

بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق

La Bourse d'Algérie entre la Théorie et la Pratique

أ. حسان خبابية

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
جامعة سطيف

ملخص

أصبحت البورصات من المتطلبات اللازمة لتسريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتبرز أهميتها من خلال ما توفره من تمويل لازم لإنشاء أو توسع المشاريع الاقتصادية في مختلف القطاعات. من هذا المنطلق سعت الجزائر في العشرة الأخيرة إلى إنشاء ما يدعى ببورصة القيم المنقولة للقيام بدورها في تمويل الأنشطة الاقتصادية، استغرق دخولها في النشاط الفعلي مدة قاربت الستة سنوات وهي الفترة التي شهدت صدور عدة تشريعات منظمة للعمل في البورصة. هذه الأخيرة ظلت إلى اليوم ككيان مادي جامد لا يقوم بدوره في تمويل الاقتصاد الوطني. في هذا السياق تركز الدراسة على ظروف إنشاء بورصة الجزائر، والإطار التشريعي لها لنقف في مرحلة ثانية على واقع نشاطها والآفاق المفتوحة أمامها في تبوأ المكانة المنوطة بها على صعيد الاقتصاد الوطني.

Abstract

Stock markets have become a prerequisite to economic and social development. Its importance stems from the role it play in financing both new economic projects and expansion of the existing ones. Accordingly, Algeria adopted this idea and has been trying during the last decade to establish its own stock market.

The trading on Algeria's stock market was first took place six years after its establishment, the period during which legislation has fixed the operating rules of this institution.

Nevertheles, Algeria's stock market remains inactive and does not play its role in financing national economy. In this way, our study concentrate at the begning, on the circumstances surrounding Establishment of Algeria's stock market and its legal framework, to end up with its actual activity and opportunities open to play greater role in financing national economy.

I مقدمة

مرّ الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال إلى اليوم بالعديد من المراحل، وعليه امتداد هذه المسيرة شهد محاولات عديدة من الإصلاحات التي انصبت على تقويم مساره من خلال تجاوز كل العوائق والعراقيل التي تقف أمام نجاحه. وقد شملت هذه الإصلاحات مرحلتين هامتين، من تاريخه. المرحلة الأولى تمتد من الاستقلال إلى نهاية السبعينيات، المرحلة الثانية من بداية الثمانينيات حتى نهاية التسعينيات. شكلت المرحلة الأولى إرساء القاعدة المادية للاقتصاد الوطني وبالتالي فهي تمثل مرحلة نشوء المؤسسة الاقتصادية، لاسيما في العشرية الأولى من هذه المرحلة. أما في العشرية الثانية فقد انصب الاهتمام على تقنين أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال تعاملها مع محيطها الداخلي والخارجي. في هذه الفترة خضعت المؤسسة الاقتصادية لما يسمى بالتسيير الاشتراكي للمؤسسات وتميزت بوجود عدة عوائق ومقيدات شكلت عائقا أمام المؤسسات الوطنية من حيث إنجاز مهامها، حيث تعددت المهام ومراكز اتخاذ القرار، وتضخمت العمالة، عندها تدخلت الجهات الوصية بالإضافة إلى نقص التأييد. أدى ذلك بالمديرين والعاملين إلى عدم اكتساب الخبرة في هذا المجال وبالتالي إهدار للطاقات دون جدوى.

أما المرحلة الثانية فقد اقترنت بتغيير نمط السياسة الاقتصادية المطبقة في المرحلة الأولى، مما أدى إلى إخضاع المؤسسة الوطنية في هذه المرحلة للعديد من التجارب. فبعد سياسة إعادة الهيكلة العضوية و المالية في بداية الثمانينيات جاءت سياسة الاستقلالية التي توصي بتحرير المؤسسات والاقتصاد الوطني ككل. لكن رغم ذلك فالمرحلة شهدت إهدارا للطاقات وإلحاق خسارة كبيرة بالمؤسسات والاقتصاد الوطني ككل. ذلك أن السياسات التي تعاقبت على المؤسسات الوطنية لم تحقق أهدافها ولم تكن ذات بعد اقتصادي بحت، مما أدى إلى عدم الاستغلال الأمثل للموارد والطاقات وبالتالي انخفاض الأداء الاقتصادي في أغلب (إن لم يكن كل) المؤسسات الوطنية.

