.

أما بعد :

نتقدم بحزب شكرنا و فائق تقديرنا و عظيم امتناننا إلى الأستاذ المشرف

" حواس أمين "

الذي نكن له كل الاحترام و التقدير و الذي لم يخل علينا بتوجيهاته القيمة و الهادفة مقتطعا إياها من وقته الثمين و انشغالاته العديدة حيث لم يفوت أي فرصة سانحة لتوجيهنا و مد يد العون لنا، فكان نعم الأستاذ المشرف الحريص على أمانة البحث العلمي التي قادتنا لإتمام هذا العمل .
و نوجه شكرنا الجزيل إلى جميع أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بمناقشة موضوع المذكورة و في الأخير لا يفوتنا أن بأسمى معالي الشكر لكل من قدم لنا يد المساعدة من قريب أو من بعيد بكلمة طيبة أو السؤال عنا.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	البيان
01	شكر و تقدير فهرس المحتويات قائمة الجداول قائمة الأشكال المقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة أسواق الأوراق المالية
08	تمهيد
09	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية
09	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
11	المطلب الثاني: أقسام سوق رأس المال.
11	أولاً: الأسواق العاجلة
12	أ- السوق الأولي
12	ب- السوق الثانوي
15	ثانياً: الأسواق الآجلة
15	المطلب الثالث: الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال
16	أولاً: تعبئة المدخرات
16	ثانياً: الاحتفاظ بالثروة
16	ثالثاً: توفير السيولة
16	رابعاً: توفير تمويل الاستثمار
17	خامساً: تخفيض المخاطر وإرشاد والمستثمر
17	سادساً: تحقيق الاستقرار الاقتصادي
17	سابعاً: كفاءة تخصيص الموارد
17	المبحث الثاني: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية

18	المطلب الأول: مفهوم واستخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية
18	أولاً: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية.
19	ثانياً: مزايا سوق الأوراق المالية .
20	ثالثاً: الاستخدامات الأساسية لمؤشرات بورصات الأوراق المالية.
22	المطلب الثاني: المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية
22	أولاً: أسس بناء المؤشر.
23	ثانياً: أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
25	المطلب الثالث: مؤشرات البورصات العالمية
25	أولاً: المؤشرات شائعة الاستخدام في البورصات الأمريكية
26	ثانياً- بعض المؤشرات الأخرى لأسواق الأوراق المالية الأمريكية.
27	ثالثاً- المؤشرات شائعة الاستخدام في الدول الأوروبية والآسيوية
28	رابعاً - أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية
30	المبحث الثالث: ماهية كفاءة سوق رأس المال
30	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق رأس المال
32	المطلب الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية
32	أولاً: المستوى الضعيف
32	ثانياً: المستوى المتوسط
32	ثالثاً: المستوى القوي
33	المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق رأس المال.
35	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: تشخيص الاقتصاد الجزائري	
37	تمهيد
38	المبحث الأول: واقع تنافسية الاقتصاد الجزائري
38	المطلب الأول: تشخيص واقع الاقتصاد الجزائري وقدراته التنافسية
38	أولاً : تشخيص الوضعية الحالية للاقتصاد الجزائري
42	ثانياً : واقع تنافسية الاقتصاد الجزائري حسب تقرير التنافسية العالمي
46	المطلب الثاني: سياسات تحسين القدرة التنافسية للاقتصاد الجزائري

49	المبحث الثاني: الوضع الاقتصادي للجزائر في التسعينيات
50	المطلب الأول: اتفاق الاستعداد الائتماني ماي 1989
51	المطلب الثاني: اتفاق الاستعداد الائتماني جوان 1991
53	المطلب الثالث: اتفاق الاستعداد الائتماني أبريل 1994
54	المطلب الرابع: اتفاق التصحيح الهيكلي ماي 1995- ماي 1998
55	المبحث الثالث: الوضع الاقتصادي للجزائر في الألفية
56	المطلب الأول: سياسة الإنعاش الاقتصادي 2001-2004
56	أولا: محتوى وأهداف برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)
57	ثانيا: مقومات برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)
59	ثالثا: نتائج برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)
60	المطلب الثاني: برنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009)
60	أولا: مضمون ومقاصد البرنامج التكميلي لدعم النمو
62	ثانيا: مخصصات مختلف البرامج الفرعية للبرنامج التكميلي لدعم النمو
63	ثالثا: نتائج البرنامج التكميلي (2005-2009)
63	المطلب الثالث: برنامج التنمية الخماسي (2010-2014)
64	أولا: فحوى برنامج التنمية الخماسي (2010-2014)
64	ثانيا: أهداف وآفاق البرنامج الخماسي 2010-2015
66	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر و كفاءته
68	تمهيد
69	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في الجزائر
69	المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية
69	أولا- عرض بورصة الجزائر
80	ثانيا -المتدخلون في بورصة الأوراق المالية في الجزائر
73	المطلب الثاني:تنظيم بورصة الأوراق المالية في الجزائر و الهيئات المنظمة لها
84	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة و آلية عمل البورصة الجزائرية
84	1- الأدوات المالية و طرق قيدها في البورصة الجزائرية

85	2- أسواق بورصة الجزائر
87	3- آلية عمل البورصة الجزائرية
92	المبحث الثاني: تحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر
92	المطلب الأول مؤشرات أداء سوق الأسهم
99	المطلب الثاني تحليل نشاط السوق السندي
108	المطلب الثالث: تحليل سوق التداول لسندات الاستحقاق الشبيهة بالخبزينة (O.A.T)
110	المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر
110	أولاً: العوامل الداخلية
112	ثانياً: العوامل الخارجية
116	خلاصة الفصل
118	الخاتمة قائمة المراجع الملخص

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
39	تطور مؤشرات التوازن الداخلي و الخارجي للاقتصاد الجزائري للفترة 2000-2011	(1.2)
42	ترتيب الجزائر في تقرير التنافسية العالمي للفترة 2011-2012 و 2012-	(2.2)
51	سعر الصرف الدولار الأمريكي بالدينار الجزائري خلال فترة 1986-1991	(3.2)
59	تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية خلال عامين 2000-2004	(4.2)
93	تطور نسبة رأس مال السوق من 1999-2014	(1.3)
97	تطور نسبة التداول و معدل الدوران من 1999-2014	(2.3)
105	تطور أداء سوق السندات من 1999-2014	(3.3)

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
85	التوزيع القطاعي السنوي لبرنامج دعم الإنعاش الاقتصادي(2001-2004)	(1.2)
77	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة	(1.3)
78	الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم	(2.3)
89	مواقيت و طريقة التسعير في بورصة الجزائر	(3.3)
87	عملية شراء و بيع السندات في البورصة الجزائرية	(4.3)
95	تطور معدل رأس المال السوقي في أسواق مالية ناشئة مختارة.	(5.3)
96	تطور عدد الشركات في بورصة الجزائر	(6.3)
100	تطور الإصدارات في بورصة الجزائر من 1999-2014	(7.3)
109	تطور القيمة المتداولة لسندات الاستحقاق الشبيهة بالخبزينة خلال الفترة(2008-2014)	(8.3)

المقدمة

المقدمة

إن متطلبات التطور الاقتصادي أدت إلى زيادة الحاجة الملحة إلى رؤوس الأموال من أجل تغطية هذا التطور، باعتبار أن رأس المال يعد المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية، فإن الأسواق المالية تعد أهم آلية لجلب و حشد الموارد المالية من أجل توظيف و تمويل المشاريع الاستثمارية لتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، حيث تجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية و أولئك الذين يعانون من العجز المالي.

و بالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تعد مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، وذلك من خلال الدور الذي تلعبه في تعبئة المدخرات بهدف الاستثمار، و التكييف مع التحولات العالمية الراهنة، و بذلك تشكل البورصة آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية و توظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال شراء الأفراد و الشركات لما يتداول في هذه الأسواق من أدوات مالية، فهي حلقة الوصل بين قطاع المستثمرين و قطاع المدخرين.

و قد باتت قضية إرساء أسس لتطوير و تفعيل أسواق المالية تستحوذ اهتماما لعدد من الاقتصاديين و المؤسسات المالية الدولية و الإقليمية، لذا تبرز أهمية تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية ، و الذي يستخدم كمرجع للدول لتقييم ذاتها ومقارنة وضعها مع الدول الأخرى ، من أجل إعطاء الأولويات إلى العوامل الأخرى ، التي تساهم في تحسين أداء النظام المالي ، وتطوير أسواق أوراقها المالية في الاقتصاديات المتقدمة و الناشئة.

و المتبع للتطورات الكبيرة التي يعرفها الاقتصاد العالمي ، يمكنه أن يسجل و بوضوح التزايد الكبير لأهمية الأسواق المالية ، حيث أن الانتقال التدريجي و المستمر لمعظم الدول نحو اقتصاد السوق بما يحمله من تغيرات على مستوى المعاملات الاقتصادية و المالية، الحرية التجارية، و حرية انتقال رؤوس الأموال ، أدى إلى ازدياد دور أسواق رؤوس الأموال من أجل استقطاب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية، خاصة في ظل التطورات التكنولوجية الكبيرة ، التي أسقطت الكثير من الحواجز حيث أصبح التداول و عقد الصفقات و تنفيذها يكون عالميا و في وقت قياسي.

و في هذا الصدد ، نشير إلى أن دول العالم الثالث تواجه قصورا في حجم المدخرات، لتغطية الحجم اللازم و الضروري من الاستثمارات، لتحقيق معدلات النمو الاقتصادي التي تستهدفها، و يرجع ذلك العجز إلى أسباب عديدة يتعلق بعضها بضعف الوسائل المتاحة و البعض الآخر بالسياسات الاقتصادية المعتمدة، بحيث نجد أن معظم هاته الدول تعتمد سياسات التدخل الحكومي في الحياة الاقتصادية.

وعليه فإنه و في إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاما على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية و المحافظة على مكانتها أن تولي اهتماما كبيرا لأسواق المال، و تعمل على تطويرها و عصرنتها على جميع المستويات، الإدارية، التنظيمية، التشريعية، إلى جانب العمل زيادة و تنوعا لأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد و تطوره و نمو سوق رأس المال و زيادة كفاءته. فمن الناحية النظرية، حيث يعتبر السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت هذه المعلومات متعلقة بأحداث التاريخية أو الحالية، أو المستقبلية عامة أو خاصة، كما يعتبر السوق كفاءا عندما يضم عددا كبيرا من المتعاملين الذين يتصفون بالرشد، و الذين يرغبون في تعظيم عوائدهم.

و نتيجة لرفع القيود في عدد كبير من الاقتصاديات و انفتاحها و سيطرة الرأسمالية العالمية، يبقى وجود و تطوير أسواق الأوراق المالية ضرورة حتمية خاصة بالنسبة للدول النامية و التي من بينها الجزائر.

و الجزائر تعد من الدول النامية التي سعت إلى اعتماد سوق للأوراق المالية كأداة أملتها عليها الظروف الاقتصادية من خلال تبنيها الإصلاحات الاقتصادية و مالية، بغية توجيهها إلى تحرير اقتصادها و بداية التخلي من هيمنة القطاع العام و فتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة.

و هكذا نبرز الحاجة إلى وجود أسواق تتسم بكفاءة عالية من أجل تحقيق الأهداف المرجوة على رأسها التطور الاقتصادي.

الإشكالية:

من خلال ما سبق نلخص إلى طرح الإشكالية التالية التي ستكون منطلق لدراستنا:

- ما مدى كفاءة أداء الأسواق المالية في الجزائر؟

بالإضافة إلى مجموعة من الإشكاليات الفرعية، و التي سنحاول الإجابة عنها في دراستنا هذه:

- كيف يتم تقييم أداء الأسواق المالية و كفاءتها؟

- ما هو واقع الاقتصاد الجزائري؟

- على أي أساس يتم تقييم الأسواق المالية حسب المؤشرات المستخدمة في التقييم؟

الفرضيات:

بغرض تقديم إجابات أولية على التساؤلات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التي سنختبر

مدى صدق محتواها في بحثنا هذا و التي تكون على النحو الأتي:

الفرضية الأولى: استنادا إلى عدد من المؤشرات يمكننا معرفة مدى كفاءة أي سوق من أسواق رأس المال.

الفرضية الثانية: بناء على معطيات تتعلق بالاقتصاد الجزائري تبين أن هذا الأخير يتميز بأداء اقتصادي متواضع و هيكل اقتصادي متخلف بما في ذلك النظام المالي.

الفرضية الثالثة: نتوقع بناء على عدد من المؤشرات أن الأسواق المالية في الجزائر، تتميز بكفاءة متواضعة ربما بسبب الهيكل المتخلف و الفتي للنظام المالي ككل.

أسباب اختيار الموضوع:

إن من بين الأسباب التي أدت إلى اختيارنا لهذا الموضوع هي:

- كون الموضوع يندرج ضمن التخصص الدراسي.

- نظرا لما لهذا الموضوع من أهمية -البورصة- و التي تعتبر مهمة لاقتصاد أي دولة.

- يندرج الموضوع في إطار المواضيع المتجددة و القابلة لإعادة الاختبار دوما.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في إبراز كفاءة أداء الأسواق المالية من حيث توفيرها للموارد المالية في

الاقتصاد، من أجل القيام بالنشاطات الاقتصادية الجديدة.

خصوصية بورصة الجزائر التي تعد من البورصات الناشئة التي لم تحظ بقدر كبير من الدراسات و الأبحاث.

أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي في هذا البحث إظهار كفاءة أداء الأسواق المالية في الجزائر؛ كما يمكن الوصول في هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:
- القيام بمعرفة مفاهيم الأسواق المالية بشكل عام و البورصة بشكل خاص.
- الوقوف على أهم التطورات الحاصلة في بورصة الجزائر مع إبراز العراقيل التي تواجهها وتقييم أدائها خلال فترة الدراسة.

حدود الدراسة:

إن الطبيعة التي يتميز بها موضوع دراستنا هي الأسواق المالية ، بالإشارة إلى السوق المالي الجزائري، و بذلك يمكن تحديد المكان بالسوق الجزائري أو ما يعرف ببورصة الجزائر.
أما بالنسبة للإطار الزمني فالدراسة تناولت البورصة الجزائرية خلال الفترة (1999-2014) عن طريق عرض للإحصائيات المتعلقة بها.

المنهج المستخدم في الدراسة:

استخدمنا في هذه الدراسة المنهج الوصفي عند التطرق إلى استعراض مختلف المفاهيم المرتبطة بالأسواق المالية و مدى كفاءتها و عرض نشأة و تطور السوق المالي الجزائري ، كما اعتمدنا على المنهج التحليلي المناسب لتحليل و تشخيص اقتصاد الجزائر و علاقته بالسوق المالي الجزائري وكذا تحليل أدائه .

الدراسات السابقة:

لا يمكن إحصاء كل الدراسات في هذا المجال ، ومن أهم ما تم الاطلاع عليه نذكر:
- عبادي نسيمة "فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد دراسة حالة الجزائر" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة الجزائر، 2004:

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم وضع السوق المالية في إطار تحفيز المؤسسات و النشاط الاقتصادي ككل على الازدهار أو العكس مع التشخيص العام لوضعية الاقتصاد الجزائري. توصلت هذه الدراسة إلى فعالية أسواق الأوراق المالية لا يمكن أن تتحقق إلا إذا توفرت لها الشروط اللازمة لنجاحها، كما نعد أداة تمويلية فعالة تسمح بترشيد الاستثمار، و من هنا تم إنشاء بورصة الجزائر كضرورة حتمية قصد انطلاقة اقتصادية من أجل تحقيق عملية التنمية الشاملة.

هذه الدراسة ركزت على الإطار النظري للأسواق الأوراق المالية و السوق المالية الجزائرية دون تشخيص وضعيتها و دورها في الاقتصاد.

- بوكساني رشيد "معوقات الأسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 2005/2006:

هدفت الدراسة إلى البحث عن المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية عربية فعالة، وذلك من خلال تبيان أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تطويرها، حيث قسم الباحث هذه الدراسة إلى بابين، الباب الأول حول الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية، تحث فيها الباحث عن الملامح الأساسية للأسواق المالية و عن كفاءتها و مؤشراتهما و أثر العولمة عليها ليختم الباحث الباب بالحديث عن أهم أسواق الأوراق المالية المتقدمة و الناشئة، أما الباب الثاني فخصصه الباحث لدراسة واقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها.

و توصلت الدراسة إلى أن أسواق الأوراق المالية العربية تفتقر لتشريعات و نصوص واضحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين، و أن معظمها تعاني من عدم تجانس القوانين التشريعية و التنظيمية و عدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول و أنظمتها، أما بالنسبة لأثر الربط بين البورصات العربية، لاحظ الباحث أنها خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات حيث لم يزد حجم التعاملات بين الأسواق الموقعة على اتفاقيات التعاون.

- فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع و آفاق، رسالة ماجستير (غير منشورة) كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 2002/2003.

هدف الباحث إلى:

- التعرف على الأسواق المالية.

- معرفة واقع و آفاق بورصة الجزائر.

خلص الباحث إلى:

- تلعب البورصة دورا هاما في الاقتصاد من خلال تعبئة الادخار بتقريب الأشخاص ذوي فائض في الأموال و أولئك الذين بحاجة إليه.
- جاءت بورصة الجزائر كنتيجة حتمية لسلسلة الإصلاحات التي عرفتها البلاد إبتداء من سنة 1988.

خطة و هيكل البحث:

من أجل الإجابة عن الإشكالية و الإشكاليات الفرعية و للإحاطة بكل الجوانب المتعلقة بالدراسة، جاءت خطة هذه الدراسة لتشمل عرض و تحليل و مناقشة البحث من خلال مقدمة عامة و ثلاثة فصول و خاتمة.

- حيث تناولنا في الفصل الأول الإطار النظري لكفاءة أسواق الأوراق المالية، بداية بالمفاهيم العامة حول أسواق الأوراق المالية من خلال التطرق إلى مفهومها، أقسامها تم مختلف الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية من تعبئة المدخرات، زيادة الثروة توفير السيولة، تخفيض المخاطر و تحقيق الاستقرار الاقتصادي، هذا في المبحث الأول.

أما المبحث الثاني فتناولنا فيه مؤشرات أداء أسواق المالية بداية بمفهومها ثم المتغيرات الأساسية لها فمؤشرات البورصات العالمية.

وبليه المبحث الثالث الذي تم تخصيصه لكفاءة سوق رأس المال من خلال التطرق غلى مفهومها، مستوياتها ثم متطلباتها.

- و قدمنا في الفصل الثاني تشخيصا للاقتصاد الجزائري، ذلك من خلال التطرق إلى واقع تنافسية الاقتصاد الجزائري ثم الوضع الاقتصادي للجزائر في التسعينيات فالوضع خلال الألفية.

- أما الفصل الثالث فخصصناه لواقع سوق الأوراق المالية في الجزائر و كفاءته، إذ تطرقنا إلى سوق الأوراق المالية في الجزائر، نشأتها، تنظيمها و الهيئات المنظمة لها ثم قمنا بتحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر و كذا معوقاتهما.

الفصل الاول:

الإطار النظري لكفاءة

أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

تمثل أسواق الأوراق المالية إحدى الركائز الهامة في النظم المالية الحديثة التي تعد حجر الزاوية في عملية التنمية الاقتصادية لدى الدول النامية، حيث أثارت هذه القضية اهتمام الأكاديميين و الممارسين في هذا الحقل بدرجة أثرت معها الأدبيات النظرية و الدراسات التطبيقية التي تناولت هذا الموضوع.

و تشهد أسواق الأوراق المالية تطورا هائلا و تقدما ملحوظا يمس عدة جوانب متعلقة بها، فيشهد توسعا كبيرا من حيث عدد ، حجم و نوع الأدوات المتداولة، و تقدما من ناحية استخدام التقنيات العالية الجودة من أجل رفع كفاءة و أداء هذه الأسواق لتصل إلى أهدافها الاقتصادية و التي تتمثل في تشجيع التخصيص، و كذلك حيابة المعلومات و نشرها، إضافة إلى أنها تقلل من تكلفة تعبئة المدخرات، فتسهل بذلك الاستثمار، فضلا عن ذلك يمكن لأسواق الأوراق المالية أن تعزز مراقبة الشركات من أجل تعزيز النمو الاقتصادي.

و تأسيسا على ما تقدمنا به سوف نتطرق في هذا الفصل إلى ما يلي:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: ماهية كفاءة سوق رأس المال.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية

تحتل الأسواق المالية درجة عالية من المكانة والأهمية في اقتصاديات دول العالم ، و بالرغم من تشابهها مع الأسواق الأخرى في عملية البيع والشراء من خلال الصفقات التبادلية إلا أنها تختلف في نوع السلعة التي تتعامل بها والسرعة في إتمام الصفقات ، الوظائف التي تقوم بها ، أثارها على الاقتصاد المحلي والعالمي والتنوع في مجالات الاستثمار.

ولعل أكبر مهمة تقوم بها الأسواق المالية هي تسهيل عملية تمويل المشاريع الاستثمارية من خلال نقل الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض من أفراد ومؤسسات وحتى حكومات أحيانا ، إلى أصحاب العجز سواء كانوا أفراد أو مؤسسات أو حكومات ، حيث يتمكنون من تمويل خططهم ونفقاتهم الاستثمارية .

ونحاول هنا أن نقدم باختصار تصورا عاما حول مفهوم الأسواق المالية، وأقسامها وكذا الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية.

يطلق على سوق الأوراق المالية عدة أسماء ، فالبعض يسميها سوق الأسهم والسندات أو سوق القيم المنقولة ، ويسميها البعض " سوق رأس المال" باعتبارها مصدر الأموال لتمويل مختلف المشاريع ، كما يطلق عليها آخرون اسم " سوق الأموال المتوسطة وطويلة الأجل" ، تميزها لها عن السوق النقدية وهي سوق الأموال قصيرة الأجل وعلي هذا الأساس فقد تم تقديم عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية، نذكر منها:

1 - هي مكان اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة ومحترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع¹

2- هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات وقد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسمسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة

¹ محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع القاهرة-مصر-1992، ص272.

الحاسوب كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فيتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية¹.

3- هي سوق منظمة تجري فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح²

ومن ذلك يتضح بأن الأوراق المالية أسواق خاصة يتم من خلالها تبادل تلك الأدوات أو الأوراق شأنها في ذلك الشأن كأي سلعة أو أي خدمة أخرى بفارق وحيد يتمثل في أنها تعد أسواق أكثر كفاءة وتنظيماً من الأسواق العادية الأخرى وبالتالي فهي تشكل القناة التي يتم من خلالها تدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين والعكس صحيح وعليه تعتبر البورصة من أهم الأسواق المنظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية المختلفة، وتحقق صلة بين المدخرين والمستثمرين بواسطة سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين، الذين يعملون على تدفق الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.

ومن خلال مجموعة التعاريف السابقة، يمكن القول أن الأسواق المالية تتسم بمجموعة من الخصائص باعتبار أنها أسواق بيع وشراء الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق النقدي وسوق رأس المال، على أساس كون الموجودات التي يتم تداولها في كل منها طويلة أو قصيرة الأجل، وعليه يمكن تلخيص هاته الخصائص فيما يلي³:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان، هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تنير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

¹ ضياء مجيد مساوي، البورصات أسواق المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2005، ص 6-7.

² الميلودي سعاد، متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، 2017، ص 68.

³ جمال جويدان الحمل، الأسواق المالية و النقدية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان -الأردن-، 2002، ص 56.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة، حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة ممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت .
- الاستثمار في السوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

المطلب الثاني: أقسام سوق رأس المال.

تنقسم أسواق رأس المال إلى عدة أقسام حسب المعيار المعتمد حيث يختلف هذا الأخير من معيار الزمن إلى المعيار الجغرافي..... إلى غير ذلك.

فأسواق رأس المال تنقسم حسب معيار الزمن إلى أسواق عاجلة و أسواق أجلية، حيث تنقسم الأسواق العاجلة إلى جملة من الأقسام هي الأخرى من السوق الأولي و الثانوي بنوعية المنظم¹ و الغير منظم(ثالث،رابع).

أولاً: الأسواق العاجلة.

و هي الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم و السندات و يطلق عليها أحيانا أسواق الأوراق المالية، و يتم خلالها تبادل انتقال ملكية الورقة المالية عند إتمام الصفقة و دفع قيمة الورقة أو جزء منها، و عليه فإن الأسواق الحاضرة أي الأسواق العاجلة هي أسواق الأوراق المالية طويلة الأجل أي يتم تسليم و استلام ما تم التعاقد عليه مباشرة بعد إتمام الصفقة حيث يتم عقد الصفقات و إبرامها و كذا تنفيذها، و تتضمن الأسواق العاجلة السوق الأولي و الثانوي.

¹ حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية-بورصة الأسهم و السندات المالية-، دار زهران للنشر و التوزيع، 2010، ص33.

أ- السوق الأولي:

هو سوق مخصص للإصدارات الجديدة من الأوراق المالية و هي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو التعامل معها عند إصدارها لأول مرة، حيث يتم بيع الأسهم و السندات في مقابل نقدي، تذهب حصيلتها إلى الجهات و الشركات المصدرة لهاته الأوراق.

و تهدف هذه الأسواق إلى تسهيل مهمة الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع حديثة التأسيس و هو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية هو مصدرها الأصلي و يتم تداول الأوراق المالية بأسلوبين:

الأسلوب الأول: الطرح لتداول العام.

هو طرح الإصدارات الجديدة لعامة المستثمرين سواء كانوا أفراد أو شركات.

الأسلوب الثاني: الطرح لتداول الخاص

هو الدعوة المباشرة، إذ يقوم المستثمر الرئيسي بدعوة بعض الوحدات أو الشركات مثل شركات التأمين، وحدات الضمان الاجتماعي، شركات الرأسمالية للمساهمة¹ في الإصدارات الجديدة لشركات حديثة التأسيس.

إذا السوق الأولى هو السوق الذي تطرح فيه للجمهور أوراق مالية جديدة و يكون ذلك عن طريق مؤسسات متخصصة تسمى بنوك الاستثمار تشكل جسر الوساطة بين البائع أو المصدر للورقة و بين مشتريها و تقوم الجهة المصدرة بالاتصال المباشر أو باستخدام أسلوب المزاد العلني من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم العطاءات ذات الأسعار الأعلى ثم العطاءات ذات الأسعار الأقل، و هكذا تتواصل عملية تداول الأوراق المالية بين الجمهور، و لكن تتم عملية التداول هاته في الأسواق الثانوية.

ب-السوق الثانوي:

أو ما يعرف بسوق تداول الأوراق المالية، و هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية بين المستثمرين، و تشمل تداول هاته الأوراق في السوق الثانوية للبيع

¹ محمد آدم، أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ، العدد59، بيروت، 2001، ص106.

و الشراء بين حاملها أو أي مستثمر آخر لذا الملاحظ في هذا السوق أن محصلة البيع لا تذهب إلى مصدر الورقة ، إنما تذهب إلى حاملها الذي يحصل على ناتج عملية البيع ،ربحا أو خسارة و هكذا يمكن تعريف الأسواق الثانوية على أنها :

الإطار الذي يتم فيه إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى و الجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون أحيانا كثيرة أهم من السوق الأولية ،حيث إذا كانت هذه الأخيرة تتيح للمستثمرين الحصول على ما يحتاجون من الأموال فإن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة¹ لجملة الإصدارات فبدون هذه السوق يضطر الحملة للاحتفاظ بما لديهم من الأدوات المالية حتى ميعاد استحقاقها و بالتالي فإنها بالرغم من كونها استثمارا ماليا بحتا ،إلا أنها تسهل من تمويل الاستثمار الحقيقي وعليه فالسوق الثانوية توفر جملة من الوظائف نتذكر منها :

1. تحديد سعر عادل للأوراق المالية محل التداول فيما يسمى بعملية استكشاف السعر.
2. إتمام المعاملات عند ذلك السعر بسرعة و يسر " توفير السيولة "
3. المساعدة على إتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة، وتنقسم السوق الثانوية إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة.

ب-1- الأسواق المنظمة :

و هي الأسواق التي يتم من خلالها بيع و شراء الأوراق المالية عن طريق المزادات و يقوم السماسرة في هذه الأسواق بالتعامل نيابة عن المستثمر مقابل الحصول على عمولة و هذه الأسواق هي البورصات بالمعنى المعروف و لهذه السوق خصائص نذكر منها:

1. يوجد لها مكان محدد لبيع و شراء الأوراق المالية .
2. توجد لها إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية .
3. يتم تسجيل الأوراق المالية وفقا لقواعد معينة يرجع ذلك لسوق الأوراق المالية أي البورصة فهي المنوطة بها إصدار شهادات نقل ملكية الأوراق.

¹ صالح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة-دراسات نظرية و تطبيقية-، دار الآداب للنشر و التوزيع،الإمارات،1998،ص 120.

ب-2- الأسواق غير المنظمة:

يطلق على المعاملات التي تجرى خارج السوق المنظم ، فهي سوق تختص بالأوراق المالية سواء مسجلة أو غير مسجلة في البورصة و ليس هناك مكان محدد لعقد الصفقات فيها حيث يتم التعامل من خلال شبكة معقدة من الاتصالات الفورية من وسائل الاتصال الإلكتروني التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين و يتحدد سعر الورقة في السوق غير المنظم عن طريق التفاوض ، و عادة ما تسبق عملية التفاوض هذه الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار و يتضمن السوق الغير منظم أسواق فرعية أخرى تتمثل في السوق الثالث و الرابع.

ب-2-1- السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث قطاع من سوق غير المنظم ، الذي يتكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة و إن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق ، و هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق و بأي كمية مهما كبرت أو صغرت ، و كما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة .
أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات و حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية¹.

ب-2-2- السوق الرابع:

يوجد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، و ذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة.

يتم اللقاء بين البائعين و المشترين من خلال وسيط العمل لإتمام الصفقة و يساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب.

و يعتبر السوق الرابع منافس شديد لغيره من الأسواق المنظمة و الغير منظمة لكونه يتعامل في الأسواق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة و كذلك غير مسجلة فيها، هذا من جهة و من جهة ثانية يتمتع السوق الرابع بانخفاض عمولات السمسرة مقارنة بالسوق الثالثة و غيره من الأوراق.

¹ عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية لأسواق المالية و ارتباطها باقتصاد المعرفة، ورقة بحثية ،مقدمة في مؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول، الاقتصاد الافتراضي و المعرفة و التنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان-الأردن-، خلال 16-18 مارس 2015.

ثانيا: الأسواق الآجلة :

وهي الأسواق المستقلة و تتميز بالعمليات طويلة الأجل، حيث يتم عقد الصفقات و إبرامها دون تسليم أو استلام المنتجات المتعاقد عليها و لا يتم إلا بعد فترة زمنية يتم الاتفاق عليها مسبقا. العقود الآجلة تسمح للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل "سلف ، سندات ، دين ، عملات صعبة ، أسهم ، مؤشرات البورصات.... الخ " أين يكون الهدف إما الحد من المخاطر، و إما المضاربة على تغيرات الأسعار.

و تمثل أسواق العقود الآجلة أسواق الاختيار، و هي تسمح بحماية المستثمرين من المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار، كما تسمح للمضارين بتحقيق أرباح رأسمالية.

حيث يعرف الخيار بأنه اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه و بسعر محدد، و لكن إذا رغب المشتري في ذلك. و هو بمثابة خيار المشتري للمتاجرة¹.

و الخيار للشراء يسمى خيار الشراء، و الخيار للبيع يسمى خيار البيع أما المستقبل الذي يتم تحديد تاريخ انتهائه حسب الاتفاق فيسمى تاريخ الانتهاء . أما السعر المحدد فيعرف بسعر التنفيذ.

المطلب الثالث: الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال.

بعد ما تطرقنا في المطلبين السابقين إلى ماهية أو مفهوم أسواق رأس المال وكذا تصنيفاتها، أو أقسامها نتناول في هذا المطلب السبب أو الدور الاقتصادي لسوق رأس المال، حيث يقوم بالعديد من الوظائف التي ترتبط بتنشيط ونمو الاستثمار بما يتماشى ويتناسب ودرجات المخاطرة والمنافسة القائمة على آلية السوق.

ومن بين أهم وظائف سوق رأس المال نجد: تعبئة المدخرات، زيادة الثروة، توفير السيولة، توفير التمويل اللازم، تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر، تحقيق الاستقرار الاقتصادي و كفاءة تخصيص الموارد.

¹ فيصل محمد الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية و العلمية-، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص45.

أولاً: تعبئة المدخرات

كما سبق الذكر عن مفهوم سوق رأس المال فهي تنظيم يقوم بنقل الأموال من أصحاب الفوائض إلى وحدت العجز بهدف استثمار هذه الأموال وتحقيق أرباح للمستثمرين والمدخرين، وهكذا يعمل المدخر على زيادة المدخرات و هو الذي ينعكس على ارتفاع النمو الاقتصادي وتحسين مستوى المعيشة .

ثانياً: الاحتفاظ بالثروة

إن الهدف الأسمى الذي يصبو إليه كل من المقرضين والمستثمرين هو زيادة الثروة بأمان ،حيث تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات التي توفرها على القيام بدور مخزن القيمة أو الثروة حيث يسعى المدخر إلى اختيار أحسن أسلوب للاحتفاظ بمدخراته وحتى تعظيمها ،حيث تتسم الأدوات المالية المستعملة في سوق رأس المال بأنها لاتعرض للإهلاك وتولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بها وبالتالي زيادة العائد في الأصول المالية و زيادة الثروة "المدخرات" ومن ثم زيادة الاستثمار .

ثالثاً: توفير السيولة.

من أهم الوظائف التي تقوم بها أسواق الأوراق المالية هي توفير السيولة بمعنى إمكانية تسهيل الأوراق أو الأدوات المالية وتحويلها بسرعة إلى نقدية سائلة في حالة رضى مالك هاته الأدوات بالسعر السائد في السوق ومن ثم حرية الانتقال من استثمار يراه المالك غير مجدي إلى آخر يرغب فيه عن طريق التنازل عن هذه الأدوات مقابل السيولة أو السعر سائد وفقا لقواعد ونظم السوق¹.

رابعاً: توفير تمويل الاستثمار

طرح المنشآت للأوراق المالية يؤدي إلى الحصول على التمويل اللازم للاستثمار وبالتالي نجد أن سوق رأس المال تعمل علي توفير التمويل المناسب للاستثمار ، ويتميز التمويل الذي توفره أسواق رأس المال للمشاريع الاستثمارية باستعمال الأوراق أو الأدوات المالية طويلة الأجل ،وهكذا نجد أن المصدر غير ملزم باسترجاع الأدوات المالية بل إن أراد المالك للأداة أو مشتريها بالتنازل عنها في سوق رأس المال بيعها لشخص آخر.

¹ زينب حسني عوض الله، اقتصاديات النقود و المال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص 269-270.

خامسا: تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر.

