

سوق الأوراق المالية في الجزائر: طبيعتها، معوقات نموها ومتطلبات تنشيطها
دراسة تحليلية للفترة (2007-2015)

د. عمار زودة

جامعة الحاج لخضر - باتنة 1؛ الجزائر
zoudaammar@yahoo.fr

د. حمزة بوكفة

جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي؛ الجزائر
hamzabkf@yahoo.fr

Received: Jan 2018

Accepted: Fèv 2018

Published: Mar 2018

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال التعرف على مستوى نشاطها وأدائها خلال الفترة (2007-2015) بالاعتماد على مجموعة من مؤشرات الحجم والسيولة المعتمدة في هذا المجال، معتمدين في ذلك على المنهج الوصفي التحليلي، مما سمح لنا بتشخيص أهم المعوقات التي حالت دون تطورها، والتعرف على أهم متطلبات تنشيطها لتحقيق دورها الاقتصادي المنشود، لتأتي هذه الدراسة متزامنة مع التوجهات الآنية للحكومة الجزائرية لتطوير سوق أوراقها المالية، لجعلها مصدرا بديلا لتمويل متطلبات تنميتها الاقتصادية، نتيجة تراجع أسعار النفط منذ منتصف عام 2014 وانخفاض مستوى إيراداتها النفطية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، بورصة الجزائر، التنمية الاقتصادية، مصادر التمويل، السوق المالية.

Abstract:

This study aims to investigate on the reality of the securities market in Algeria through assessing its activity and performance during the period (2007-2015), relying on a set of indexes of size and liquidity adopted in this field. Depending on the analytical descriptive approach, which allowed us to diagnose the main obstacles that prevent the development of Algiers Stock exchange, and to identify the main requirements to boost this vital market. This study is simultaneously aligned with the current trends of the Algerian government, which aims to develop the securities market as an alternative source of financing the economic development, as a result of the decline in oil prices since mid 2014 and the low level of oil revenues.

Keywords: the securities market, Algiers Stock Exchange, economic development, sources of financing, the financial market.

مقدمة:

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة في العديد من البلدان النامية بصفة عامة والعربية منها بصفة خاصة بالدعوة نحو إقامة أسواق للأوراق المالية (بورصات الأوراق المالية)، إيماناً منها بما تقوم به تلك الأسواق من دور هام في تهيئة المناخ الاستثماري الملائم، وكونها تعتبر أحد ثلاث عناصر السوق المالية والمكونة من سوق النقد وسوق رأس المال وسوق الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية من الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة.

إن لسوق الأوراق المالية دوراً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، خاصة تلك التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال من أجل دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وذلك من منطلق مساهمة هذه السوق في توجيه الموارد المتاحة إلى الجهات التي يمكن أن تستخدم تلك الموارد بكفاءة، حيث تمثل حلقة الوصل التي تمر من خلالها مدخرات الأفراد لكي يتم توظيفها في إنتاج السلع والخدمات ذات المنفعة الاقتصادية، ومن جهة أخرى أعادت الأزمة المالية الناجمة عن تراجع أسعار النفط منذ منتصف عام 2014 الأمل في توجه الحكومة الجزائرية نحو تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر، التي تعد الأضعف بين الأسواق العربية وحتى على المستوى القاري على الإطلاق، على الرغم من نشاطها (على الورق على الأقل) منذ حوالي 19 عاماً، حتى تستطيع أن تؤدي دورها الاقتصادي التنموي، وما يستلزمه من استثمارات ضخمة تستوجب الكثير من الإنفاق الاستثماري، الذي لا تستطيع الموازنة العامة للدولة وحدها تدبيره.

وعليه، تتمثل مشكلة الدراسة في محاولة الإجابة على سؤال هام يتعلق بما هو واقع أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر وما هي معوقات نموها ومتطلبات تطويرها؟ ، لذا فإن هذه الدراسة تهدف إلى إلقاء الضوء على واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال التعرف على مستوى نشاطها وأدائها من خلال الاعتماد على مجموعة من مؤشرات الحجم والسيولة المعتمدة في هذا المجال ، مما يسمح لنا بتشخيص أهم المعوقات التي حالت دون تطورها، والبحث عن أهم متطلبات تنشيطها لتحقيق دورها الاقتصادي المنشود.

تقوم الدراسة على فرضية مفادها، أن سوق الأوراق المالية في الجزائر تعاني العديد من المشكلات والعقبات التي تحد من فعاليتها وتمنعها من تحقيق أهدافها، منها ضعف في مؤشرات الحجم والسيولة مقارنة بجميع أسواق الدول العربية، وبالتالي وجوب الحاجة إلى العمل الجاد إلى تطويرها خاصة في ظل الظروف المالية الراهنة بسبب تراجع أسعار البترول وعجز موازنة الدولة.