إن ذلك ما هو إلا تعبيراً عن فشل السياسات المطبقة على صعيد الاقتصاد الوطني، مما جعل هذا الأخير يواجه جملة من المشاكل شملت كل المجالات، كأن نذكر مشكلة الموارد البشرية، مشكلة التسويق، مشكلة التمويل ومشكلة مصادر التمويل ذات الأثر المباشر على الأداء الاقتصادي العام.

تشكل مشكلة مصادر التمويل بالنسبة لنا و لكل باحث أهم المشاكل التي يواجهها أي اقتصاد على اعتبار أن الاقتصاد الجزائري اقترن عبر مسيرته بهذه المشكلة التي شكلت عائقا أمام نجاحه. فكانت المؤسسات الاقتصادية الوطنية في جانبها المالي معتمدة كلياً على ميزانية الدولة مشكلة عبءاً مالياً ضخماً مساهمة بذلك في تضخيم حجم المديونية على الصعيدين الداخلي و الخارجي. إذ بلغ حجم الديون العمومية حوالي 2500 مليار دينار جزائري في 31 ديسمبر 2000 وقدرت خدمة المديونية بمبلغ 370 مليار دينار جزائري في سنة 2000⁽¹⁾. أرقام كانت نتيجة حتمية لضعف أداء المؤسسات الاقتصادية وعدم توصلها لتحقيق المردودية باعتبارها لم تصل إلى تحقيق جانبي الكفاءة والفعالية فيها (*Efficacité et Efficience*) بالشكل الذي لم يمكن أغلبها من توفير التمويل الكافي للبرامج التشغيلية فيها بالإضافة إلى جانب تمويل استثماراتها.

دفعت الوضعية السابقة بمتخذي القرار في الدولة خلال السنوات الأخيرة إلى التفكير في إيجاد حل من خلال خوصصة مؤسسات القطاع العام سواء كلياً أو جزئياً وتخفيف العبء عن ميزانية الدولة مع إنشاء سوق للأوراق المالية أو ما يدعى ببورصة الجزائر لتداول الأوراق المالية المصدرة من قبل شركات المساهمة بين مجموع المستثمرين الراغبين في ذلك.

في هذا الإطار نسعى من خلال هذه الورقة إلى عرض بورصة الجزائر من حيث ظروف نشأتها و الظروف التي أملت تواجدها مع عرض لواقعها والآفاق والفرص المتاحة أمامها لتبوء مكانتها في الاقتصاد الوطني حتى تقوم بالدور المنوط بها في تمويل الاقتصاد.

II - نشأة بورصة الجزائر

واجهت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بشكل عام ندرة في مصادر التمويل في ظل تبعيتها في هذا الجانب للدولة. هذه الأخيرة وأمام محدودية الموارد المالية وجدت نفسها عاجزة في ظل تواجد جهاز مصرفي لم يرق في منظومته وخدماته إلى أداء دوره التمويلي المنوط به باعتباره نظاماً ظل إلى حد بعيد عاجزاً عن تجنيد الادخار المحلي لخدمة القطاعات الإنتاجية، ولم يلعب دور الوساطة في نقل الفوائض المالية لدى مجموع المدخرين (عارضى الأموال) إلى طالبيها من المستثمرين. في ظل هذه المعطيات ظهرت الحاجة الملحة إلى إنشاء بورصة

الجزائر كآلية تمويل تتواجد في كل الاقتصاديات المعاصرة تتزامن على الغالب في إنشائها مع التقرير بالدخول في تطبيق برامج خوصصة.

في هذا الصدد كانت الانطلاقة الأولى في إنشاء بورصة الجزائر بصدور المرسومين التشريعيين 91-169 و 91-170 المؤرخين في 28 ماي 1991⁽²⁾ جاءت لتقنين التعامل فيما يسمى بالقيم المنقولة وقد حدد التشريع في هذا المجال بوضوح شروط إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات من قبل الحكومة وشركات المساهمة. من بين هذه الشروط الحصول على موافقة لجنة البورصة على ذلك مع التزام المصدرين بنشر المعلومات والبيانات الضرورية لمجموع المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشأن القيم المصدرة.