يسعى أي مستثمر إلى تحقيق العوائد بأقل خطر ممكن وبالتالي نجد أن سوق رأس المال تعمل على تمكينه من بناء محفظة استثمارية تتميز بالتنوع في أوراقها المالية بين مختلف القطاعات والمنشات وحتى المستويات من محلي ودولي، بما يتيح فرصة أكبر للعوائد مقابل مخاطر قليلة أو منخفضة .

سادسا: تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

تعتبر أسواق رأس المال أداة تشتغل حيزا مهما في السياسة الاقتصادية التي تجعل الحكومة تؤدي مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي ، فالتحكم في معدلات الفائدة والتأثير فيها سيساعد على تجنب ظاهري الكساد والتضخم ، وبالتالي التحكم في مستويات الاقتراض والاستثمار للاقتصاد ككل .

سابعا: كفاءة تخصيص الموارد.

إن السوق التي تحضى بإحداث معادلة متوازنة بين العائد والمخاطرة بزيادة توفر المعلومات فيها وتحسين التخصيص الأمثل للاستثمارات ، وبالتالي الكفاءة في تخصيص الموارد .

المبحث الثاني: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية.

تطرقنا في المبحث السابق إلى مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية وتعرفنا على ماهيتها، أقسامها ووظائفها ، لكن عملية التمييز بين هاته الأسواق يجب أن تركز على معايير أو ما يسمى بمؤشرات أدوات أسواق الأوراق المالية ، إذ تقيس هاته المؤشرات مستوى الأسعار في السوق الذي يقوم على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما ، وغالبا ما يتم اختبار العينة بطريقة تتيح للمؤشرات أن تعكس الحالة التي عليها سوق الأوراق المالية الذي يستهدف المؤشر قياسه، حيث يكون ذلك المؤشر المرآة العاكسة لأداء سوق الأوراق المالية ، و بالتالي الحالة الاقتصادية للدولة عامة ، كما يمكن من التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقلة¹ .

ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى مفهوم واستخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية، وكذا أهم المتغيرات الأساسية المرتبطة بها مع الإشارة إلى بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية.

¹ عبد النافع أزريريو غازي فرح، أسواق المالية، دار النشر و التوزيع، عمان -الأردن- 2002، ص 34.

المطلب الأول: مفهوم واستخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية.

يعد مؤشر سوق الأوراق المالية الأداة المهمة التي يستدل بها المستثمرون في الأسواق المالية محلية كانت أو دولية، فهو يساعدهم على رصد العوائد والمخاطر المنوطة بالأوراق المالية أو المحفظة الاستثمارية وبالتالي يسترشدون إلى اتجاهات الأداء في السوق المتداولة فيه، ومقارنتها بأداء أسواق مالية أخرى، وهو ما يجعلهم يتخذون القرارات الاستثمارية الصائبة.

أولاً: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية.

يمثل مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى مرجعي للمستثمر في السوق المالية، حيث يعد أيضاً مقياساً لمجموعة الأوراق المالية وذلك إزاء الأداء الفردي لكل ورقة، وهو ما يطلق عليه بالمؤشرات القطاعية التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة، ومنها مؤشر داو جونز لصناعة النقل ومؤشر ستاندربور لصناعة الخدمات العامة.

وحيث أن تعاريف مؤشر سوق الأوراق المالية تعددت بشكل كبير، يمكن توضيحها أو ذكر جملة منها كالآتي:

- يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة، بصورة متوسطات، أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال و بشكل رئيسي سوق الأسهم سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة¹
- وهو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء بالأعلى أو للأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها، ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، كذلك يمثل مؤشراً لسوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من الأسهم²

¹محمود محمد الداغز، للأسواق المالية: موسان -أوراق بورصات-، دار الشروق للطباعة والنشر، عمان -الأردن -، 2005، ص298.

²محمد صالح الخناوي وحلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق. المدار الجامعية، مصر، 2002، ص521.

• كما يعرف على أنه تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس الوقت أو الأسواق المالية الأخرى¹

وتنقسم المؤشرات من حيث وظيفتها إلى:²

أ- **مؤشرات عامة:** تهتم بحالة السوق ككل أي تعيين اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين مؤشر جميع الأسهم المتداولة، وان جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

ب- **مؤشرات قطاعية:** وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيرها من القطاعات ومن الأمثلة على هذه المؤشرات: مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستا ندربورز للخدمات العامة

أما من حيث إمكانية التداول تنقسم المؤشرات إلى³:

- **مؤشرات متداولة:** هي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية.

- **مؤشرات غير متداولة:** هي مؤشرات لا تتداول في البورصات.

ثانياً: مزايا سوق الأوراق المالية:

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها السوق والتي منها⁴:

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق المال العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص112.

² حسين فيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية -، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011، ص94.

³ واثق حمد أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية و التداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر و التوزيع، دمشق، 2003، ص31.

⁴ عباس كاظم ألدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء السوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن - 2010، ص175.

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين .

-تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه، وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمرجحين في السوق تحديد إشكالات والتي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق .

-أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم النفقات النقدية المستقبلية، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه النفقات بالزيادة أو النقص، فسوق يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين.

-يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الصاعدة.

وبالإضافة إلى المزايا المشار إليها، فإن هناك شروط وأسس يجب توافرها في المؤشرات، ولعل أهم هذه الشروط¹:

- يجب أن يكون المؤشر عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية؛

- يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي؛

-يجب أن يتضمن حجما كبيرا من الأسهم؛

-يجب أن يحدد الوزن و الأهمية النسبية لكل سهم وان يكون الوزن معروفا.

ثالثا: الاستخدامات الأساسية لمؤشرات بورصات الأوراق المالية

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد و غيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال و في طبيعة تلك الاستخدامات نجد:

¹الميلودي سعاد،متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء و كفاءة سوق الأوراق المالية،دراسة حالة الجزائر،أطروحة لنيل شهادة الدكتور، 2017،ص82.

- تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية و متابعة إنجازات الشركات المكونة بأدواتها للمؤشرات المعنية، و تحديد كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق.
- تعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر، و في هذا الشأن يمكن استخدام المؤشرات المعنية لا لتشخيص الوقائع الجارية لمختلف الشركات و الأسواق بل و للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية أيضاً؛
- تقدير مخاطر المحفظة، فيمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية و هي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة و معدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة؛
- استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية و ربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع و الخدمات؛
- يمكن الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بيان الارتباطات القائمة بين الاقتصاديات الوطنية المختلفة و هذا ما يمكن بيانه من خلال اشتقاق معاملات الارتباط و تحديد المؤشرات؛
- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية و بين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني و تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق في المستقبل قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه ، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق؛
- الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات و هذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية و التبادل الأمريكية و قد تم كشف الفساد في عدد من الشركات في عام 2002 من خلال مؤشرات الربحية في الأسواق المالية.

المطلب الثاني: المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية.

هناك العديد من الطرق و الأساليب لاحتساب أداء سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل من الضروري فهم كيفية تكوين أسلوب احتساب المؤشر قبل استخدامه لقياس الأداء أو لتكوين تصور عن السوق أو بناء إستراتيجية استثمارية معينة و الذي سنحاول دراسته على النحو التالي¹:

أولاً: أسس بناء المؤشر.

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب و بناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا انه يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية:

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي؛
- أن يراعي القواعد الإحصائية؛
- أن يكون قابلاً للتسعير.

و عليه هناك عدة شروط لبناء المؤشرات أهمها:

❖ ملائمة العينة، حيث تعرف العينة بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين، ومن ثم تمثل هذه العينة أساساً ملائماً يجب توفر الشروط التالية:

- حجم العينة، القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى انه كلما زاد حجم العينة كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً و صدقاً لواقع السوق؛

- اتساع العينة، و تعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق، و ما تجدر الإشارة إليه أنه إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تحيز لنوع معين من الشركات الصناعية؛

- مصدر العينة، يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر حيث ينبغي أن تكون مصادر السوق الأساسية هي تداول الأوراق المالية.

❖ أما الشرط الثاني هو الأوزان النسبية لمفردات العينة، حيث تعرف على أنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، و هناك ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم الواحد داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر و هذه المداخل هي²:

¹نادية أبو فخره مكاوي ومحمود صبح، إدارة المنشآت المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، -مصر-، 1991، ص 20.

²حسين بن هاني، الأسواق المالية-طبيعتها، تنظيمها، أدوات المشتقة، دار الكندي للنشر و التوزيع، عمان-الأردن-، 2002، ص 16.

- مدخل الوزن على أساس السعر، أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر؛
- مدخل الأوزان المتساوية، وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر؛
- مدخل الأوزان حسب القيمة، أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي.

ثانياً: أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

سنتطرق في هذا المجال إلى الأساليب الشائعة الاستخدام في حساب المؤشرات و هي كالآتي:

1- المؤشرات المبنية على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر):

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة واحداً من مؤشرات حالة السوق التي تستخدم أسلوب الترجيح بالسعر، و هو من أكثر المؤشرات استخداماً و شيوعاً، و نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 1884/07/03 على يد Charles Dow، حيث قام المؤشر على عينة من 9 أسهم لشركات صناعية، ثم ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 1889 ثم إلى 20 سهم عام 1916 ليصل إلى 30 سهم عام 1928 و هو ما عليه الحال لغاية الآن و عليه يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات التالية¹:

جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه؛

قسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها و يطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم المقسوم عليه.

2- المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية):

يمكن حساب هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات التالية:

إيجاد القيمة السوقية (القيمة السوقية = عدد الأسهم × سعر السهم)؛

إيجاد الوزن لكل سهم (وزن السهم = القيمة السوقية للسهم / القيمة السوقية الكلية للأسهم)؛

احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة =

أسعار الأسهم × أوزانها (في اليوم المعلن) / أسعار الأسهم × أوزانها (في اليوم الأساس)

و من أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة مؤشر كولس Cowles Index ، مؤشر ستاناندبورز S&P 500 INDEX ، المؤشر المركب للبورصة الأمريكية

¹ محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 260.

ASEC INDEX، مؤشر NASDAQ، مؤشر الفاينانشيال تايمز FTSE100، مؤشر البورصة المصرية CASE 50، مؤشر صندوق النقد العربي AMF INDEX .

و يعد مؤشر S&P 500 INDEX أكثر شيوعا و هو احد أهم المؤشرات المتداولة لحالة السوق¹، تتضمن عينة المؤشر الرئيسي 500 مؤسسة كل منها يمثل بسهم (400 مؤسسة صناعية+40 مؤسسة خدمات عامة+20 مؤسسة نقل+40 مؤسسة مالية) ، و هي مؤسسات كبيرة الحجم يجري تداول أسهمها في البورصات العالمية الرئيسية، اشتق من هذا المؤشر أربعة مؤشرات قطاعية:

-مؤشر الصناعة S&PI 40؛

- مؤشر الخدمات العامة S & P PS 40

- مؤشر النقل S & PT 20؛

- مؤشر المالية S & PF 40؛

3- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

يقوم هذا الأسلوب على افتراض إمكانية الاستثمار المتساوي في الأسهم المكونة للمؤشر في فترة الأساس، رغبة في إلغاء التحيز السعري الذي سبقت الإشارة إليه في مؤشرات الترجيح السعري، لذلك سوف تعكس التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر التغيرات الحقيقية في السوق من خلال تأثيرها في المؤشر².

و يمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر كالاتي:

- تحديد وزن نسبي يساوي واحدا للسهم (أو الأسهم صاحبة اقل سعر)؛

- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية:

الوزن النسبي = قيمة السهم صاحب اقل سعر / سعر السهم

- حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي.

و يلاحظ على المؤشرات المبنية على أساسا لأوزان المتساوية، إن الأوزان النسبية التي يتكون منها هذا المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة قيام إحدى المنشآت التي يتكون منها المؤشر بعملة اشتقاق

¹ مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة و النشر و التوزيع، سوريا، 2009، ص 147.

² أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 235.

لأسهمها (زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر و تكون تلك نتيجة اندماج بعض الشركات).

4- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي:

تقوم فكرة هذا الأسلوب في الترجيح في إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، من خلال معرفة التغير النسبي للسعر بين فترتين محل القياس، ثم حساب الوسط الهندسي وليس الوسط الحسابي، وأخيرا تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في قيمة الأساس للمؤشر لمعرفة التغير في حالة السوق.

المطلب الثالث: مؤشرات البورصات العالمية

هناك العديد من المؤشرات التي يتم نشرها بانتظام في الجرائد والمجلات المتخصصة مثل جريدة الـ وول ستريت والفينانشيال تايمز والمجلات المتخصصة مثل فوربز Forbes و البارونز Barrons وتوتال Total هذا بالإضافة إلى النشرات اليومية لأسعار الأسهم والمؤشرات التي تقوم بإصدارها البورصات المنظمة، يمكن توضيحها كالتالي:

أولا: المؤشرات شائعة الاستخدام في البورصات الأمريكية

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة هو أكثر المؤشرات¹ شائعة الاستخدام المرجحة على أساس السعر السوقي للسهم، كذلك يعد مؤشر ستاندرد أند بور 500 من أكثر المؤشرات المرجحة بالقيمة استخداما في الولايات المتحدة الأمريكية وفيما يلي عرض لكلا المؤشرين:

1- **مؤشر داو جونز:** احد أقدم المؤشرات ، قام CharlesDow والذي يصدر احد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت بإصدار مؤشره الذي عرف بمؤشر داو جونز حيث بدأ العمل بتسعة أسهم لشركات صناعية، ثم ارتفع حجم العينة ليصبح إلى حد الآن إلى 30 سهم.

ويعتبر مؤشر داو جونز البارومتر الذي تقاس بواسطته أداء الأسواق المالية العالمية الأخرى، إذ يساهم هذا المؤشر في إعطاء صورة واضحة للمستثمر العادي عما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات.

¹ عباس كاظم ألدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 192.

2- مؤشر ستاندرد أند بور: يختلف مؤشر أند بور 500 عن مؤشر داو جونز في عدة جوانب وهي إن ترجيح أسهم المؤشر يتم على أساس القيمة أي أن المؤشر يأخذ في اعتباره عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى سعر السهم كذلك لا يعتبر مؤشر ستاندرد أند بور 500 متوسطا بل رقما قياسيا، ترجع فترة الأساس له إلى الأعوام 1941-1943 ووقد تم إعطائه قيمة حطمية للمؤشر قدرها 10.

ويعد مؤشر ستاندرد بور 500 من المؤشرات الملائمة لإدارة محافظ الاستثمارات التي تقوم بإنشائها للمؤسسات المالية وقد تم تقديم هذا المؤشر ليشمل 500 سهم، حيث يضم معظم الشركات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، وتجدر الإشارة إلى إن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.

ثانياً- بعض المؤشرات الأخرى لأسواق الأوراق المالية الأمريكية.

هناك عدد من المؤشرات الأخرى والتي يتم حسابها ونشرها دوريا وبانتظام في الصحف والمجلات الأمريكية منها:

1- مؤشر بورصة نيويورك **NYSY INDEX**: يعتمد حساب قيمة هذا المؤشر على ترجيح المتوسط العام بالقيمة السوقية المجمعة للأسهم التي يضمها المؤشر، ويشمل هذا المؤشر كافة الأسهم المسجلة ببورصة نيويورك ويتغير عدد الأسهم التي يحويها المؤشر بمرور الوقت، إلا أن عدد الأسهم التي يشملها المؤشر حوالي 1700 سهم.

- سلسلة مؤشرات **NASDAQ**:

تتكون من ستة مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة، وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى وشركات النقل وشركات الخدمات العامة بالإضافة إلى مؤشر مركب من تلك المؤشرات الست، ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة ستريت¹.

3- مؤشر كولس **COWLES INDEX** :

في عام 1949 قدم الفريد كولس والذي استخدم فيه بيانات من عام 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناء على معدل الرسملة الخاص

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 260.

بالسهم أو القيمة السوقية له، ويعتبر الأسلوب الذي استخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي.

ثالثاً- المؤشرات شائعة الاستخدام في الدول الأوروبية و الآسيوي

1- مؤشر فاينانشل تايمز (FT-SE100) :

أنشئ هذا المؤشر عام 1983 للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة ، وقررت سلطات البورصة أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر إذ يمكن أن يمثل تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة¹.

لقد أنشئ هذا المؤشر لتغطية النقص الذي يمتاز به مؤشر فاينانشل تايمز للشركات الصناعية الذي تتكون عينته من 30 شركة فقط تابعة كلها لقطاع الصناعة ، كما تتوفر بورصة لندن على مؤشرات تايمز بكافة الأسهم الذي نشر حوالي سهم في عام 1989، فلقد أعطيت له القيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (1983/12/30) وأصبح بعد ذلك يتداول في مل من سوق العقود المستقبلية.

2- مؤشر ايبكس الاسباني (IBEX):

يضم هذا المؤشر 35 شركة وهي من أكثر الشركات سيولة في السوق الاسبانية، ووضع بقيمة أساس 3000 نقطة سنة 1989.

3- مؤشر داكس الألماني (DAX30) :

هو مؤشر لأسهم الشركات ذات التوزيعات الكبيرة و الإدارة و الخبرة ، ويحتوي على الأوراق المالية ل 30 شركة الأكثر تميزا في بورصة فرانكفورت بقيمة أساس 1000 نقطة ووضع سنة 1987، ويستخدم المؤشر كأساس للمتاجرة في سوق المشتقات المالية.

4- مؤشر كاك الفرنسي (CAC 40) :

يمثل سوق الأوراق المالية الفرنسية ويضم أكبر وأهم 40 شركة في سوق باريس وبأساس 1000 نقطة وضعت سنة 1989 .

¹ مناضل عباس حسين الجوارى و خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي و العالمي مع تعليق قياسي، مجلة جامعة بابل، المجلد 17، العدد 1، 2009، ص ص 105-106

5- مؤشر نيكبي الياباني (NIKKEI) :

يعد من أهم المؤشرات الآسيوية على الإطلاق، ويتكون من أكبر وأهم 225 شركة مدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية، ويتم حسابه يوميا في جريدة نايهن كازايشمبون منذ سنة 1971 وهو متوسط مرجح لسعر السهم بالين الياباني، ويتم تعديله مكوناته مرة واحدة سنويا.

6- مؤشر HANG SANG لهونغ كونغ:

يضم 50 شركة تمثل نحو 70 % من القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية في هونغ كونغ ومكونات هذا المؤشر تضم أربعة قطاعات فقط هي التجارة والصناعة والمرافق والعقارات، وقد بدأت بقيمة أساس 1000 نقطة سنة 1964.

رابعا - أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية.

تشهد الأسواق المالية العربية تطورات ايجابية في مجال الإفصاح وتقنية المعلومات والخصخصة والأطر التنظيمية، بما يعزز دور هذه الأسواق في استقطاب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية معا، إذ تلعب هذه الأسواق دورا مهما في الحياة الاقتصادية ودفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلدان العربية من خلال المهام التي تؤديها والأهداف التي تحققها والمتمثلة في تعبئة المدخرات وتخصيصها للاستثمار وترشيد استخدام الموارد وخلق السيولة للأدوات المالية، بالإضافة إلى إمكانية توفير وسائل تمويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة¹.

والجدير بالذكر أن هناك عددا كبيرا من المؤشرات الخاصة بالأسواق العربية، والذي جاء نتيجة طبيعية لحدثة الأسواق في تلك البلدان من جهة ومحاوله كل سوق أو شركة أو بنك استثماري بناء مؤشر خاص به من جهة أخرى، ولذا سوف تتم الإشارة إلى أهم المؤشرات الشائعة الاستخدام.

-مؤشر سوق عمان المالي-الأردن:(ASE) وهذا المؤشر يقوم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، ثم أصبحت 60 شركة سنة 1994 و70 شركة سنة 2001، أصبح عددها 100 شركة لسنة 2007.

¹ عباس كاظم ألدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 196.

-مؤشر بنك أبو ظبي الوطني(الإمارات العربية المتحدة):وهو مؤشر مرجح بطريقة رسمية السوق وتضم 65 شركة مدرجة في سوق ابوظبي ودبي للأوراق المالية.

-مؤشر سوق البحرين المالي (BSE):وهو يحتسب بطريقة رسمية السوق ومرجح ب 24 شركة¹.

-مؤشر سوق الكويت لأوراق المالية (KWSE):وهو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجح بالقيمة السوقية ل35 شركة.

-مؤسسة النقد العربي السعودي ساما SAMA: وضع المؤشر العام للأوراق المالية SAMA (المملكة العربية السعودية) و هو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي، وسنة 2001 كان عدد الشركات المدرجة هو 76 شركة، مؤشر العام السعودي TASI، سوق تداول في السعودية هو السوق المالي الوحيد لتداول الأسهم.

-مؤشر مازي MAZI (المغرب):وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية،لكونه مؤشر شامل للرسملة،وهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء،يضم 13 شركة مدرجة في 2004،وكذا مؤشر MADEX يضم 53 شركة مدرجة في 30 أكتوبر 2014.

-مؤشر مسقط للأوراق المالية MSM30 (عمان):وهو مؤشر عام للتسوق في عمان ويتكون من 30 شركة،في نهاية 2009 اصبح 120 شركة مدرجة.

- مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية (قطر)DSM:وهو يحتسب على أساس المعادلة: تنشر سوق الدوحة = إجمالي القيمة السوقية للتداول ل 20 شركة المدرجة في مؤشر الأسعار ليوم الأساس/إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس ل 20 شركة المدرجة في المؤشر، وتم إطلاق هذا المؤشر ب 100 نقطة في 1986.

- مؤشر EGX30(المعروف بمؤشر CASE30 سابقا) مصر:وضع هذا المؤشر من قبل بنك مصر سنة 1998 وهو يضم سوقي القاهرة والإسكندرية، وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة وتضم 30 شركة.

¹ دليل مواقع العربية للبورصة .

المبحث الثالث: ماهية كفاءة سوق رأس المال

ظهر مفهوم كفاءة سوق رأس المال نتيجة التطورات التي عرفتتها أسواق رأس المال، و قد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل و التساؤلات حول مدلوله و كيفية صباغته و تبنيه و لذلك سنتطرق من خلال مطالب هذا المبحث إلى ماهية كفاءة سوق رأس المال¹.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق رأس المال

أحدثت كفاءة سوق رأس الأوراق المالية ضجة وسط جمهور الباحثين ، حيث تندفق المعلومات بشكل هائل إلى السوق و في أي وقت ، و هكذا يتحدد سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة حيث راح اهتمام الكثير من الباحثين ، سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية وجود علاقة قوية بين أسعار الأوراق المالية و البيانات و المعلومات المتعلقة بهذه الأوراق.

خلصت هذه الدراسات إلى تأكيد هذه العلاقة و تأشيرها على السوق المالية ،سميت بكفاءة الأسواق المالية ، و هكذا بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة السوق المالية : وهكذا بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة الأسواق المالية و علاقته بالبيانات التي تحويها القوائم المالية للمشروع كنتيجة للتحليل الأساسي أو تحليل القوائم المالية الذي يقوم به محللو الأوراق المالية .

بهدف تسعير الأوراق المالية المسعرة تسعيرا خاطئا ، حيث تم استخلاص أن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة الورقية للسهم عن قيمته الحقيقية .

و من خلال مفهوم كفاءة سوق رأس المال نجد أن أسعار الورقة المالية في سوق رأس المال و على وجه السرعة تستجيب لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للورقة المالية حيث تتجه أسعار هذه الأخيرة صعودا أو هبوطا و ذلك تبعا لطبيعة المعلومات إذا كانت إيجابية أو سلبية².

¹ الميلودي سعاد، مرجع سبق ذكره،ص 102-103.

² مفتاح صالح و معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها-،مجلة الباحث،العدد7،2009،ص182.

و بالتالي فإن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الأوراق المطروحة للتداول.

و بالرغم من تعدد المفاهيم و التعاريف الخاصة بكفاءة سوق رأس المال من قبل خبراء المال و الاقتصاد، إلا أننا نجدتها تنطوي على معنى واحد حيث يعرفها ديلكوي " DELKAOUI " السوق الكفاء بأنه السوق التي تكونت فيه حالة توازن مستثمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه متساوية تماما لقيمتها الحقيقية ، و تتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.

و عرفه مثنى عبد الإله ناصر هو الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية ، و بشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب ؛ و تجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية و المخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية.

و لكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة و لا مبالغ فيها.

أما فاما "EUGENE FAMA" فعرف السوق بأنه السوق الكفاء الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق ،سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية ، أو غير ذلك من معلومات التي تؤثر على أداء الشركة و القيمة السوقية لأوراقها المالية ، و ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداثها التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة ، بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات حيث لا يوجد فاصل بين الوصول إلى تلك النتيجة و حصول المستثمرين عليها 1.

وحسب ما تم سرده ، يمكن القول بأن المقصود بالكفاءة في سوق الأوراق المالية هو تمتع السوق بالقدر العالي من المرونة التي تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية المطروحة للتداول

¹د يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية،مقالة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة سعد دحلب-البلدية-الجزائر،2008ص124.

للتغيرات في نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة إلى السوق ، مطاف يؤدي في نهايته إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية .

المطلب الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية.

تعتبر الكفاءة مفهوما نسبيا وليس مطلقا و لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات

هي :

أولا : المستوى الضعيف : يعني هذا المستوى أن الأسعار تسير بصورة عشوائية وهذا يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل ،وفي هذه الحالة فان المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية ، ويطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار ، باعتبار أن التغيير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.

ثانيا: المستوى المتوسط : أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية و الحالية و أن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة و المعلومات المتاحة للجميع و السبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات الحالية و التاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار، و في ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات ، حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر و من اللحظة الأولى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوق يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين .

ثالثا: المستوى القوي : أي أن الأسعار ينعكس فيها المعلومات الحالية و التاريخية و الخاصة ،أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة ، لأن هذه معلومات ستنعكس على الأسعار ،و عليه فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر و كذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية ، و تحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفوًا بحيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أيضا أن يكون السوق كاملا ،حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت.

المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق رأس المال.

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يكون له تخصيصاً كفؤاً للموارد المتاحة في المشاريع الاستثمارية الأكثر ربحية، حيث نجد إن السوق الكفاء تقوم بدورين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر¹.

أ- الدور المباشر: و يتجسد في كون إن المستثمرين عند قيامهم بشراء الإصدارات الخاصة بمنشأة ما ، فهم يقومون بشراء عوائد مستقبلية ، و بالتالي فالمنشأة هي الأخرى تتاح لها فرص استثمار واعدة و بالتالي المزيد من الإصدارات و بالتالي زيادة حصيله الإصدار و تخفيض تكلفة الأموال.

ب- الدور غير المباشر : إن إقبال المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة وتداولها يعطي للمنشأة شيء من الأمان ، و هو ما يمكنها من الحصول على المزيد من الموارد المالية ، من خلال إصدارات جديدة أو إبرام عقود الاقتراض مع المؤسسات المالية و عادة ما تكون بسعر فائدة معقول.

ولا يزال مفهوم الكفاءة في حاجة إلى بعض التوضيح و لكن لا يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة إلا بتوفر السمات الأساسية لذلك و التي تتمثل فيما يلي:

1- كفاءة تخصيص الموارد:

إن توجيه الموارد المتاحة نحو الأنشطة ذات العوائد المرتفعة، بمعنى أن يتم تدفق رؤوس الأموال إلى مشاريع استثمارية ذات العوائد العالية و المخاطر المعقولة و هذا مضمون بضمان تحقيق السوق للتخصيص الكفاء للموارد المتاحة

2- كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية:

كفاءة التشغيل و تعرف أحيانا بالكفاءة الداخلية و هي تعبر عن مدى قدرة السوق على إحداث حالة من التوازن بين العرض و الطلب دون أن يحقق أي طرف ربحاً أعلى على حساب طرف تحمل أعباء تكاليف مرتفعة.

3- كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية:

تعبر الكفاءة الخارجية على مدى توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التداول في السوق، بحيث تكون هذه المعلومات متاحة لجميع المتعاملين في السوق و كذلك تكون سريعة الانتشار و ذات تكاليف منخفضة كما تسعى إلى أن تساوي فرص تحقيق الأرباح لكل الفاعلين في

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان-الأردن-، 2008، ص 33.

السوق، بحيث يصعب على أي طرف تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخر و هكذا نجد أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل و هذا لا يتحقق إلا بفتح المجال للدخول إلى الأسواق و إحداث التنافس بين السماسرة الذين عن طريقهم يتم التعامل بشكل يمنع وجود أرباح احتكارية.¹

¹ الميلودي سعاد، متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء و كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة الدكتوراة، كلية علوم الاقتصادية العلوم التجارية، محاسبة و تدقيق، و العلوم التسيير، جامعة الشلف، 2017 ص 99.

خلاصة الفصل:

استهدف هذا الفصل دراسة الإطار النظري لكفاءة الأسواق الأوراق المالية، حيث تعد الحقل الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية المختلفة و تحقق صلة بين المدخرين و المستثمرين بواسطة سمسرة محترفين، مؤهلين و متخصصين، يعرفون بالوسطاء الماليين الذين يعملون على تدفق الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي ، و قد أكدت العديد من الدراسات وجود علاقة كبيرة بين أسعار الأوراق المالية، وبصفة خاصة الأسهم و بين البيانات و المعلومات المتعلقة بهذه الأوراق، مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، و كان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة و تأثيرها على سوق رأس المال و تسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق رأس المال، لذلك تكون الأسواق المالية كفؤة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع و ذات جودة عالية بأقل تكاليف، مما يجعل الفاصل الزمني يبين تحليلها و قراءة الاستثمار قليل جدا باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار.

الفصل الثاني:

تشخيص الاقتصاد

الجزائري

تمهيد:

اعتمدت الجزائر مباشرة غداة الاستقلال وطيلة عشرينية من الزمن على استراتيجيات الصبغة الاشتراكية (الاقتصاد الموجه) والملكية الجماعية لوسائل الإنتاج، من أجل بناء أسس وركائز اقتصاد الجزائر المستقلة، وهذا في شكل العديد من السياسات الاقتصادية والمخططات التنموية. لكن سرعان ما ثبت عجز هذه الإجراءات بظهور الأزمة البترولية لسنة 1986. أما الفترة الموالية للحقبة السابقة فاتسمت بتحول سياسي واقتصادي مغاير، يتمثل في انتهاج إصلاحات جوهرية مست هيكل الاقتصاد الوطني ونمط تسييره بحثا عن النجاعة والفعالية في الأداء الاقتصادي و إعطاء دافع جديد للتنمية الاقتصادية المتفتحة على اقتصاد السوق.

مع بداية العشرية الأولى من القرن 21 إلى يومنا هذا، عرف الواقع المالي للجزائر تحسنا ملموسا رجع إلى ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية، فعمدت الدولة الجزائرية حينئذ إلى استغلال المتاحات المالية المتأتية عن ذلك ببرمجة برامج ضخمة، تمثلت في كل من برنامج الإنعاش الاقتصادي، برنامج دعم النمو الاقتصادي وبرنامج خماسي آخر لدعم للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، لتحسين الأداء الاقتصادي من خلال القضاء على الفقر والبطالة، تدنية نسب التضخم، تحسين التوازنات المالية والخدمات الصحية والتعليمية وكذا الرفع من معدلات النمو الاقتصادي.

قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث لدراسة تنافسية والوضع الاقتصادي العام في التسعينيات وفي الألفية الجديدة. حيث نتطرق في المبحث الأول لواقع تنافسية الاقتصاد الجزائري ، يليه المبحث الثاني الذي يخصص لدراسة الوضع الاقتصادي للجزائر في التسعينيات ، أما المبحث الثالث فيستعرض الوضع الاقتصادي للجزائر في بداية الألفية الجديدة.

المبحث الأول: واقع تنافسية الاقتصاد الجزائري

لقد أصبح من القناعات الراسخة أن التنافسية وسيلة رئيسية لتطوير قدرة الاقتصاديات المتقدمة و النامية على التعايش في ظل بيئة دولية تتسم بالعمولة، و في حين تقوم المنافسة بوصف هياكل الأسواق، سلوك الأفراد و الأعمال، تعنى المنافسة بتقييم أداء الشركات أو الدول و مقارنتها في ظروف المنافسة المتاحة في هذه الأسواق. أما بالنسبة للجزائر فقد انتهجت بدرجات متفاوتة وبصفة تدريجية اقتصاد السوق، واعتمدت للغرض سياسات المخصصة، تحرير التجارة، تحفيز الاستثمار المباشر وتأهيل المؤسسات قصد تحسين قدراتها التنافسية.

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى وضعية تنافسية الاقتصاد الجزائري من خلال بعض مؤشرات التنافسية و تقديم بعض المقترحات لتحسين القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني من أجل ضمان تنافسيته على مستوى الأسواق الدولية.

المطلب الأول: تشخيص واقع الاقتصاد الجزائري وقدراته التنافسية

إن المتتبع لوضعية التوازنات الكلية في الجزائر بعد المرور نحو اقتصاد السوق يجدها قد عرفت اختلالا كبيرا سواء في الموازين الداخلية أو الخارجية، وهو ما استدعى اللجوء إلى صندوق النقد الدولي و إعادة جدولة الديون الخارجية ما جعلها تخضع لشروط كثيرة من أهمها ضرورة العمل على خلق استقرار اقتصادي عن طريق إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات وتخفيض العجز في الميزانية العامة للدولة وهو ما تم بالفعل، حيث تمكنت الجزائر من تحقيق التوازن الداخلي والخارجي، واحتلت مراتب متقدمة في تقرير التنافسية للمنتدى الاقتصادي العالمي في هذا المجال.

أولا : تشخيص الوضعية الحالية للاقتصاد الجزائري:

تمكنت الجزائر تدريجيا من استعادة مؤشرات الاقتصاد الكلى منذ تطبيقها لبرامج الإصلاح الاقتصادي التي أملت عليها المؤسسات النقدية والمالية الدولية، رغم أن هناك الكثير مما يمكن قوله بخصوص نتائج الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر وكذا وضعية الاقتصاد الوطني الحالية، فثمة حقيقة لا يمكن إغفالها، و هي أن معطياتها تبقى غير ذات دلالة كبيرة اعتبارا للطابع الخاص للاقتصاد الجزائري، و الذي بقي أسير مورد مالي وحيد و هو عائدات المحروقات مما جعله يتأثر بتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية، وعليه سنحاول التعرض لواقع التوازنات الكلية في الجزائر من خلال تحليل مؤشرات التوازن الداخلي

و الخارجي للاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2011 و المبينة في الجدول رقم (1.2) كما يلي:

الجدول رقم (1.2): تطور مؤشرات التوازن الداخلي و الخارجي للاقتصاد الجزائري للفترة 2000-2011.