ولتحقيق هدف هذه الدراسة ارتأى الباحثين استخدام المنهج الوصفي التحليلي، من خلال تقسيم محتواها إلى

محورين رئيسيين:

-المحور الأول يتناول واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال تحليل مؤشرات أدائها للفترة (2007-2015)، بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات الكمية ومقارنتها أحياناً بمثيلتها لدى بعض الأسواق العربية؛ - المحور الثاني خصص لإبراز أهم المعوقات التي تحول دون تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر، ومن ثم استشراف المقومات التي تساعد على نموها وتفاعلها في أداء مهامها التنموية الاقتصادية في الجزائر؛ -وتختتم الدراسة بعرض أهم النتائج والتوصيات المتعلقة بهذه الدراسة.

المحور الأول: طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (2007-2015)

عرفت سوق الأوراق المالية في الجزائر والمسماة رسميا ببورصة الجزائر منذ بداية إنشائها وإلى غاية يومنا ركودا ملحوظا سواء في سوق الإصدار أو سوق التداول وعلى مستوى السوقين الرئيسيين -سوق سندات رأس المال وسوق سندات الدين-، وهذا راجع بالدرجة الأولى لعدم قدرتها على استقطاب المؤسسات الاقتصادية، مما أدى إلى قلة الأوراق المالية المقيدة في مختلف أسواقها وخاصة الأسهم منها، ومضمون هذا المبحث سيسمح لنا بالتعرف على طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال تحليل وتقييم أدائها خلال الفترة (2007-2015).
أولا. تحليل الأداء الكلي لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2015):

في هذا الجزء من الدراسة سوف نستخدم مجموعة من المؤشرات الكمية لتحليل الأداء الكلي -الأسواق الأربعة المشكلة للتسعيرة- لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2015)، وذلك لأجل الوقوف على مستوى نشاطها خلال فترة الدراسة، بما يمكن من معرفة حجمها ومدى مساهمتها في بناء النسيج الاقتصادي الوطني.
1. تطور عدد المؤسسات المتداول سندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2015): شهدت أسواق بورصة الجزائر الأربعة خلال فترة الدراسة إدراج مجموعة من المؤسسات ذات الطابع العام والخاص، وفي هذا الصدد سنحاول التركيز فقط على المؤسسات التي يتم تداول قيمها سواء كانت أسهم أو سندات ضمن السوق الثانوي لبورصة الجزائر، أما بقية المؤسسات الأخرى التي تتداول خارج البورصة بين البنوك والمؤسسات المالية والمتعاملين المؤسساتيين، فكان مجال إصداراتها منحصر في سندات الدين واكتفت فقط بالمرور على بورصة الجزائر لعملية الإصدار والاكتمال العام، ومعظم هذه الإصدارات حلت تواريخ استحقاقها وخروجها من البورصة.

الجدول (1): المؤسسات المتداول قيمها المنقولة في بورصة الجزائر (2007-2015).

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007		
رموز المؤسسات المدرجة في البورصة										
AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	AUR	سوق رأس المال	
SAI	SAI	SAI	SAI	SAI	SAI	SAI	SAI	SAI		
ALL	ALL	ALL	ALL	ALL						
ROUI	ROUI	ROUI								
ولم تقيد فيه أي شركة خلال هذه الفترة				أنشأ هذا السوق سنة 2012					سوق PME	
					AIR	AIR	AIR	AIR	سوق السندات	
				A TEL	A TEL	A TEL	A TEL	A TEL		
	SONA	SONA	SONE	SONE	SONE	SONE	SONE	SONE		
SPA D	SPA D	SPA D	SPA D	SPA D	SPA D	SPA D			سوق سندات الدين	
TRE	TRE	TRE	TRE	TRE	TRE	TRE	TRE			
6	7	7	6	7	7	7	6	5	عدد المؤسسات المتداول سندات	
ALL-اليانيس للتأمينات			SAI-مؤسسة صيدال			AUR-مات فا الأوراسي			دلالة الرموز	
ATEL-الجزائر للاتصالات			AIR-الخطوط الجوية الجزائرية			ROUI-ان سي أ رويبة				
TRE-الخزينة العمومية ج			SPA D-شركة ذات أسهم دخلي			SONE-شركة سونالغاز				

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على إحصائيات الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz>

يوضح الجدول (1) تطور عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر والمتداول سندات خلال الفترة (2007-2015) والتي لم يتجاوز عددها سبعة مؤسسات موزعة على مختلف أسواق البورصة، حيث في عام 2007 بلغ عدد المؤسسات المسعر سندات بورصة الجزائر خمسة موزعة على السوق الرئيسية المخصصة للأسهم بمؤسستين وثلاثة مؤسسات عمومية أصدرت قروض سندية بسوق سندات الدين، أما عام 2008 يتضح من خلال بيانات الجدول