كما حددت تلك المراسيم أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها من قبل شركات المساهمة وتم حصرها في عشرة أنواع مع تحديد دقيق لكل الجوانب المرتبطة بها من إصدار ونقل ملكية... الخ ويمكن حصر هذه الأنواع في الآتي:

- الأسهم العادية.
- الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة مع حق التصويت.
- الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت.
- شهادات الاستثمار مع حق التصويت.
- شهادات الاستثمار دون حق التصويت.
- سندات عادية.
- سندات المساهمة.
- سندات مرفقة بقسيمات اكتتاب في الأسهم.
- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.
- سندات قابلة للاستبدال بالأسهم.

لقد أحاط المشرع هذا الجانب بقدر من الأهمية حيث وفر للمؤسسات الاقتصادية خيارات متعددة مستخدمة في واقع الأمر من قبل جميع المؤسسات المعاصرة في الحصول على تمويل طويل الأجل في إطار سوق رأسمال (Capital Markets) والسوق المالية بالتحديد (Financial Markets).

استكملت هذه المبادرة بصدور القانون 93-10⁽³⁾ الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 متبنيا إنشاء بورصة الجزائر واعتبرت شركة ذات أسهم والآلية الوحيدة المخولة بإتمام كل المعاملات المالية على مختلف الأدوات المالية المصدرة. كما حدد التشريع الصادر الوسيطاء الذين يحق لهم إبرام المعاملات والصفقات في البورصة مع إحاطة الأمر بجوانب تفصيلية هامة لا مجال لذكرها.

III- الأجهزة المسيّرة لنشاط بورصة الجزائر والوسطاء فيها

حتى تقوم البورصة بدورها و تصل إلى هدفها حددت التشريعات الصادرة في هذا الشأن مختلف الهياكل المنظمة للعمل والمخول لها إدارة نشاط البورصة وإخضاعه للرقابة بما يحقق أهدافها حيث خول التشريع لهيئتين مهمتين إدارة بورصة الجزائر هما شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB).

1- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV).

حددت المادة الخامسة عشر من القانون 93-10 دور هذا الجهاز من حيث كونه شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة. يتمثل هدفها في إتمام إجمالي المهام المنوطة بهذا النوع من الشركات كما هو الحال في كل البورصات المنتشرة عبر الأقطار العالمية. منح لها التشريع حق تحصيل العمولات حسب ما نصت عليه المادة التاسعة عشر من القانون السالف الذكر عن كل العمليات التي تجري في البورصة. وتتكفل على الخصوص بتأطير جلسات التفاوض للوصول بالعملية إلى حالة من التوازن في السوق تنتهي بتنفيذ الأوامر المتعلقة بالبيع والشراء.

2- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB)

أوكلت لهذه اللجنة وفق التشريع مهمة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فيما يتعلق بجميع القيم المنقولة المتداولة فيها وقد حددت المادة الثلاثون من القانون 93-10 مهمة هذه اللجنة في تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، بالسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وضمان حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.

IV- الوسطاء في بورصة الجزائر

دخول القانون 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 للجنة مراقبة عمليات البورصة (COSOB) مهمة تحديد الجوانب التنظيمية لاعتماد الوسيط في البورصة. واشترط القانون في هذا الشأن ضرورة اكتتاب الوسيط في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) حتى يكون له اعتماد في البورصة. كما حددت نصوص القرار 97-01 المؤرخ في 18-11-1997⁽⁴⁾ كافة الجوانب المتعلقة بالوسيط في بورصة الجزائر، سجل لحد الآن وجود خمسة وسطاء على مستوى البورصة ويتعلق الأمر بالآتي:

- مؤسسة الراشد المالي (ErrachedElmali) التي تستخدم في جمع أوامر العملاء الوكالات التجارية لبنك الجزائر الخارجي (BEA) والصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA).