البيان السنوات	الناتج الداخلي الخام (مليار دج)	معدل نمو الناتج الداخلي (%)	معدل التضخم (%)	رصيد الميزانية العامة (مليار دج)	رصيد ميزان المدفوعات (مليار دولار)	المديونية الخارجية (مليار دولار)	سعر صرف الدينار مقابل الدولار	الاحتياطات الدولية (مليار دولار)
2000	4123.51	2.2	0.3	400	7.57	25.26	75.25	13.55
2001	4227.11	2.6	4.2	184.5	6.19	22.57	77.26	19.62
2002	4522.8	4.7	1.4	52.6	3.66	22.64	79.68	25.15
2003	5252.32	6.9	4.3	284.2	7.47	23.35	77.39	35.45
2004	6149.11	5.2	4	337.9	9.25	21.82	72.06	45.69
2005	7561.98	5.1	1.4	1095.8	16.94	17.19	73.35	59.16
2006	8514.83	2	2.3	1186.8	17.73	5.61	72.64	81.46
2007	9408.3	3	3.7	579.3	29.55	5.6	69.37	114.97
2008	11042.8	2.4	4.9	999.5	36.99	5.58	64.58	148.09
2009	10034.3	2.4	5.7	-570.3	3.86	5.41	72.63	155.11
2010	12049.5	3.4	3.9	-74	15.33	5.45	74.39	170.46
2011	14384.8	2.4	4.5	-28	20.06	4.4	76.05	188.8

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير البنك الجزائر، 2000 إلى 2011: www.bank-of-algeria.dz

من تتبعنا لواقع مؤشرات التوازن الداخلي والخارجي خلال الفترة 2000-2011 كما هو موجود في الجدول أعلاه يمكننا تقديم الملاحظات التالية:

1- مؤشرات التوازن الداخلي: بصفة عامة هناك عدة متغيرات يمكن التعبير من خلالها عن التوازن الداخلي لعل أهمها حجم الطلب الكلي من طرف المتعاملين الاقتصاديين، معدل التضخم والذي يشير إلى تذبذب في المستوى العام للأسعار خلال فترة زمنية معينة ويعبر عن القدرة الشرائية للوحدة النقدية وحجم الطلب المتوقع عنده، رصيد الميزانية العامة للدولة والذي يعبر عن سياسة الإنفاق لديها وكذلك سياستها الضريبية، سوف نتناول أهمها في النقاط التالية:

أ- الناتج الداخلي الخام للجزائر تميز بالنمو المستمر حتى بلغ سنة 2011 حوالي 14384.8 مليار دج، و هو رقم قياسي لم تحققه الجزائر من قبل، فهو يتغير بتغير أسعار النفط و في نفس الاتجاه، و هذا طبعا لسيطرة عائدات المحروقات على الدخل الوطني الإجمالي للجزائر . كما تم تحقيق معدلات نمو موجبة، وقد كانت مرتفعة خلال السنوات التي تغطي برنامج الإنعاش الاقتصادي الأول ولكنها انخفضت فيما بعد، وهذا النمو بطبيعة الحال مدفوع بارتفاع أسعار النفط بالدرجة الأولى.

ب- معدلات التضخم عرفت تراجعا كبيرا خاصة خلال السنوات الأولى من فترة الدراسة ولو عادت لترتفع مجددا في السنوات الأخيرة منها، حيث انخفض فيها معدل التضخم إلى أدنى مستوى له سنة 2000 بنسبة 0.3 %، و ذلك نتيجة لتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي مع مؤسسات النقد الدولية ليعود إلى الارتفاع مباشرة سنة 2001 حيث بلغ 4.2 %، و مرد ذلك لارتفاع نمو الكتلة النقدية بنسبة 24,9 % بسبب الزيادة في الأرصدة النقدية الصافية الخارجية بالإضافة إلى إطلاق برنامج الإنعاش الاقتصادي سنة 2001 ، مما أدى إلى تزايد نفقات الموازنة التي ترتب عنها ارتفاع معدل التضخم، ليسجل انخفاضا سنة 2002 بلغ 1.4 %، ليرتفع إلى 4.3 % سنة 2003 ثم 4 % سنة 2004 ، ليعود إلى الانخفاض مرة أخرى سنة 2005 أين بلغ 1.4 %، ويعزي هذا التحسن إلى الانعكاس الإيجابي لاستقرار الاقتصاد الكلي على الوضع المالي والنقدي خلال سنوات تنفيذ برنامج الإنعاش الاقتصادي . و ابتداء من سنة 2006 أخذت معدلات التضخم في الارتفاع بعد إطلاق برنامج ثاني وهو البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي الذي أقرته الحكومة استكمالا للبرنامج الأول، حيث نجم عنه زيادة حجم النفقات العامة التي ضاعفت من عجز الموازنة العامة، واستمر معدل التضخم نحو الارتفاع ليسجل 5.7 % سنة 2009 ، في حين سجل ما يقارب 3.9 % سنة 2010 ليرتفع مجددا سنة 2011 مسجلا بذلك 4.5 %.

ت- الميزانية العامة للدولة رصيدها كان موجبا على طول الفترة محل الدراسة، ما عدا سنة 2009 لتسجل عجزا قدر ب 570.3 مليار دج والتي عرفت فيهما الجزائر بعض الصعوبات نتيجة تراجع الجباية البترولية، ونلاحظ أن هذا العجز قد تراجع نوعا ما خلال سنتي 2010 و 2011 على التوالي.

2- مؤشرات التوازن الخارجي: وهي مرتبطة بعلاقة الاقتصاد بالعالم الخارجي وتتمثل في رصيد ديوان المدفوعات والذي يشير إلى صافي التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من و إلى الدولة المعنية، المديونية الخارجية والتي تشير إلى مدى قدرة الدولة على جلب رؤوس الأموال الأجنبية في

شكل قروض لتمويل التنمية، سعر الصرف والذي يعبر عن القيمة الخارجية للنقود الوطنية مقابل العملات الأجنبية، موضحة فيما يلي:

أ- ميزان المدفوعات حقق فائضا مستمرا ومتزايدا بلغ 7.57 و 6.19 مليار دولار خلال سنتي 2000 و 2001 على التوالي، لارتفاع أسعار البترول في السوق الدولية، والتي ترتب عنها زيادة حصيلة إيرادات الصادرات التي بلغت 21.65 مليار دولار سنة 2000 مقابل 9.35 مليار دولار بالنسبة للواردات، مما دعم الرصيد الإيجابي للميزان التجاري الذي قدر ب 12.3 مليار دولار خلال نفس السنة. واستمر الفائض في ميزان المدفوعات ليصل إلى 16.94 و 17.73 مليار دولار خلال سنتي 2005 و 2006 على التوالي، بسبب تحسن أسعار البترول في السوق الدولية خلال تلك الفترة. و على هذا الأساس تعززت الوضعية المالية الخارجية الصافية للجزائر بشكل خاص في 2007 برصيد إجمالي لميزان المدفوعات قدر ب 29.55 مليار دولار يمثل تقريبا ضعف المستوى المحقق في 2005 و كذا سنة 2006 و واصل رصيد ميزان المدفوعات ارتفاعه ليصل إلى 15.33 مليار دولار و 20.06 مليار دولار خلال سنتي 2010 و 2011 على التوالي. وهكذا تمكنت الجزائر من تحقيق استقرار في توازنها الخارجية بفضل الرصيد الإيجابي لميزان المدفوعات، والذي تحكمه ثلاثة معايير أساسية تتمثل في حجم احتياطي الصرف، تقلبات أسعار البترول في السوق الدولي و التحكم في المديونية الخارجية.

ب- سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي عرف استقرار بالرغم من التذبذب الذي عرفه الدولار في السنوات الأخيرة¹.

اعتمادا على ما سبق يمكننا استنتاج أن الجزائر نجحت إلى حد بعيد في تحقيق توازنات كلية للاقتصاد، حيث عرفت الفترة ما بين سنة 2000 و 2011 استقرارا اقتصاديا سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي، و ما يمكن التأكيد عليه هو أن هذا الاستقرار كان مرتبطا بالدرجة الأولى بارتفاع أسعار النفط في الأسواق الدولية، مما يدل على أنها توازنات كلية هششة و ستلاشى بمجرد تراجع سعر النفط.

¹ لمزيد من التفاصيل أنظر إلى:

Banque d'Algérie Evolution Economique Et Monétaire En Algérie, Juillet 2010, p70 ,Juillet 2011, p43, Mai 2012, p50.

ثانيا : واقع تنافسية الاقتصاد الجزائري حسب تقرير التنافسية العالمي

يعتبر تقرير التنافسية العالمي الذي يصدره المنتدى الاقتصادي مؤشرا فاعلا لقياس القدرة التنافسية للدول وأداة لتفحص نقاط القوة و الضعف في بيئة الأعمال، كما أنه يعتبر أداة لتوجيه السياسات الاقتصادية لبلداتهم على المستويين الكلي و الجزئي بغية النهوض بتنافسية اقتصادياتهم، خاصة في ظل التحديات و الأزمات التي تعصف بالاقتصاد العالمي.

لقد أوضح تقرير التنافسية العالمي لعام 2012 – 2013 تراجعاً طفيفاً لمرتبة الجزائر التنافسية إلى المرتبة 110 عالمياً من بين 144 دولة مقارنة مع المرتبة 87 من بين 142 دولة خلال العام 2011-2012، حيث أن القوانين الضريبية ومعدلات الضرائب و إمكانية الحصول على التمويل هي أهم المشكلات التي تواجه رجال الأعمال خلال مزاولتهم الأعمال في الجزائر، فتراجع مرتبة الجزائر حسب مؤشر التنافسية العالمي مرده إلى الأداء المتواضع للجزائر حسب بعض المحاور الأساسية والتراجع الكبير في مرتبة الجزائر حسب المحاور الأخرى؛ حيث اعتمد تصنيف التنافسية العالمية على دراسة حالة كل دولة وفقاً ل 12 معياراً من مقاييس التنافسية العالمية والتي تشمل أساساً جودة المؤسسات، والبنية التحتية، واستقرار الاقتصاد، إلى جانب مدى استفادة أكبر عدد من المواطنين من التعليم الأساسي والرعاية الصحية القاعدية، والتعليم العالي والتكوين المهني، فضلاً عن جودة سوق البضائع والخدمات والسوق المالية، ومستوى التقدم التكنولوجي، وحجم السوق، ومدى قوة الإبداع في النشاطات الاقتصادية، و التي يمكن عرضها في الجدول رقم (2.2) كما يلي:

الجدول رقم (2.2): ترتيب الجزائر في تقرير التنافسية العالمي للفترة 2011-2012 و 2012-2013.

فرق الأداء	مرتبة الجزائر حسب تقرير 2013-2012		مرتبة الجزائر حسب تقرير 2012-2011		المحاور الرئيسية
	النفط (7-1)	المرتبة (144-1)	النفط (7-1)	المرتبة (142-1)	
23 -	3.7	110	4	87	تصنيف التنافسية الإجمالي
14 -	4.2	89	4.4	75	المتطلبات الأساسية
14 -	2.7	141	3.1	127	1 - مؤشر المؤسسات
7 -	3.2	100	3.4	93	2 - مؤشر البنية التحتية
4 -	5.7	23	5.7	19	3 - مؤشر الاقتصاد الكلي
11 -	5.4	93	5.5	82	4 - مؤشر الصحة و التعليم الأساسي

14 -	3.1	136	3.4	122	معززات الكفاءة
5 -	3.4	108	3.5	101	مؤشر التعليم العالي و التدريب
6 -	3	143	3.4	134	مؤشر كفاءة سوق السلع
7 -	2.8	144	3.4	137	مؤشر كفاءة سوق العمل
8 -	2.4	142	2.6	137	مؤشر تطور الأسواق المالية
9 -	2.6	133	2.8	120	مؤشر الجاهزية التكنولوجية
10 -	4.3	49	4.3	47	مؤشر حجم السوق
8 -	2.3	144	2.7	136	عوامل تطور الابداع والابتكار
9 -	2.5	144	2.9	135	مؤشر مدى تطوير بيئة الأعمال
9 -	2.1	141	2.4	132	مؤشر الابتكار

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

World Economic Forum, The Global Competitiveness Reports 2011-2012, pp 94-95 ,
and 2012-2013,pp.88-89.

وبحسب معطيات الجدول أعلاه فإن النتائج تشير إلى ¹

1- ترتيب الجزائر حسب مجموعة المتطلبات الأساسية: نلاحظ من الجدول أن الجزائر سجلت

تراجعا قدر ب 14 مرتبة سنة 2011-2012، و السبب في ذلك يعود إلى التراجع المحقق في

أغلب المحاور المكونة لهذه المجموعة سنة 2012-2013، والتي نبرزها فيما يلي :

أ- مؤشر المؤسسات: حسب هذا المؤشر فإن أداء الجزائر قد سجل تراجعاً ب 14 مركزاً مقارنة

بترتيبها في التقرير السابق الصادر سنة 2011-2012 والذي كان 127 ويعود ذلك إلى

تراجع أغلب المؤشرات المكونة له، ومن أبرزها مؤشر شفافية السياسات الحكومية و التي كان

ترتيب الجزائر فيها خلال التقرير الأخير 144، حيث تراجع ترتيب الجزائر حسب هذا المؤشر

الفرعي ب 07 مراتب.

ب- مؤشر البنية التحتية: احتلت الجزائر المرتبة 100 حسب هذا المؤشر مسجلة بذلك تراجعاً

طفيفاً مقارنة بالمرتبة التي احتلتها في تقرير 2011-2012 حيث تراجعت ب 07 مراكز، و

يعزى هذا التراجع بشكل رئيسي إلى التراجع المسجل في مؤشر جودة البنية التحتية للموانئ

والذي احتلت فيه الجزائر المرتبة 131 في حين كانت 122 سنة 2011-2012، وكذلك

¹ لمزيد من التوضيح أنظر إلى:

التراجع الطفيف في مرتبة الجزائر حسب المؤشر الفرعي لجودة البنى التحتية للطرق والمواصلات و الذي قدر ب 19 مرتبة ليحقق المرتبة 125 سنة 2012-2013 .

ت- **مؤشر الاقتصاد الكلي**: من الملاحظ أن هناك تراجع طفيفا في مؤشر الاقتصاد الكلي من المرتبة 19 خلال 2011-2012 إلى المرتبة 23 سنة 2012-2013 ليسجل تراجع قدر ب 04 مراتب، والسبب يعود إلى التراجع في بقية المؤشرات الفرعية لهذا المؤشر.

ث- **مؤشر الصحة و التعليم الأساسي**: فيما يخص مؤشر الصحة و التعليم الأساسي ضمن مجموعة المتطلبات الأساسية، فقد احتلت الجزائر المرتبة 93 حسب هذا المؤشر مسجلة بذلك تراجعا طفيفا مقارنة بالمرتبة التي احتلتها في تقرير 2011-2012 حيث تراجعت ب 11 مرتبة، والسبب يعود إلى التراجع المسجل في بقية المؤشرات الفرعية كالتراجع المسجل في مرتبة الجزائر حسب المؤشر الفرعي في مؤشر جودة التعليم الأساسي والذي قدر ب 16 مرتبة ليحقق المرتبة 129 سنة 2012-2013.

2- **ترتيب الجزائر حسب مجموعة معززات الكفاءة**: لقد تراجعت الجزائر حسب هذه المجموعة ب 14 مركزا حيث كانت ضمن المرتبة 122 خلال العام 2011-2012 لتتراجع إلى الرتبة 136 خلال العام 2012-2013، ذلك لأن تنافسية الاقتصاد الجزائري أصبحت تعتمد كليا على الكفاءة والفعالية في استخدام الموارد وليس فقط على مدى توافر الموارد الطبيعية والبنية التحتية الجيدة، حيث سجلت جل مؤشرات هذه المجموعة تراجعا كما يلي:

أ- **مؤشر التعليم العالي و التدريب**: سجلت الجزائر في هذا المؤشر المرتبة 108 مقارنة بالمرتبة 101 في عام 2011-2012 متراجعة ب 07 مراتب، حيث يعزى ذلك إلى التراجع الطفيف في بعض المؤشرات الفرعية كمؤشر جودة التعليم و الذي تراجعت الجزائر فيه ب 08 مراتب لتحتل المرتبة 131 ، و كذلك التراجع المسجل في مؤشر جودة إدارة المدارس حيث تراجعت بمقدار 30 مرتبة لتسجل المرتبة 131 ضمن الدول المشاركة في التقرير.

ب- **مؤشر كفاءة سوق السلع**: في هذا المؤشر تراجعت الجزائر ب 09 مراتب أي المرتبة 143 من بين 144 دولة مشاركة في التقرير وهي مرتبة متدنية ولا ترقى إلى المستوى المطلوب وهي تعطي لنا صورة عن عدم كفاءة الأسواق السلعية في الجزائر ، فقد تراجعت مرتبة الجزائر في بعض المؤشرات الفرعية كمؤشر عدد الإجراءات اللازمة لبدء المشروع و الذي تراجعت فيه ب 04 مراتب لتحل في المرتبة 92 .

ت- مؤشر كفاءة سوق العمل: هناك تراجع للجزائر حسب هذا المؤشر مسجلة بذلك تراجعاً قدر ب 07 مراتب عن السنة 2011-2012 و حلت بذلك في المرتبة 144 ، والسبب في ذلك يعود إلى التراجع المحقق في المؤشرات الفرعية المكونة لهذا المؤشر ولعل من أبرزها مؤشر الأجور و الإنتاجية حيث تراجع ترتيب الجزائر ب 08 مراتب لتحتل المرتبة 144 مقارنة بالمرتبة 136 في العام 2011-2012 .

ث- مؤشر تطور الأسواق المالية: احتلت الجزائر المرتبة 142 من بين 144 دولة مشاركة في التقرير متراجعة بذلك ب 05 مراتب عن ترتيب العام 2011-2012 ، وذلك بسبب تراجع مراتب بعض المؤشرات الفرعية، كمؤشر التمويل في سوق الأسهم 143 متراجعة ب 04 مراتب ومؤشر سهولة الحصول على القروض ب33 مرتبة ليحل في المرتبة 128 و التراجع في مؤشر توفر رأس المال البشري ب 28 مرتبة ليحل في المرتبة 138 خلال 2012-2013. وبالتالي فهي تعتبر في ذيل الترتيب بالنسبة لهذا المؤشر وعلى هذا الأساس يمكن القول أن الجزائر مازالت تعاني التخلف في مجال الأسواق المالية.

ج- مؤشر الجاهزية التكنولوجية: حقق ترتيب الجزائر في مؤشر الجاهزية التكنولوجية تراجعاً ب 13 مرتبة عن سنة 2011-2012 لتحتل المرتبة 133 ، حيث يعزى ذلك إلى التراجع في بعض المؤشرات الفرعية ضمن هذا المحور كمؤشر توافر أحدث التقنيات التكنولوجية و الذي تراجعت الجزائر فيه ب 20 مرتبة لتحتل المرتبة 142 ، و مؤشر القدرة على نقل التكنولوجيا أين تراجعت ب 17 مرتبة لتحل المركز 140 مقارنة بترتيب سنة 2011-2012.

ح- مؤشر حجم السوق: تراجعت مرتبة الجزائر بشكل طفيف جدا إلى المرتبة 49 ب 02 مراتب عن سنة 2011-2012 ، وعلى العموم يمكن القول أن حجم السوق الجزائري يعتبر من بين المحفزات على الاستثمار؛ لذا يجب التوجه إلى الأسواق الخارجية لتوسيع السوق أمام المنتجات والخدمات الجزائرية وذلك لمحدودية السوق المحلية

3- ترتيب الجزائر حسب مجموعة عوامل تطور الإبداع و الابتكار: لقد تراجع ترتيب الجزائر حسب هذه المجموع ب 08 مراتب مقارنة بترتيب العام 2011-2012 لتحتل بذلك المرتبة 144 من بين 144 مشاركة في التقرير، والسبب في ذلك يعود إلى التغيرات التي تطرأ على المؤشرات الفرعية.

أ- مؤشر مدى تطور بيئة الأعمال: كانت نتائج الجزائر متواضعة نوعا ما في جميع مؤشرات هذا المؤشر حيث سجلت تراجع ب 09 مراتب ليصل إلى المرتبة 144 في الترتيب العام، و يمكن إبراز أهم المؤشرات المتراجعة كمايلي: مؤشر عدد الموردين المحليين ب 46 مرتبة، ومؤشر نوعية الموردين المحليين ب 09 مراتب ، ومؤشر تطوير الحكومي للقطاعات ب 02 مراتب ، ومؤشر مدى تفويض السلطة ب 06 مراتب.

ب- مؤشر الابتكار: شهد مؤشر الابتكار ضمن مجموعة عوامل تطور الإبداع والابتكار تراجع ب 09 مراتب ليسجل المرتبة 141 خلال العام 2012-2013 مقارنة بترتيب العام 2011-2012 والذي كان 132 ، حيث تراجعت مؤشرات الفرعية كمؤشر التعاون بين الجامعات والمؤسسات الصناعية في البحث و التطوير والذي تراجع ب 08 مراتب ليسجل المرتبة 144 و كذلك تراجع مؤشر جودة مؤسسات البحث العلمي ب 15 مرتبة و مؤشر القدرة على الابتكار ب 18 مرتبة ليسجلا المراتب 141 و 143 على التوالي خلال العام 2012-2013 .

كما أوضح تقرير التنافسية العالمي أن الجزائر وبالرغم من توفرها على العديد من المزايا في بعض المؤشرات كمؤشر حجم السوق والذي احتلت فيه المرتبة 49 عالميا ومؤشر بيئة الاقتصاد الكلي والذي احتلت فيه الجزائر المرتبة 23 من بين 144 دولة شملها التقرير، إلا أن ذلك لم يسمح لها باحتلال مراتب متقدمة في المؤشر العام، وهذا يدل على أن أساس القدرة التنافسية المستدامة يرجح الكفة لمتغيرات على حساب متغيرات أخرى، فالأهمية النسبية للمتغيرات ليست نفسها، إذ تستمد هذه القدرة قوتها من عوامل تعزيز الفعالية والتطور التكنولوجي بالدرجة الأولى، وهو ما تعاني منه الجزائر إذ تحتل المرتبة 142 بالنسبة للمؤشر الخاص بتوفر التكنولوجيا الحديثة، والمرتبة 140 و 144 على التوالي فيما يخص كل من مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر والقدرة على نقل التكنولوجيا، و مؤشر استيعاب المؤسسات للتكنولوجيا الحديثة.

المطلب الثاني: سياسات تحسين القدرة التنافسية للاقتصاد الجزائري

يعد بناء وتنمية القدرة التنافسية منطلقا أساسيا لمجابهة تحديات النظام العالمي، الأمر الذي يتطلب جهودا جادة للقيام بتعديلات وتغييرات جوهرية في منظومة متكاملة من العوامل، كما أن المرور من وضعية اقتصادية حمائية إلى اقتصاد السوق عملية شاقة وصعبة، ما جعل الدولة تفكر في سياسات واستراتيجيات جديدة بهدف الرفع من قدرتها التنافسية، من خلال توفير خدمات البنية التحتية المساندة للقطاعات السلعية والخدمية، وإتباع السياسات الاقتصادية والإجراءات الإدارية المعززة للقدرة التنافسية، وكذلك وضوح

وشفافية القوانين والتشريعات المنظمة للبيئة الاستثمارية الملائمة لمختلف القطاعات الاقتصادية، ومن أهم السياسات التي تسعى إلى دعم القدرة التنافسية للاقتصاد الجزائري ما يلي:¹

1- العمل على تهيئة البيئة الاستثمارية المناسبة لتشجيع الاستثمارات المحلية و اجتذاب

الاستثمارات الأجنبية : وضع إطار تشريعي ملائم يساعد على تحفيز الاستثمارات المحلية والأجنبية و يكون متسم بالشمولية و المرونة و الوضوح في منح الإعفاءات و التسهيلات ضمن ضوابط تنموية و استثمارية واضحة و محددة و تبسيط إجراءات الترخيص و التسجيل للمشاريع الاستثمارية الجديدة و وضع الإطار المؤسسي اللازم للإشراف على كافة القضايا المتعلقة بالاستثمارات و إدارتها، و بالتالي توجيه مشروعات هذا الاستثمار إلى المجالات الأكثر أهمية في الاقتصاد.

2- إصلاح القطاع العام و تسريع عمليات الخصخصة: ذلك أن تطوير أداء المؤسسات العمومية

الاقتصادية و رفع كفاءتها و زيادة إنتاجيتها و ذلك ضمن إجراءات التصحيح الهيكلي لكل القطاعات . كما يجب تنظيم عمليات الخصخصة التي باشرتها الدولة بمختلف الميادين و الإسراع في تنفيذها و تعزيز دور القطاع الخاص من خلال قيامه بعمليات الإنتاج و الاستثمار و التصدير بحيث ذلك لا يلغي الدور الرقابي و الإشرافي و التنظيمي للحكومة.

3- تهمين الثروات و الموارد الاقتصادية: و يكون ذلك بتحفيز وتشجيع استغلالها و تحويلها و هو

شأن الصناعة البتروكيمياوية و السياحة و الصناعات التقليدية و الصيد البحري و هي قطاعات مولدة للثروة و مناصب الشغل و الصادرات الجديدة.

4- تشجيع الصادرات خارج قطاع المحروقات: و يكون ذلك من خلال دعمها الفعلي بتخفيف

الإجراءات البيروقراطية و وضع تحفيزات جبائية و مالية ملائمة و خاصة في المجالات التنافسية فبمثل هذا المسعى يمكن للبلد أن يجسد تدريجيا قدوم موارد مالية خارجية بديلة.

¹ علال بن ثابت، متى يصبح الاقتصاد الجزائري تنافسي؟ دراسة في سيايات تحسين القدرة التنافسية في ظل اتفاق الشركة، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول: "آثار و انعكاسات اتفاق الشراكة على الاقتصاد الجزائري و على منظومة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2006، ص ص 12-13.

5- مواصلة إصلاح السياسة النقدية: و هذا للوصول إلى الاستقرار النقدي الذي يعتبر بمثابة الركن الأساسي لتحقيق النمو الاقتصادي المستدام و زيادة القدرة التنافسية، ويكون ذلك من خلال الاستفادة بحجم احتياطات الصرف الهائلة لدى البنك المركزي و تعزيز سلامة الجهاز المصرفي من خلال تفعيل مستويات الرقابة و الإشراف بما يتلاءم مع المعايير الدولية.

6- تطوير السوق المالية الجزائرية: إن الأهمية التي توفرها بورصات القيم المنقولة في تحقيق النمو الاقتصادي و تعزيز القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني باعتبارها وعاء ضروري لبناء الادخار الوطني و قاعدة لحفز الاستثمارات المحلية و جذب الأجنبية منها، و يكون ذلك من خلال إعادة هيكلة و تنظيم السوق المالية الجزائرية من خلال إيجاد الهيكل المؤسسي المناسب له و استكمال البنية التحتية له بما يتناسب مع المعايير الدولية تحقيقا للشفافية و سلامة التعامل بالأوراق المالية.

7- تطوير سوق العمل الجزائري: إن تطوير سوق العمل يعد أحد الركائز الأساسية لتحسين الإنتاجية و تعزيز القدرة التنافسية، و يكون ذلك من خلال اتخاذ جملة من التدابير ترمي إلى تطويره بدأ بوضع إطار تشريعي ملائم و إعطاء دور للقطاع الخاص في إعداد السياسات و البرامج المتعلقة بتطوير و تأهيل القوى العاملة الجزائرية فضلا عن التوسع الكمي و النوعي في برامج التأهيل و التدريب المهني و تطوير سياسات التعليم العالمي بما يتلاءم مع سوق العمل.

8- تطوير الهياكل القاعدية و مشروعات البنية التحتية: و يكون ذلك من خلال التركيز على وفرة و نوعية الخدمات البنية التحتية و محاولة إشراك القطاع الخاص في إقامتها و تسييرها هذا بالإضافة إلى تطوير و تفعيل الإطار التشريعي و التنظيمي لخدمة البنية التحتية لتحسين كفاءتها و نوعيتها لما للدور الهام الذي تلعبه هذه المنشآت في تحسين المناخ الاستثماري و زيادة القدرة التنافسية.

9- الاهتمام و السعي إلى تطوير العلوم و التكنولوجيا: يلعب هذا القطاع دور هام في عملية التنمية الاقتصادية و تحسين جودة الإنتاج و تعظيمه و رفع مستوى الإنتاجية، و يكون ذلك من خلال إيجاد العديد من المراكز و المؤسسات التي تعنى بالعلوم و التكنولوجيا لبناء قاعدة علمية تكنولوجية وطنية و العمل على تطويرها، و تبني سياسة تكنولوجية موائمة في أنشطة القطاعات التنموية و رفع مردوديتها و إدامتها بهدف زيادة القدرة الإنتاجية للصناعات الوطنية إضافة إلى تشجيع البحث

العلمي في القطاع الاقتصادي بإجراءات مناسبة الذي يعتبر عامل حاسم من أجل التنافسية و التنمية.

10- تطوير الإطار التشريعي و المؤسسي: يعتبر تحسين البيئة التشريعية و التنظيمية و المؤسسية أحد الإجراءات الهامة لانطلاقة تنمية فعالة وتحسن الإنتاجية والقدرة التنافسية و مواكبة متطلبات تحرير و عولمة الاقتصاد و الانفتاح على الأسواق الخارجية، و يكون ذلك من خلال مراجعة لجملة التشريعات و القوانين الاقتصادية كقانون الاستثمار والشركات وقانون الجمارك والضرائب و قانون المنافسة ومنع الاحتكار وقانون استقلال القضاء... الخ. وإنشاء عدد من المؤسسات لتشجيع الاستثمار أو ترقية الصادرات، أو مؤسسات للمواصفات والمقاييس... الخ.

11- المواصلة في تأهيل المؤسسة الاقتصادية: و ذلك بهدف توجيه المؤسسة الاقتصادية إلى تحسين النوعية و وضع آليات تطوير و تحليل نقاط ضعف المؤسسة وبالتالي اقتراح طرق التقوية و الاهتمام بالاستثمارات غير المادية كالمرفق التقنية و البرمجيات و التكوين و التدريب و إدارة الجودة الشاملة و معايير نظام المعلومات والاستثمارات المادية في جلب التكنولوجيا الحديثة و محاولة تزويدها بأنماط تسيير حديثة تعتمد على جودة الأداء والفعالية في التنفيذ و الوضوح في الإعلام. فسياسة تأهيل المؤسسة الوطنية العمومية أو الخاصة القائمة تمكنها من مواجهة المنافسة الأجنبية وتتم هذه السياسة من خلال الإعانات العمومية المباشرة و إجراءات تخفيف التكاليف المالية للقروض المصرفية بواسطة دعم نسب الفائدة و أخيرا بتنظيم دورات تدريب و إعادة تأهيل لليد العاملة والإطارات.

المبحث الثاني: الوضع الاقتصادي للجزائر في التسعينيات

رغم الإصلاحات التي قامت بها السلطة الجزائرية خلال عقد الثمانيات، والمتمثلة في محاولة الرفع في معدلات الإنتاج والاستثمار وتحسين وضعية ميزان المدفوعات، إلا أنها باءت بالفشل خصوصا مع آثار أزمة انخفاض سعر البترول سنة 1986، الذي زاد من حدة الأزمة الاقتصادية الجزائرية، والتي يعبر عنها ميزان المدفوعات لتلك الفترة، ومستوى الإنتاج والارتفاع الكبير لمعدلات خدمة الديون الخارجية.

كما أدت هذه الأزمة إلى اختلالات داخلية تمثلت في ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي مقارنة بالإنتاج المحلي وزيادة حجم الطلب الكلي بالنسبة لحجم العرض الكلي، هذه الاختلالات أدت كذلك

إلى اختلالات خارجية على ميزان المدفوعات، حيث بلغ العجز في ميزان المدفوعات بـ 774 مليون دولار، وبلغ عجز الحساب الجاري بـ 1.08 مليار دولار سنة 1989¹.

استمرت هذه الأزمة حتى أصبحت الجزائر غير قادرة على استرجاع أو الحفاظ على توازنها الاقتصادية، بسبب العجز الكبير والمستمر في ميزان المدفوعات وضعف احتياطاتها من العملة الصعبة أمام امتناع الطرف الأجنبي عن الإقراض، ففكرت الجزائر في سياسة ثانية للإصلاح مدعومة من طرف الصندوق النقد الدولي.

دخلت الجزائر في سنة 1987 في محادثات سرية مع المؤسسة المالية الدولية - صندوق النقد الدولي والبنك العالمي للإنشاء والتعمير من أجل الحصول على تمويلات تسمح لها بتغطية جزء من احتياجات التمويل الخارجية²، فشكلت أول فوج للتفاوض مع البنك العالمي حول برنامج التصحيح والذي يتمثل في الإصلاح بالتدرج، بالإضافة إلى التفاوض مع الصندوق النقد الدولي، وقد نتج عن هذه المفاوضات اتفاقيات عديدة، والتي سنحاول أن نتطرق إليها بشكل وجيز مع إعطاء أهم ما جاء فيها.

المطلب الأول: اتفاق الاستعداد الائتماني ماي 1989

انطلقت المفاوضات مع الصندوق النقد الدولي في فيفري 1989 بمساهمة البنك الدولي، في سرية تامة مع الحكومة الجزائرية آنذاك، وانتهت في أفريل من نفس السنة، وتم الاتفاق مقابل شروط معينة لتدعيم الدعم، وتمثلت هذه الشروط فيما يلي³:

- إتباع سياسة نقدية أكثر حذرا وتقيدا.
- تقليص العجز الميزاني.
- تعديل سعر الصرف مع إزالة التنظيم الإداري للأسعار.

بعد توقيع الجزائر لهذا الاتفاق استفادت من الصندوق النقد الدولي بمبلغ 580 مليون دولار مضافا إليه 300 مليون دولار لدعم الإصلاحات الاقتصادية من طرف البنك العالمي.

¹ Statistique Financiers Internationales, Balance Des Paiements, pp. F142-F152.

² Ben Achenhou , Reforme Economique : Dette Et Démocratie, Edition Echriфа, Alger, 1992 , p.119.

³ Benissad , L'ajustement Structurel En Algérie, Le chemin Parcouru, El Watan, 25 Janvier 1999, 4eme Parte, N° 24-27, p.05.

تنفيذا للاتفاق، عمدت الجزائر إلى إصدار القانون على 89-12 المتعلق بالأسعار وذلك شهرين بعد التوقيع على الاتفاق، ينص هذا القانون على تحرير الأسعار، كما صدر قانون 90-10 متعلق بالقرض والنقد لإحداث القطيعة مع التسيير السياسي السابق، ومن أهم أهداف هذا القانون¹:

- إيقاف التدخل الإداري في التسيير المالي للمؤسسات أي إدخال أو العمل بقوانين السوق.
- إعادة الاعتبار لدور البنك المركزي، وكذا لقيمة الدينار الجزائري.
- العمل على توفير المناخ المناسب للاستثمار الأجنبي.
- التطهير المالي لمؤسسات القطاع العام، والهدف من ذلك هو توفير الميكانيزمات الداخلية للمؤسسات للانتقال نحو اقتصاد السوق.