إدراج متعامل جديد والمتمثل في الخزينة العمومية الجزائرية، والتي خصص لها سوق خاص سميت بسوق سندات كتل الخزينة العمومية، بهذا أصبح عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بستة مؤسسات جميعها تنتمي للقطاع العام؛ أما عامي 2009 و2010 ارتفع عدد المؤسسات المدرجة إلى سبعة من خلال دخول متعامل جديد لسوق سندات الدين والمتمثل في مؤسسة تابعة للقطاع الخاص وتحمل تسمية شركة (دايو الجزائر للفندقة والترفيه والعقارات) وتدعى بالاختصار "دحلي DAHLI"، أيضا حافظ عام 2011 على عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، ولكن من خلال حصول متعامل جديد على تأشيرة الدخول للبورصة والمتمثل في مؤسسة أليانس للتأمينات Alliance Assurances وهي أول مؤسسة خاصة تدرج أسهمها ببورصة الجزائر، وفي نفس العام شهد سوق سندات الدين خروج مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية بسبب حلول استحقاق سنداتهما، في حين شهد عام 2012 حلول استحقاق سندات اتصالات الجزائر، الأمر الذي أدى إلى خروج المؤسسة من البورصة ويصبح عدد المؤسسات المدرجة ستة، واستطاعت مؤسسة خاصة ثانية عام 2013 أن تدرج أسهمها من خلال حصولها على تأشيرة الدخول إلى بورصة الجزائر والعاملة في القطاع الغذائي والمتمثلة في مؤسسة روية للعصائر "أن سي أ روية NCA Rouba"، وبالتالي أصبح عدد المؤسسات المدرجة سبعة واستمر هذا الوضع حتى نهاية عام 2014، بينما عام 2015 حافظ على الأربع المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسية، في حين بقيت مؤسسة واحدة بسوق سندات الدين نتيجة حلول استحقاق سندات سونالغاز في نفس العام، مع العلم أن سندات مؤسسة دحلي المتبقية تاريخ استحقاقها سيكون عام 2016.

وفي الوقت الذي تسجل فيه أغلب أسواق الأوراق المالية العربية تنامي عدد الشركات الجديدة المدرجة، إلا أن بورصة الجزائر تظل في حالة جمود وضعف شديد مقارنة بالدول الأخرى سواء كانت عالمية أو عربية وحتى دول الجوار كتونس والمغرب، فمثلا في عام 2015 بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب 77 شركة وبورصة تونس بنحو 72 شركة، أما في كل من السوق المالية السعودية والبورصة المصرية بلغ عدد الشركات المدرجة بهما نحو 169، 214 شركة على التوالي.¹

2. تحليل تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر **Capitalisation Boursière (2007-2015)**: يعبر عن القيمة السوقية أو الرسملة البورصية على أنها مجموع أسهم المؤسسات المسعرة في البورصة بقيمتها عند تاريخ الإقفال، أي حاصل ضرب عدد الأسهم المسعرة في البورصة في قيمة الأسهم المتداولة، وهي تعتبر واحدة من أهم مؤشرات قياس حجم السوق، بمعنى أن زيادة القيمة السوقية تعني زيادة حجم المشروعات الاستثمارية التي يتم تمويلها بطرح الأسهم، ولكن زيادتها قد تعبر عن ارتفاع أسعار الأوراق المالية في بعض الحالات، ومن خلال مضمون الشكل (1) يمكن تتبع تطور حجم بورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2015) من خلال مؤشر القيمة السوقية.

الشكل (1) تطور القيمة السوقية (الرسملة البورصية) لبورصة الجزائر (2007-2015) (بالمليار دينار)



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2013**, p :75 ;
- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2016, p :4.

يظهر الشكل (1) بأن القيمة السوقية (الرسملة البورصية) لبورصة الجزائر بلغت ذروتها خلال فترة الدراسة نهاية عام 2015 بقيمة قاربت 15,43 مليار دينار، مسجلة بذلك زيادة معدلها 4,3% مقابل قيمة 635 مليون ديناراً مقارنة بعام 2014، وتعكس هذه الزيادة الطفيفة في تحسن أسعار الشركات المدرجة، كصيدال والأوراسي خلال عام 2015. والملاحظ وبشكل عام أن القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الخمس سنوات الأخيرة تجاوزت قيمتها 13 مليار ديناراً، مقارنة بمستواها قبل عام 2011 حيث لم تتجاوز 8 مليار ديناراً سنوياً، ويرجع سبب هذا التحسن بالدرجة الأولى إلى دخول كل من شركتي أليانس للتأمينات عام 2011 و أن سي أ رويبة عام 2013 إلى بورصة الجزائر. في حين تشكلت القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال عام 2015 من القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة حسب التوزيع الذي يوضحه الجدول (2) التالي:

الجدول (2) القيمة السوقية الإجمالية لبورصة الجزائر حسب مساهمة كل شركة لعام 2015

الشركة (رمزها)	عدد أسهم الشركة المدرجة (سهم)	القيمة السوقية لأسهم الشركة (مليار دينار)	الحصة من القيمة السوقية الإجمالية
الأوراسي AUR	1.200.000	2,880	18,67%
مجمع صيدال SAI	2.000.000	6,400	41,48%
أليانس للتأمينات ALL	1.804.511	3,134	20,32%
أن سي أ رويبة ROU	2.122.511	3,014	19,54%
المجموع:	7.127.022	15,429	100%

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2015**, P,P :62, 63.