- مؤسسة SPDM التي تستخدم البنك الجزائري للتنمية الريفية (BADR).
- مؤسسة SOGEFI مستخدمة في جمع أوامر العملاء الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP) ووكالات القرض الشعبي الجزائري (CPA).
- مؤسسة SOFICOP التي تستخدم وكالات بنك التنمية المحلية (BDL) والبنك الوطني الجزائري (BNA).

- مؤسسة UB BROKERAGE التي تستخدم الوكالات التجارية للبنك المتحد (UNION BANK). خمسة وسطاء يمكن عرض نشاطهم في البورصة في الفترة الممتدة من سبتمبر 1999 إلى سبتمبر 2000 من خلال الجدول الموالي:
الجدول (1): نشاط الوسيط في بورصة الجزائر للفترة الممتدة من سبتمبر 1999 إلى سبتمبر 2000.

الوسيط	حجم المعاملات	حصة السوق	عدد الصفقات
الراشد المالي ERRACHID ELMALI	39656	42.78 %	1527
SPDM	129699	32.25 %	3000
SOGEFI	71760	09.01 %	1240
SOFICOP	236669	15.74 %	3079
UB BROKERAGE	4066	00.22 %	70

المصدر: نشریات بورصة الجزائر

من الملاحظات الهامة المسجلة حول نشاط الوسيط في بورصة الجزائر نسجل استحواذ الراشد المالي على أكبر حصة في السوق بنسبة 42% في حين سجل الوسيط (UB BROKERAGE) أدنى نسبة لم تصل إلى 1%. ويعود الأمر

برأينا إلى نوعية البنوك المستخدمة في تجميع الأوامر من العملاء حيث اعتمد الوسيط الأول على أبرز البنوك التجارية في الجزائر وهو بنك الجزائر الخارجي وما له من خبرة وانتشار وما اكتسبه من ثقة في التعامل في الجانب المالي. بينما اعتمد الوسيط الثاني على فروع قليلة لبنك خاص حديث النشأة بالجزائر يكاد يفتقر إلى ثقة تعامل كبيرة يمنحها إياه جمهور المستثمرين في الميدان. يبقى نشاط الوسيط (مهما كانت حصتهم في السوق) محدودا لقلّة الأوراق المالية المعروضة لهذا الغرض ولحدّثة التجربة بالجزائر وأن نشاطهم مرهونا بنشاط البورصة.

V- واقع بورصة الجزائر

إن صدور القانون 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي أعلن الميلاد الفعلي لبورصة الجزائر لم يتجسد في الواقع إلا بعد مضي فترة وصلت إلى أكثر من ستة سنوات. شهدت بورصة الجزائر ميلادها الحقيقي في الثالث عشر سبتمبر من عام 1999 ويعد هذا التاريخ الذي فتحت فيه البورصة أبوابها وانطلقت في ممارسة نشاطها. ويعد هذا التأخر الكبير نتيجة عمليات التأجيل المتتالية لتراكم المشاكل وانشغال الدولة خلال تلك الفترة بإعادة ترتيب أوضاعها، بعد عشرية كاملة من الاستقرار السياسي والاقتصادي. وقد اقتصر نشاط بورصة الجزائر على عدد من السندات التابعة لشركة سوناطراك، وأسهم لثلاث مؤسسات هي مؤسسة الأوراسي في مجال السياحة والفندقة، مؤسسة الرياض سطيف في الصناعات الغذائية ومؤسسة صيدال في مجال الصناعة الصيدلانية. باعتبارها المؤسسات الوحيدة التي تحولت بفعل التشريع إلى شركات مساهمة. يملك فيها عموم الجمهور ما نسبته 20% من إجمالي رأسمالها حسب ما نص عليه التشريع والقانون التجاري في هذا المجال.

طرح أسهم هذه الشركات للاكتتاب العام تم تداولها في مرحلة ثانية في إطار البورصة بعد استجابة الجهات المصدرة للشروط القانونية التي حددتها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة. تكفلت بمهمة تصريف إجمالي الاكتتاب مجموع البنوك التجارية في غياب بنوك استثمار (INVESTMENT BANK) التي عادة ما تتكفل بالمهمة، كما هو الشأن في الاقتصاديات المعاصرة.