رغم هذه التغييرات والإصلاحات التي قامت بها السلطة آنذاك، إلا أنه سجل في سنة 1990 استمرار في تدهور الاحتياطي من العملة الصعبة، حيث وصل إلى 72.5 مليون دولار، وهو عبارة عن أدنى مستوى منذ سنة 1973 كما سجل انخفاض في قيمة الدينار الجزائري خلال ثلاثة أشهر، أي بين نهاية سنة 1990 إلى غاية سنة 1991 بمقدار 70% من بينها 52% لم تعلن عنها السلطات رسميا آنذاك، ويمكن توضيح هذا التدهور من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3.2) سعر الصرف الدولار الأمريكي بالدينار الجزائري خلال فترة 1986-1991

السنوات	1986	1987	1988	1989	1990	جوان 1991	سبتمبر 1991
السعر	4.7	4.84	5.91	7.45	10	18.5	22.5

Source : Benissad, M.(1994), Op.cit , p. 214

المطلب الثاني: اتفاق الاستعداد الائتماني جوان 1991

واصلت الجزائر المفاوضات مع الصندوق النقد الدولي، من أجل دفع عجلة الإصلاحات، فتوصلت الحكومة في يوم 03 جوان 1991 إلى عقد اتفاق ثاني تثبيت واستعداد ائتماني مدته 10 أشهر من جوان 1991 إلى مارس 1992، حيث تم تحرير رسالة نية في 21 أفريل 1991²، مع العلم أن هذا الاتفاق جاء نتيجة استمرار تأزم الوضع الاقتصادي، حيث بلغت نسبة خدمة الدين مستوى منذرا بالخط 73.9%، وعرف الناتج الوطني الخام نموا سلبيا قدره -0.1% مقابل 2.9% لقطاع الصناعة بين سنتي 1990 و 1991.

¹ Benissad, *Restructuration Et Réformes Economique*, Edition Alger, 1994, pp.125-128.

² Ben Achenhou, M ,Op.cit, p.119.

حصلت الجزائر بموجب هذا الاتفاق على قرض قدره 404 مليون دولار، مع خدمة دين تقدر ب 16 مليار دولار لسنتي 1990-1992¹، ويتم استهلاكه في أربع دفعات قيمة كل دفعة 100 مليون دولار، أي على النحو التالي: الدفعة الأولى في جوان 1991، والثانية في سبتمبر 1991، أما الثالثة في ديسمبر 1991، و الأخيرة في مارس 1992، كما تم الاتفاق مع البنك العالمي واستفادت الجزائر من قرض تصحيح قدره 350 مليون دولار، يخصص للتطهير المالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، مع العلم أن الاتفاقات السابقة تهدف إلى ما يلي:

- التقليل من حجم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.
 - تحرير التجارة الخارجية وتخفيض سعر الصرف.
 - رفع معدل الفائدة على القروض البنكية.
 - إصلاح النظام الجبائي و الجمركي.
 - ترشيد الاستهلاك والادخار عن طريق الضبط الإداري لأسعار السلع.
 - بناء شبكة اجتماعية للحد من الآثار السلبية الناجمة عن تطبيق هذا البرنامج.
- قامت الجزائر بتطبيق هذه الاتفاقيات، عن طريق اتخاذ بعض الإجراءات العملية، ففي 01 أكتوبر 1991 قامت الحكومة بتقليص دعم موارد المحروقات والكهرباء، وتطهير المؤسسات المالية، وكذا تحرير 40 % من الأسعار، كما عملت السلطات المالية أُنذاك على تخفيض قيمة الدينار للوصول إلى فارق قيمة قدره 25 % بين سعر الصرف الرسمي والموازي.
- كما خصصت السلطة الجزائرية لدعم الشبكة الاجتماعية المبالغ التالية لدعم المداخيل المحدودة: 23 مليار دج (1992)، وكذا 33.254 مليار دج (1993)، وفي شهر أكتوبر 1993، تم إصدار المرسوم رقم 93-12 والمتعلق بترقية الاستثمارات والذي سجل القطيعة مع القوانين السابقة للاستثمار. إلا أنه تم تجميد القسط الرابع من الدعم، وذلك بسبب البرنامج التي جاءت به حكومة بلعيد عبد السلام والذي كان مخالفا لاتفاقيات الصندوق النقد الدولي، وبالتالي لم تستطع الجزائر أُنذاك سحب القسط المتبقي بسبب تخليها على الالتزامات الموقعة.

¹ Ben Bitour , A L'Algérie Au Troisième Millénaire Défis Et Potentialités, Edition Marinoor, Alger , 1998 , p. 78.

المطلب الثالث: اتفاق الاستعداد الائتماني أفريل 1994

نظرا لاستمرار تأزم الوضع الاقتصادي للجزائر، وهذا نتيجة ارتفاع نسبة خدمة الدين إلى الصادرات والذي قدر ب 82.2 %، أي لم يبق من الموارد لتمويل الدورة الاقتصادية إلا 1.18 مليار دولار، وهذا غير كافي، حيث قدرت الحاجة لدورة الاقتصادية ب 8 مليارات دولار، وبالتالي سجل عجز ميزاني بلغ قدره 8.7 % من الناتج الداخلي الخام سنة 1993، وكذا ارتفاع التضخم النقدي ب 7.7 %¹.

كما تراجعت نسبة سيولة الاقتصاد سنة 1994 إلى 45.6 % مقابل 52.2 % سنة 1992، وكذلك انخفاض معدل نمو الناتج الحقيقي لنفس السنة.

أمام هذه المؤشرات السلبية للبلاد، لم يعد أمام السلطات إلا مخرج واحد وهو الاتصال بالصندوق النقد الدولي وطلب إعادة جدولة ديونها الخارجية، وتم الاتصال وبعدها التوقيع على اتفاق مدته سنة كاملة، ومنح للجزائر أنذاك قرضا قدره 457.20 مليون وحدة سحب خاصة، وكذا قرضا قيمته 374.32 مليون وحدة سحب خاصة من البنك الدولي ومخصصة للطوارئ.

من أهم أهداف هذا الاتفاق ونتائجه:

- تحقيق معدل نمو بين 3% و 6%، وتقليص وتيرة التوسع النقدي (الكتلة النقدية) عن طريق رفع معدل الفائدة على الادخار من 10% إلى 14%، وفي نفس الوقت رفع معدلات الفائدة على القروض إلى 23.5%.
- تعديل قيمة الدينار الجزائري و تنفيذها لهذا الاتفاق، قامت الجزائر بتخفيض قيمة الدينار من 23.4 دج للدولار الواحد إلى 35.1 دج.
- مواصلة تحرير الأسعار وإلغاء دعمها، حيث بلغت نسبة الأسعار المحررة ب 85% من السلع المدرجة في مؤشر أسعار الاستهلاك، كما تم رفع أسعار النقل، الهاتف والخدمات البريدية بنسب تتراوح من 20% إلى 30% وتم تعديل أسعار الكهرباء والحليب والسميد كل ثلاثة أشهر.
- كما قامت الجزائر بكبح معدل التضخم في حدود 29.05%، وكذا تخفيض عجز الميزانية سنة 1994 إلى 5.7% من الناتج الداخلي الخام، كما أدت تلك الإجراءات إلى ارتفاع مخزون العملات الأجنبية ووصل مخزونها الكلي إلى 2.6 مليار دولار.

¹ Banque D'Algerie, Media Bank, N° :19, Année 1995, P 4-5.

لقد سمح هذا الاتفاق مع صندوق النقد الدولي بإعطاء مؤشر إيجابي للدائنين، حيث تم الاتفاق على إعادة جدولة الديون الموقع عليها سنة 1994 وحددت مدة التسديد 16 سنة في إطار نادي باريس، مما مكّن الجزائر بعد ذلك من إبرام اتفاقية ثنائية، الأولى مع كندا في ديسمبر 1994 والأخيرة كانت مع إيطاليا في فيفري 1995¹.

بعد توقيع هذه الاتفاقيات وتحديد أهدافها، تم إصدار من السلطة الجزائرية مرسوم تشريعي رقم 94-11 المؤرخ في 26 ماي 1994 المتعلق بالتأمين على البطالة لفائدة الأجراء الذين يفقدون عملهم بصفة لا إدارية ولأسباب اقتصادية، وتم إصدار قواعد الحذر في تسير البنوك والمؤسسات المالية وكذا التعليم رقم 73-94 المتعلقة بنظام الاحتياطي الإجباري.

كما عمدت الجزائر على إصدار قانون المنافسة من خلال الأمر 95-06 المؤرخ في 25 جانفي 1995، ومن أهم أهدافه الأولى تنظيم المنافسة الحرة وترقيتها و تحديد قواعد حمايتها قصد زيادة الفعالية الاقتصادية وتحسين معيشة المستهلكين وشفافية الممارسات التجارية.

المطلب الرابع: اتفاق التصحيح الهيكلي ماي 1995 - ماي 1998

بالرغم من تجاوز مرحلة الانكماش والحد من تزايد التضخم خلال فترة الاستقرار، غير أن الاقتصاد الجزائري بقي يعاني من صعوبات كبيرة خصوصا تلك المتعلقة بقلّة العوائد من العملة الصعبة، بقاء التبعية التامة لقطاع المحروقات، ثقل المديونية وخدماتها، تزايد حدة البطالة وقلّة الاستثمار. لأجل ذلك شرعت الجزائر منذ سنة 1995 في تنفيذ برنامج تعديل هيكلي مدته ثلاث سنوات (1995-1998)، بمقتضى هذا الاتفاق تم الحصول على مبلغ مالي يقدر ب 1.169 مليون وحدة حقوق سحب خاصة DTS، أي ما يعادل 127.9% من حصة الجزائر في الصندوق²، وتبعاً لمصادقة مجلس إدارة الصندوق على طلب الجزائر فإنها ستطلب من الدول الأعضاء في نادي باريس و نادي لندن إعادة جدولة مستحقاتها المتعلقة بخدمة الدين الخارجي التي يحدّد موعد سدادها خلال مدة الاتفاق، وعلى هذا الأساس قامت الجزائر في جويلية 1995 بعقد اتفاق إضافي لإعادة جدولة الديون مستحقة السداد بين 01 جوان 1995 و 31 ماي 1998³، بالإضافة الفوائد مستحقة السداد ما بين 01 جوان 1995 و 31 ماي 1996 ومن

¹ Ben Bitour, A, Op.cit, pp.95-96.

² صالح تومي ، محاولة بناء نموذج قياسي للاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2002)، مجلة علوم الاقتصاد و التسيير و التجارة العدد 12، جامعة الجزائر3، 2005، ص.ص. 17-18.

³ كريم المشاشيبي وآخرون، الجزائر تحقق الاستقرار و التحول إلى اقتصاد السوق، تقرير صندوق النقد الدولي، واشنطن، 1998، ص 123.

المقرر سداد هذه المبالغ على 25 قسطا من الأقساط نصف السنوية الآخذة في الزيادة تدريجيا ابتداء من 30 نوفمبر 1999 وتستمر حتى سنة 2011¹.

وكان لهذا البرنامج مجموعة من الأهداف حسب صندوق النقد الدولي²:

- مواصلة عملية التحرير الاقتصادي وتعميق الإصلاحات الهيكلية للمؤسسات العمومية والبدء بخصوصية جزء منها.
 - تحقيق نمو اقتصادي في إطار الاستقرار المالي، وكذا ضبط سلوك ميزان المدفوعات حيث يتحقق معدل نمو حقيقي للناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات بنسبة 5% خلال فترة البرنامج.
 - تعبئة الادخار الوطني لتمويل الاستثمارات وتحلي الدولة عن سياسة الدعم لكل القطاعات.
 - يهدف البرنامج إلى التخفيض التدريجي لعجز الميزان الجاري الخارجي، بحيث سينخفض العجز من 6.9% من الناتج المحلي في 1995/1994 إلى 2.2% من الناتج المحلي خلال 1998/1997 وكذا ضبط سلوك ميزان المدفوعات، حيث يتحقق معدل نمو حقيقي متوسط للناتج المحلي الإجمالي.
 - تخفيض التضخم إلى 10.3%.
- وعليه فإن برنامج التعديل أو التصحيح الهيكلي هذا يهدف بصفة عامة إلى تصحيح مختلف الاختلالات التي تشوه الاقتصاد الوطني والتغلب على ظاهرة الركود الاقتصادي وإعادة هيكلة الاقتصاد، وإيجاد التوازن بواسطة مجموعة من الإجراءات الهيكلية والتنظيمية في ضوء ميكانيزمات اقتصاد السوق³.

المبحث الثالث: الوضع الاقتصادي للجزائر في الألفية

بعد مجيء السيد عبد العزيز بوتفليقة وتولية الحكم، انطلق في حل المشاكل التي تتخبط فيها البلاد، بدءا بالأزمة السياسية والأمنية، وكذا إيجاد حلولاً للإشكالية الاقتصادية الجزائرية، والتي تكمن في التخلص من الديون وضغوطات المؤسسات المالية الدولية، والحد من التضخم والاختلالات في التوازنات الكلية للاقتصاد الوطني، وذلك بإرساء مجموعة من الإصلاحات عن طريق المخططات والتي تهدف إلى إنعاش اقتصادي دائم ومستقر لتحقيق التنمية الشاملة والمستدامة، فلذا سنتطرق إلى أهم ما جاء في مضمون هذه المخططات، بإعطاء أهدافها وما النتائج المتوصل إليها .

1 Fergani ,M.().L'ajustement structurel en Algérie, l'économie, 1996 , n°34, p.06.

² كريم المشاشي وآخرون، مرجع سابق، ص123.

³ عبد الحكيم سعيح، أثر التغيرات الكمية والنوعية لعناصر الانتاج على النمو الاقتصادي حالة الجزائر 1982-2008، شهادة دكتوراه العلوم فرع الاقتصاد القياسي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير، الجزائر، 2013، ص174.

المطلب الأول: سياسة الانعاش الاقتصادي 2001-2004

لم تقم الإصلاحات الاقتصادية من برنامجي الاستقرار الاقتصادي والتعديل الهيكلي، المقترحين من المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي) إلى النتائج المرجوة، كونها لم تساعد على إيجاد ظروف تسمح بالنمو الدائم نتيجة أن التوازنات المالية بقيت عاجزة عن دعم مسار النمو الاقتصادي، حيث انخفضت معدلات النمو لتصل إلى 2.2% وتفاقم ظاهري الفقر والبطالة، وهذا تزامنا مع خروج الجزائر من نفق التسعينات المظلم غداة الألفية الثالثة، أين خسر الاقتصاد الجزائري حسب بعض التقديرات ما يزيد عن 20 مليار دولار و تزامن ذلك زيادة موارد الدولة الجزائرية سنة 2000 نتيجة ارتفاع أسعار البترول التي لم يسبق لها مثيل، إذ وصلت إلى 28.50 دولار للبرميل واستعادة التوازنات الكلية¹، مما فتح المجال أمام الجزائر لتكثيف جهودها في سبيل معالجة آثار العشرية السوداء على اقتصادها ومواصلة عملية الانتقال إلى اقتصاد السوق بهدف تحقيق النمو والتنمية وذلك من خلال صياغة سياسة اقتصادية تركز على التوسع في الإنفاق العام، تمثل في أول البرامج المسطرة، ألا وهو برنامج الإنعاش الاقتصادي على فترة تمتد من سنة 2001 إلى 2004. ففيما يتجلى وما هي أهدافه ونتائجه؟

أولا: محتوى وأهداف برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)

برنامج الإنعاش الاقتصادي هو عبارة عن مشروع حكومي متوسط الأجل، يدخل ضمن برامج الإصلاح الذاتية ذو طبيعة اقتصادية جديدة، أقر في أبريل من عام 2001 ويمتد إلى غاية 2004، يعتبر من منظور متخذ القرار في الجزائر، أداة من أدوات السياسة الاقتصادية الجديدة المستندة على النظرية الكينزية الخاصة بالطلب الكلي الفعال، إذ أنه في حالة الركود الاقتصادي و افتراض حالة عدم التشغيل التام لعوامل الإنتاج، فإن زيادة الإنفاق الموجه للاستثمار سيعمل على الرفع من الطلب الكلي الفعال والذي يؤدي بدوره إلى زيادة العرض الكلي ورفع مستوى التشغيل، مما ينتج عنه زيادة النمو الاقتصادي والتقليص حجم البطالة. وبالتالي فهو متمثل أساسا في دفع عجلة النمو الاقتصادي في الجزائر مركزين على المشاريع القاعدية والداعمة للعمليات الإنتاجية والخدماتية وتحقيق التنمية المحلية وتنمية الموارد البشرية.

ومن ثم فإن هذا البرنامج يرمي إلى تدارك التأخر المسجل و المتراكم طيلة عشرية كاملة من الأزمة، بالإضافة إلى تخفيف التكلفة الاجتماعية للإصلاحات المنجزة والمساهمة في إعطاء دفع جديد للاقتصاد من

¹ هذه القيم مأخوذة من الديوان الوطني للإحصائيات.

خلال حلحلة آليات النمو الاقتصادي بمبلغ قدره 525 مليار دج ولفترة تمتد من السداسي الثاني لسنة 2001 إلى نهاية 2004¹.

لا يمكن اعتبار هذا برنامج الإنعاش الاقتصادي مخططا رباعيا شبيها بالمخططات السابقة التي عهدتها الجزائر في السبعينات، نظرا لتخليها النهائي عن الاقتصاد الموجه و التزامها النهائي كذلك بتطبيق إيديولوجيات اقتصاد السوق. ووفقا للوثيقة الرسمية التي أصدرتها رئاسة الحكومة المتعلقة بمضمون هذا البرنامج تم تسطير نوعين من الأهداف، عملية وأخرى نوعية. فأما الأهداف العملية فتنتقل من²:

- ✓ إعادة تنشيط الطلب الكلي الذي عرف ضعف و تراجع خلال السنوات الأخيرة.
 - ✓ دعم النشاطات المنتجة للقيمة المضافة ومناصب العمل، عن طريق رفع مستوى الاستغلال في القطاع الفلاحي وفي المؤسسات الإنتاجية المحلية الصغيرة والمتوسطة.
 - ✓ رد الاعتبار للهيكل القاعدية خاصة التي تسمح بإعادة بعث النشاطات الاقتصادية، في المناطق التي تأثرت بشكل خاص من العشرية السوداء ومخلفات الأزمة الأمنية. وتغطية الاحتياجات اللازمة للسكان فيما يخص تنمية الموارد البشرية.
- كما ترمي هذه الأهداف إلى أهداف نوعية منها³:

- معالجة أشكال العوز والفقر والتهميش التي تعانيها شرائح واسعة من المجتمع، مع ضمان ديمومة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية والمساهمة في إنشاء مناصب شغل، لاسيما في مجالي البناء والأشغال العمومية.
- تحقيق التوازن الجهوي وانعاش الاقتصاد الجزائري، من خلال تقوية التجهيزات الاجتماعية للبلديات الأكثر فقرا وعزلة. (تنفيذ إعادة التأهيل الحضري وربط التجمعات السكانية الريفية بشبكة الغاز).

ثانيا: مقومات برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)

عند المصادقة على برنامج الإنعاش الاقتصادي، خصص له غلاف مالي قدر ب 525 مليار دج أي ما يعادل 7 مليار دولار، منها ما يفوق 74% تندرج في إطار اعتمادات الدفع للسنتين الأوليتين من تطبيقه. واعتبر آنذاك برنامجا قياسيا بالنظر إلى احتياطي الصرف المتراكم قبل إقراره، حيث قدر ب 11.9

¹ حاكمي بوحفص، الإصلاحات و النمو الاقتصادي في شمال إفريقيا، دراسة مقارنة بين الجزائر، تونس و المغرب، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 7، الجزائر، 2008، ص.15.

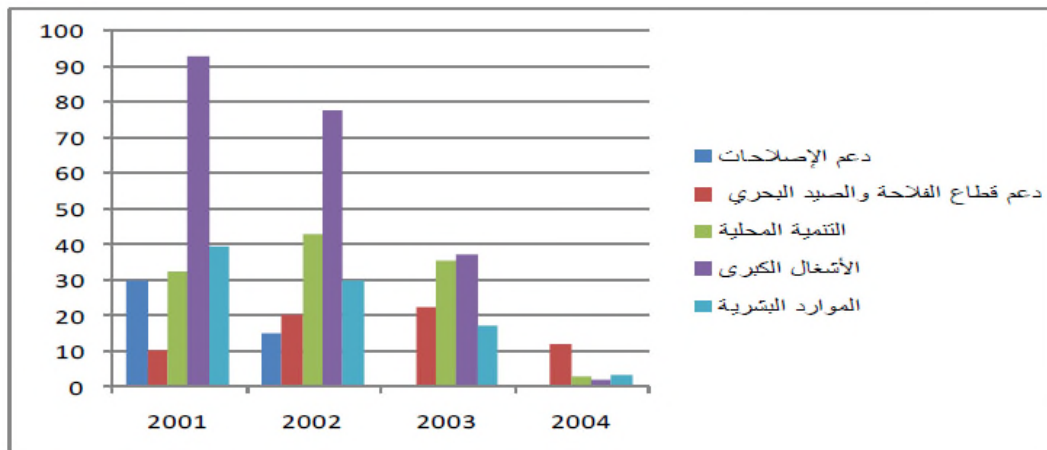
² إبراهيم صايب، الاقتصاد الجزائري من الربيع الزراعي إلى الربيع النفطي، مجلة المعرفة، العدد 176، المملكة العربية السعودية، ص.21.

³ عبد الرحمان تومي، مرجع سابق، 2009، ص.216-217.

مليار دولار، هذا ما سجل تناقضا مع الوضعية التي عرفتها البلاد والتي تميزت بركود في الاستثمارات وضعف إنتاجية جهاز الإنتاج، مما أنشئ نسبة نمو غير كافية -3.2% من معدل النمو خلال (1995-2000) لتلبية حاجات السكان المستعجلة لاسيما في مجال الشغل، السكن وظروف المعيشة¹. فبات لهذا الركود تأثيرا سلبيا على دخل الأسر أفضى إلى تدهور قدرتها الشرائية، مما اضطر السلطات إلى رفع الكتلة الأجرية حيث كلفت هذه الزيادة ما يقارب 130 مليار دج. كما عرفت سنة 2002 ارتفاع الإنفاق الحكومي ب 10.6% مقارنة مع السنة الفائتة، أين تم تنفيذ جزء كبير من البرنامج استهلك فيه 380 مليار دج من الغلاف المالي الإجمالي المخصص للبرنامج².

وفي هذا الصدد، تركزت المخصصات المالية لبرنامج الإنعاش الاقتصادي على خمسة قطاعات، تم توزيع الغلاف المالي الذي يبين من ناحية القيمة، أن قطاع الأشغال الكبرى والتنمية المحلية يمثلان أهم المحاور التي خصصت لها غلافات مالية هامة، حيث تم تخصيص حوالي ما نسبته 40% من الغلاف المالي الإجمالي لقطاع الأشغال الكبرى و 21% لتحقيق أهداف التنمية المحلية. ويلاحظ أنه على مدار الفترة التي عرمت الدولة فيها تنفيذ البرنامج، ظهر التوزيع السنوي له مركزا في السنوات الثلاث الأولى: 2001، 2002 و 2003 بقيمة 205.4 مليار دج، 195.9 مليار دج، 113.2 مليار دج على التوالي. في حين لم تنل سنة 2004 غير 20.5 مليار دج من المبالغ المرصودة، كما يبرزه الشكل الموالي:

الشكل (1.2): التوزيع القطاعي السنوي لبرنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)



المصدر: بناء على معطيات الديوان الوطني للإحصائيات

¹ عائشة مسلم، اتجاهات النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2004، ريادة ماجستير، فرع الاقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، 2007، ص 80.

² وليد عبد الحميد عايب، الآثار الاقتصادية الكمية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الاقتصادية، بيروت، ، 2010، ص 230.

من الشكل (1.2) يبدو جليا أن مخصصات برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي تركزت بشكل كبير في السنتين الأوليتين من فترة التطبيق، هذا دليل على رغبة الدولة في تسريع وتيرة تنفيذ معظم مشاريع البرنامج خلال أقصر فترة زمنية ممكنة ومن تم استغلال الانفراج المالي الذي عرفته الجزائر لتحقيق أكبر منفعة للاقتصاد الوطني من ناحية معدلات النمو الاقتصادي، تطوير البنى التحتية وتحسين الظروف الاقتصادية والاجتماعية لأفراد المجتمع... الخ.

ثالثا: نتائج برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)

تميزت السنوات 2001-2004 بإنعاش مكثف للتنمية الاقتصادية، رافق استعادة الأمن عبر ربوع الوطن. وحتى نلمس ذلك، نستعين ببعض المؤشرات الاقتصادية الكلية قبل (سنة 2000) وبعد البرنامج (نهايته سنة 2004) من خلال الجدول الموالي:

الجدول (4.2): تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية خلال عامي 2000 و 2004

المؤشرات	الشغل	البطالة %	الفقر %	التضخم %	رصيد ميزان المدفوعات	الديون الخارجية	الناتج الداخلي الخام	نصيب الفرد من الناتج ب دولار
2000	22215	28.8	12.1	0.3	7.9	25.1	54.7	1801
2004	717000	17.7	6.8	3.6	9.6	21.4	84.6	2620

المصدر: عبد الحكيم سعيح، مرجع سابق ، ص.182.

يمكن استخلاص من الجدول (3-4) نتائج عديدة هامة منها:

- ✓ تزايد عدد مناصب الشغل الشاغرة (إنشاء 728500 منصب عمل) وانخفاض نسبة الفقر
 - 6.8 % سنة 2004 عن 12.1 % قبل بداية البرنامج، وانخفاض نسبة البطالة إذ وصلت إلى 17.7 % سنة 2004.
 - ✓ كما نلاحظ ارتفاع الناتج الداخلي الخام، بحيث انتقل من 54.7 مليار دولار سنة 2000 إلى 84.6 مليار دولار سنة 2004 وكذا ارتفاع نصيب الفرد منه.
 - ✓ تخفيض نسبة الديون الخارجية بحيث انتقلت من 25.1 مليار دولار سنة 2000 إلى 21.4 مليار دولار نتيجة استغلال الحكومة لجزء من الفائض المحقق في تسديد هذه الديون.
- بالإضافة إلى:

- ✓ استثمار إجمالي بحوالي 46 مليار دولار أي ما يعادل 3.700 مليار دينار، منها حوالي 3 مليار

دولار (2.350 مليار دينار) من الإنفاق العام¹.

✓ إنجاز الآلاف من المنشآت القاعدية وكذلك بناء وتسليم 700.000 مسكن جاهز². وعموما، لقد خرجت الجزائر بسلام من هذه التجربة، إذ أن التوازنات الاقتصادية الكلية قد استرجعت حيث حققت في عام 2003 نسبة نمو قدرها 6.9 %، كما عرفت معظم المؤشرات الاقتصادية تحسنا من انخفاض نسبة البطالة والفقر... الخ. وفي المقابل، فإن ديون الجزائر الخارجية قد انخفضت من 28.3 مليار دولار إلى 22 مليار دولار، بينما تقلصت الديون العمومية الداخلية من 1059 مليار دج عام 1999 إلى 911 مليار دج عام 2003³. إلا أننا لا نستطيع الجزم بنجاعة هذا البرنامج، لأن كل هذه النتائج ترجع في المقام الأول إلى ارتفاع أسعار المحروقات هذا القطاع الذي ضحك أموالا ضخمة للاقتصاد الوطني، الأمر الذي أضعف بدوره الحافز لتنمية إنتاج السلع وتطويرها خارج المحروقات⁴.

المطلب الثاني: برنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009)

من خلال هذا المطلب، يتم التطرق إلى مضمون وأهداف برنامج التكميلي لدعم النمو للفترة 2005-2009 ثم الانتقال لتوزيع الاعتمادات حسب كل قطاع معتمد فيه و أخيرا نسلط الضوء على النتائج التي خرج بها هذا الأخير.

أولا: مضمون ومقاصد البرنامج التكميلي لدعم النمو

جاء هذا البرنامج في إطار مواصلة وتيرة البرامج والمشاريع التي سبق تنفيذها في ظل برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي، حيث أن تكامل البرنامجين يجسد الاستراتيجيات بعيدة المدى والتي تلخص رؤية الجزائر في إرساء مقومات الاستثمار الاستخلافي للعوائد النفطية، بما يخلق البنية الاقتصادية والاجتماعية القادرة على استيعاب تحديات التنمية الشاملة المستدامة في إطار الإمكانيات الوطنية وطموحات الأفراد، وذلك من خلال تفعيل الكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة بما يرفع الكفاءة الاستيعابية للاقتصاد الجزائري وخلق بذلك ديناميكية اقتصادية تسمح بازدهار الاقتصاد الجزائري.

كما خصص هذا البرنامج بالجنوب والهضاب العليا، من أجل فك العزلة عن الجنوب وفك الضغط عن الشمال فحسب الإحصاء الوطني الخامس الذي أجرته الجزائر للسكان والسكن سنة 2008 أفضى

¹ ياسمين زرنوخ، إشكالية التنمية في الجزائر، دراسة تقييمية، ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، ص 188.

² وليد عبد الحميد عايب، مرجع سابق، 2006، ص 230.

³ المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني من سنة 2004، الدورة العامة العادية السادسة والعشرون، جويلية، 2005، ص 04.

⁴ عبد الحكيم سعيح، مرجع سابق، ص 230.

إلى تحديد عدد الجزائريين 34.8 مليون نسمة يسكن 80 بالمائة منهم في المدن الساحلية، وهو ما يؤكد أهمية السياسة التنموية التي شرعت الدولة في التخطيط لها من أجل إعادة التوازن الديموغرافي عبر مناطق الوطن، ولا سيما من خلال تهيئة مناطق الهضاب العليا ومناطق الجنوب وجعلها أكثر استقطابا للتنمية، كما اهتم كذلك هذا البرنامج على غرار البرنامج السابق له بالتشغيل، الصحة، التعليم والأشغال العمومية وغيرها¹.

وبالتالي، لمواصلة مسيرة إعادة بناء الاقتصاد الوطني، تعتمد الحكومة تكييف قدراتها فيه قصد تحقيق جملة من الأهداف منها²:

- استكمال الأعمال التي بدأت ضمن برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) والمحافظة على إنجازات البرنامج.
- تحسين مستوى معيشة الأفراد، وذلك من خلال تحسين الجوانب المؤثرة على نمط معيشة الأفراد، سواء كان الجانب الأمني، الصحي أو التعليمي. كتوفير مليون متر مكعب يوميا من المياه الصالحة للشرب من خلال التحلية، توفير الشروط الضرورية لاستقبال مليون طالب في الجامعة مع نهاية البرنامج وإنجاز آلاف المنشآت الجديدة في المجالات التربوية، الاجتماعية، الثقافية والهياكل القاعدية التي تساهم في تحسين رفاهية المواطنين وكذا توفير مليوني منصب شغل جديد، نصفه عبر التوظيف في جميع القطاعات أو الاستثمار الذاتي والنصف الآخر عبر البرامج العمومية.
- تطوير الموارد البشرية والبنى التحتية، وذلك راجع للدور الذي يلعبه كلاهما في تطوير النشاط الاقتصادي إذ تعتبر الموارد البشرية من أهم الموارد الاقتصادية في الوقت الحالي، حيث أن تطويرها المتواصل يجنب مشكلة الندرة التي تتميز بها الموارد التقليدية عن طريق ترقية المستوى التعليمي والمعرفي للأفراد والاستعانة بالتكنولوجيا في ذلك، كما أن البنى التحتية لها دور هام جدا في تطوير النشاط الإنتاجي وبالخصوص في دعم إنتاجية القطاع الخاص من خلال تسهيل عملية المواصلات وانتقال السلع والخدمات وعوامل الإنتاج كإنشاء 150.000 محل تجاري بمعدل متوسط 100 محل لكل بلدية عبر التراب الوطني.
- ضمان الحفاظ على نسبة نمو اقتصادي لا تقل عن 5% طول فترة البرنامج وهو التزام يأخذ بعين الاعتبار الاختلالات العديدة الممكنة. إذ يعتبر رفع معدلات النمو الاقتصادي الهدف النهائي

¹ كمال عايش، التجربة الجزائرية في ظل الفكر التنموي الجديد، مخبر الدراسات الاقتصادية للصناعة المحلية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة باتنة، الجزائر، 2012، ص3.

² عبد الرحمان تومي، الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، الواقع والآفاق، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص245.

للبرنامج التكميلي لدعم النمو، وهو الهدف الذي تصب فيه كل الأهداف والمقاصد السابقة الذكر، حيث أنه نتيجة لعدد من العوامل والظروف والتي من بينها تحديث الخدمات العامة، تحسين المستوى المعيشي وتطوير الموارد البشرية والبنى التحتية¹.

ولقد تم تسطير استراتيجية وطنية تسعى إلى إطلاق مجموعة من المشاريع من خلال البحث عن شركاء أجنب لتفعيل هذه المشاريع ومنها: الطريق السيار شرق غرب على مسافة 1200 كيلومتر والذي يقطع الجزائر من الشرق والغرب، تجديد السكك الحديدية، إنشاء مليون وحدة سكنية، تحسين المستوى المعيشي... الخ².

ثانيا: مخصصات مختلف البرامج الفرعية للبرنامج التكميلي لدعم النمو

إن المبلغ الإجمالي المخصص لبرنامج دعم النمو الاقتصادي الذي امتد من سنة 2005 إلى 2009 يقدر ب 4202.7 مليار دينار جزائري أي ما يقارب ب 55 مليار دولار بمعنى تزيد عن قيمة البرنامج السابق بحوالي 6 أضعاف، وذلك بالأساس من جهة، إلى ضرورة تغطية النقائص التي سجلت بعد تطبيق برنامج الإنعاش الاقتصادي، ومن جهة أخرى نتيجة تراكم الادخار الوطني بعد الارتفاع الذي سجلته أسعار المحروقات منذ بداية الألفية الثالثة³.

وبعد إقراره، أضيف له برنامجين خاصين أحدهما بمناطق الجنوب بقيمة 432 مليار دينار جزائري وآخر بمناطق الهضاب العليا بقيمة 668 مليار دينار جزائري⁴. مع العلم إن برنامج التكميلي لدعم النمو (2005-2009)، يشمل في مضمونه خمسة قطاعات محورية، إذ يتضح منه أن هذا البرنامج قد خصص له مبلغ إجمالي يقدر بحوالي 4202.7 مليار دج من النفقات العمومية التنموية حيث أعطيت الأولوية فيه لمكافحة البطالة، ثم السكن، قطاع النقل والبنية التحتية عموما و امداد الأرياف بالكهرباء والغاز وتطوير الزراعة ودعمها وتخليق مياه البحر. وكنتيجة لصرف كل هذه المبالغ بدأت تظهر بعض النتائج على مستوى الاقتصاد.

¹ World Bank , A Public Expenditure Review, report, n°.36270, 2007, p.2.

² إبراهيم صايب، مرجع سابق ، ص 25.