يتضح من الجدول (2) أن القيمة السوقية (الرسملة البورصية) لبورصة الجزائر نهاية عام 2015 توزعت على أسهم الشركات المدرجة بنسب متفاوتة، حيث كانت حصة القيمة السوقية لأسهم شركة أليانس للتأمينات في الرسملة البورصية هي الأكبر مقارنة ببقية الشركات المدرجة الأخرى، بحيث نجد حصة مساهمتها تجاوزت 41% مقابل قيمة سوقية لأسهم الشركة البالغة نحو 6,4 مليار ديناراً تشكلت من خلال 2 مليون سهم للشركة مدرجة في بورصة الجزائر،

أما بقية الشركات الثلاث الأخرى يتبين من بيانات الجدول أن حصة مساهمتها في القيمة السوقية الإجمالية كانت متقاربة ومحصورة بين 18,5% و 20,5%.

3. مؤشر درجة عمق بورصة الجزائر في الاقتصاد الوطني للفترة (2007-2015): يقيس هذا المؤشر الأهمية النسبية لسوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني، ويحسب من خلال حاصل قسمة القيمة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي GDP لنفس المدة الزمنية، وهذا المؤشر غالبا ما يهتم به الباحثون على أساس أن ارتفاعه من الدلائل على حدوث نمو على المدى المتوسط والطويل الأجل، كما أنه مؤشر على حجم النشاط التمويلي للسوق داخل الاقتصاد الوطني، ومن خلال بيانات الجدول التالي (3) نلاحظ ضعف هذا المؤشر عند حسابه، فضلا عن تحقيقه أكبر قيمة عندما بلغ 0,1% عام 2011، ويعود ضعف هذا المؤشر إلى انخفاض القيمة السوقية لبورصة الجزائر وإلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة المدروسة، وعند مقارنة قيمة مؤشر عمق بورصة الجزائر بما هو محقق بجمل أسواق الأوراق المالية العربية نجد هناك اختلافا وتباعدا كبيرا جدا، حيث نجد معظم الأسواق العربية يتجاوز هذا المؤشر عتبة 50% من ناتجها المحلي الإجمالي، وقد يتجاوز في بعض الأسواق أحيانا نسبة 100%، نذكر على سبيل المثال بأن هذا المؤشر بلغ عام 2014 في الكويت 62% وفي المغرب 53,2%، الأردن 76%، السعودية 62%²، أما في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية يتجاوز هذا المؤشر نسبة 116%.

الجدول (3) مؤشر عمق بورصة الجزائر للفترة (2007-2015).

السنوات	القيمة السوقية (مليار دينار)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دينار)	مؤشر العمق
2007	6,46	9.352,88	0,070%
2008	6,5	11.043,70	0,058%
2009	6,55	9.968,02	0,065%
2010	7,9	11.991,56	0,065%
2011	14,96	14.588,53	0,102%
2012	13,03	16.208,70	0,080%
2013	13,82	16.650,18	0,083%
2014	14,79	17.242,54	0,085%
2015	15,43	16.591,87	0,093%

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

-بيانات الشكل (1)؛

-الموقع الإلكتروني للديوان الوطني للإحصاء ONS، الحسابات الاقتصادية 2015، تم تصفحه بتاريخ: 2016/09/12:

<http://www.ons.dz/-Les-Comptes-Nationaux-Annuels-de-.html>

-إحصائيات الديوان الوطني للإحصاء، تقارير سنة 2015، على موقعه الإلكتروني.

توضح بيانات الجدول أعلاه أن حجم بورصة الجزائر بالنسبة لحجم الاقتصاد الجزائري يكاد يكون معدوما كون مؤشر العمق لم يتعد نسبة 0,2% خلال فترة الدراسة، وهذا لم يترك أي مجال للحكم على أنه لا توجد أي مساهمة لبورصة الجزائر في النسيج الاقتصادي الوطني لعدم إمكانية هكذا نسبة من التأثير في النمو الاقتصادي في الوقت الحاضر، وبالتالي الأمر الذي يستدعي وبشكل جدي وسريع إعادة تأهيل وتطوير بورصة الجزائر للوصول إلى مستوى قيمة سوقية (رسمة بورصية) على الأقل 3.318 مليار دينار (ما يعادل 33 مليار دولارا) لتحقيق أقل مؤشر عمق ضمن الأسواق العربية والبالغ نحو 20%، كما هو محقق في تونس.

4. تطور مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع للفترة (2007-2015): من خلال هذا المؤشر يمكن التعرف على هل هناك اتجاه تفضيل أصحاب المدخرات الاحتفاظ بأموالهم في صورة ودائع لدى البنوك، أم اتجاههم لاستثمار تلك

المدخرات في أسواق الأوراق المالية كما تظهر تلك النسبة حجم الأموال التي يتم توجيهها للاستثمار في الأوراق المالية، مقارنة بحجم الودائع في البنوك وانخفاض هذا المؤشر يفرض على القائمين على أسواق الأوراق المالية تحديا يتمثل في البحث عن الآليات التي يمكن أن تجذب أصحاب المدخرات لسوق الأوراق المالية والعمل على استقطابهم.³ ومضمون الجدول (4) يسمح بالعرف على طبيعة وسلوك أصحاب المدخرات في الجزائر، هل هو سلوك استثماري موجه لسوق الأوراق المالية أم هو سلوك ادخاري لا يخرج عن كونه فتح وودائع لدى البنوك التجارية.