بلغ عدد الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر للشركات الثلاث ما يعادل 4200000 سهم إلى جانب سندات شركة سوناطراك المصدرة بفائدة مقدرة بـ 13% و بأجل استحقاق هو 2003/01/03 بقيمة إجمالية وصلت إلى 5 ملايين

دينار طرحت لأول مرة للاكتتاب بتاريخ 1999/10/18⁽⁵⁾. فالوضعية تعكس بوضوح تركيز نشاط البورصة واقتصاره على عدد ضئيل من الشركات وابتعادها عن التنوع رغم إتاحة التشريع الجزائري الفرصة أمام الشركات في تنويع الأوراق المالية. في هذا الصدد يمكن عرض إجمالي نشاطها من خلال الجدول الموالي:

الجدول (2): نشاط بورصة الجزائر للفترة 1999-2002
الوحدة دينار جزائري

2002*	2001	2000	1999	
378847	2275426	1896140	286664	حجم الأوامر الصادرة
50923	361445	323490	35348	حجم الصفقات المبرمة
91823945.00	533217905.00	720039160.00	108079690.00	قيمة الصفقات (دج)
3716	13639	10513	2568	عدد الأوامر الصادرة
1552	2898	2559	1056	عدد الصفقات المبرمة

المصدر: مصلحة التداول في بورصة الجزائر
***إلى غاية 2002/05/08**

بالتمعن في أرقام الجدول أعلاه نجد أن القيمة الإجمالية للصفقات خلال الفترة المدروسة و التي تمثل إجمالي نشاط بورصة الجزائر منذ افتتاحها قد سجلت أعلى مستوى لها خلال نشاط عام 2000 بمبلغ يصل إلى 720039160.00 دج أي ما يعادل 9597962.6 دولار بسعر صرف سبتمبر 2000⁽⁴⁾ وهو رقم بعيد عن حاجات التمويل التي من المفترض توفيرها من قبل البورصة خلال نشاط سنة كاملة. فنشاط بورصة الجزائر بعيد عن الواقع والوضعية الحالية ما هي إلا جمود وشبه شلل. وهي السمة التي تميز أغلب البورصات الناشئة من ضيق في نشاطها ومحدودية في سيولتها ونقص في المعلومات المتاحة بها، بالإضافة إلى قصور التشريعات المنظمة للعمل فيها⁽⁷⁾ بما يساهم حقيقة في ابتعاد تلك البورصات عموما وبورصة الجزائر بالأخص عن تحقيق أهدافها ومراميها.

إلى جانب الخصائص السابقة نجد أن بورصة الجزائر تنفرد بكونها بورصة يقتصر نشاط التداول فيها على يوم واحد من الأسبوع وهو يوم الاثنين لتشهد في الأشهر الأخيرة إضافة يوم ثان للتداول وهو يوم الأربعاء، مع الإشارة إلى أن التسعيرة في البورصة تتم إلكترونيا 100%.

ما يلفت الانتباه في نشاط بورصة الجزائر هو تركيز نشاط المستثمرين حول سندات الدين لشركة سوناطراك التي شكلت قيمة الصفقات المتعلقة بها خلال سنة من النشاط بين 1999/09/13 و 2000/09/04 ما نسبته 49% من إجمالي قيمة الصفقات المبرمة بمبلغ يصل إلى 346099900 دج من قيمة صفقات إجمالية مقدرة بمبلغ 706125285.00 دج⁽⁸⁾. بما يوحي حقيقة بافتقاد المستثمر لثقافة التعامل بالأسهم وتفضيله لسندات الدين باعتبارها مضمونة الدفع و تدر عائدا ثابتا يتمثل في الفائدة الدورية التي كانت نسبته 13%، بينما باقي الأسهم المتداولة فتشهد على الدوام تفوق العرض على الطلب في غياب أطراف يمكنها سد الفجوة وتحقيق التوازن، وهو ما يعكسه بوضوح الجدول الموالي:

الجدول (3): إجمالي العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر خلال عام 2001

الورقة المالية	حجم أوامر الشراء	حجم أوامر البيع
الأوراسي	268599	386351
الرياض سطيف	27568	299220
صيدال	195731	1090147
سوناطراك	5289	2521