³ عمر عبو، هدى عبو ، مداخلة بعنوان: جهود الجزائر في الألفية الثالثة لتحقيق التنمية المستدامة، ملتقى وطني حول التحولات السياسية واشكالية التنمية في الجزائر: واقع وتحديات، كلية العلوم القانونية والعلوم الإدارية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر ، بدون ذكر السنة ص 12.

⁴ World Bank, Op.cit, p.2.

ثالثا: نتائج البرنامج التكميلي (2005-2009)

من أهم ما حققه هذا البرنامج من نتائج هي¹:

- إنشاء آلاف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإنشاءات للبنية التحتية لا يستهان بها مثل الطرق السيارة شرق غرب، السكك الحديدية، المترو، السدود، تحلية المياه، ملايين الوحدات السكنية، الربط بشبكات الكهرباء والغاز...
- الاحتياطي النقدي سجل تطورا غير مسبوق في تاريخ الجزائر، إذ بلغ مع نهاية سنة 2009 عتبة 150 مليار دولار وسجل غلاف مالي ضخم، بلغ 265 مليار دولار، كان نصيب الاستثمار الأجنبي المباشر فيه 46 مليار دولار.
- الخروج النهائي من شبح المديونية، ومنذ نهاية سنة 2006 تحولت الجزائر من بلد مدين إلى بلد دائن.
- انتقلت البطالة من 30% سنة 2000 و 12.3% سنة 2006 إلى نسبة طموحة جدا مع نهاية 2009 حيث قاربت 10% .
- تحقيق معدل نمو متوسط خارج قطاع المحروقات قريب من 6%، إلى جانب التحكم في التضخم حيث لم يتجاوز معدله في الفترة (2000-2007) نسبة 2.5% .

رغم هذه الإنجازات إلا أن الاقتصاد الجزائري، لا يزال يواجه جملة من التحديات الكبرى، أبرزها ضعف قطاع التصدير خارج المحروقات، انخفاض مساهمة القطاع الصناعي في القيمة المضافة، الاعتماد على المحروقات في تمويل التنمية بنسبة تقارب 70% ... فجاء برنامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية أو البرنامج الخماسي (2010-2014) على أمل سد الثغرات القائمة أو التقليل منها على الأقل².

المطلب الثالث: برنامج التنمية الخماسي (2010-2014)

لقد استجاب البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009)، لحاجات ملموسة معبر عنها بمشاريع رامية إلى تنمية مستدامة عبر كامل التراب الوطني. وفي إطار مواصلة وتكثيف هذا المسار، قد تم وضع برنامج التنمية الخماسي (2010-2014)، فماذا يحمل في طياته؟ وما هي أهدافه ونتائجه؟

¹ عبد الرحمان تومي، مرجع سابق، ص 246.

² نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر3، 2011، ص 207-208.

أولاً: فحوى برنامج التنمية الخماسي (2010-2014)

أدى تغير السعر المرجعي في قانون المالية من 19 دولار إلى 37 دولار لبرميل البترول، وبالتصديق على قانون المالية 2011 دخل البرنامج الخماسي (2011-2014) قيد التنفيذ. يعتبر برنامج التنمية الخماسي برنامجاً جديداً، ليس بالمشاريع فحسب، بل كذلك بالتدابير والإجراءات التشريعية، والآليات المرافقة له والتي من شأنها أن تصحح الخلل في برنامج دعم النمو، فقد كان أكبر برنامج استثماري في الجزائر من حيث الحجم إذ تم تمويله دون اللجوء إلى دولار واحد كقرض من الغير، غير أن ما كان موجه لتغطية مشاريع السنوات القادمة لا يتجاوز 155 مليار دولار، أما الباقي فكان موجه لاستكمال البرنامج السابق له (2005-2009).

إن برنامج التنمية الجاري التنفيذ يعد من أهم الاستراتيجيات الاتفاقية الطويلة المدى التي تتخذها الجزائر بصفتها بلد نامي يسعى لدعم هندسة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، إذ قدر الغلاف المالي المخصص له بحوالي 21.214 مليار دينار جزائري أي ما يعادل 286 مليار دولار، والذي من شأنه تعزيز الجهود التي شرع فيها منذ عشر سنوات في دعم هندسة التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلد¹. كما أنه حدد زمنياً وضبطاً بأهداف رقمية تسمح بالحكم على نجاحه من فشله في نهاية المدة المحددة له، وهو ما يمثل تحدياً ليس باليسير.

ثانياً: أهداف وآفاق البرنامج الخماسي 2010-2015

الأهداف الأساسية وآفاق هذا البرنامج تتمثل فيما يلي²:

- حسب الميزانية السابقة أن الاستثمار في العنصر البشري قد أضحى من أولويات السلطات العمومية، وذلك بتخصيص اعتمادات مالية قدرها 10.122 مليار دج، وهذا يتماشى والنظرية الاقتصادية الحديثة التي توصي بالاعتناء باقتصاد المعرفة، فلذا تسعى الجزائر خلال فترة تنفيذ هذا البرنامج إلى ترقية اقتصاد المعرفة وذلك بالتركيز على تطوير تكنولوجيات الإعلام والاتصال الجديدة، من أجل تحسين مؤشرات التنمية البشرية (تطوير: التعليم في جميع أطواره، الصحة، المستوى المعيشي، التكوين...)، كذا تقوية وتدعيم المؤسسات ورفع تنافسية الاقتصاد الوطن.

¹ نبيل بوفليح، دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر في الفترة 2000-2010، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، الجزائر، 2012، ص 255.

² ساطور رشيد، محددات الانفاق الاستثماري المباشر في الجزائر و أثره على التنمية الاقتصادية، حالة الاستثمار الخاص - دراسة قياسية: 1970-2010، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2013، ص 149.

- تطوير المنشآت الأساسية، حيث خصص لهذا القطاع ميزانية قدرها 6.448 مليار دج، وذلك من أجل ترقية أدوات التهيئة الإقليمية وحماية البيئة، وهذا الأخير الذي خصص له حوال 500 مليار دج من أجل ترقية وإنجاز أربع مدن حديثة وكذا بناء مائة منشأة جديدة موجهة لحماية البيئة، كذلك بالنسبة لقطاع النقل والذي خصص له غلاف مالي قدره 2812 مليار دج، من أجل إتمام المشاريع قيد التنفيذ والمتمثلة في مترو الجزائر وإنجاز مشاريع الترامواي في 17 مدينة، وكذا تشغيل مؤسسات النقل الحضري الجديدة.
- كما يهدف هذا البرنامج على الصعيد الاقتصادي إلى تدعيم النمو وتعميق تنوع الاقتصاد الوطني وتنافسيته وتحضير اندماجه الكامل في الاقتصاد العالمي، وذلك من أجل تنمية مختلف القطاعات الاقتصادية، وخاصة منها المنتجة، التي تتحقق عن طريق توفير المناخ المناسب للاستثمار وتشجيع وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية منها والخاصة وكذا تطبيق سياسات جذابة في مجال الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال علاقات الشراكة التي تُخدم مصلحة الطرفين، وكذا ترقية الصادرات خارج قطاع المحروقات.
- إن مكافحة البطالة والحد من ارتفاعها تعد من استراتيجيات السلطة الجزائرية، حيث خصصت لهذا الباب مبلغا قدر 360 مليار دج، وتسعى الجزائر في آفاق 2014 إلى استحداث 3 ملايين منصب شغل جديد نصفها تكون بواسطة الاستثمارات في مختلف القطاعات المنتجة والباقي من قبل الإدارة، وقد سجل خلال السداسي الأول من سنة 2010 استحداث حوال 672 ألف منصب شغل منها 320 ألف منصب شغل دائمة في إطار أشغال المنفعة العامة، أما الباقية عن طريق التوظيف في الإدارات ومختلف القطاعات الاقتصادية.

خلاصة الفصل:

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى تشخيص واقع الاقتصاد الجزائري و قدراته التنافسية و ذلك بتحليل وضعيته استنادا على استعمال مقاييس و مؤشرات توضح قدرته التنافسية لاقتصاد الجزائري في العالم جراء أزمة المديونية التي حالت الجزائر إلى إعادة جدولة ديونها ، و بالتالي ألزمها إتباع حزمة من الإصلاحات مدعومة من قبل المؤسسات الاقتصادية الدولية، و تهدف إلى التحول التدريجي إلى اقتصاد السوق خلال فترة التسعينات ، و قد بذلت الجزائر منذ بداية الألفية الحالية جملة من الجهود التنموية عبر تطبيق العديد من البرامج التنمية كالسياسة الانتعاش الاقتصادي لدعم النمو الاقتصادي.

الفصل الثالث:

واقع سوق الأوراق المالية

في الجزائر و كفاءته

تمهيد:

لقد جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر مع موجة الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر منذ عام 1988، و التي كانت تهدف أساسا إلى التخلي عن النهج الاشتراكي المعمول به آنذاك، و الانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، و التي كانت تهدف إلى إصلاح المؤسسات العمومية الاقتصادية، وذلك من خلال إعادة هيكلتها و إصلاح النظام المالي الجزائري.

و ظهرت البورصة كأداة تمويلية جديدة توفر تمويلا مباشرا وفق عدة صيغ، ونقلة نوعية نحو اقتصاد السوق، و مواصلة من الموضوع الدراسة سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر و كفاءته كالتالي:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المبحث الثاني: تحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر.

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في الجزائر

تتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر¹ كغيرها من الدول النامية بمحدودية أدائها، والتي مرت بعدة تطورات منذ نشأتها نتيجة سلسلة الإصلاحات الاقتصادية الناجمة عن الأزمة البترولية 1986، وبالانتقال إلى نظام اقتصاد السوق بدأت في وضع أسسه من خصوصية، تحرير الأسعار و إنشاء سوق للأصول المالية، والتي تتكون من عدد محدود من الشركات تنوعت بين القطاع العام و الخاص التي تستثمر في نوعين من الأوراق المالية حيث سنطرق في هذا المبحث إلى مايلي:

- نشأة سوق الأوراق المالية،

- تنظيم بورصة الأوراق المالية في الجزائر و الهيئات المنظمة لها،

- الأدوات المالية المتداولة و آلية عمل البورصة الجزائرية،

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية.

تأسست بورصة الجزائر بموجب المرسوم التشريعي رقم: 93-10، و هي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم حيث قدر رأسمالها ب 30 مليون دج، جاءت لتدعيم السوق المالية الجزائرية و لتسهيل عمليات التمويل و جعل الاقتصاد الوطني يمتاز بتنافسية واسعة في ظل استعمال أفضل للادخار العمومي المتاح.

أولاً- عرض بورصة الجزائر:

يمكن التطرق إلى مسار إنشاء و تطور بورصة الجزائر من خلال مايلي:

1-1 تعريفها: تتنوع تعاريف و مفاهيم بورصة الجزائر بين الجانب القانوني و الاقتصادي و من أهمها مايلي:

¹ SEDIKKI FADHILA ; l'Economie Algérienne : économie d'endettement ou économie de marché financier, mémoire en vue de l'obtention du diplôme magister en sciences économiques, faculté des sciences économiques, université Mammeri de Tizi ousou , 2013, p 203.

1-1-1 حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993: "بورصة القيم المنقولة هي إطار تنظيم وإجراء العمليات على القيم المنقولة الصادرة من الدولة، و من باقي الأشخاص المعنويين ذوي القانون العام بالإضافة إلى المؤسسات ذوات أسهم.

1-1-2 حسب خبراء الاقتصاد: "البورصة هي طرف في سوق رؤوس الأموال و هي تضمن مسلك قصير و غير مكلف ما بين الادخار و الاستثمار، أداة لسيولة الادخار على المدى الطويل، أداة لقياس أصول الشركات المدرجة في جدول التسعيرة، أداة لفتح رأسمال للخصخصة"¹.

و من هذان التعريفان نستنتج أن بورصة الجزائر هي سوق عمومية متقنة، منظمة و متخصصة، يتم تداول فيها الأوراق المالية بين المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا عموميين أو خواص، و تعمل على توظيف المدخرات في شكل استثمارات.

1-2 مبررات إنشائها: تندرج فكرة إنشاء البورصة في إطار الإصلاحات الاقتصادية، فقد ظهرت عدة قوانين اقتصادية سنة 1988 تتمثل في القانون 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، وكذا القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، حيث تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم و أنشئت البورصة لتنسجم مع إستراتيجية التنمية الجديدة التي تبناها الجزائر، و لتتزامن مع بداية تحرير اقتصادها و فسخ المجال لاقتصاد السوق، و من أبرز دوافع إنشائها مايلي:

- تشكل بديلا غير تضخمي لتمويل الاستثمارات من خلال الادخار من طرف المقيمين أو غير المقيمين؛
- تمثل بديلا للمدخرين الذين تتجه اهتماماتهم باتجاه عدة بدائل خاصة الاستثمار العقاري و أنشطة المضاربة؛
- تعتبر إطارا مناسباً لفتح رأس مال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص سواء كانوا طبيعيين أو معنويين، محليين أم أجنب، و تجسيد هدف خصوصية المؤسسات العمومية و الذي تسعى السلطات إلى تحقيقه؛
- السماح للخزينة العمومية بالرجوع إلى تقنية جمع الادخار لإعادة التمويل، و مساندة الاقتصاد لتطورات العولمة.¹

¹ بن أعمار حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك و مالية، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان-، 2013، ص 160.

1-3 مراحل إنشائها:

مرت عملية إعداد البورصة في الجزائر على عدة مراحل، يمكن حصرها في مايلي:

1-3-1 المرحلة التقريرية 1990-1993: ظهرت فكرة إنشاء البورصة في نصوص قانونية و هي كمايلي:

- المرسوم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990 و الخاص بإمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية.

- المرسوم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990 و المتعلق بنوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية، و في نفس السنة أنشأت شركة القيم المنقولة "S.V.M" في 9 ديسمبر 1990 بفضل صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدره 320 000.00 دج، كما تم صدور مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991² ممثلة في مايلي:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-161 لتنظيم المعاملات على القيم؛

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 لتحديد أشكال، و أنواع القيم المتداولة و شروط إصدارها؛

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 لتحديد لجنة البورصة.

1-3-2 المرحلة الابتدائية 1993-1996: كنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة و ضعف رأسمالها الاجتماعي، تم إعادة تعديل رأسمالها إلى 9 320 000.00 دج، كما تغير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية" و حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة.

1-3-3 مرحلة الانطلاقة الفعلية 1996- إلى يومنا هذا: بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة القيم سواء من الناحية التنظيمية أو القانونية، من حيث وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة، ووجود مكان مادي يعرف بغرفة التجارة، تأسيس لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

¹ بورصة هشام، النظام المصرفي الجزائري و إمكانية الاندماج في العولمة المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، جامعة 20 أوت سكيكدة، 2009، ص. 137-138.

² Mansour mansouri, La bourse des Valeurs mobilières d'alger. Dar Houma. Alger. 2002. p8.

1-4 موقع البورصة الجزائرية ضمن البورصات العربية و العلمية: تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا برأس مال لا يتعدى 13 مليار دج، و أقل من 0.01 % من الناتج الداخلي الخام، حيث تتذيل الترتيب العالمي لمقياس كفاءة أسواق المال الذي يندرج في تقرير المنافسة الدولية الصادرة عن المنتدى الاقتصادي العالمي لسنتي 2013 و 2014، و تحتل المرتبة 143 من أصل 148 دولة نظرا للغياب شبه التام في تمويل نشاط الاقتصاد الوطني، إذ نجد بها 5 مؤسسات فقط و هي: شركة "روبية"، مؤسسة "الاوراسي"، مجمع "صيدال"، شركة "اليانس"، و مجموعة "داخلي".

و لإعادة بعث نشاط البورصة الجزائرية و تحسين موقعها ضمن البورصات العربية، منح مجلس مساهمات الدولة الضوء الأخضر لدخول مؤسسات وطنية و هي كما يلي: شركة "كوسيدار"، بنك "القرض الشعبي الجزائري"، شركة " موبيليس"، شركة التأمينات "كار"، المؤسسة الوطنية للصناعات الكهرومنزلية "أونيام"، و مؤسسات عمومية للإسمنت، في حين لم يتم تحديد النسبة المثوية لرأس مال كل مؤسسة ليتم تداوله و شروط الدخول، و ينتظر أن تمنح الحكومة موافقتها في مرحلة ثانية لشركات وطنية أخرى للدخول و منها: شركة الخطوط الجوية الجزائرية، شركة نפטال، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية و هذا بهدف الوصول إلى إدخال 40 شركة عمومية قبل نهاية 2015 و بالتالي ضخ ديناميكية إضافية جديدة¹.

1-15 الأهمية الاقتصادية للبورصة الجزائرية:

تتمثل الأهمية الاقتصادية لبورصة الجزائر في مايلي:

- تلعب دوراً هاماً في عمليات التنمية الاقتصادية من خلال جذب و تعبئة المدخرات و توجيهها نحو تمويل المؤسسات، و بقائها محافظة على حسن أدائها الاقتصادي و تحقيق النتائج الايجابية كضمان حرية تداول أوراقها المطروحة في السوق الثانوية؛

- تستخدم أداة لتمويل العجز بدلا من اللجوء إلى الاقتراض من الخارج، و يمكن أن تكون وسيلة لتحكم في حجم السيولة عن طريق عملية إصدار القرض العام خاصة في حالة التضخم؛

- تعتبر مؤشرا حقيقيا لإنعاش ركود الاقتصاد من خلال عمليات بيع و شراء للأوراق المالية، كما أنّ دخول المؤسسة إلى البورصة يحقق لها إعلاناً مجانياً مما ينعكس ايجابيا على مبيعاتها و توسعها في السوق.

¹ كركار مليكه، تشخيص البنية التحتية المالية و تفعيلها في الجزائر، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود مالية و بنوك، جامعة الجزائر3، 2017، ص 245.

المطلب الثاني: تنظيم بورصة الأوراق المالية في الجزائر و الهيئات المنظمة لها

بالرغم من حداثة بورصة الأوراق المالية في الجزائر إلا أنه ينبغي الوقوف على نظام التداول الذي تنتهجه بورصة الجزائر من خلال دراسة مختلف الأنظمة و الآليات المستخدمة ، ولضمان السير الحسن لبورصة الأوراق المالية في الجزائر اعتمدت هذه الأخيرة جملة من الإجراءات المنظمة لها و التي مفادها تشكيل هيئات تعمل على تنظيمها و تنفيذها ، و على هذا الأساس يمكن التركيز على نقطتين أساسيتين هما :

أولا : الهيئات المنظمة لبورصة الأوراق المالية في الجزائر

قصد ضمان السير الحسن لبورصة الأوراق المالية في الجزائر عمد المشرع الجزائري على تنظيمها من خلال تشكيل مجموعة من اللجان التي تتولى مهامها كل على حدى و تتمثل فيما يلي :

1 لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB* :

تم تأسيس هذه اللجنة بموجب مرسوم تشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 وتم تسيبها في فيفري 1996، كما خضعت لتعديلات أخرى سيما و أنها تعتبر عنصرا جوهريا في التنظيم الداخلي للبورصة، فهي تشكل السلطة الإدارية و المالية و تقوم هذه اللجنة أساس بالرقابة و التأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمنا للشفافية، تقوم بإعطاء تأشيرة لصالح شركة سونطراك للسماح لها بالإصدار سندات الاقتراض و الاكتتاب العام، و ذلك في 18/11/1997م، ثم رياض سطيف و صيدال و الأوراسي و أعطت أول اعتماد في 31/03/1998 م ، و لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير SICAV.

1-1 الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة :

تتكون هذه اللجنة حسب القانون و المتمم رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة مما يلي:

- تتكون اللجنة من رئيس و ستة (06) أعضاء يعين رئيس اللجنة بمرسوم لعهدة مدتها أربع سنوات و يعين الأعضاء بحسب كفاءتهم في مجال المالية و البورصة لمدة أربع سنوات موزعين كالاتي¹ :

* COSOB : Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

- ✓ قاض يقترح وزير العدل ؛
 - ✓ عضو يقترح الوزير المكلف بالتعليم العالي؛
 - ✓ عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة ؛
 - ✓ عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر ؛
 - ✓ عضو يقترحه المجلس الوطني للخبراء المحاسبين و محافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين ؛
- للإشارة فإن الرئيس يعين لمدة أربع سنوات بقرار تنفيذي متخذ من طرف مجلس الحكومة و باقتراح من وزير المالية و لمدة أربع سنوات كما أن اللجنة هي العضو الرئيسي فيما يخص إصدار القرارات، إذا يكمن دورها في:

- ✓ قرارات منح التأشيرة اعتماد أنظمة جديدة تتعلق بالسوق المالية ؛
- ✓ اتخاذ قرارات منح التأشيرات للمصدرين ؛
- ✓ إصدار الموافقات، أو السجلات و الاعترافات بمهني السوق ؛
- ✓ فتح إجراءات متعلقة بالعقوبات .

1-2. صلاحيات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة:

وفقا للنظام الداخلي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة يتيح لها صلاحيات واسعة لضمان تنفيذ الإجراءات و القوانين المنصوص عليها من جهة ، و حسن سير آليات التداول داخل البورصة من جهة أخرى ، و من بين الصلاحيات الموكلة لها يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

أ-صلاحيات تنظيمية:

تتولى السلطة التنظيمية لهذه اللجنة المهام التالية :

- ضمان السير الحسن للبورصة و التأكيد على الشفافية ؛
- القيام بتقديم التقارير السنوية و الشهرية و حتى اليومية إن تطلب الأمر التي تخص عمليات البورصة والتداول فيها؛
- القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المسعرة في البورصة، و التي من شأنها تساهم في إرشاد المستثمر قصد اختيار قرارات الاكتتاب ؛

1- المادة 13 من القانون رقم 03-04 الصادر في 17 فيفري 2003 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993

المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادر بتاريخ 19 فيفري، 2003.

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و التركيز على القواعد المهنية التي تطبق عليهم و تحديد كذلك نطاق مسؤولياتهم، و محتواها و الضمانات التي يكفلونها لزيائهم؛
- الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم إجراء مفاوضات في البورصة؛
- ضبط القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية و تسليم السندات و كذا العروض العمومية لبيع و شراء القيم المنقولة.

ب-صلاحيات رقابية:

حيث تتولى اللجنة في هذا الإطار بمالي :

- التأكد من أن الشركات المقبولة في البورصة تتقيد بالأحكام التشريعية و التنظيمية السارية المفعول.

➤ نشر المعلومات في النشرة الرسمية للتسعييرة 'Bulletin Officielle de la Cote'؛

- تشريع القوانين المتعلقة برؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة؛
- شروط الاعتماد و القواعد المهنية المطبقة على الوسائط في عمليات البورصة؛
- شروط الوسطاء في عمليات البورصة و التركيز على قواعد المهنية التي تطبق عليهم؛
- القيام بتحقيقات على الشركات المدرجة و التي هي قيد الإدراج و كذلك بالنسبة للبنوك و الوسطاء لدى الأشخاص ؛
- الواجبات الخاصة بالإعدام في حالة إصدار القيم المتداولة عن طريق الدعوة العمومية للادخار؛
- شروط قبول القيم المتداولة و التفاوض عليها في البورصة .

ت-صلاحيات تأديبية و تحكيمية :

تتولى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهام التحكيم و سن القوانين التنظيمية للبورصة و ضمان حسن تنفيذها¹، لهذا الصدد أنشأت داخلها هيئة تأديبية و تحكيمية تتألف من رئيس اللجنة و عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة و قاضيين يتم تعيينهما من قبل وزير العدل، فالنسبة للغرفة التحكيمية تتولى مهام دراسة أي نزاع تقني ناتج عم تفسير القوانين و اللوائح سارية المفعول في البورصة، بحيث تتدخل في الخلافات و النزاعات القائمة بين الوسطاء في عمليات البورصة و شركة إدارة بورصة القيم، و كذلك بين الوسطاء في عمليات البورصة و الشركات المصدرة للأسهم و غيرها ، أما فيما يخص الغرفة التأديبية تتولى مهام محاسبة و معاقبة كل المخالفات التي تنتج عن الإخلال بالواجبات المهنية و

¹ بورصة هشام، النظام المصرفي الجزائري و إمكانية الاندماج في العولمة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، جامعة سكسكدة، 2009، ص 140.

أخلاقية المتنافية للآداب العامة و الأحكام و القواعد التشريعية المنظمة للبورصة المتعارف عليها و التي قد تنجم بين الوسطاء في عمليات البورصة و تكون العقوبات التي تصدرها في شكل إنذارات أو توبيخات، حظر النشاط كله أو جزئه، مؤقتا أو نهائيا، فضلا عن غرامات مالية .

ث-صلاحيات التحقيق و التدقيق :

تتولى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهام التأكد و التحقيق للعناصر التالية :

- احترام الإجراءات التنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة؛
- التأكد من التصحيحات التي قد تم القيام بها على المخالفات الملاحظة؛
- التحقق من مدى امتثال الشركات التي لها الحق في الدعوة العمومية للادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها ؛

ج- صلاحيات الاستشارة:

على غرار ما يمارس في الخارج ، قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بإنشاء المجلس العلمي الذي يهدف إلى :

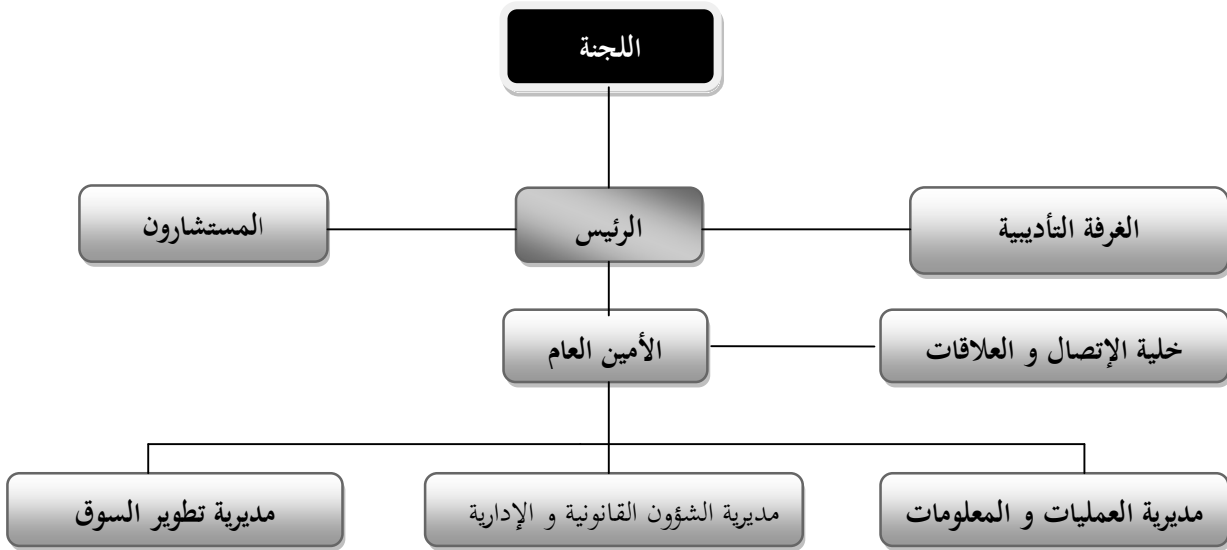
- إعلام الهيئة و وزارة المالية بشأن التطورات الأكاديمية في المجال المالي .
- رصد التطورات على الجانب التنظيمي و الابتكارات فيما يتعلق بأنشطة اللجنة ،
- الشروع في البحوث المتعلقة باهتمامات اللجنة برئاسة أستاذ جامعي و خبير معترف به، يتألف المجلس من خبراء و أساتذة الجامعات المحلية و الأجنبية و أعضاء اللجنة ، تقدم اللجنة الدعم في مجال المجلس من خبراء و أساتذة الجامعات المحلية و الأجنبية و أعضاء اللجنة ، تقدم اللجنة الدعم في مجال السكرتارية من خلال اقتراح مواضيع ورش العمل أو الندوات .
- كما يرصد المجلس لأفضل استخدام للخبرات المتاحة حيث تستفيد منها اللجنة بشكل خاص لتحديث القوانين و الأنظمة المتعلقة بتداول الأوراق المالية و القضايا المتعلقة بها و تقديم الاقتراحات في هذا المجال.
- وقد أنشأت هيئات عديدة للأوراق المالية لجان علمية أو استشارية للمساعدة في الفكر الأكاديمي في مجال الأسواق المالية و تمويل الاقتصاد حيث يتم بناء جسور بين الجامعة و القطاع المالي .

ح-صلاحيات في مجال التعاون الدولي:

قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بتوقيع مجموعة من الاتفاقيات الدولية في مجال التعاون¹ بين الأسواق المالية الدولية و نذكر على سبيل المثال :

- التعاون بين المنظمة الدولية للجان القيم 'IOSCO'.
- التعاون في إطار شراكة بين منظمات الأسواق المالية للدول المطلة على البحر الأبيض المتوسط 'PMRVM'.
- التعاون مع اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية "UASA".
- التعاون مع المعهد الفرانكفوني للضبط المالي "IFREFI".
- تأسيسا لما سبق يمكن تلخيص الهيكل التنظيمي للجنة و مراقبة عمليات البورصة من خلال الشكل الآتي:

الشكل (1.3) : الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة



Source : cosob.org/ar/présentation-et-organigramme.

2 شركة تسيير بورصة القيم: SGBV*

¹ الميلودي سعاد، متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء و كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة حالة الجزائر ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ، تخصص محاسبة، مالية، بنوك، 2017، ص 145

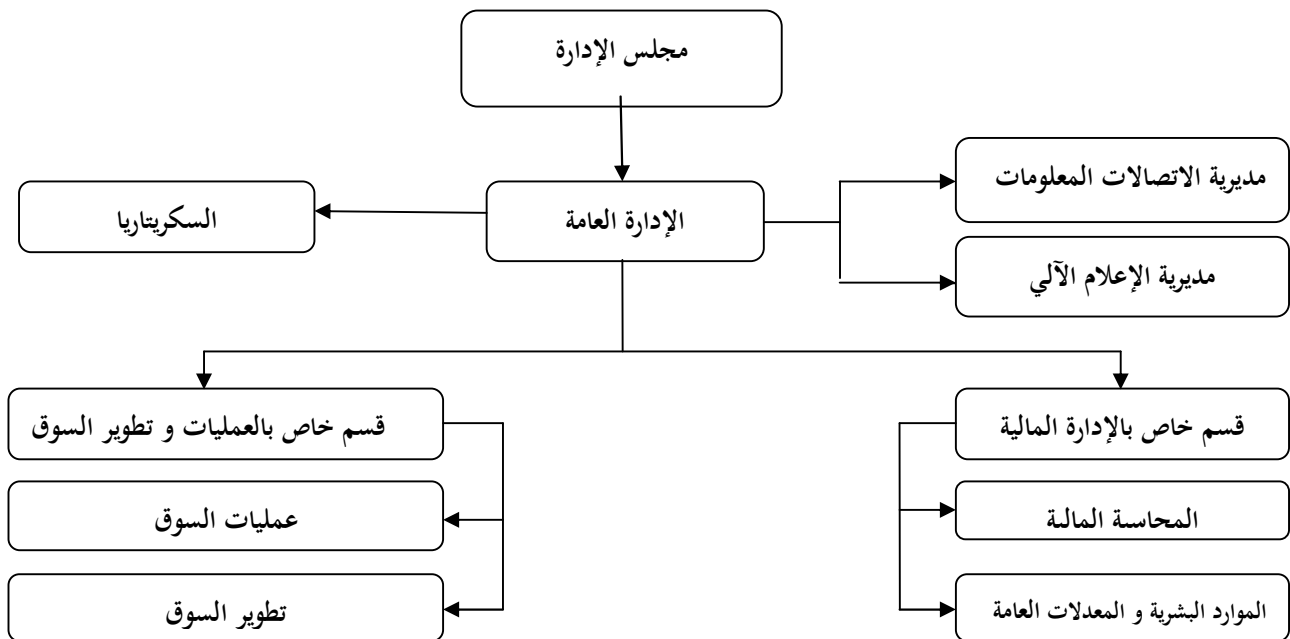
* SGBV : Société de gestion de bourse des valeurs.

بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 و تحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ و هي شركة ذات أسهم يتكون رأسمالها من مبلغ قدره 475.200.000.00 دينار جزائري فهي تتكون من الوسطاء في عمليات البورصة الذين يحتكرون عمليات التفاوض على القيم المنقولة المقبولة بالبورصة، و تمثل الشركة إطار منظما و منضبطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين و الأنظمة المعمول بها وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة و التقنية الأزمة للمعلومات على القيم المنقولة في البورصة.

2-1 الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم "SGBV"

تعمل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على وضع الترتيبات العلمية و العملية التقنية لمختلف عمليات التداول على الأوراق المالية، فهي تشكل إطارا عموميا منظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين ومختصين في بيع و شراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للأحكام و القوانين المنصوص عليها و تنظيمات المعمول بها. وفقا للمرسوم التشريعي رقم 93-09 المؤرخ في 23 ماي 1993 و المعدل و المتمم بالقانون رقم 12-01 المؤرخ في 18 نوفمبر المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة 2012 فإن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تعمل تحت غطاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و يمكن استنتاج الهيكل التنظيمي لها من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (2.3) الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم



المصدر: www.sgbv.dz بتاريخ: 2019/02/11 على الساعة: 14:00 سا.

2-2 مهام شركة تسيير بورصة:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج القيم المنقولة.
- التنظيم المادي لحصص التداول في بورصة و إدارة نظام التداول و التسعير.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة و إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة .
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة .
- إشعار لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بأي خلال أو انحراف عن القواعد العامة المنظمة للسوق أو أي اختلافات قد تنجم بين المتعاملين.
- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات في الأوراق المالية .
- المساهمة في ضبط المعايير و القواعد التنظيمية للبورصة و تكوي آليات التعامل في البورصة و زرع الثقة في الجمهور بالشكل الذي يتماشى و إستراتيجية لجنة و مراقبة عمليات البورصة.

للإشارة ، يتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها "COSOB".

2-3 المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتمثل في مجموعة من الوسطاء في عملية البورصة¹ قد تم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و يمكن حصرهم فيما يلي :

- بنك التنمية المحلية BDL
- البنك الخارجي الجزائري BEA
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية BADR
- القرض الشعبي الجزائري CPA
- البنك الوطني الجزائري BNA
- الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط CNEP

¹ ريوح عبد الغني، الدور المالي و الاقتصادي لبورصة القيم و أثرها على أداء المؤسسات-دراسة حالة بورصة الجزائر-رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، جامعة بسكرة، 2005، ص 73.

3 المؤتمن المركزي للسندات "الجزائر للتسوية": ALGERIE CLEARING

الجزائر للتسوية أو المؤتمن المركزي هي شركة ذات أسهم، تأسست وفقا للقانون رقم 03-04 المؤرخ في تاريخ 2003/02/19 ببورصة المنقولة المعدل و المتمم تتضمن عمليتي التسوية و التسليم للعمليات التي تتم داخل و خارج شركة تسيير القيم المنقولة ، و يخضع قانونها الأساسي و كذا تعديلاته و كل ما يتعلق في تعيين المدير و المسيرين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد التشاور مع لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

يتم فتح رأسمال المؤتمن المركزي لسندات إلا للشركات الآتية :

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الشركة المصدرة للأوراق المالية .
- الوسطاء في عمليات البورصة .
- الخزينة العمومية و بنك الجزائر باعتبارهم مساهمين في الشركة بحكم القانون .