الجدول (4) مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع البنكية للفترة (2007-2015).

السنوات	القيمة السوقية (مليار دينار)	إجمالي الودائع البنكية* (مليار دينار)	نسبة المؤشر
2007	6,46	5.320,9	0,121%
2008	6,5	6.434,9	0,101%
2009	6,55	4.614,7	0,142%
2010	7,9	5.819,1	0,135%
2011	14,96	6.733,0	0,222%
2012	13,03	7.238,0	0,180%
2013	13,82	7.787,4	0,177%
2014	14,79	9.117,5	0,162%
2015	15,43	//	//
متوسط مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع البنكية (2007 - 2014)			0,155%

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

* الودائع البنكية تتضمن الجارية منها ولأجل وودائع الضمان (القرض السندي، الكفالات).

-بالنسبة لعام 2015 لم تتوفر إحصائيات حول قيمة الودائع البنكية؛

-بيانات الشكل (1)؛

-بنك الجزائر، التقرير السنوي 2008 التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، سبتمبر 2009، ص: 104، و ص: 231.

-Banque d'Algérie, RAPPORT 2014 EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE, Juillet 2015, P :76.

يتضح من الجدول أعلاه الذي يوضح تطور مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع بالبنكي الجزائري يكاد أن يكون معدوم، حيث بلغ متوسط هذا المؤشر 0,155 %، وهذا يعني أن هناك فارقا كبيرا بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار في سوق الأوراق المالية وحجم الأموال الموجودة كودائع في الجهاز البنكي وتفضيل الأفراد والمؤسسات المختلفة استثمار أموالهم في الأوعية الادخارية لدى البنوك التجارية، والجدير بالذكر بأن متوسط هذا المؤشر بلغ في بعض الدول العربية خلال عام 2014 كالمغرب بنحو 38% وتونس بمعدل 20%، وبلغ أزيد من 90% في السعودية.⁴

ومن خلال ما سبق يتضح أن تطور مؤشر القيمة السوقية إلى إجمالي الودائع البنكية خلال فترة الدراسة لم تتجاوز في أحسن الأحوال معدل 0,3% سنويا، مما يشير إلى تفضيل المدخرين الاحتفاظ بأموالهم في صورة وودائع عن استثمارها في سوق الأوراق المالية، هذا بدوره يشير إلى أنه يجب بذل الكثير من الجهود لجلب جزء من هذه الودائع وتوجيهها نحو الاستثمار في بورصة الجزائر.

5. تطور قيمة التداول الإجمالي لأسواق بورصة الجزائر للفترة (2007-2015): تعرف قيمة التداول الإجمالية لأسواق بورصة الجزائر على أنها مجموع قيم تداول أسواق بورصة الجزائر الفرعية الأربعة -السوق الرئيسية، سوق السندات ، سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسوق سندات الخزينة العمومية-، حيث يساعد هذا المؤشر في قياس درجة سيولة بورصة الجزائر، الشكل (2) يوضح تطور قيمة التداول الإجمالية لأسواق بورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2015).

الشكل (2) تطور قيمة التداول الإجمالية لبورصة الجزائر 2007-2015



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2008-2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs ;

-الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، إحصائيات تداول أسواق بورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 2016/09/14:
http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc&lang=fr

يتضح جليا من خلال بيانات الشكل السابق أن قيمة التداول الإجمالية لأسواق بورصة الجزائر لم تكن مستقرة خلال فترة الدراسة بل شهدت تقلبات كبيرة، حيث بلغت هذه القيمة أدنى مستوى لها عام 2013 بنحو 0,101 مليار دينار، في حين سجلت أقصاها عام 2015 ببلوغها قيمة 18,24 مليار دينار، والشكل يوضح مستوى هذه التقلبات في حجم سيولة بورصة الجزائر.

أما تحليل أهم المحطات التي تأثرت فيها سيولة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة، على النحو التالي⁵:
-نلاحظ عام 2012 تراجع سيولة بورصة الجزائر أزيد من 69% لتبلغ 1,175 مليار دينار مقارنة بعام 2011، وهذا راجع لضعف النشاط المسجل على مستوى سوق سندات الخزينة العمومية التي بلغت قيمة تداولها 0,5 مليار دينار عام 2012؛

-مع نهاية عام 2013 سجلت التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر قيمة تداول إجمالية بنحو 0,101 مليار دينار مقابل 1,175 مليار دينار عام 2012 منخفضة بمعدل 91,4 %، ويبرر هذا الانخفاض بسبب تراجع نشاط سوق السندات، بالإضافة إلى عدم تسجيل أي معاملة بسوق كتل سندات الخزينة العمومية خلال نفس العام؛