المصدر: مصلحة التداول ببورصة الجزائر

بالرجوع إلى أرقام الجدول أعلاه نجد أن الفجوة بين العرض والطلب كبيرة وتكون على الدوام لصالح العرض بالنسبة لجميع الأسهم المتداولة في البورصة. فإذا نظرنا إلى أسهم الأوراسي لوجدنا أن العرض يفوق الطلب بما نسبته 43%، بينما نجد أن العرض على أسهم مؤسسة الرياض سطيف يكاد يفوق الطلب بما مقداره 11 مرة. أما اسهم صيدال فتسجل نفس الوضعية حيث تفوق العرض على الطلب بأكثر من 5 مرات.

من جهة أخرى إذا تمعنا في سندات الدين لشركة سوناطراك لوجدنا الحالة عكسية حيث يسجل الطلب تفوقا عن العرض وصل خلال سنة 2001 إلى أكثر من مرتين بما يفسر نفور المستثمرين عن اقتناء الأسهم وتفضيلهم لسندات الدين بما جعل البورصة تواجه مشكلة حقيقية تستدعي حلا سريعا.

للقوف أكثر على واقع بورصة الجزائر يمكن احتساب النسبة بين القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في البورصة والنتائج المحلي الإجمالي للقوف

على مدى مساهمة هذه الآلية في تمويل الاقتصاد وخلق ثرواته وهي النسبة التي تسجل معدلات مرتفعة جدا في الاقتصاديات المتقدمة. فإذا أخذنا الولايات المتحدة الأمريكية لوجدنا النسبة السابقة تسجل ما مقداره 50% و 20% في فرنسا⁽⁸⁾. أرقام تعكس بالفعل المساهمة الحقيقية للبورصات في تمويل الاقتصاد وخلق الناتج المحلي بها. فإذا تطرقنا لهذه النسبة بالجزائر لوجدنا أنها تسجل مستوى متدني جدا يكاد يكون منعدما حيث وصلت إلى مستوى 0.01% في سنة 2000⁽⁹⁾.

إن الوضعية الحالية لبورصة الجزائر في رأينا لا يمكن أن تستمر وعلى متخذي القرار في الدولة أخذ المبادرة على عاتقهم للخروج بها من هذه الدائرة المغلقة حتى تكون بورصة كما هو متعارف عليه من خلال فتح آفاق أمامها، ولعل الآفاق المستقبلية أمام بورصة الجزائر متوفرة ومتعددة وإنما تنتظر من يحركها فما هي هذه الآفاق؟

VI - آفاق بورصة الجزائر

إن بقاء بورصة الجزائر على حالتها السابقة يعني في الواقع تعطيل الآلة الإنتاجية وسد الطريق أمامها في تحقيق نتائج أفضل في الفترة المقبلة، خاصة وأن الجزائر أمام تحديات كبيرة كأنظمامها للمنظمة العالمية للتجارة وإبرامها لاتفاقيات الشراكة مع الاتحاد الأوروبي. فالأمر يستدعي تحركا سريعا في اتجاه تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر بما يمكنها من القيام بدورها التمويلي المتعارف عليه. وحسب رأينا فإن الوضعية التي تعيشها بورصة الجزائر ساهمت فيها مجموعة من العوامل، أبرزها على الإطلاق ميلاد هذا الجهاز في ظروف اقتصادية صعبة ميزها انشغال الدولة بالجوانب السياسية والاجتماعية وابتعادها عن الجوانب الاقتصادية. بالإضافة إلى تعاقب عدة حكومات على أجهزة الدولة بما لم يحقق الاستقرار الذي يمكن في ظله الالتفات لهذه المشكلة مما ساهم في تفاقمها. إلى جانب ذلك نسجل أن الاقتصاد الجزائري في السنوات السابقة كان يشهد اختلالات كبيرة في توازناته بما لم يتح للبورصة لعب دورها في امتصاص الفوائض المالية لدى الأطراف التي تشهد فائضا في التمويل لصالح الأطراف الأخرى التي تشهد عجزا في ذلك.