3-1 مهام المؤتمن المركزي للسندات فيما يلي:

تتمثل مهام المؤتمن المركزي للسندات فيما يلي:

- يعتبر المؤتمن المركزي للسندات المقنن الوطني للأوراق ل المالية . بحيث يتولى تقنين السندات المقبولة في عملياته حسب المقياس الدولي المعامل به I.S.I.N* .
- يساهم في سن القوانين و تعيين مدراء الشركات الخاضعة لموافقة وزراء المالية بناء على منشورة و موافقة لجنة تنظيم و مراقبة البورصة.
- يفتح و يدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب و الحافظين المنخرطين فيه.
- يركز حفظ السندات و يسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب .
- ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.
- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع راس المال) .

ثانيا-المتدخلون في بورصة الأوراق المالية في الجزائر :

من بين أبرز المتدخلين في البورصة الأوراق المالية في الجزائر نذكر منها :

*نقصد ب I.S.I.N الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية.

1-الوسطاء في عمليات البورصة IOB:

طبقا للنظام المتعامل به في البورصة فانه لا يتم إرسال أمر إلى البورصة ما لم يتم الاتصال بوسيط عمليات البورصة بحيث يكون هذا الأخير معتمدا من طرف لجنة تنظيم البورصة ، و حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 و من خلال المادة (05) و المادة (06) فان الوسيط يمكن مزاولته نشاكة في البورصة بعد اعتماده من كرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، كما يعتبر الوسيط مسؤول تجاه أوامره بالحسب و تسليم القيم المنقولة المتفاوض عنها و دفعها .

1-1تعريف الوسيط في عمليات البورصة :

الوسيط في عمليات البورصة هو وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة و المنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول و الحقوق المتعلقة بها زبائنه أو لحسابه الخاص، كما يمكن الوسيط في عمليات البورصة ممارسة نشاكة واحد أو عدة نشاطات من الأنشطة التالية¹ :

- الإشارة في مجال توظيف القيم المنقولة ؛
- التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب ؛
- توظيف القيم المنقولة و المنتجات المالية؛
- ضمان النجاح في المسعى و الاكتتاب المضمون في إصدار السندات؛
- التداول للحساب الخاص للوسيط؛
- حفظ القيم المنقولة و إدارتها ؛
- إرشاد المؤسسات في هيكله رأس مال و إدماج و إعارة شراء المؤسسات ؛
- أي نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة؛

1-2.شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة:

وفقا للقرار 15-01 المؤرخ في 15 أبريل 2015 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم، ومن بين الشروط التي فرضتها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و التي تم تخليصها في النقاط التالية² :

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، المؤرخة بتاريخ 21 أكتوبر 2015، المادة 2، العدد، الجزائر، 2015، ص.20.

² ياسمينه عمامرة، دور عملية الرقابة و مراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية-دراسة حالة البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2014، أطروحة الدكتوراه، علوم تجارية، تخصص محاسبة و تدقيق، جامعة مدية، 2015، ص 181.

- يمنح الاعتماد إلا للملتمس الذي يتعهد بممارسة نشاط التفاوض في البورصة لحساب الغير على الأقل .
- يمكن الحصول على الاعتماد من طرف اللجنة لممارسة وساطة عمليات البورصة لكل من الشركات التجارية التي تهدف أساسا للوساطة في عمليات البورصة وكذلك البنوك و المؤسسات المالية؛
- يجب على الهيئات الأخرى غير البنوك و المؤسسات المالية التي يلتمس الاعتماد لممارسة نشاط وسيط في عمليات البورصة من خلال امتلاك رأسمال اجتماعي أدنى قدره عشرة ملايين دينار جزائري(10 000 000.00دج) يدفع كليا و نقدا،غير أنه يمكنها الخضوع لمقاييس رؤوس أموال خاصة تحددها اللجنة،
- الحياة على محلات ملائمة لضمان أمن مصالح زبائنها؛
- أن يتوفر الوسيط على مقر اجتماعي؛
- أن يكون لها على الأقل مسير مكلف بالإدارة العامة للشركة؛ و تتوفر فيه شروط الكفاءة و التأهيل المنصوص عليه في تعليمة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة؛
- تقديم طلب اعتماد اللجنة؛
- على البنوك و المؤسسات المالية التي تقدم طلبا لاعتمادها من اجل ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة تبرير وجود قسم مرتبط بالإدارة العامة لضمان استقلالية التسيير لا سيما المحاسبية، بين نشاطات الوساطة في عمليات البورصة و النشاطات الأخرى للبنك أو المؤسسة أو للمؤسسة المالية؛
- على الوسيط في عمليات البورصة أن يوفر الوسائل التقنية و البشرية المناسبة، كما يجب عليه وضع إجراءات العمل و نظام للمراقبة الداخلية و كشف و تسيير تضارب المصالح؛
- يجب على الوسيط في عمليات البورصة السهر بشكل دائم على أن تكون الوسائل و الإجراءات السابقة الذكر مجتمعة في أي وقت؛
- يجب على الوسيط في عمليات البورصة تعيين مسؤول عن المطابقة مسجل لدى اللجنة؛ مكلف بالسعي إلى احترام الالتزامات المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛

1-3 مهام الوسطاء في عمليات البورصة:

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل و المتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، و منحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في

البورصة، كما تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بتنظيم و متابعة و مراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنها الجهة التي تمنحهم الاعتماد، بالإضافة إلى ذلك يطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة وفقا للائحة رقم 93-03 الصادرة في 03 جويلية 1996 الخاصة بشروط اعتماد الوسطاء الماليين و المعدلة بالقرار رقم 15-01 المؤرخ في 15 أفريل 2015 المتعلقة بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة.

ومن بين المهام الموكلة للوسطاء الماليين في عمليات البورصة نذكر منها مايلي:

- توظيف القيم المنقولة و المنتوجات المالية لجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- سير حافظة السندات بموجب تفويض؛
- نشاط البيع و الشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- كما تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، و إرشاد المستثمرين؛

1-4 تصنيف الوسطاء في عمليات البورصة:

الوسطاء في عمليات البورصة يمثلون أشخاص طبيعيين (أفراد) أو معنويين (مؤسسات مالية) يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB، و يمكن أن نميز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة كالآتي:

أ- الوسيط ذو النشاط المحدود:

يتمثل الوسيط ذو النشاط المحدود في الوسيط الذي يريد تحديد نشاطه على الوساطة بالتفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة لحساب الغير فقط دون توسيع دائرة نشاطه لتشمل تقديم الخدمات في ميادين تسيير المحفظة المالية و التوظيف و ما يصطلح على تسميته بالسعي المصنفي* و بالتالي يقتصر نشاط الوسيط على تنفيذ أوامر زبائنه فقط.

ب- الوسيط ذو النشاط غير محدود:

هو ذلك الوسيط الذي يمارس مجموعة من الأنشطة المتعلقة بالاستشارة و تسيير المحافظ المالية و صناعة السوق فضلا عن ممارسته مهمة التفاوض على القيم المقبولة في البورصة بالإضافة إلى إمكانية القيام بمهمة السعي المصنفي.

* يقصد بالسعي المصنفي نشاط الشخص الذي يستعمل بشكل اعتيادي وسائل الاتصال لاقتراح الاكتتاب في الأوراق المالية.

2 الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر:

و يتضمن سوق المال في الجزائر حاليا سبعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية منها و الخاصة:¹

- بنك الفلاحة و التنمية الريفية BADR ؛
- بنك التنمية المحلية BDL؛
- بنك الجزائر الخارجي BEA؛
- و البنك الوطني الجزائري BNA؛
- و الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط-بنك CNEP-Banque؛
- و القرض الشعبي الجزائري CPA؛
- و البنك الخاص بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El dajazair ؛
- البنك الخاص سوسيتي جنرال الجزائر SGA؛
- تل ماركتس* Tell Markets

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة و آلية عمل البورصة الجزائرية

حتى يمكن التفاوض حول الأوراق المالية و مبادلتها طبقا لقواعد التداول، فقد تم تحديد مختلف الأدوات المالية المتداولة، كما أن آلية عملها تشمل مختلف الأوامر، التداول، التسعير، التسوية و التسليم، و كيفية الإدراج.

1- الأدوات المالية و طرق قيدها في البورصة الجزائرية

تتنوع الأدوات المالية المتداولة في البورصة بين الأسهم و السندات حسب سوق رأس المال و سوق السندات.

1-1 أدوات الاستثمار المالي في البورصة: حسب الأمر رقم 75-79 يقبل التداول في البورصة مايلي:

- أوراق رأس المال: و التي تنقسم إلى أسهم عادية، أسهم التمتع و أسهم مجزأة إلى شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت؛
- أوراق الاقتراض: و تنقسم إلى أوراق المساهمة و السندات العادية؛

1 متوفر في الموقع الإلكتروني التالي : <http://www.sgbv.dz/ar> ، تاريخ: 2018/12/10 ، على الساعة: 10:00 سا.

- أوراق هجينة: تنقسم إلى سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، وسندات مرفقة بأذن الاكتتاب.
- 1-2 شروط قيد الأوراق المالية في البورصة: تحدد شروط قبولها بموجب الأمر رقم 97-03 كما يلي¹:
- على الشركة التي تطلب القبول أن تعين وسيطا أو أكثر يكلف بمساعدتها في تحضير ملف القبول؛
- على الشركة أن تنشر مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة بموجب نظام اللجنة رقم 96-02؛
- تقديم ملف القبول يشمل الوثائق القانونية، الاقتصادية، المالية و المحاسبية، كما حدد في التعليمات رقم 98-01؛
- نشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث الأخيرة، مع تقديم تقرير تقييمي للأصول يعده محاسب خبير مستقل مع اعتماد هيكل الرقابة الداخلية، و أن تكون أسهم الشركة مدفوع قيمتها بالكامل؛
- أن توزع على الجمهور 20% من رأسمالها، و أن يكون لها 300 مساهم على الأقل و 100 حائر على السندات؛
- أن لا يقل رأس المال مبلغ 100 000 000 دج في الأسهم و سندات الدين؛
- تعفى السندات التي تصدرها الدولة أو الجماعات المحلية من شكليات القبول وفق قانون البورصة.
- 1-3 إجراءات قيد الأوراق المالية في البورصة: يحدد النظام العام للبورصة الإجراءات التالية:
- 1-3-1 إجراء العرض العمومي العادي: يطبق على سندات الدين و السندات الشبيهة بالسندات التي سبق تسعيرها، و يسمح ل "SGBV" بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة ليتم تداوله انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف "SGBV" ضمن الشروط الممارسة في السوق.
- 1-3-2 إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود: هو الإجراء المتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور في يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر ثابت سبق تحديده.
- 1-3-3 إجراء العرض العمومي للبيع بأدنى سعر: يتمثل في أن يوضع تصرف الجمهور في يوم الإدخال عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنها، و يتمثل الفرق بين إجراء البيع بسعر محدد و البيع بسعر أدنى في أن الأول يتم بسعر محدد و الثاني يتم بالمزايدة:
- 2 أسواق بورصة الجزائر
- تضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال و سوقا لسندات الدين.

¹ زرموت خالد، تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر و سبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر و الأردن خلال فترة 2010-2015، أطروحة الدكتوراه في علوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 2016، ص 148.

2-1- سوق سندات رأس المال و الشركات المدرجة فيه: تتكون سوق سندات رأس المال من الأسواق المالية:

2-1-1- السوق الرئيسية: هي السوق الموجهة للشركات الكبرى و التي تشمل الشركات المالية:
أ- مجمع صيدال لإنتاج و تسويق المواد الصيدلانية: بدأ عملية الدخول إلى البورصة عندما أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة الإشارة في سنة 1988 لمجمع الكيمياء و الصيدلة، بفتح جزء من رأسمالها للخصوصية الجزئية، حيث قدر رأسمالها الإجمالي ب 2.5 مليار دج، و العرض العمومي تم التصريح به من طرف "COSOB" بتأشيرة رقم 98/04 في 1998/12/24 بعد قيام صيدال بمذكرة إعلام و انطلاق العرض بتاريخ 1999/01/15 لمدة شهر حتى 1999/02/15 حتى تم بيع كل الأسهم المعروضة و تحقيق الهدف بنسبة 143%.

ب- مؤسسة الأوراسي لخدمات الفنادق السياحية: يقدر رأسمالها ب 217 مليون دج، و اتخذ قرار دخولها إلى البورصة من طرف اللجنة الوطنية للمساهمات الدولة بتاريخ 1998/02/05، متبوعة بالجمعية العامة غير عادية للمساهمين بتاريخ 1998/06/21، و كانت قيمة العرض العمومي تخص 20% من رأسمال الاجتماعى موزعة على 1.2 مليون سهم بسعر 400 دج للواحد و لقد نجح هذا العرض لأن الطلب على الأسهم فاق الحصة المعروضة.

ج- شركة اليانس للتأمينات: تعتبر أول شركة خاصة و التي أنشئت بموجب القانون المسير لها سنة 1993 تدخل البورصة من خلال عرضها لأكثر من 1.8 مليون سهم من 01 أكتوبر إلى 02 نوفمبر 2010، و التي مكنت الشركة من بيع أزيد من 2.5 مليون سهم متجاوزة العدد المقترح و الذي لم يكن يتجاوز 1.8 مليون سهم، الأمر الذي عمل على إنعاش البورصة.

د- شركة روبية للعصائر و المشروبات "NCA": تأسست الشركة في شهر ماي سنة 1966 و تعتبر أول شركة صناعية تدخل البورصة و قد منحها "COSOB" التأشيرة في 06 فيفري 2013، و بدأت بطرح 25% من أسهمها بين 07-25 أفريل 2013، و تعتبر ثاني شركة خاصة تحقق نجاح في البورصة بعد شركة اليانس.

2-1-2 سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة: هي سوق مخصصة لتداول أسهم الشركات الصغيرة و المتوسطة و الآخذة في نمو رأس مالها و غير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الضخمة، تم إنشائها في سنة 2012 بموجب نظام "COSOB" رقم 01-12 المؤرخ 12 يناير 2012، المعدل و المتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، و يمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة لنموها من خلال توفير سوق

محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، و تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها و عملياتها¹.

2-2 سوق سندات الدين و الشركات المدرجة فيه: تتكون سوق سندات الدين من الأسواق الموالية:
2-2-1- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم و الهيئات الحكومية و الدولة: وهي السوق التي تشمل على سند واحد مدرج في تسعيرتها، وهو خاص بمجموعة داخلي التي تنشط في قطاع العقارات و تشارك في قطاع السياحة من خلال الفنادق و تم إدراجها في البورصة في 16 مارس 2009 ومن المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سنداها في سنة 2016.

2-2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية: "OAT": وهي السوق المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية، تأسست في سنة 23008 و تحصي حاليا 27 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 320 مليار دج، و تتنوع في فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، يتم تداولها من خلال الوسطاء و شركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

3-آلية عمل البورصة الجزائرية¹: تشمل آلية عمل البورصة مختلف قواعد التداول، طرق و توقيت التسعير، و تسوية الصفقات و كيفية الإدراج.

3-1-أوامر البورصة: هي أوامر ب شراء أو بيع سندات يأمر بها مصدر الأمر ووسيطا مؤهلا يقوم بإرساله مباشرة إلى السوق و يتأكد من تنفيذه، ويشمل على البيانات الموالية: اتجاه العملية بيعا أو شراء، خصائص السندات و عددها، حد السعر و مدة صلاحية الأمر، مراجع مصدر الأمر. ويمكن تصنيف الأوامر كمايلي:

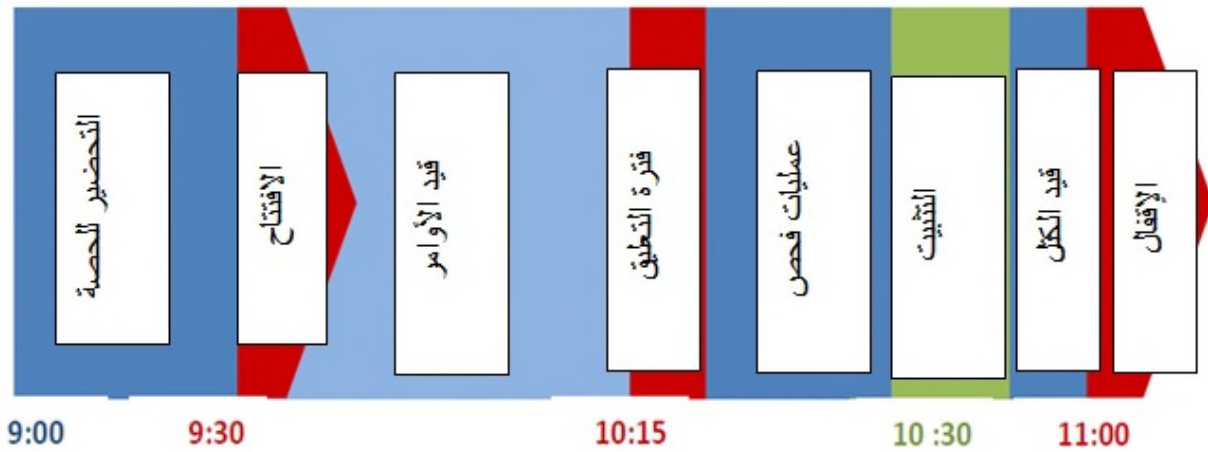
3-1-1-الأمر بسعر السوق أو بالسعر الأحسن: حيث لا يقيد الأمر بأي بيان للسعر و ينفذ من باب الأولوية حسب الإمكانيات المتاحة في السوق سواء كان السعر باستمرار أو السعر بالتحديد؛
3-1-2-الأمر ذو السعر المحدود: وهو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء السندات أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به السندات.

3-2- قواعد التداول: تخضع حصص التداول لقرارات "SGBV" حسب كل سوق كمايلي:
3-2-1- قواعد التداول في السوق الرئيسية: حسب قرار "SGBV" رقم 2012/01 المتضمن قواعد تداول السندات في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ببورصة الجزائر.

¹ الميلودي سعاد، مرجع سبق ذكره، ص 183

3-3- مواقيت و طريقة التسعير: بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه، كما تقام حصص التداول في مقصورة البورصة يومي الاثنين و الأربعاء من الساعة 9:30 إلى 11:00 صباحا بالنسبة للأسهم و سندات الشركات، و من الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، و تتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت، و يتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، و يتيح هذا النوع من التسعير تضخيم حجم السندات المتبادلة، تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع، و تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة. في ختام الحصة يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع و الشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات، و تتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق و هو موضح في الشكل الموالي (3.3).

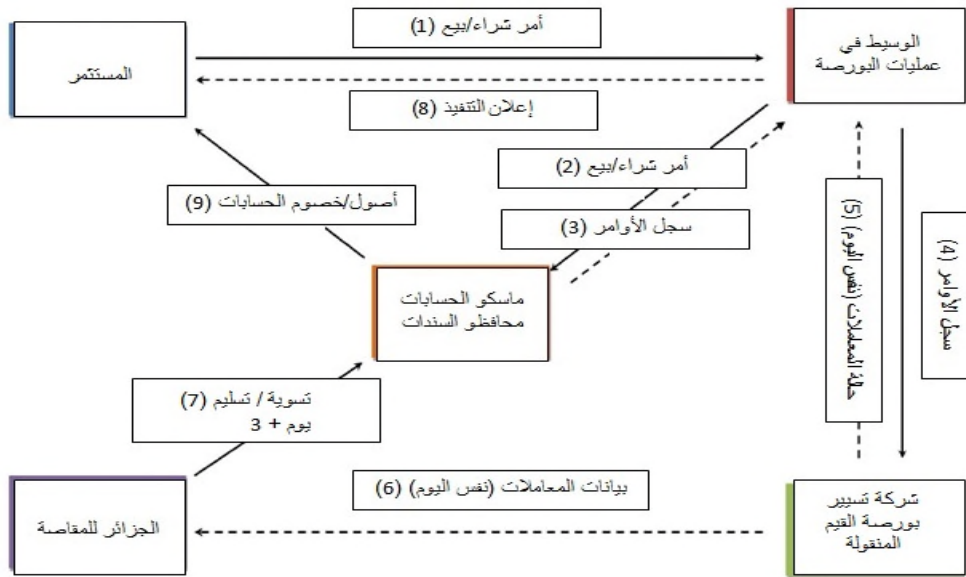
شكل رقم (3.3): مواقيت و طريقة التسعير في بورصة الجزائر.



المصدر: بورصة الجزائر، متاح على الموقع www.sgbv.dz.

3-4- نظام التسوية و التسليم: تعتبر البورصة سوقا فورية و بعد إقفال الحصة تقوم "SGBV" بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، و على شاشات التلفزيون و على موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها، و بعد تنفيذ الأمر يتم نقل ملكية السندات المباعة و تسوية السندات المشتراة بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة و يوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، و تظهر عملية اقتناء و/أو بيع السندات في البورصة و هو موضح في الشكل الموالي رقم (4.3).

الشكل رقم (4.3): عملية شراء و بيع السندات في البورصة الجزائرية.



المصدر: بورصة الجزائر، متاح على الموقع: www.sgbv.dz.

3-5- الإدراج في البورصة: يتم الإدراج في بورصة الجزائر على تطبيق مجموعة من الإجراءات أهمها مايلي:

3-5-1 شروط قبول الإدراج: تتمثل شروط قبول الإدراج في بورصة الجزائر في مايلي:

- أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم "SPA" ، وأن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي 5 000 000 دج؛

- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم الطلب؛

- أن تقدم تقريرا تقييما لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة؛

- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛

- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على أصولها قبل عملية الإدراج؛

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية، و إن لم يوجد ذلك فيجب المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات و تسوية النزاعات الكبرى و الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في يوم الإدراج؛
- أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على 150 مساهما كحد أدنى في يوم الإدراج.
- 3-5-2- مراحل عملية الإدراج في البورصة: تتضمن عملية الإدراج في البورصة المراحل الموالية:
- أ- مرحلة ما قبل الإدراج: تعتبر الخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، و تتضمن المراحل الموالية:
- أ-1- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للإدراج، و لا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجمعية إلا الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.
- أ-2- الإعداد القانوني للشركة و الأسهم: إن إدراج أي شركة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، و ذلك لأنها كثيرا ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي و الشكل القانوني و هيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.
- أ-3- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، و يعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.
- أ-4- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرفي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطا لمساعدتها و مرافقتها و تقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال، و بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرفي البورصة، و ذلك لمدة 05 سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سندات و الإعداد لعملية القبول و ضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية و التنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

أ-5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم المشروع لدى "COSOB" و التي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي و إستراتيجيتها و خصائص السندات المصدرة.

أ-6- إيداع طلب القبول: يجب أن يضم الملف طلب القبول و محضر الجهة المصدرة، مشروع المذكرة الإعلامية؛ معلومات عامة عن الجهة المصدرة و عن التمويل، الوثائق القانونية و تقرير تقييمي لعملية الإصدار.

أ-7- تأشيرة "COSOB": تملك اللجنة أجل شهرين لدراسة الملف، و بناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

أ-8- الانضمام إلى المؤتمن المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

أ-9- حملة التسويق: سعيا لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة و توزيع الدلائل و المذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

أ-10- بيع السندات: يتم البيع عموما من خلال الشبكة المصرفية، إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

أ-11- كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي و تنشر نتائج العملية للجمهور، و إذا حدث العكس فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

أ-12- تسوية العملية: يقوم المؤتمن المركزي على السندان بتسوية العملية، و ذلك في غضون ثلاثة أيام من أيام العمل ابتداء من تاريخ كشف النتائج.

ب- مرحلة الإدراج: و هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة بعد أن تحصل الشركة على إذن دخولها الفعلي للبورصة، تنشر "SGBV" إعلانا في النشرة الرسمية للتسعيرة و يوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند و سعر إدخال السند، كما تنشر "SGBV" نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

ج- مرحلة ما بعد الإدراج: و هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند و تغيراته في السوق، و يسمح للشركة القيام بما يلي:

ج-1- عقد السيولة: يسمح للشركات من أجل ضبط أسعار الأسهم بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة، و يتم توقيع العقد بين الشركة و الوسيط في عمليات البورصة.

ج-2- نشر المعلومات: حيث تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على سعر السندات، و إطلاع الجمهور بتقارير التسيير و الكشفوف المالية السنوية و الفصلية، و كذا إبداعها لدى "COSOB" و "SGBV" و المؤتمن المركزي للسندات¹.

نستنتج أن الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر تقتصر على الأسهم و السندات العادية، كما أن آلية عملها يخضع لإجراءات و قواعد "SGBV" باعتبارها المسؤولة عن تسيير السوق من حيث نوع الأوامر، قواعد التداول، مواقيت و طريقة التسعير، نظام التسوية و التسليم، و كيفية الإدراج.

¹ نورين بومدين، أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية بنوك، جامعة حسبية بن بوعلی، شلف، 2007، ص 129.

المبحث الثاني: تحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر

لمعرفة أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر ومدى مساهمته في تمويل التنمية الاقتصادية، لا بد من الاعتماد على مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مؤشرات أداء سوق الأسهم

تتمثل مؤشرات أداء سوق الأسهم ببورصة الجزائر في :

أولاً- مؤشرات حجم السوق

من اجل توضيح نشاط بورصة الجزائر وأدائه، لا بد من الاعتماد على المؤشرات التالية:

1-نسبة رأس مال السوق :يسمح هذا المؤشر بوصف اتجاه نشاط وأداء الموسوسات الدرجة في البورصة وبالتالي مدي تطورها ،وإذا أتينا لدراسة هذه النسبة في بورصة الجزائر نجد أن نشاط هذه الأخير محدود ،كما يعتبر حجم السوق ضيق وهو ما يترجمه معدل الرسملة البورصة بحسب الجدول التالي:

الجدول رقم (1.3) : تطور نسبة رأس مال السوق من 1999-2014

البيان	رأس المال السوقي	معدل النمو في رأس المال %	الناتج الإجمالي PIB	معدل رأس المال السوقي %
1999	19.175	-	3238.2	0.59%
2000	21.495	12.10	4123.514	0.52%
2001	14.720	-31.52	4260.811	0.34%
2002	10.990	- 25.34	4537.691	0.24%
2003	11.100	1.00	52664.186	0.21%
2004	10.100	-0.09	6127	0.16%
2005	10.400	2.97	7562	0.4%
2006	6.710	-35.48	8460.5	0.08%
2007	6.460	-3.725	9408.3	0.068%
2008	6.500	0.619	11042.8	0.058%
2009	6.550	0.770	10034.255	0.065%
2010	7.900	20.61	12049.5	0.66%
2011	14.967	8.45	14384.8	0.10%
2012	13.030	-12.95	15843.023	0.082%
2013	13.820	6.06	16569.3	0.083%
2014	14.793	7.04	17730.7	0.084%

Source :COSOB «Rapport annuel»;2010.2012.2014.

من خلال الجدول رقم (3-1) نجد دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني يعتبر محتشما، حيث نجد أن الرسملة البورصة أخذت مستويات مختلفة بين الارتفاع والانخفاض، والتي بلغت ذروتها سنة 2000 بقيمة 21.495 مليار دينار جزائري، وهذا راجع لإدراج أسهم مؤسسة التسيير الفندقي الاوراس لتعرف هذه القيمة انخفاضا ابتداء من سنة 2001 الى 10.100 مليار دينار جزائري سنة 2004، ويعزي هذا التراجع إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية للشركات الثلاث المدرجة في البورصة (صيدال، الاورسي الرياض سطيف) وفي سنة 2005 شهدت نسبة رأس السوق ارتفاعا طفيفا مقارنة بسنة 2004 وهذا يعود الى ارتفاع السعر السوقي لسهم صيدال لنشهد سنة 2006 تراجعا ملحوظا وحادا في الرسملة البورصة لتبلغ أدنى حد لها بقيمة 6.710 مليار دينار جزائري، وذلك أثر انسحاب شركة الرياض سطيف من البورصة بعد سبع سنوات من الإدراج، وهذا راجع إلى الانخفاض المستمر في قيمة أسهمها الذي أدى إلى التوقف الكلي للعمليات المرتبطة بهذه الشركة.

وفي حين عرفت الرسملة البورصية لبورصة الجزائر تطورا ملحوظا خلال الفترة الممتدة من 2007-2014 لتبلغ حوالي 14.793 مقارنة ب.6.460 مليار دينار جزائري المسجلة سنة 2007، وكانت اعلى قيمة لها تلك المسجلة سنة 2011 وبالقيمة حوالي 14.967 مليار دينار جزائري، ويعزي ذلك إلى طرح أسهم شركة ألياس للتأمينات "للتداول بتاريخ 2011/03/07 بسعر ادراج 830 دينار جزائري . أما عن سبب انخفاض قيمة رأس المال السوقي سنة 2012 مقارنة بنسبة 2001 اين بلغ معدل التغير ب 12.95% يراجع إلى تراجع أسهم كل الشركات المدرجة في البورصة حيث تراجع :

- سهم مؤسسة الاوراسي خلال سنة 2012 من 500 الى 340 دينار جزائري ،

- سهم صيدال خلال سنة 2012 من 700 الى 620 دينار جزائري ،

- سهم شركة الياس للتأمينات خلال سنة 2012 من 830 الى 825 دينار جزائري.

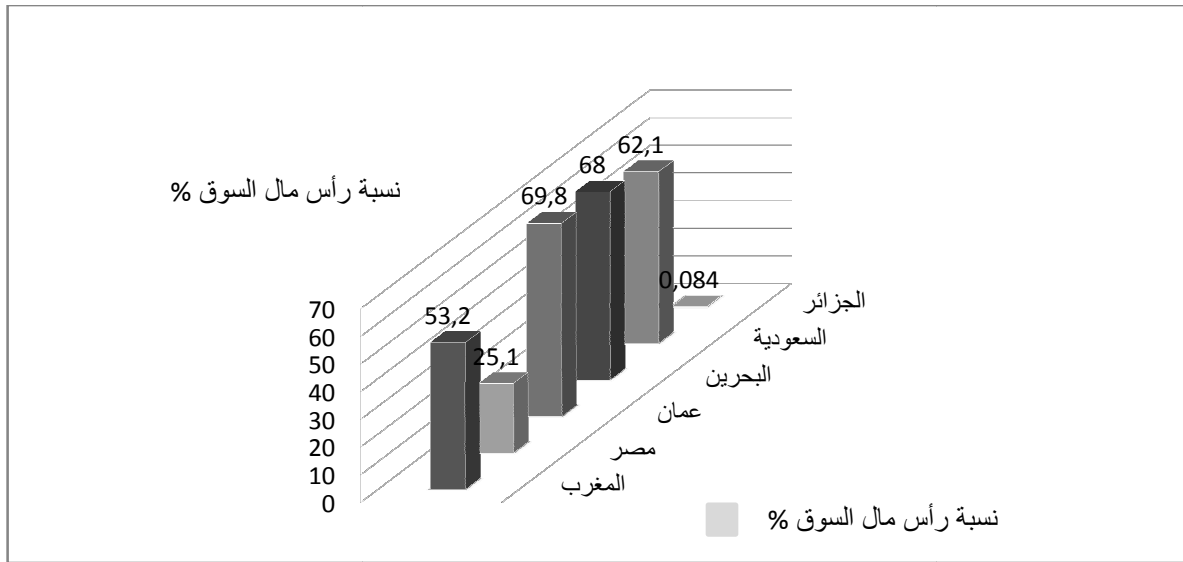
ليعود الارتفاع سنة 2013 بما يقارب 790 مليون دينار جزائري، نظرا لإدراج أسهم شركة Rouïba

في جوان 2013 للتداول بسعر 700 دينار جزائري وهذا لإنعاش البورصة .

أما عن معدل رأس المال السوقي -نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي - فكما هو مبين في الجدول أعلاه يبدو هذا المعدل هامشي ، فبالرغم من ارتفاع قيمة رأس المال السوقي في بعض الفترات إلا أن هذا المعدل بقي منخفضا، إذا وصل الي 0.59 % سنة 1999 ليستمر في الانخفاض غير

السنوات، وهذا يدل على أن مؤشر رأس المال السوقي والذي يعكس حجم السوق على تقلص القاعدة الاستثمارية وعجز البورصة على استقطاب المدخرات وتعبئتها وبعثها للتنمية الاقتصادية. وإذا ما تم مقارنة هذا المؤشر بأسواق ناشئة أخرى نجده منخفضا جدا، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (5.3): تطور معدل رأس المال السوقي في أسواق مالية ناشئة مختارة .



المصدر: استنادا إلى: -التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015،

- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

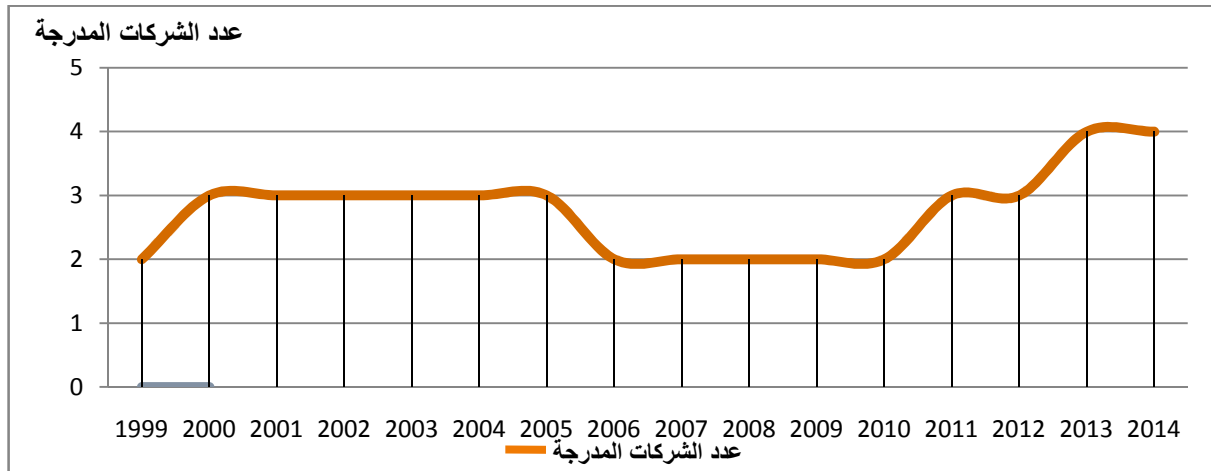
ومن خلال هذا الشكل البياني رقم (5.3) يتضح أن بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة من بين الأسواق الناشئة المختارة من حيث معدل رأس المال السوقي .