-أما خلال عام 2014 نلاحظ أن السوق استرجع نشاطه من حيث قيمة التداول الإجمالية لتبلغ مستويات عالية مقارنة بالفترة السابقة، ويعود الفضل إلى النشاط المتميز الذي حدث في سوق كتل سندات الخزينة العمومية لتصل قيمة تداولها بنحو 8,24 مليار دينار لتتجاوز نسبة 98% من إجمالي قيمة تداول بورصة الجزائر لنفس العام؛

-حققت بورصة الجزائر أقصى درجات السيولة منذ تأسيسها عام 2015 بقيمة تداول إجمالية تجاوزت 18 مليار دينار، مقابل ارتفاع نسبته أزيد من 100% عن عام 2014، ويعود الفضل في هذا الارتفاع للنشاط الكبير الذي سجل بسوق سندات الخزينة العمومية والتي بلغت قيمة تداولها 16,97 مليار دينار، وهو أعلى مستوى نشاط تحقق في السوق منذ بداية نشاطها عام 2008، ومن جهة أخرى تم تسجيل خلال نفس العام 2015 أدنى مستوى نشاط لسوق السندات منذ تأسيسها، حيث لم تتجاوز قيمة التداول فيها مبلغ 7,6 مليون دينار بسبب استحقات معظم سندات الدين المدرجة بالسوق باستثناء سندات شركة داخلي المستحقة عام 2016.

من خلال ما سبق يتبين أن أهم سوق متحركة في مستوى نشاط وسيولة بورصة الجزائر هي سوق سندات الخزينة العمومية، فمستوى نشاط هذه السوق التي تحوز في اغلب الفترات على أكثر من 90% من التوزيع النسبي لمجموع أسواق بورصة الجزائر الفرعية، يجعلها تقود اتجاه نشاط وأداء بورصة الجزائر، أما خلال عام 2015 نلاحظ انخفاض أهمية سوق سندات الخزينة العمومية ليستفيد منها زيادة نشاط التداول على مستوى السوق الرئيسية محققة نسبة مساهمة بنحو 6,85% من إجمالي قيمة تداول البورصة، مقابل انخفاض معتبر في نشاط تداول سوق السندات خلال عام 2015، في حين نلاحظ أن سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لم يسجل أي نشاط خلال العام بسبب عدم توفره على أي إدراج حتى نهاية فترة الدراسة عام 2015 .

ثانيا. تحليل الأداء الانفرادي لأسواق بورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2015):

بعد القيام ومن خلال العنصر السابق بتحليل الأداء الكلي لبورصة الجزائر من خلال جملة من المؤشرات التي سمحت لنا بالتعرف على كل من تطور حجم ودرجة سيولة بورصة الجزائر، بالإضافة للأهمية النسبية لنشاط أسواق بورصة الجزائر الأربعة في التأثير على الأداء الكلي لبورصة الجزائر.

سنحاول في هذا العنصر القيام بتحليل تطور نشاط سوقي بورصة الجزائر -سوق سندات رأس المال وسوق سندات الدين- من خلال تحليل أداء أسواقها الأربعة كلا على حدة خلال الفترة (2007-2015)، وذلك بغية التعرف على أهم مؤشرات أداء كل سوق فرعية وبالتالي يمكن من خلال ذلك استخلاص أهم سمات ومعوقات تطور بورصة الجزائر.

1. أداء السوق الرئيسية Marché Principal (سوق سندات الملكية -الأسهم): لتحليل وتقييم أداء السوق الرئيسية المخصصة لإصدار وتداول سندات الملكية المتمثلة في الأسهم خلال الفترة (2007-2015)، سنعتمد على مجموعة من المؤشرات التي تسمح بالتعرف على حجم ونشاط ودرجة سيولة هذه السوق، التي تعكس جل مؤشرات أداء سوق سندات رأس المال ببورصة الجزائر.

1.1. تطور مؤشرات سيولة السوق الرئيسية للفترة (2007-2015): يتم الاعتماد على هذا النوع من المؤشرات لقياس درجة سيولة سوق الأوراق المالية ومستوى تكاليف المعاملات المالية داخل السوق، ويفسر ارتفاع قيمة مؤشرات السيولة بأنه دليل على ارتفاع درجة السيولة في السوق، إضافة إلى أن الأدوات المالية تتداول بسهولة ويسر وبأدنى كلفة وعدم وجود معوقات أمام إبرام الصفقات وتسويقها،⁶ مما يعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الموارد المالية وعلى النمو الاقتصادي، ويمكن قياس سيولة بورصة الجزائر من خلال مؤشرين رئيسيين وهما قيمة تداول الأسهم المدرجة Valeur transigée في السوق الرئيسية ومعدل دورانها Taux de rotation.

والجدول (5) التالي يوضح لنا تطور مؤشري سيولة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة.