من هذا المنظور نرى أن الفرصة لازالت سائحة أمام الجزائر للإسراع في إعادة بلورة المشكلة وفتح سبل جديدة أمام البورصة تمكنها من دفع الاقتصاد إلى الأمام في مواجهة تحديات الفترة المقبلة ومن بين الجوانب التي نراها تفتح آفاقا جادة أمام البورصة في الجزائر نذكر الآتي:

1- تنشيط السوق المالية خاصة ما تعلق بالسوق الأولي (Primary Markets) أو ما يسمى بسوق الإصدار الذي يقوم بتوفير الأدوات المالية الكفيلة بنقل مدخرات المجتمع من عارضيه إلى المحتاجين إليها. بمعنى المساهمة في تسويق عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية التي حددها المشرع في عشرة أنواع باعتبارها السلعة المتداولة في إطار سوق التداول (Secondary Markets) فيما بعد. فوجود البورصة مرهونا بوجود سوق الإصدار، لكن في غياب بنوك الاستثمار التي تتكفل بهذه العملية في الاقتصاديات المتقدمة يمكن في فترة أولية إسناد الأمر للبنوك التجارية للقيام بهذا الدور من حيث تقديم النصح والاستشارة في المجال مع إمكانية اللجوء إلى مكاتب الاستشارة المالية الأجنبية لإتمام العملية في إطار سليم بما ينعكس إيجابا على السوق المالية الوطنية.

2- إتمام المرحلة الأولى أي تنشيط أسواق الإصدار مرتبط في الأساس بعمليات تسهيم المؤسسات. في هذا الصدد يمكن في مرحلة أولية إتخاذ مبادرة جديدة بخصوص إتمام جوانب من برنامج الخصخصة بالجزائر الذي لا يزال متعثرا واهم في تعطيل البورصة في الجزائر. ومنه ولتنشيط هذه الأخيرة، يتحتم على الدولة أن تفكر جديا في خصخصة بعض مؤسساتها لتخفيف العبء المالي على موازنتها المالية من جهة. ومن جهة ثانية لنشر رأس المال الاجتماعي لهذه الشركات واجتذاب الفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات، وتجنيدتها لخدمة الاستثمار المحلي مع محاولة اجتذاب رأس المال الأجنبي من خلال هذه العملية. في هذه النقطة بالذات يمكن للدولة أن تساهم في تحقيق الأمر بالإقبال على فتح رأس مال الشركات الاستراتيجية والتي تحقق نتائج إيجابية في شكل جزئي لتحقيق وفورات مالية من جهة، ومن جهة ثانية باعتبارها شركات تضمن في الواقع إقبالا حقيقيا على الاكتتاب في رأس مالها. وعليه يجب الإشارة هنا إلى أن الدولة، يمكنها أن تساهم خطأ إذا ما أقبلت على طرح شركات ومؤسسات لا تحقق نتائج إيجابية للخصخصة بما ينفر المستثمر المحلي والأجنبي ويحكم على البورصة بالفشل الأكيد.

3- تحفيز المؤسسات الاقتصادية لاسيما الاستراتيجية والتي تحقق نتائج إيجابية على الابتعاد عن أساليب التمويل بالوساطة المالية والتوجه أكثر نحو أسلوب التمويل باللاوساطة المالية⁽¹⁰⁾ عن طريق استخدام الأدوات المالية المختلفة بما يمكنها من الحصول على التمويل طويل الأجل من ناحية ويمكن البورصة من القيام بنشاطها

من ناحية ثانية. فاتباع هذا النهج يساهم فعليا في تنويع الأوراق المالية المطروحة للتداول.

4- دفع المؤسسات المالية التي تنشط في إطار ما يسمى بالوساطة المالية في الاقتصاديات المعاصرة من بنوك تجارية و شركات تأمين التي تمتلك سيولة عريضة يمكن تجنيدها في عملية الاستثمار في الأوراق المالية بما يساهم في تنشيط البورصة وتوفير سيولة⁽¹⁰⁾ كافية للنشاط الاقتصادي.