2-مؤشر عدد الشركات المدرجة :

يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق حيث إن زيادة عدد الشركات يدل على نمو الاستثمارات في السوق ، وبالتالي رفع أداء البورصة ، وبالتالي فإن هذا الوضع لا يسمح بتنمية حجم السوق واستقطاب المستثمرين¹. والشكل الموالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1999-2014 .

¹ الميلودي سعاد، مرجع سبق ذكره، ص 228.

الشكل رقم (6.3) : تطور عدد الشركات في بورصة الجزائر



المصدر: إستنادا على بيانات موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

بين الشكل رقم (6.3) أن عدد الشركات المدرجة في البورصة لا يتعدى أربع شركات في نهاية سنة 2014 عكس أسواق الأوراق المالية الناشئة التي تتميز بأسواقها بارتفاع عدد الشركات المدرجة، حيث بورصة عمان في المرتبة الأولى ب 236 شركة مدرجة ن تليها البورصة المصرية ب 214 شركة مدرجة والسوق المالية السعودية ب 169 شركة مدرجة ، بورصة الدار البيضاء ب 77 شركة مدرجة ، في حين تحتل الجزائر المرتبة الأخيرة من بين هذه الأسواق ، وتمثل الشركات الخمسة¹ المسعرة ببورصة الجزائر في :

1- مؤسسة صيدال (Saidal)، والتي أدرجت بالبورصة في سبتمبر 1999 بطرح 2.000.000 سهم لاكتتاب والتي بسعر 800 دينار جزائري للسهم ؛

2- مؤسسة الاوراسي (AL AURASSI)، والتي أدرجت بالبورصة في جوان 2000 بطرح 1.200.000 سهم لاكتتاب بسعر 400 دينار جزائري للسهم الواحد .

3 -شركة اليانس (Alliance) للتأمينات، والتي أدرجت بالبورصة في مارس 2011 بطرح 1.804.511 سهم بسعر 830 دينار جزائري للسهم ؛

4- شركة الروبية ، والتي أدرجت بالبورصة في جوان 2013 وذلك بطرحها 2.122.988 سهم بسعر 400 دينار جزائري للسهم الواحد .

¹ من الموقع الرسمي: www.Sgbv.dz بالتاريخ: 20/02/2019، على الساعة: 11:30 سا.

5- شركة بيوفارما (BIOPHARM) ، أدرجت بالبورصة في افريل 2016، بطرح 20% من رأسمالها في السوق.

وبذلك بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة من حيث عدد الشركات المدرجة ،ويرجع ذلك إلى محدودية المؤسسات المؤهلة والقادرة على الإدراج في البورصة نظرا لعدم استيفائها لشروط الإدراج والتي تعتبر واحدة من بين المعوقات التي تعيق نشاط البورصة وفعاليتها .

ثانيا - مؤشرات سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة علي شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة ، وبذلك نميز مؤشرين أساسين لقياس سيولة السوق يتمثل المؤشر الأول في معدل قيمة التداول الذي يعبر عن التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي ، لذلك يعكس هذا الأخير ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة ،اما المؤشر الثاني يتمثل في معدل الدوران الذي يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات وعليه سيتم دراسة سيولة سوق الأسهم من خلال تتبع حجم وقيمة التبادل ومعدل دوران السهم كالآتي :

الجدول رقم (2.3) : تطور نسبة التداول ومعدل الدوران من 1999-2014

السنوات	عدد الصفقات	الحجم المتداول	القيمة المتداولة (مليار دج)	رأس السوق مال (مليار دج)	PIB مليار دج	نسبة التداول %	معدل الدوران %
1999	1017	34752	0.0443	19.175	3238.2	0.0014	0.22
2000	4420	320063	0.35	21.495	4123.514	0.0084	1.62
2001	2771	358935	0.25	14.720	8114.260	0.0058	1.7
2002	2042	79432	0.035	10.990	4537.7	0.00079	0.32
2003	393	39693	0.0172	11.100	52604018	0.00032	0.16
2004	141	22183	0.0084	10.400	6127	0.00013	0.083
2005	64	13487	0.00041	10.00	7562	0.00054	0.04
2006	144	63561	0.023	6.710	8460.5	0.00027	0.34
2007	113	351754	0.014	6.460	9408.3	0.00014	0.21
2008	203	52103	0.021	6.500	11042.8	0.00019	0.32
2009	160	34700	0.014	0.014	6.550	10034.255	0.21
2010	125	27420	0.012	7.900	12049.5	0.0001	0.15
2011	413	231997	0.18	14.967	14384.8	0.0012	1.20
2012	143	49471	0.036	13.030	15843.023	0.00022	0.27
2013	132	120681	0.050	13.820	16569.3	0.0003	0.36

0.27	00.00023	17730.7	14.793	0.041	90111	252	2014
------	----------	---------	--------	-------	-------	-----	------

المصدر : المعلومات المتوفرة في الموقع الإلكتروني الخاص ببورصة الجزائر.

يعبر مؤشر التداول عن قيمة الأسهم التي يتم تداولها في السوق خلال فترة زمنية ن وذلك إذا قمنا بتحليل مؤشرات حجم وقيمة التداول في بورصة الجزائر نجد أنها ضعيفة جدا ، مما يعكس ضعف مستوي السيولة في الاقتصاد الوطني .

حيث انطلق التداول في بورصة الجزائر نهاية سنة 1999 وبلغ مؤشر نسبة التداول خلال هذه السنة نحو 0.0014% نظرا لانخفاض حجم الصفات التي قدرت ب 34752 مما أدى إلى انخفاض القيمة الإجمالية المتداولة التي بلغت 0.043 مليار دينار ، وكان نصيب كل من أسهم الرياض سطيف ومؤسسة صيدال من الحجم المتداول 28.35% و 71.65% علي التوالي ، لتعيش التداول بعد إدراج أسهم تسير نزل الأوراسي سنة 2000 التي كان لها الأثر الإيجابي في ارتفاع حجم المعاملات ، وبالتالي قيمتها والتي قدرت ب 0.35 مليار دينار جزائري .

أما في سنة 2001 شهدت انخفاضا في القيمة الإجمالية المتداولة أين بلغت 0.25 مليار دينار جزائري مقارنة بنسبة 2000، وتولت الانخفاضات الشديدة والمتتالية ابتداء من سنة 2002 في حجم وقيمة الأسهم المتداولة نتيجة لانخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة وكذا غياب الإصدارات الجديدة ، بالإضافة إلى ذلك اقتصر التداول على أسهم مؤسستين فقط الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010 وخاصة بعد انسحاب شركة الرياض سطيف ، وكل هذا أدى إلى تدني واضح في قيمة وحجم التداول ، إلى غاية سنة 2011 أين التداول بعد طرح شركة اليأس للتأمينات أسهمها للتداول الأول مرة وبالتالي سيطرة أسهم هذه الشركة علي حجم وقيمة التداول في البورصة . لتتخفص قيمة وحجم التداول سنة 2012 بعد الارتفاع الذي شهدته سنة 2011 وهذا راجع لانخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة بسبب الجلسات التي أقيمت من دون التفاوض علي أي أسهم ، لتحسن القيمة المتداولة خلال سنة 2013 بعد إدراج شركة روية أسهمها في البورصة للتداول في جوان 2013 لترتفع هذه القيمة ب 005 مليار دينار جزائري ، أين مثلت هذه الشركة أكبر نسبة من حجم التداول والتي قدرت ب 83% .

خلال سنة 2014 سجلت القمة الإجمالية المتداولة مستوي 90111 سهم مقارنة ب 120681 سهم في 2013 ، وهذا راجع لانخفاض أسعار الأسهم المدرجة حيث تراجع سهم اليانس للتأمينات من 830 إلى 595 دج ، كذلك بالنسبة لشركة روية في عامها الثاني من التداول سجلت انخفاضا في أسهمها بحوالي 35 دج عن سعر الاكتتاب .

أما بالنسبة لمعدل دوران السهم في بورصة الجزائر نجد أنه يتميز بالضعف الشديد كونه انه في أغلب السنوات لم يتجاوز معدله عن الواحد وهذا ما يعبر عن انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى تأثير قيمة التداول المنخفضة على تطور هذا المعدل .

إلا أنه سجل معدلات تجاوزت الواحد خلال السنوات 2000، 2001، 2011، بمعدلات قدرت ب 1.62 %، 1.7 %، 1.20 % على التوالي. وكان السبب وراء هذا الارتفاع دائما هو إصدار أسهم جديدة ولكن يظل هذا المعدل منخفضا جدا ليعبر على صعوبة شراء وبيع الأوراق المالية ببورصة الجزائر، والذي يعكس درجة سيولة منخفضة لبورصة الجزائر.

كل هذه المؤشرات وان دلت فإنها تدل على أن بورصة الجزائر ضعيفة النشاط التي تعكسها معدلات الرسملة البورصة ومؤشرات السيولة التي تبقى محتشمة .

المطلب الثاني تحليل نشاط السوق السندي

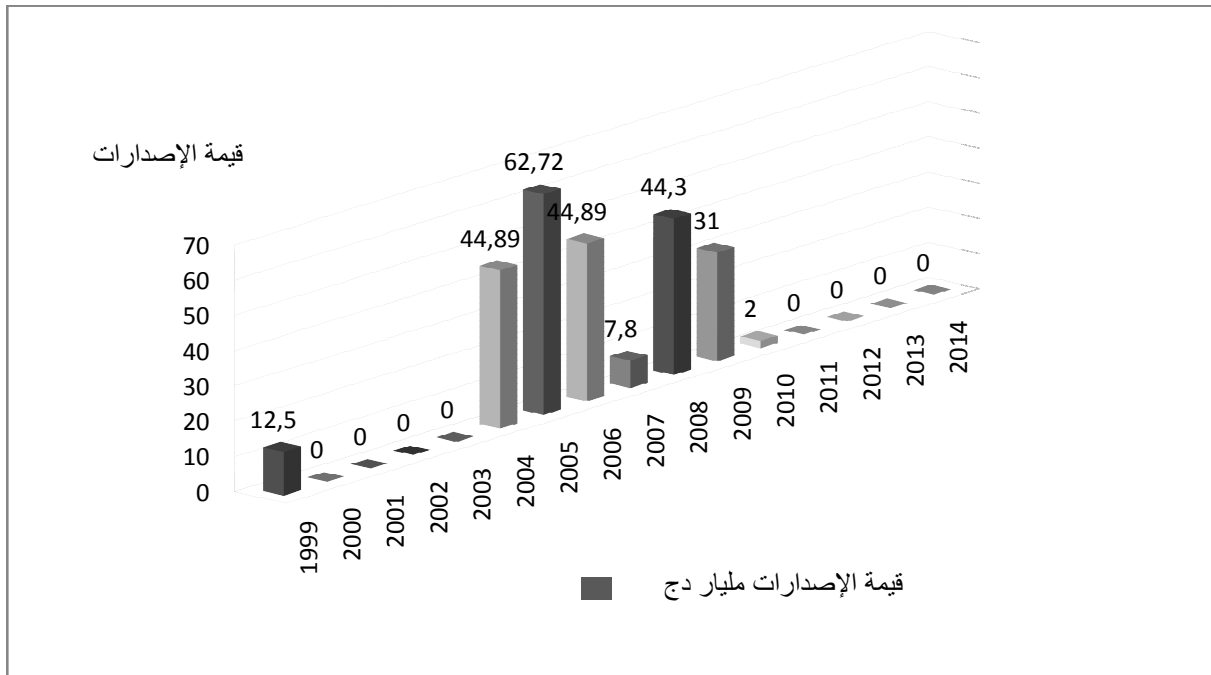
سنحاول من خلال هذا المطلب رصد تطور قيمة الإصدار ببورصة الجزائر كالأتي¹ :

-تطور أداء السوق الأولية للسندات

تتصف السوق الأولية للسندات أيضا بضعف الأداء والنشاط، وكذا بقلة عدد الشركات المصدر حيث يوجد حاليا -مع بداية سنة 2015- سند واحد فقط مسعر في البورصة الجزائر، والذي يتعلق بسند دحلي المستحق في سنة 2016 نعلم أن الجزء الأكبر من هذه السندات موجه للبنوك والمستثمرين وفيما يلي شكل يوضح تطور الاصدارات في البورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من (1999 - 2014).

¹ ياسمينه عمامرة، مرجع سبق ذكره، ص 233.

الشكل رقم (7.3): تطور الإصدارات في بورصة الجزائر من 1999-2014.



المصدر: استنادا على التقارير السنوية للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB.

نستطيع من خلال الشكل أعلاه تقديم بعض التحليلات في تطور قيمة إصدارات ببورصة الجزائر و التي هي كالآتي:

يعتبر إصدار القرض السندي لسوناطراك أول عملية فتح بها السوق المالي الجزائري ووضع حيز التنفيذ، حيث تم إصدار هذا الأخير بمبلغ قدر بخمسة ملايين دينار جزائري، و مع نجاح هذه العملية تم رفع هذا المبلغ بمقدار 7.5 مليار دينار جزائري و بهذا بلغ المجموع الإجمالي للقرض مبلغ 12.5 مليار دينار جزائري، و يتجلى هذا الإصدار من خلال قرار وزارة الطاقة و المناجم رقم 805 الصادر بتاريخ 09 نوفمبر 1997، و أصدر هذا القرض لمدة 5 سنوات بفائدة سنوية قدرت ب 13% بفترة اكتتاب حددت من 10 جانفي 1998 إلى 28 فيفري من نفس السنة، على أن يتم التسديد النهائي لهذا القرض في 04 جانفي 2003، إلا أن النجاح لم يدم طويلا كون عملية الإصدار للسندات الجديدة توقفت خلال السنوات (1999-2003).

لستأنف سوق السندات فيما بعد نشاطها سنة 2004 بإصدار شركة إعادة تمويل الرهن العقاري سندات بقيمة تعادل 2.48 مليار دينار جزائري موجه للبنوك و المستثمرين المؤسسيين، و إصدارات أخرى منها ما

يتم التداول عليها في السوق الرسمي و منها ما يتم التداول عليها في السوق غير الرسمي-قرض سونلغاز،قرض الخطوط الجوية الجزائرية- و قدر رأس المال المدفوع ب 49.29 مليار دينار جزائري.

لتشهد سوق السندات ببورصة الجزائر ارتفاعا ملحوظا و معتبرا في سنة 2005 بعد سنوات من النشاط الضعيف، حيث أصدرت سبعة قروض سنديّة خلال السنة و لقد تم رفع مبلغ 62.72 مليار دينار جزائري في سنة 2005 مقابل 44.89 مليار دينار جزائري في سنة 2004، أي تسجيل ارتفاع نسبة 40% ، و يجسد هذا التطور الكبير اللجوء المتزايد من المؤسسات الكبرى إلى التمويل من السوق السندية و من بين العمليات المنجزة:

قروض سونلغاز السندية: حيث أصدرت شركة سونلغاز قرضين سنديين، أولهما في شهر مارس من سنة 2005 والثاني أثناء شهري ماي وجوان من نفس السنة .

وكان هذا القرضان يهدفان إلى تمويل الاستثمارات بإنتاج الكهرباء ونقل الغاز وتوزيعهما، ولقد أدرج هذا القرض لأول مرة بآجال استحقاق تمتد على مدى 11 سنة ،وتضمن القرض السندي الأول مبلغ 10 ملايين دينار جزائري الموجه للبنوك وللمستثمرين المؤسستين واشتمل القرض السندي الثاني على مبلغ 15 مليار دينار جزائري و9 مليار دينار جزائري، وكان هذا القرض السندي موجه إلي الجمهور ، ألا أن هذا الأخير قد شهد إقبالا منقطع النظير إلى درجة أن مدة الاكتتاب المقررة على مدى شهر كامل أقفلت بعد 15 يوم من افتتاحها .

-قروض شركة الخطوط الجوية الجزائرية السندية: عادت شركة الخطوط الجوية الجزائرية إلى السوق المالية في سنة 2005 باصدار قرض سندي مبلغه أثناء عشر مليار وثلاثمائة وعشرون مليون دينار جزائري وسمحت الأموال المرفوعة للشركة بتمويل عملية اقتناء طائرة جديدة، واشتمل هذا القرض الموجه للبنوك والمستثمرين 4% على مدة إنضاج قدرها 6 سنوات وبنسبة فائدة قدرها

-قروض اتصالات الجزائر السندية : أصدرت اتصالات الجزائر قرضا سندينا مبلغه ستة ملايين وخمسمائة مليون دينار جزائري مخصص للبنوك والمستثمرين المؤسستين على جزئين الأول مدته 5 سنوات بمبلغ 4.08 مليار دينار جزائري أما الجزء الثاني فتتراوح منه 6 سنوات بمبلغ 3.92 مليار دينار جزائري .

- قروض المؤسسة الوطنية للحفر السندية: وهي فرع من فروع سونا طراك ،حيث لجأت هذه المؤسسة مرة إلى السندية من خلال الشروع في الافتراض بمبلغ قدرة ثمانية مليار دينار مخصص للبنوك والمستثمرين

المؤسستين علي جزئيين الأول تتراوح مدته 5 سنوات بمبلغ 4.08 مليار دينار جزائري أما الثاني فتتراوح مدته 6 سنوات بمبلغ 3.92 مليار دينار جزائري .

-**قروض سيفتال السندي** : سيفتال هي الشركة الآلي من القطاع الخاص التي لجأت إلى السوق السندية من اجل رفع أموالها لتمويل قسم من مخطط تطويرها ، حيث بلغ القرض المصدر خمسة ملايين دينار جزائري يتضمن جزئيين تبلغ مدة سندات الجزء الأول خمس سنوات بمبلغ 2.930 مليار جزائري في حين تبلغ مدة الجزء الثاني 6 سنوات بمبلغ 2.070 مليار دينار جزائري .

في حين تميزت سنة 2006 بأربعة اصدرات جديدة في السوق سمحت برفع مبلغ إجمالي قدره 44.89 مليار دينار جزائري مقابل 62.72 مليار دينار جزائري في سنة 2005 أي بانخفاض 29/ و يوجد من ضمن الاقتراضات المنجزة خلال هذه السنة ما يلي¹ :

الاقتراض الخاص بسونلغاز : أصبحت شركة سونلغاز مصدرا منتظما في السندات ، حيث اشتمل الاقتراض السندي الذي أنجز في ماي 2006 بمبلغ 11.65 مليار دينار جزائري ، ويتضمن هذا الاقتراض الموجه إلى البنوك والمستثمرين المؤسسين دون سواهم علي حصتين ، حصة أولى مبلغها ستة ملايين دينار جزائري على مدى 9 سنوات ، وحصة ثانية مبلغها خمسة ملايين دينار جزائري على مدى 11 سنة.

الاقتراض السندي الخاص بالمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار: لجأت هذه الأخيرة و التي هي فرع من فروع سوناطرك للمرة الثانية إلى السوق السندية من خلال الشروع في اقتراض مبلغ ثمانية ملايين دينار جزائري، و الموجة أساسا للبنوك و المستثمرين المؤسسين، و يتعلق الأمر بحصتين تتمثل الحصة الأولى في مبلغ قدره 4.45 مليار دينار جزائري على مدى 5 سنوات، و حصة ثانية بمبلغ 3.55 مليار دينار جزائري على مدى 6 سنوات.

- **الاقتراض السندي الخاص بالشركة العربية للإيجار**: هذه الأخيرة هي المؤسسة المالية الأولى من القطاع الخاص التي تلجأ إلى السوق السندية من أجل رفع أموال عملياتها في مجال الإيجار، حيث اشتمل الاقتراض الذي تم إصداره بمبلغ 3.65 مليار دينار جزائري على حصتين، حصة أولى مبلغها 2.55 مليار دينار جزائري بفترة إنضاج مدتها 5 سنوات، و حصة ثانية مبلغها 1.1 مليار دينار جزائري مع فترة إنضاج مدتها 6 سنوات.

¹ متوفر في الموقع الإلكتروني التالي: www.sgbv.dz/ar.

- الاقتراض السندي الخاص باتصالات الجزائر: تقدمت شركة اتصالات الجزائر إلى السوق المالية للمرة الثانية، حيث أصدرت شركة اتصالات الجزائر في سنة 2006 قرضا سنديا مشتركا عموميا و مؤسسيا. بلغت الأموال المرفوعة منه 21.59 مليار دينار جزائري على مدى 5 سنوات.

سجلت سنة 2007 تراجعا ملحوظا في الإصدارات السندية يصل إلى 84.36 % مقارنة بسنة 2006 أين بلغت قيمتها 7.8 مليار دينار جزائري بمقابل ثلاثة قروض سندية، تمثلت في: قروض مؤسسة التعليم المهني عن بعد-الاتصالات بخدمات الانترنت- مبلغه خمسمائة مليون دينار جزائري على حصتين، حصة أولى بمبلغ ثلاثمائة مليون دينار جزائري لمدة سنتين و حصة ثانية بمبلغ مائتين مليون دينار جزائري لمدة 4 سنوات و هو مخصص للبنوك و المستثمرين المؤسسين، أما القرض الثاني تمثل في قرض خاص بالشركة العربية للإيجار للمرة الثانية على التوالي للسوق السندي، بمبلغ قدره ثلاثة ملايين و ثلاثمائة مليون دينار جزائري لمدة 5 سنوات موجه أيضا للبنوك و المستثمرين المؤسسين، و أخيرا القرض السندي الخاص بالمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار و التي لجأت للمرة الثانية إلى السوق السندي بإصدار سندات بمبلغ أربعة ملايين دينار جزائري مخصصو هي الأخرى للمستثمرين المؤسسين.

سلمت اللجنة أثناء سنة 2008 ثلاث تأشيريات لثلاثة قروض سندية، غير أن مبلغ الأموال التي رفعها وصلت إلى 36 مليار دينار جزائري مقابل 7.8 مليار دينار جزائري في سنة 2007، و لقد أخذت مجموعة سونلغاز حصة الأسد بمبلغ 30 مليار دينار جزائري تمثلت في :

- القرض السندي الخاص بالمؤسسة الوطنية للحفر: هذه الأخيرة هي فرع من فروع سونا طراك تشغل في القطاع شبه البترولي، كانت قد لجأت للمرة الثانية إلى سوق السندات من خلال إطلاق قرض سندي مبلغه ستة ملايين دينار جزائري، و هو مخصص للبنوك و المستثمرين المؤسسين على مدى 5 سنوات.

- القرض السندي الخاص بسونلغاز: أصدرت هذه الأخيرة قرضا سنديا في شهر 2008 بمبلغ ثلاثون مليار دينار جزائري يمتد على مدى 6 سنوات، موجه للجمهور.

- القرض السندي الخاص بشركة دحلي: هي المؤسسة الأولى التابعة للقطاع الخاص التي استملت تأشيرة قرض سندي بمبلغ 8.3 مليار دينار جزائري موجه إلى الجمهور الواسع.

كما سلمت اللجنة أثناء سنة 2009 تأشيرتين تتعلقان بمبلغ قدره 31 مليار دينار جزائري في مقابل ثلاث تأشيريات تم تسليمها في سنة 2008 تتضمن إصدار مبلغ قدره 44.3 مليار دينار جزائري.

و تم تسليم التأشيرة الأولى بناء على المذكرة الإعلامية المبسطة مجموعة سونلغاز على مبلغ إصدار قدره 25 مليار دينار جزائري على حصتين، تتضمن الحصة الأولى 10 ملايين دينار جزائري لمدة 9 سنوات أما الحصة الثانية فتتضمن 15 مليار دينار جزائري لمدة 11 سنة، أما التأشيرة الثانية فقد تم تسليمها لمجموعة مؤسسة الأشغال العمومية "حداد" التي دخلت للمرة الأولى إلى سوق القروض السندية لرفع مبلغ قدره 6 ملايين دينار جزائري و يتضمن مدة إنضاج تبلغ 5 سنوات.

أما في سنة 2010 فسلمت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها تأشيرة واحدة تتعلق بملياري (2) دينار جزائري في مقابل تأشيرتين تم منحهما خلال سنة 2009، و تخص هذه التأشيرة المؤسسة المالية "الائتمان الايجاري المغاربي بالجزائر"، تم منحها في شهر ماي من سنة 2010 على مدى 5 سنوات.

في حين لم يشهد السوق السندي ببورصة الجزائر أي إصدار خلال السنوات 2011، 2012، 2013، 2014، و هذا ما يدفعنا إلى استنتاج مايلي:

- الانخفاض التدريجي في عدد تأشيرات القروض السندية الممنوحة، و التي تراجعت عبر السنوات إلى إصدار واحد سنة 2010 لتتعدم في السنوات الموالية،

- و كذا الارتفاع التدريجي في عدد القروض السندية المستحقة لحلول الأجل و التي بلغت ذروتها سنة 2011 إلى 09 قروض، حيث يوجد حاليا- مع بداية سنة 2015- سند واحد مسعر في بورصة الجزائر و الذي يتعلق ب سند دحلي المستحق في 2016.

و عموما تتصف سوق السندات الأولية بضعف الأداء و النشاط، حيث بلغ سوق الإصدار عموما مستوى 18.91% مليار دينار جزائري مع نهاية سنة 2014 مقابل 58.21% مليار دينار جزائري مع نهاية سنة 2013 أي بانخفاض قدر ب 67% و هذا راجع لحلول أجل استحقاق سند سونلغاز في جوان 2014 و بقلة عدد الشركات المصدرة، حيث بقي سند واحد فقط مسعر ببورصة الجزائر و الذي يتعلق بسند دحلي المستحق في سنة 2016.

ثانيا- تطور أداء السوق الثانوية للسندات

يبين الجدول رقم (3.3) الموالى تطور أداء السوق الثانوية للسندات المسعرة في بورصة الجزائر من حيث حجم و قيمة التداول و كذا نسبة التداول و معدل الدوران منذ تاريخ أول تسعير ببورصة الجزائر و الذي كان يخص سند سوناطراك سنة 1999 إلى غاية سنة 2014، و ذلك كما يلي:

الجدول رقم (3.3): تطور أداء سوق السندات من 1999-2014

السنوات	البيان	الحجم المتداول مليار دج	القيمة المتداولة مليار دج	رأس السوق مال (مليار دج)	PIB مليار دج	نسبة التداول %	معدل الدوران
1999	سونطراك	569	0.065	19.175	3238.2	0.0020	0.33
2000	سونطراك	3427	0.37	21.495	4123.514	0.0089	1.72
2001	سونطراك	2510	0.28	14.720	8114.260	0.0034	1.90
2002	سونطراك	729	0.076	10.990	4537.7	0.0016	0.69
2003	سونطراك	0	0	11.100	5264.18	0	0
2004	سونطراك	-	-	10.100	6127	-	-
2005	سونطراك	-	-	10.400	7562	-	-
2006	اتصالات الجزائر	2550	0.025	6.710	8460.5	0.0014	1.84
	سونلغاز 11	9899	0.099				
	المجموع	12449	0.124				
2007	اتصالات الجزائر	61071	0.61	6.460	9408.3	0.0099	14.56
	سونلغاز 11	20250	0.20				
	الخطوط الجوية ج	13328	0.13				
	المجموع	94694	0.94				
2008	الخطوط الجوية ج	41640	0.42	6.500	11042.8	0.010	18.30
	اتصالات الجزائر	36528	0.36				
	سونلغاز 14	25540	0.12				
	سونلغاز 11	28293	0.29				
	المجموع	132001	1.19				
2009	الجوية جزائرية	13152	0.13	6.550	10034.255	0.0086	13.28
	اتصالات الجزائر	45047	0.45				
	سونلغاز 14	42554	0.21				
	سونلغاز 11	7810	0.078				
	دحلي	300	0.003				
	المجموع	108863	0.87				
2010	الجوية جزائرية	5761	0.059	7.900	12049.5	0.0054	8.22
	اتصالات الجزائر	18374	0.18				
	سونلغاز 14	49483	0.25				
	سونلغاز 11	15561	0.15				
	دحلي	1130	0.012				
	المجموع	90309	0.65				

0.86	0.0009	14384.8	14.967	0.041	4111	اتصالات الجزائر	2011
				0.073	14607	سونلغاز 14	
				0.0054	539	سونلغاز 11	
				0.016	1700	دحلي	
				0.13	20957	المجموع	
4.76	0.0039	15843.023	13.030	0.54	109128	سونلغاز 14	2012
				0.088	9228	دحلي	
				0.62	118356	المجموع	
0.40	0.00033	16569.3	13.82	0.015	3048	سونلغاز 14	2013
				0.036	3860	دحلي	
				0.056	6908	المجموع	
0.37	0.0006	17730.7	14.793	0.0081	1629	سونلغاز 14	2014
				0.1	10210	دحلي	
				0.108	11839	المجموع	

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى التقارير السنوية الصادرة عن لجنة تنظيم البورصة و عملياتها COSOB.

يتبين لنا من الجدول أعلاه الضعف المسجل في سيولة الاقتصاد و ذلك من خلال تقصي نشاط بورصة الجزائر بالنظر إلى القيمة الإجمالية المتداولة، و نسبة التداول و معدل الدوران، حيث شهدت سنة 1999 و هي سنة دخول البورصة حيز النشاط إدراج أول سند في البورصة، و يتعلق الأمر بسند سوناطراك محققا بذلك قيمة تداول إجمالية تبلغ 0.065 مليار دينار جزائري بنسبة تداول قدرت ب 0.0020% و معدل دوران قدر ب 0.33%، لترتفع القيمة المتداولة لهذا السند في سنة 2000 إلى 0.37 مليار دينار جزائري بمعدل تجاوز الواحد، و هذا يعود إلى الطلب المتزايد على هذا السند نتيجة رفع معدل الفائدة إلى 13% .

ثم أصبحت هذه القيمة و المعدل يسجلان الانخفاض المتتالي خلال السنوات 2001، 2002 و مع حلول تاريخ استحقاق سند سوناطراك في 2003 لم تجرى أي صفقة عليه، كما عرفت الفترة الممتدة من (2003-2005) غياب الإصدارات الجديدة، فمعظم الإصدارات التي تم تداولها في هذه الفترة تمت خارج السوق الرسمي.

إلى حين سنة 2006، حيث شهدت البورصة خلال هذه السنة إدراج سندات اتصالات الجزائر و سندات سونلغاز ليجمعنا معا قيمة تداول إجمالية قدرت ب 0.124 مليار دينار جزائري و بمعدل دوران قدر ب 1.84%، حيث عرف سند اتصالات الجزائر في السنة الأولى حجم تداول قدره 2550 سند و

بمبلغ 0.025 مليار دينار جزائري، في حين عرف سند سونلغاز حجم تداول قدره 9899 سند و بمبلغ 0.099 مليار دينار جزائري.

لتسجل سنة 2007 ارتفاعا واضحا و معتبرا في حجم و قيمة التداول و كذا معدل الدوران، وهذا يعود لإدراج سندات الخطوط الجوية الجزائرية، ليرتفع بذلك عدد السندات المسعرة في البورصة إلى ثلاثة سندات خلال هذه السنة، مسجلة في ذلك قيمة تداول إجمالية قدرها 0.94 مليار دينار جزائري و بمعدل دوران 14.56% خلال نفس السنة.

و ازداد قسم السندات انتعاشا في سنة 2008 من خلال إدراج سند آخر جديد، و يتعلق الأمر بسند سونلغاز 14 الذي أعطى نشاطا واضحا خلال هذه السنة، و بذلك ارتفع عدد السندات المسعرة إلى أربعة سندات محققة في ذلك قيمة تداول إجمالية قدرها 1.19 مليار دينار جزائري و بمعدل دوران قدره 18.3%، و بهذا إذا ما تم مقارنة سنة 2008 بسنة 2007 نجد أنها حققت ارتفاعا في المبلغ الإجمالي المتداول بنسبة 25.66%.

في حين عرفت سنة 2009 انخفاضا في كل من حجم و قيمة التداول و حتى معدل الدوران، بالرغم من إدراج سند جديد و يتعلق الأمر بسند دحلي المستحق في سنة 2016، و هذا راجعا لانخفاض القيمة المتداولة للسندات المسعرة في البورصة مقارنة بسنة 2008، ليستمر هذا الانخفاض في سنة 2010 بنسبة 25% مقارنة بسنة 2009.

لتشهد سنة 2011 تراجعا حادا في حجم و قيمة التداول، و يعود سبب هذا الانخفاض إلى حلول عدد كبير من السندات المستحقة و الذي بلغ 11 سند، و كذا غياب الإصدارات الجديدة التي من شأنها إنعاش السوق السندي، و بذلك انخفضت القيمة الإجمالية المتداولة إلى 0.13 مليار دج و بمعدل 0.86% بعدما أن سجل هذا المعدل أعلى مستوياته ب 18.30% في سنة 2008.

أما سنة 2012 سجلت زيادة معتبرة في حجم و قيمة التداول و حتى معدل الدوران، حيث ارتفعت القيمة المتداولة الإجمالية للسندات المسعرة ب 0.62 مليار دج و يتعلق الأمر بسندات سونلغاز 14 و سند دحلي بعد حلول أجل استحقاق سندات سونلغاز 11، كما ارتفع معدل الدوران إلى 4.76% بعدما كان قد سجل في سنة 2011 0.86%.

لينخفض مستوى حجم و قيمة التداول من جديد في سنة 2013، محققة بذلك قيمة تداول إجمالية بمبلغ 0.056 مليار دينار جزائري و بمعدل دوران 0.4%، و يعود سبب هذا الانخفاض إلى غياب الإصدارات الجديدة في هذا القسم، وكذا انخفاض الحجم المتداول على السندات المسعرة في البورصة.

أما سنة 2014 سجلت ارتفاعا معتبرا في حجم و قيمة التداول على السنتين المسعرتين، وهذا يعود لارتفاع الحجم المتداول على سند دحلي إلى 10210 سند بمبلغ 0.1 مليار دينار جزائري مقابل 3860 سند بمبلغ 0.036 مليار دينار جزائري في سنة 2013، أما بالنسبة لسند سونلغاز 14 فتراجع حجم التداول عليه خلال هذه السنة إلى 1629 سند و هذا يعود لحلول أجل هذا السند في جوان من نفس السنة، و على هذا الأساس بقي سند واحد فقط مسعر يتداول عليه في البورصة مع نهاية 2014 و حتى مع بداية سنة 2015 و يتعلق الأمر بسند دحلي المستحق في سنة 2016.

و بهذا يمكننا أن نستنتج أن مؤشرات سيولة السندات في بورصة الجزائر تتميز بانخفاض حجم الصفقات المعبر عنه بالحجم المتداول و القيمة المتداولة التي عرفت تباينا بين الارتفاع و الانخفاض و كذا بانخفاض درجة سيولتها و التي يعبر عنها معدل الدوران عبر السنوات، و كذا غياب الإصدارات الجديدة و انخفاض عدد المتدخلين في البورصة مما تعكس ضعف مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، و بذلك يتبين ضعف بورصة الجزائر على تعبئة رؤوس الأموال و تخصيصها و تنويع المخاطر.