الجدول (5) تطور مؤشرات السوق الرئيسية للفترة (2007-2015)

عدد الأسهم المتداولة بالسوق الرئيسية (سهم)	نسبة التغير في قيمة التداول	قيمة لتداول الأسهم بورصة الجزائر (مليون دينار)	قيمة وعدد الأسهم المتداولة لشركات المدرجة بالسوق الرئيسية								
			ROUI أن سي أ رويبة		أنيانس للتأمينات ALL		مجمع صيدال SAI		الأوراسي AUR		
			عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة التداول (مليون دينار)	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة التداول (مليون دينار)	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة التداول (مليون دينار)	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة التداول (مليون دينار)	
35794	-	14,493	لم تدرج بعد				730	0,312	35064	14,181	2007
52103	%47,75↑	21,414	لم تدرج بعد				31002	12,398	21101	9,016	2008
34700	%35,13↓	13,891	لم تدرج بعد				25521	9,761	9179	4,130	2009
27420	%13,72↓	11,985	لم تدرج بعد				18038	7,763	9382	4,222	2010
231997	%1444,5↑	185,118	لم تدرج بعد		194175	161,414	29804	20,044	7718	3,659	2011
49471	%80,53↓	36,038	لم تدرج بعد		27395	22,733	15031	10,195	7048	3,110	2012
120681	%36,28↑	49,116	102238	40,943	40	0,027	6701	3,899	11702	4,246	2013
90111	%15,68↓	41,410	50359	20,303	9682	5,660	22244	12,106	7826	3,339	2014
2213143	%2923,3↑	1251,956	97079	36,077	2090461	1202,108	15739	9,343	9864	4,427	2015
%538,3↑			متوسط معدل تغير قيمة تداول الأسهم خلال الفترة (2007 - 2015)								

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- Bource d'Alger, Rapport D'activité 2008,2010,2013,2014,2015, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs ;

-الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، القسم الخاص بإحصائيات التداول، تم تصفحه بتاريخ 2016/29/20:

http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc&lang=fr

أما فيما يخص تحليل تطور بيانات الجدول (5)، سنلخصها من خلال دراسة مؤشرات السيولة التالية:

أ. قيمة وعدد الأسهم المتداولة ببورصة الجزائر: عند تتبع تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر بالنسبة للأسهم نلاحظ أنها ارتفعت من مبلغ 14,493 مليون دينار عام 2007 إلى 1,251 مليار دينار عام 2015، حيث بلغ متوسط معدل نموها خلال فترة الدراسة بنحو 538,3%، وكما يوضح الجدول السابق فإن قيمة تداول أسهم بورصة الجزائر شهدت أدنى مستويات لها خلال الفترة (2007-2010) وذلك نتيجة تواجد شركتين فقط بالسوق الرئيسية -الأوراسي ومجمع صيدال -وقلت نشاط تداول أسهمهما سواء من ناحية العدد والقيمة، بحيث نجد أعلى مستوى نشاط تحقق خلال الأربعة سنوات كان عام 2008، أين بلغت قيمة تداول الشركتين 21,414 مليون دينار مقابل حجم تداول* على 52103 سهم، أما أدنى نشاط سجل خلال نفس الفترة كان عام 2010 حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة 11,985 مليون دينار مقابل عدد أسهم متداولة هو الأضعف خلال الفترة بنحو 27420 سهم، وترجع مؤشرات السوق سبب هذا الانخفاض إلى التراجع المسجل في نشاط تداول أسهم الشركتين لعامين متتاليين 2009 و 2010 والبالغ 10 ملايين ديناراً مناصفة بينهما مقارنة بما تحقق عام 2008.

الشكل (3) تطور قيمة تداول أسهم بورصة الجزائر للفترة (2007-2015)



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (5)

أما كمرحلة ثانية تظهر بيانات الجدول (5) والشكل (3) ارتفاع درجة سيولة البورصة من خلال مؤشري قيمة وعدد الأسهم المتداولة إلى مستوى كبير عام 2011، من خلال قيمة تداول أسهم بلغت 185,118 مليون دينار لترتفع بمعدل 1444,5% مقارنة بالعام السابق وذلك مقابل تداول 231997 سهم، ويعود سبب هذا الارتفاع إلى النشاط الكبير الذي أحدثه دخول المتعامل الثالث إلى سوق الأسهم والمتمثل في شركة أليانس للتأمينات التي تحصلت من خلال السوق الأولية على تأشيرة الدخول من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نهاية عام 2010، حيث سجلت الشركة خلال أول نشاط لها بالسوق عام 2011 تداول على 194175 سهم مقابل قيمة تداول بلغت 161,414 مليون دينار، مساهمة بذلك بنسبة 87,19% من القيمة الإجمالية للأسهم المتداول لعام 2011، إلى أن هذا الارتفاع لم يستمر كثيرا لينخفض بمعدل 80,53% خلال العام الموالي 2012 أين حققت فيه بورصة الجزائر قيمة تداول أسهم ببلغ 36,038 مليون دينار، بسبب التراجع الكبير المسجل على نشاط تداول أسهم شركة أليانس للتأمينات والذي قاربت نسبة انخفاضه بنحو 86% مقارنة بعام 2011، ومن جهة أخرى نلاحظ أيضا تراجع قيمة تداول مجمع صيدال خلال نفس العام بمقدار 49,13%.