5- يمكن لأصحاب القرار في الدولة تنشيط البورصة عن طريق المضي في برنامج التخصيص (Privatisation) بانتهاج طريقة استبدال الديون بمساهمات في تلك الشركات سواء أكانت تلك الديون لدائنين محليين أو ديونا خارجية بما يخفف العبء على ميزانية الدولة ويساهم في تنويع الأوراق المالية بالبورصة الجزائرية. وهي العملية التي لقيت نجاحا لدى العديد من البلدان النامية.

6- تحفيز المستثمرين على توظيف فوائضهم المالية في توظيفات مربحة قليلة المخاطر وتبني أسلوبا هاما في هذا الاتجاه عن طريق إصدار سندات بعائد متغير وإصدار سندات مشاركة في الأرباح⁽¹¹⁾، بإمكانها جذب المستثمرين وتجديد ادخاراتهم لخدمة الاقتصاد الوطني.

توجد آفاق متعددة يمكن أن تفتح المجال واسعا أمام بورصة الجزائر إن توفرت الإرادة في ذلك وكان القرار صائبا مبنيا على أسس علمية سليمة لا قرارات عشوائية تساهم في تفاقم الوضعية.

خاتمة

نخلص من خلال هذه الورقة إلى نتائج تعكس حقيقة قائمة وهي أن الاقتصاد الجزائري والمؤسسات الاقتصادية فيه تشهد عجزا في التمويل لإتمام برامجها التشغيلية، أو التوسعية خاصة وهي تواجه تحديات عالمية في ذلك. في هذا الصدد يمكن الخروج بالملاحظات التالية:

1- أن الاقتصاد الجزائري يفتقر إلى سوق مالية بالمفهوم المتعارف عليه، لاسيما في وجود سوق للإصدار غير نشطة كضرورة لوجود السوق الثانوي أو البورصة.

2- أن بورصة الجزائر تتواجد ككيان مادي جامد بما لم يمكنها من القيام بدورها في تمويل الاقتصاد وهي الوضعية التي ساهمت فيها عدة عوامل، أبرزها توقيت وظروف ميلاد هذا الجهاز من جهة. ومن جهة ثانية كونها لا تتوفر على الكم اللازم من الأوراق المالية لتنشيط عمليات التداول فيها. وهي الوضعية التي ساهم فيها بشكل كبير تقاعس متخذي القرار في الدولة بشأن الإسراع في إتمام برنامج خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية (EPE).

3- أنه في الوقت الذي فتح فيه المشرع الجزائري المجال واسعا أمام المؤسسات الاقتصادية لتبني خيارات تمويل متعددة، لأجل تنويع الأدوات المالية المستخدمة في ذلك. ظلت هذه المؤسسات تعتمد في تمويل أنشطتها المختلفة على أسلوب التمويل بالوساطة المالية عن طريق البنوك التجارية، هذه الأخيرة لم تلعب الدور المنوط بها من خلال توظيف فوائضها المالية في استثمارات مالية من شأنها أن تقلص الفجوة التي تشهدها البورصة بين العرض والطلب.

4- أن الدولة في سعيها لتخفيف الضغط المالي على ميزانيتها بإمكانها الاستفادة من فرصة استبدال ديون مؤسساتها الاقتصادية العمومية خاصة تلك التي تشهد وضعية حسنة بمساهمات في رأس مالها قصد خلق أدوات مالية يمكن تداولها في البورصة بما يفعل نشاطها.

المواش

- (1) التقرير السنوي للمجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، السداسي الثاني من سنة 2000، ص 73
- (2) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 26، 1991.
- (3) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد، 34، 1993.
- (4) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد، 87، 1997.
- (5) التقرير السنوي لبورصة الجزائر.
- (6) نشریات بورصة الجزائر.
- (7) Word Bank Policy Bulletin : Stock Markets and Economic Growth, Vol 6, N° 2, March –April, 1995.
- (8) نشریات بورصة الجزائر.
- (9) Abdelhak Lamiri : Crise De L'économie Algérienne, Les Presses d'Alger, P.264.
- (10) بالاعتماد على بيانات بورصة الجزائر وتقرير المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي لسنة 2000.
- (11) P. Piacab : d'une intermédiation financière a une autre, le cas de la désintermédiation, Revue d'économie financière, n° 4, Mars, 1988, P 35.