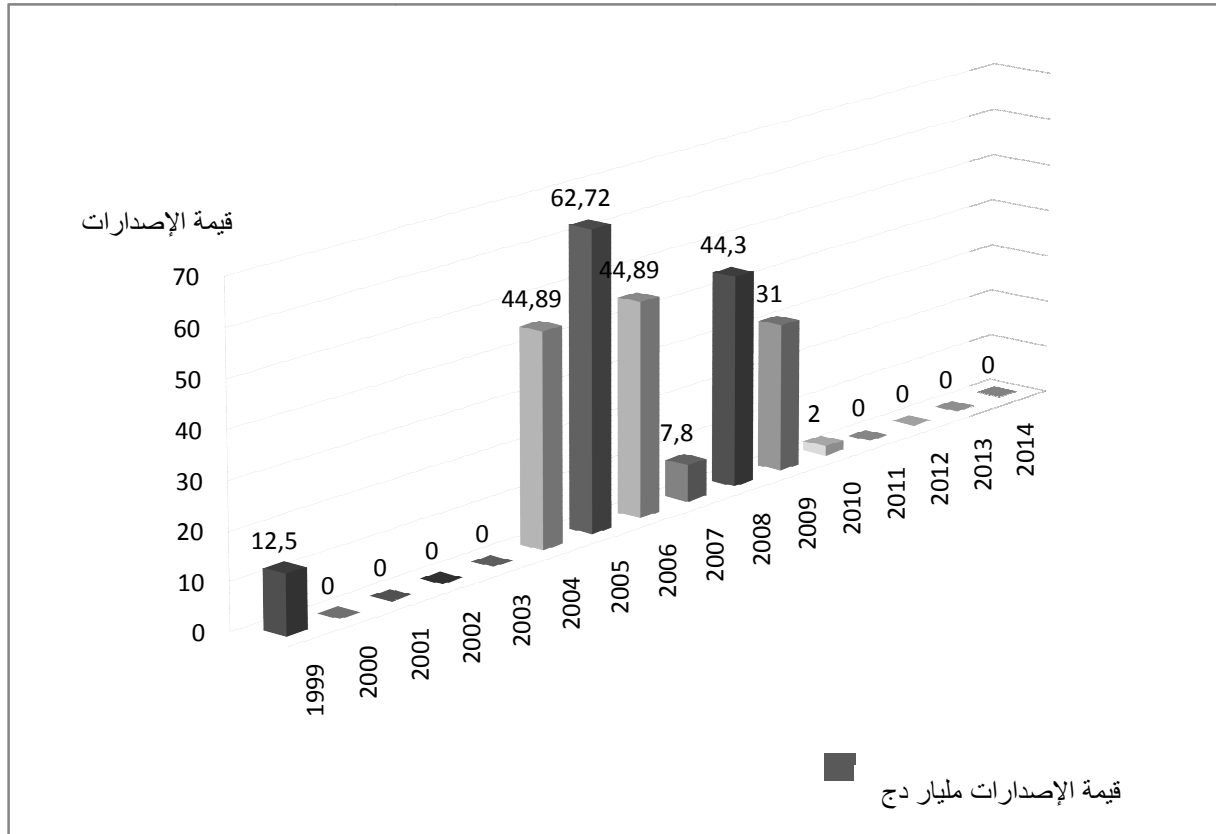
المطلب الثالث: تحليل سوق التداول لسندات الاستحقاق الشبيهة بالخبزينة (O.A.T)

قررت المديرية العامة للخبزينة العمومية القيام بإدراج هذه السندات ببورصة الجزائر في 11 فيفري 2008، و قد بلغ عددها 16 سندا يتوزع على ثلاثة مراحل إنضاج مدتها 7 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة، و يتمثل الهدف من هذا الإجراء في إعادة تفعيل سوق البورصة الوطنية عبر تزويدها بسندات سيادية على المدينين المتوسط و الطويل، و من خلال التمكين أيضا بإعداد منحى مردودية يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة.

كما أن إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخبزينة إلى البورصة سوف يسمح بلا شك للمستثمرين بالحصول على سندات سائل و مأمونة 1. و يندرج إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخبزينة في البورصة ضمن إطار الإصلاحات المالية التي بادرت بها وزارة المالية بهدف تطوير سوق رؤوس الأموال التي تمثل موردا مكملا ضروريا للتمويل البنكي.

و في نفس السنة من الإدراج عرفت هذه السندات إقبالا واسعا، حيث بلغت القيمة المتداولة 1.76 مليار دينار جزائري، لتبلغ عدد الخطوط المسعرة سنة 2014 ما مقداره 26 خطا بزيادة 10 خطوط عن سنة 2008 كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم(8.3):تطور القيمة المتداولة لسندات الاستحقاق الشبيهة بالخصينة خلال الفترة(2008-2014)



المصدر: استناد على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها COSOB.

إن المستوى الضعيف جدا للمبادلات في السوق الثانوية كما يتبين من جدول السندات الشبيهة بالخصينة يمكن أن يجد تفسيره خصوصا فيما يأتي:

- وضعية الفائض من الأموال في الخزينة العمومية و سياسة القضاء على المديونية التي انتهجتها الدولة بهدف تقليص الدين الداخلي، وهو ما ترتب عليه التقليل من لجوء الخزينة العمومية إلى الاقتراض من الأسواق الأولية لقيم الخزينة مما تسبب بالنتيجة، في إحداث توتر على أسعار قيم الخزينة و هبوط في معدلات المردودية، الأمر الذي شجع المستثمرين الحائزين سندات الاستحقاق الشبيهة بالخصينة التي تمنح مردودية أعلى على الاحتفاظ بها في حافظتهم بدل طرحها للتبادل؛

- تركيز حيافة السندات الشبيهة للخرزينة على مستوى هيئات الضمان الاجتماعي التي يتعين عليها احترام تأسيس الاحتياطات التقنية (جاهزية قوية في أموال الخزينة التي يجب توظيفها في شكل سندات سيادية) كان لها تأثير كبير على مستوى تبادل سندات الاستحقاق الشبيهة للخرزينة في السوق الثانوية؛
- القيمة الاسمية الواحدة لسندات الاستحقاق الشبيهة للخرزينة، المحددة بمليون دينار ليس من طبيعتها تسهيل عملية توزيع هذه السندات في أوساط جمهور واسع من المستثمرين.

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر

يوجد مجموعة من الصعوبات و المعوقات التي تحول دون تحقيق بورصة الجزائر الفعالية في تمويل الاقتصاد، و يمكن تصنيفها إلى عوامل داخلية و عوامل خارجية و المتمثلة فيمايلي¹:

أولا: العوامل الداخلية:

من العوامل الداخلية التي ساهمت في عدم تشغيل و عدم تطور بورصة الجزائر مايلي:

1- قصور آليات العمل:

و تتمثل هذه الآليات في:

- ضعف شبكة المعلومات المستخدمة في البورصة الجزائرية، فعند توفير شبكة معلومات يسهل عملية الاتصال السريع بين الإدارة البورصة و مكاتب السماسرة و غيرها من الأجهزة بالإضافة إلى عملية التداول و التسديد التي تستغرق وقتا طويلا؛

- قصور و ضعف الإفصاح المالي و مهنة تدقيق الحسابات و الرقابة على الشركات؛

- انعدام شركات صانعة للسوق التي تعمل على إحداث توازن بين الكمية المعروضة من الأوراق المالية و الكمية المطلوبة، إذ تقوم هذه الشركات بتنشيط السوق في أوقات ضعف التعامل على الأوراق المالية، و هذا من خلال إجراء صفقات بيع و شراء لصالح نفسها، كما تعمل هذه الشركات على المحافظة على سوق عادلة و مستقرة الأسعار ، و ذلك بالتدخل في السوق عكس اتجاهها للحد من تأثير المضاربات المبالغ فيها؛

¹ بن قمحة زهرة، أثر فعالية أداء أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي -دراسة قياسية مقارنة بين بورصة الجزائر و بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2000-2013-، مذكرة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2014، ص 171.

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية، مما نتج عنه ضعف ترويج واسع و ضمان للتغطية.

2-محدودية العرض

لا تتوفر بورصة الجزائر على عرض كاف و ذلك لأسباب التالية:

- سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة و سيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على نسبة عالية من أسهم الشركات و تفضيلهم الاحتفاظ بها و عدم تحريكها لفترة طويلة مما يجعلها بمرور الوقت أوراق خاملة.
- نقص عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، حيث أن تزايدها يؤدي إلى زيادة فرص الاستثمار و زيادة حجم التداول.
- عدم تنوع الأدوات المالية المعروضة للاستثمار في بورصة الجزائر و هذا ما يساهم في عدم إتاحة عرض كاف و متنوع من الأدوات المالية أمام المستثمرين لاختيار ما يناسبهم من هذه الأوراق.

3- قلة الطلب:

تعود أسباب قلة الطلب إلى:

- انخفاض معدلات الادخار في الدول المستوردة لرأس المال بسبب ضعف الدخل الفردي؛ مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار إضافة إلى انعدام ثقافة الاستثمار في البورصة؛
- انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في البورصة مقارنة بالاستثمارات البديلة؛
- عدم ملائمة نظام الجباية المطبق على المعاملات.

4- ضعف فرص التنويع:

توفر بورصة الجزائر فرصا ضعيفة للمستثمرين لتنويع محفظة أوراقهم المالية و هذا ما يصنع قيودا على استراتيجيات الاستثمار.

5- فقر المعيار التنظيمي و الهيكلي للبورصة:

إن العدد المحدود للوسطاء في عمليات البورصة (OIB)، و الممثلين أساسا من المصاريف العمومية للساحة و الغياب النهائي لهيئات الإيداع الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM)، يعرقل تنشيط و ديناميكية و سيولة السوق.

6-نقص المهنية الاحترافية للمتعاملين في مجال القيم المنقولة:

إن خدمات الاستثمار هي غير كافية وغير متطورة وتنقص الاحترافية الأزمة لمرافقة المؤسسات المدرجة في البورصة، والسوق يحتاج إلى خدمات الاستثمار ذات قيمة مضافة عالية مثل:

-تسيير المحفظة.

-التسيير الجماعي.

-المرافقة ونصح المؤسسات.

-الإعلام والتقييم.

بعد عرض العوامل الداخلية التي تحول دون تطور بورصة الجزائر سنعرض العوامل الخارجية وهي مرتبطة بالعوامل الداخلية المذكورة.

ثانيا :العوامل الخارجية

يتطلب إنشاء سوق تداول الأوراق المالية توافر بيئة ملائمة في كل المجالات بما فيها الاقتصادية، السياسية،القانونية،الثقافية والمالية... الخ يمكن إنجازها فيما يلي:

1-العوائق **العوامل التشريعية والتنظيمية:** تتمثل البيئة التشريعية والقانونية في مجموعة التشريعات والقوانين والأنظمة والتعليمات التي تضبط نشاط إصدار وتداول الأوراق المالية، كما يرتبط الإطار القانوني للسوق بطبيعة آليات وإجراءات النظام القضائي في حل مشكلة المنازعات أو حماية حقوق المستثمرين والمتعاملين في السوق من أساليب الغش أو احتكار المضاربين وتلاعبهم بممارسات غير قانونية في عمليات البيع والشراء للأوراق المالية تؤدي إلى افتعال المخاطر على مستوى البورصة.

ومما يلاحظ على البيئة التشريعية المتعلقة ببورصة الجزائر عدم وضوح القوانين وقصورها وتشدها في الجوانب التالية:

- القوانين المتعلقة بشروط دخول المستثمرين الأجانب في بورصة الجزائر.
 - القوانين المتعلقة بتحويل توزيعات الأرباح والفوائد المحصل عليها والناجحة عن الاستثمار في الأوراق المالية.
 - القوانين المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين والمتعاملين في البورصة.
 - دعم مرونة الجهاز التشريعي في مجال تحسين مناخ الاستثمار خاصة بالنسبة للقطاع الخاص الذي يمكن له إن يساهم في تفعيل دور بورصة الجزائر.
 - شروط قبول المؤسسات القاسية مع عدم فتح المجال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة.
- تؤدي الأطر القانونية والتنظيمية المناسبة دورا هامل في تطوير البورصة وتحقيق أهدافها، خاصة إذا كانت هذه القوانين تتسم بالدقة والحداثة والمرونة، بحيث تستجيب لتطورات البورصة، والرافع إن بورصة الجزائر لازالت تعاني من المعوقات المذكورة تحول دون تحقيق فعاليتها¹.
- 2-العوائق الاقتصادية:** من أهم العوائق الاقتصادية التي ساهمت في إعاقه عمل بورصة الجزائر وتطورها مايلي:

- التضخم:** يرتبط التضخم ارتباطا وثيقا بنشاط السوق المالي، إذ يؤثر ارتفاع معدل التضخم سلبا على حجم العمليات في البورصة، وقد عرف معدل التضخم في الجزائر منذ بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا خاصة عام 2007 كما وصحناه سابقا والذي كان من بين الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور بورصة الجزائر.
- الصندوق الوطني للاستثمار:** في عام 2009، أنشئ في الجزائر الصندوق الوطني للاستثمار، والذي يمثل أداة جديدة لتمويل الاستثمارات الوطنية المسجلة في خزانة الدولة وكذا المشاريع الخاصة بالقطاع الإنتاجي، هذا الصندوق ناتج عن إعادة هيكلة البنك الوطني للتنمية .

¹ بسبع عبد القادر، مساهمة القطاع الخاص في تفعيل البورصة مع الإشارة إلى حالة الجزائر، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، و العلوم التجارية، و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010، ص 183.

مهمة هذا الصندوق تتمثل أساسا في دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال تعزيز الأموال الخاصة للمؤسسات بهدف إقامة المشاريع.

وبهذا فان هذا الصندوق يعتبر منافسا مباشرا الذي يهدف تطوير السوق المالي الجزائري.

هيمنة القطاع العام: إن إقرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشيا ونهجها لاقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، وهو ما لا نجد في واقع الاقتصاد الجزائري الذي يطغى عليه القطاع العام الذي يمثل حوالي 80 من بورصة مجموع تعاملات بورصة الجزائر وما يميزه من صعوبات مالية واقتصادية وعدم الكفاءة الذي انعكس سلبا على أداء البورصة، حيث إن تأخر عمليات الخصخصة التي يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة زاد من عرقلة نموها وتطورها إضافة إلى إن اغلب المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة يتعارض مع قوانين الإدراج في البورصة التي تشترط الشكل القانوني للمؤسسة وهو شرك بالأسهم.

-السوق الموازي: تعد الأرباح المحققة في هذا السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فوجوده لا يشجع العائلات على توجيه ادخارهم فهي الاستثمار في الأوراق المالية، بل إلى الاستثمار في الأنشطة المتاحة في هذه الأسواق الموازية، حيث أشارت إحصائيات مقدمة في تقرير المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي على إشباع ظاهرة الاقتصاد الموازي في الجزائر وبلغت أكثر من 35 من حجم النشاطات التجارية في الاقتصاد الجزائري.

3-المعوقات الثقافية والدينية: إن السياسة السليمة لتجنيد الادخار العائلي ينبغي عليها إن تأخذ بعين الاعتبار النظام ألقيمي للمجتمع، وعليه فان هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من اجل توظيفها في القيم المتداولة وعليه تمتع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية، خاصة منها السندات باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما ينتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعها¹.

أدى كل هذا إلى إعاقة نمو بورصة الجزائر وتطورها وهو ما استدعى اتخاذ إجراءات إصلاحية تعمل على توفير بنية اقتصادية واجتماعية وتشريعية ملائمة، التي من شأنها تقوم على تطور أداء السوق وتزيد من إقبال المستثمرين على التعامل بأدوات السوق واهم هذه الإجراءات:

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 210.

- تعزيز عرض أدوات السوق وتشجيع الطلب عليها.
- تطوير نظم التداول.
- دعم الهياكل التنظيمية والمؤسسة والقيام بإصلاحات تشريعية تخص الوساطة والمقاصة.
- الفصل بين الجهة الرقابية والتنفيذية وتوفير درجة عالية من الشفافية والانفتاح المالي.

خلاصة الفصل:

لقد خصصنا في هذا الفصل الدراسة التحليلية لأداء بورصة الجزائر بدءًا بنشأتها وتعريفها و المهام المنوطة بها وصولاً إلى كيفية تنظيمها و أدائها و ذلك من خلال استعمال مؤشرات رأس مال السوق، سيولة السوق و مؤشر عدد الشركات المدرجة، و توصلنا إلى أن بورصة الجزائر لا تؤدي دورها بالشكل المطلوب، فهي لا تحوز إلا على عدد قليل من الشركات المدرجة، ويرجع ذلك إلى محدودية المؤسسات المؤهلة و القدرة على الإدراج في البورصة، نظراً لعدم استيفائها لشروط الإدراج، و بالتالي فإن هذا الوضع لا يسمح بتنمية حجم السوق و استقطاب المستثمرين ، أي عدم كفاءة البورصة الجزائرية للأوراق المالية و عدم فعاليتها.

كما تناولنا في هذا الفصل إلى العوامل و المعوقات التي تقف كحاجز أمام أداء البورصة الجزائرية و المناخ الذي يجعل من وضعية حركة نشاطها مستقرة أي عدم فعاليتها و هذا راجع لعدة أسباب منها ، غياب الاستقرار السياسي، عدم مسايرة القوانين للواقع، ارتفاع معدل التضخم، إنتشار السوق الموازي، ضعف الحواجز الجبائية، تعثر إجراءات الخوصصة، غياب الثقافة البورصية و غيرها من الأسباب.

تبقى بورصة الجزائر عاجزة على تعبئة الادخار، و تشجيع الاستثمار و زيادة الإصدارات الجديدة بالشكل الذي يؤدي إلى تقلص القاعدة الاستثمارية في البورصة، و هو ما يعني أن بورصة الجزائر لا تملك أدنى مقومات الكفاءة.

الخاتمة

الخاتمة:

عاجلنا من خلال دراستنا لموضوع "دراسة تقييمه لكفاءة أداء الأسواق المالية في الجزائر"، و قد حاولنا من خلال هذه الدراسة استنتاج أن الأسواق المالية هي أماكن تتداول فيها مختلف الأوراق المالية، و هي أداة تفاعل هذه الأوراق و مكان التقاء لقوى الاستثمار المختلفة و لها دور فعال في توجيه الاقتصاد دون حواجز و تحريك عجلته و تنشيط دورته الاقتصادية وإعطاء قوة دفع للمشروع الاقتصادي على أوسع نطاق وهذا بفضل الخصائص التي تتمتع بها.

وقدمت التطرق إلى كفاءة الأسواق المالية في إطارها النظري و كذلك مستوياتها من ضعيفة ، متوسطة و قوية ، ولكن لا يمكن التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة إلا بتوفر الخصائص الأساسية لذلك والمتمثلة في كفاءة تخصيص الموارد ، كفاءة التشغيل و كفاءة التسعير.

و من ثم تم إسقاط هاته الدراسة في جانبها النظري على الأسواق المالية في الجزائر حيث تعرضنا من خلال دراسة الحالة إلى واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر و كفاءته، أين تم استهلال الدراسة بالتعرف على الأسواق المالية في الجزائر، نشأتها، تنظيمها ، الهيئات المنظمة لها، الأدوات المتداولة فيها و آلية عملها.

وكانت بورصة الجزائر مشروع الدراسة حيث قمنا بالتعرف على نشأتها و تتبع مراحل تطور نشاطها ، وتحليل مؤشرات أدائها وكذا العوائق و العقبات التي تحد من أداء سوق الأوراق المالية و الدور المطلوب منها في سد الفجوة التمويلية للمشاريع لذا فإن سوق الأوراق المالية الجزائرية مازالت في مراحلها الأولى تسعى إلى التطور بالرغم من مواجهتها العديد من العراقيل وفي جميع المجالات ، في جانبي العرض و الطلب على الأدوات المالية ، و يبقى دورها في تمويل الاقتصاد دورا محتشما والتي تبينه معدلات الرسملة السوقية و مؤشرات السيولة عبر السنوات الذي يبقى هامشيا ، و هذا ما يعكس عجز السوق على استقطاب المدخرات و تعبئتها وبعثها للتنمية الاقتصادية التي تعاني من قصور التشريعات الاقتصادية و المالية ذات الصلة بأسواق أوراق المال ، وإن وجدت فهي تفتقر للوضوح بالإضافة إلى تأخر برامج الخوصصة وقصور دور شركات الوساطة .

و بناء على ما سبق خلصت الدراسة التي قمنا بها إلى النتائج التالية:

- بعد التعرف على المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية وكذلك أسس و أساليب بناء المؤشرات التي من شأنها إعطاء الصورة الواضحة عن مستوى كفاءة الأداء و متطلبات هذه الأخيرة، بات من الممكن و اعتمادا على عدة مؤشرات معرفة مدى كفاءة أي سوق من أسواق رأس المال
- إن عملية تشخيص الاقتصاد الجزائري من خلال التعرف على واقع تنافسيته و المرور بتاريخه و مراحلها و بناء على معطيات تتعلق بالاقتصاد الجزائري تبين أن هذا الأخير يتميز بأداء اقتصادي متواضع و هيكل اقتصادي هش و متخلف بما في ذلك النظام المالي
- من خلال الإطالة التي قمنا بها حول واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر ، و التعرف على مدى كفاءتها ، و ذلك من خلال تحليل مؤشرات أدائها عبر المرور بمؤشرات أداء سوق الأسهم ، تحليل نشاط السوق السندي و سوق التداول لسندات الاستحقاق الشبيهة بالخزينة، و نظرا للعدد المحدود للوسطاء في سوق الأوراق المالية بالجزائر ، نجد أنها لا تركز على هيكل قوي يجعلها على درجة من الكفاءة ، بل أن الهيكل الاقتصادي في الجزائر عامة و النظام المالي على وجه الخصوص لا يزال متخلفا و فتيا ، وهو ما تسبب أو حال دون كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- و في هذا الصدد ارتأينا تقديم جملة من الاقتراحات و التوصيات كانت كالتالي:
- يعد الجانب الأساسي لإقامة سوق أوراق مالية، توفر مناخ استثماري و مستقر و هذا من خلال الاستقرار السياسي و الاجتماعي و الاقتصادي، و كذا زيادة عدد الشركات المدرجة من خلال تحسين القرارات و شروط الإدراج و تنوع الأوراق المالية التي تعد أداة تحفيزية من خلال قلة المخاطر و تنوع آجال استحقاقها .
- العمل على خلق ثقافة الاستثمار و الادخار لدى الفرد الجزائري، بالاستعانة بجميع الوسائل الإعلامية ، من أجل إيصال الثقافة البورصية.
- وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها و طرح أوراقها المالية في البورصة، كتخفيض نسبة الضريبة مثلا، من أجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية.
- إعادة النظر في هيكل البورصة من أجل تحديد نقاط الضعف و محاولة تصحيحها على جميع الأصعدة، تشريعية، تنظيمية.... الخ.
- التركيز على سلطة السوق و دورها في توفير و زيادة درجة الإفصاح في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في سوق رأس المال.

- تفعيل دور الرقابة على نشاط البورصة، حتى نضمن نجاحها في أداء الدور الذي خلقت من أجله.
- فتح المجال أمام أسواق رأسمال أخرى، و خاصة أسواق رأس المال العربية للاستفادة من تجاربهم في هذا الميدان.
- معرفة معوقات سوق الأوراق المالية الجزائرية يكفي أن تقوم بإجراء مقارنة بين المقومات الفعالة لإنشاء أسواق الأوراق المالية و بين الواقع العملي،و هي مقارنة تؤكد أن هناك فروقا كبيرة و متعددة لا تقلص من دور سوق الأوراق المالية الجزائرية.
- هناك بعض التشريعات لا تحدد الواجب توفرها في مدققي الحسابات و التي يجب أن يلتزم بها المدقق.
- لا بد من تجنب الصعوبات و معوقات نجاح بورصة الجزائر و الذي نوجزه فيما يلي:
- إيجاد قوانين مرنة تسمح باستيعاب التطورات و التكيف مع المتغيرات و المستجدات و تسمح بتسيير التعاملات و حماية المتعاملين.
- غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في سوقها بنشر بيانات نصف أو ربع سنوية، و حتى في بعض الدول التي تلزم هذه الشركات بذلك، إضافة إلى افتقار التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات الترويج و ضمان الاككتاب، وقوانين أخرى تنظم إنشاء شركات تقدم خدمات التصنيف الائتماني و المؤسسات التي تتعلق بالإصدارات.
- على الرغم من قيام العديد من أسواق الأوراق المالية في مختلف دول العالم بأنظمة التداول لديها فان الجزائر لا تزال تستخدم أنظمة تداول يدوية،ومن المعروف أن الأنظمة اليدوية تتصف بعدم القدرة على تحقيق الكفاءة في عمليات البيع و الشراء، و على تحقيق العدالة بين المتعاملين.
- وجود تباين كبير في القواعد النظم التي تحكم شروط إصدار القيم المنقولة، و كذا إدراجها في قيد البورصة، و كذا تباين طرق عمل هذه السوق، و عدم وضوح القواعد و النظم لكل من السوق الأولية و الثانوية، مع ما يرافقها من قصور عملي و جمود تشريعي.
- تفتقر بورصة الجزائر للضوابط و القواعد التشريعية و الأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وتسهيل المعاملات، و توفير الحماية اللازمة للمتعامل، كما أن البعض الآخر منها لا يزال حديث العهد بالتنظيم، ومن ثم فإنه يلزم انقضاء مدة زمنية ليأخذ التنظيم حقه في التطبيق.

قائمة المراجع

1- المراجع باللغة العربية

1.1-الكتب

1. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار صفاء للنشر و التوزيع،عمان -الأردن-2002.
2. حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية-بورصة الأسهم و السندات المالية-، دار زهران للنشر و التوزيع، 2010.
3. حسين بن هاني، الأسواق المالية-طبيعتها،تنظيمها،أدوات المشتقة، دار الكندي للنشر و التوزيع،عمان-الأردن-،2002.
4. زينب حسني عوض الله، اقتصاديات النقود و المال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2007.
5. صالح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة-دراسات نظرية و تطبيقية-، دار الآداب للنشر و التوزيع،الإمارات،1998.
6. ضياء مجيد مساوي،البورصات أسواق المال و أدواتها،مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية،2005.
7. عباس كاظم ألدعيمي، «السياسات النقدية والمالية وأداء السوق الأوراق المالية "الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان -الأردن -2010.
8. عبد الرحمان تومي،الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، الواقع و الآفاق، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.
9. عبد النافع الزريو غازي فرح،أسواق المالية،دار النشر و التوزيع، عمان -الأردن -2002.
10. فيصل محمد الشواورة،الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية و العلمية-،دار وائل للنشر و التوزيع،الأردن،2008.
11. كريم المشاشيبي وآخرون، الجزائر تحقق الاستقرار و التحول إلى اقتصاد السوق، تقرير صندوق النقد الدولي، واشنطن،1998.
12. محمد سويلم "إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية"الشركة العربية للنشر و التوزيع القاهرة-مصر- 1992.
13. محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" .المدار الجامعية ، مصر ،2002.
14. محمود محمد الداغز ، "الأسواق المالية : موسان -أوراق بورصات "الطبعة الأولى ،دار الشروق للطباعة والنشر ، عمان -الأردن -، 2005.

15. نادية أبو فخره مكاي ومحمود صبح، إدارة المنشآت المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، -مصر-، 1991 .
16. واثق حمد أبو عمر، "النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية و التداول في البورصات العالمية" الطبعة الأولى، دار الرضا للنشر و التوزيع، دمشق، 2003.
- 2.1- أطروحات الدكتوراه و رسائل جامعية:
1. بوكساني رشيد ، "معوقات أسواق المال العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراة ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2005.
 2. بن أعمار حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-"أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك و مالية جامعة أبي بكر بلقايد -تلمسان- السنة الجامعية 2012-2013.
 3. بورمة هشام، "النظام المصرفي الجزائري و إمكانية الاندماج في العولمة المالية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، جامعة 20 أوت سكيكدة، 2009.
 4. ياسمينه عمامرة، " دور عملية الرقابة ومراجعة الحسابات في تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية دراسة حالة البورصة الجزائرية خلال الفترة 2010 -2014 "، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العموم التجارية - تخصص محاسبة وتدقيق ،جامعة الدكتور يحي فارس بالمدينة، السنة الجامعية 2015 .
 5. الميلودي سعاد، "متطلبات تفعيل التنمية المالية لتعزيز أداء و كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة حالة الجزائر"، أطروحة الدكتوراة، كلية علوم الاقتصادية و العلوم التجارية و العلوم التسيير، جامعة الشلف، 2017.
 6. عبد الحكيم سعيح. أثر التغيرات الكمية والنوعية لعناصر الإنتاج على النمو الاقتصادي حالة الجزائر 1982-2008، شهادة دكتوراه العلوم فرع الاقتصاد القياسي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير، الجزائر، 2013.
 7. عائشة مسلم. اتجاهات النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2004، رسالة ماجستير، فرع الاقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، 2007.
 8. وليد عبد الحميد عايب، الآثار الاقتصادية الكمية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الاقتصادية، بيروت، 2010.
 9. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2011.

10. ياسمينة زرنوخ، إشكالية التنمية في الجزائر، دراسة تقييمية، ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، 2006.
11. كمال عايشي، التجربة الجزائرية في ظل الفكر التنموي الجديد، مخبر الدراسات الاقتصادية للصناعة المحلية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة باتنة، الجزائر، 2012.
12. ساطور رشيد، محددات الإنفاق الاستثماري المباشر في الجزائر و أثره على التنمية الاقتصادية، حالة الاستثمار الخاص - دراسة قياسية: 1970-2010، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2013.
13. بسبع عبد القادر، مساهمة القطاع الخاص في تفعيل البورصة مع الإشارة إلى حالة الجزائر، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010.
14. بن قمحة زهرة، أثر فعالية أداء أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي - دراسة قياسية مقارنة بين بورصة الجزائر و بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2000-2013، مذكرة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2014.
15. ريوح عبد الغني، الدور المالي و الاقتصادي لبورصة القيم و أثرها على أداء المؤسسات - دراسة حالة بورصة الجزائر - رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، جامعة بسكرة، 2005.
16. زرموت خالد، تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر و سبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر و الأردن خلال فترة 2010-2015، أطروحة الدكتوراه في علوم التجارية، جامعة الجزائر 2016.
17. كركار مليكه، تشخيص البنية التحتية المالية و تفعيلها في الجزائر، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود مالية و بنوك، جامعة الجزائر 3، 2017.
18. نورين بومدين، أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2007.

3.1- المجالات و الدوريات :

19. عمر عبو، هدى عبو، مداخلة بعنوان: جهود الجزائر في الألفية الثالثة لتحقيق التنمية المستدامة، ملتقى وطني حول التحولات السياسية وإشكالية التنمية في الجزائر: واقع وتحديات، كلية العلوم القانونية والعلوم الإدارية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، بدون ذكر السنة.
- إبراهيم صايب، الاقتصاد الجزائري من الربيع الزراعي إلى الربيع النفطي، مجلة المعرفة، العدد 176، المملكة العربية السعودية، 2009.
20. حاكمي بوحفص، الإصلاحات و النمو الاقتصادي في شمال إفريقيا، دراسة مقارنة بين الجزائر، تونس و المغرب، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 7، الجزائر، 2008.

21. حسين فيلان "مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية -" مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011.
22. د يوسف مسعداوي، مقالة "كفاءة الأسواق المالية العربية" كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة سعد دحلب-البلدية-الجزائر.
23. صالح تومي، "محاولة بناء نموذج قياسي للاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2002)"، مجلة علوم الاقتصاد و التسيير و التجارة العدد 12، جامعة الجزائر 2005، 3.
24. عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية لأسواق المالية و ارتباطها باقتصاد المعرفة، ورقة بحثية، مقدمة في مؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول، الاقتصاد الافتراضي و المعرفة و التنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان-الأردن-، خلال 16-18 مارس 2015.
25. علال بن ثابت. متى يصبح الاقتصاد الجزائري تنافسي؟ دراسة في سياسيات تحسين القدرة التنافسية في ظل اتفاق الشركة، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول: "آثار و انعكاسات اتفاق الشراكة على الاقتصاد الجزائري و على منظومة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2006.
26. المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني من سنة 2004، الدورة العامة العادية السادسة والعشرون، جويلية، 2005.
27. محمد آدم، أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ، العدد 59، بيروت، 2001.
28. مفتاح صالح و معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، العدد 7، 2009.
29. مناضل عباس حسين الجوارى و خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي و العالمي مع تعليق قياسي، مجلة جامعة بايل، المجلد 17، العدد، 2009.
- 4.1- الجريدة الرسمية:
30. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، المؤرخة بتاريخ 21 أكتوبر 2015، المادة 2، العدد، الجزائر، 2015.
31. الديوان الوطني للإحصائيات.
32. المادة 13 من القانون رقم 03-04 الصادر في 17 فيفري 2003 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003.

2- المراجع باللغة الأجنبية

33. SEDIKKI FADHILA ; l'Economie Algérienne : économie d'endettement ou économie de marché financier, mémoire en vue de l'obtention du diplôme magister en sciences économiques, faculté des sciences économiques, université Mammeri de Tizi ouzou, 2013.
34. Benissad, M. L'ajustement Structurel En Algérie, Le chemin Parcouru, El Watan, 25 Janvier 1999, 4eme Parte, N° 24-27,1999.
35. Banque d'Algérie Evolution Economique Et Monétaire En Algérie, Juillet 2010, Juillet 2011, Mai 2012.
36. Banque D'Algerie, Media Bank, N° :19, Année 1995.
37. Ben Achenhou, MRéforme Economique : Dette Et Démocratie, Edition Echrifa, Alger,1992 .
38. Ben Bitour, A. L'Algérie Au Troisième Millénaire Défis Et Potentialités, Edition Marinoor, Alger ,1998.
39. Fergani, M.L'ajustement structurel en Algérie, l'économie n°34,1996.
40. Statistique Financiers Internationales, Balance Des Paiements, F142-F152.
41. The Global Competitiveness Report, 2011-2012-2013.
42. World Bank.A Public Expenditure Review, report, n°.36270, 2007.

3- المواقع الإلكترونية

1. دليل المواقع العربية للبورصة.

1. www.sgbv.dz/ar

2. www.cosob.org-présentation-organigramme

الملخص

الملخص:

يعتبر وجود أسواق مالية متطورة قادرة على حشد و تخصيص الموارد ذو أهمية كبرى لأي دولة، باعتبارها وسيلة أساسية لتحقيق معدلات نمو عالية، و الجزائر كغيرها من الدول سعت إلى تطوير سوقها المالي من خلال مختلف الآليات، إلا أن أداءها يبقى محدود مقارنة بالدول النامية و المتطورة، لذا هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن الأسباب التي تقف دون تقدم بورصة الجزائر، و كذا البحث عن سبل تطويرها.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، بورصة الجزائر، الأسهم ، السندات.

Summary :

The existence of sophisticated Financial markets capable of mobilizing and allocating resources is of great importance to any country as an essential means to achieve high growth rates.

Algeria, like all other countries, has sought to develop its financial market through various mechanisms, but its performance remains limited compared to developing and developed countries. This study seeks to find the reasons behind the progress of the Algiers Stock Exchange, as well as the search for ways to develop them.

Keywords : Financial Markets, Algiers Stock Exchange ,Stocks, Bonds.