في حين سجل خلال عامي 2013 و2014 تحسن في مستوى نشاط التداول مقارنة بعام 2012 إلا أن هذا التحسن الذي بلغت نسبته 36,28% عام 2013، لم يكن في المستوى المرجو نتيجة حصول شركة أن سي أروبية على تأشيرة الدخول إلى بورصة الجزائر بتاريخ 2013/2/6 وارتفاع عدد المدرجين بسوق الأسهم إلى أربعة من جهة، ومن جهة أخرى تعرضت شركة أليانس للتأمينات خلال نفس العام إلى أدنى نشاط تداول منذ إدراجها في البورصة وخلال فترة الدراسة، بقيمة تداول بلغت 0,027 مليون دينار مقابل تداول 40 سهم فقط.

أما عام 2015 سجل فيه نشاط كثيف على مستوى سوق الأسهم والذي يعتبر أعلى نشاط محقق خلال فترة الدراسة، نتيجة عمليات التداول الضخمة التي تميزت بها أسهم شركة أليانس للتأمينات خلال العام والتي ضاعفت قيمة الأسهم المتداولة في السوق معدل تجاوز 2923%، لترتفع القيمة المتداولة من مبلغ 41,41 مليون دينار عام 2014 إلى أزيد من 1,2 مليار دينار في عام 2015، وفي الوقت نفسه ارتفع عدد الأسهم المتداولة بمعدل 2356%، ليتجاوز حجم 90111 سهم عام 2014 إلى 2213143 سهم نهاية عام 2015.

أما في ما يتعلق بالأهمية النسبية للشركات المدرجة بالسوق الرئيسية بالنسبة لإجمالي قيمة التداول خلال عامي 2014 و 2015، يتضح وجود درجة تمركز كبير في التداول على الأسهم المدرجة ببورصة الجزائر، حيث نلاحظ خلال عام 2014 كان التمركز في التداول على أسهم أن سي أروبية باعتبارها حصدت ما نسبته 49,05% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، ثم يليها في الدرجة الثانية مجمع صيدال بحصة 29,23%، أما الشركتين المتبقيتين وهما أن سي أروبية والأوراسي فكانت حصتهما من قيمة التداول المحققة 13,66% و 8,06% على التوالي. إلا أننا نلاحظ خلال العام الموالي 2015 تغيرا تاما لتركيبية التمركز في التداول من خلال هيمنة شركة أليانس للتأمينات على حصة الأسد والبالغة 96% من قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، في حين بلغت حصة الشركات الثلاثة المتبقية مجتمعة ما نسبته 4% فقط من قيمة التداول، الأمر الذي يفسر التداول على أسهم بورصة الجزائر يخضع لعوامل ظرفية.

2.1. تطور مؤشر معدل دوران أسهم بورصة الجزائر: معدل دوران الأسهم هو مؤشر يعبر عن النسبة المئوية لقيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها ولمدة زمنية معينة، حيث يستخدم هذا المؤشر في حال ارتفاعه للتعبير عن كثافة التداول في سوق الأوراق المالية واقتراب أسعارها للسعر العادل، ومن جهة أخرى يدل انخفاضه على انخفاض السيولة في السوق، والجدول (6) يسمح لنا بتتبع تطور معدل دوران بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة ومقارنته بنفس المؤشر لدى بعض الأسواق العربية كتونس والمغرب باعتبارهما سوقين جارين ومستوى أدائهما العربي مقبول وخاصة بورصة الدار البيضاء بالمغرب وكذلك اخترنا السوق المالية السعودية "تداول" باعتبارها السوق الرائدة عربيا للحكم على مستوى سيولة بورصة الجزائر.

الجدول (6) تطور مؤشر معدل دوران أسهم بورصة الجزائر للفترة (2007-2015)

معدل دوران بعض الأسواق العربية			نسبة التغير	معدل دوران الأسهم	القيمة السوقية (مليار دينار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليار دينار)	السنوات
السعودية	تونس	المغرب					
			-	0,22%	6,46	0,014493	2007
			50%↑	0,33%	6,5	0,021414	2008
			36,36%↓	0,21%	6,55	0,013891	2009
			28,5%↓	0,15%	7,9	0,011985	2010
			720%↑	1,23%	14,96	0,185118	2011
137,8%	13,7%	13,5%	78,04%↓	0,27%	13,03	0,036038	2012
87,1%	10,2%	13,5%	29,62%↑	0,35%	13,82	0,049116	2013
118,4%	8,9%	10,6%	22,85%↓	0,27%	14,79	0,041410	2014
105,17%	11,19%	8,96%	2900%↑	8,10%	15,43	1,251000	2015
				1,23%	متوسط مؤشر معدل الدوران خلال الفترة (2007 - 2015)		

المصدر: تم حساب معدل الدوران بالاعتماد على:

-بيانات الجدولين (4) و(5)؛

-صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014، الإمارات، 2015، ص:422.

-صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، الإمارات، 2016، ص:473.

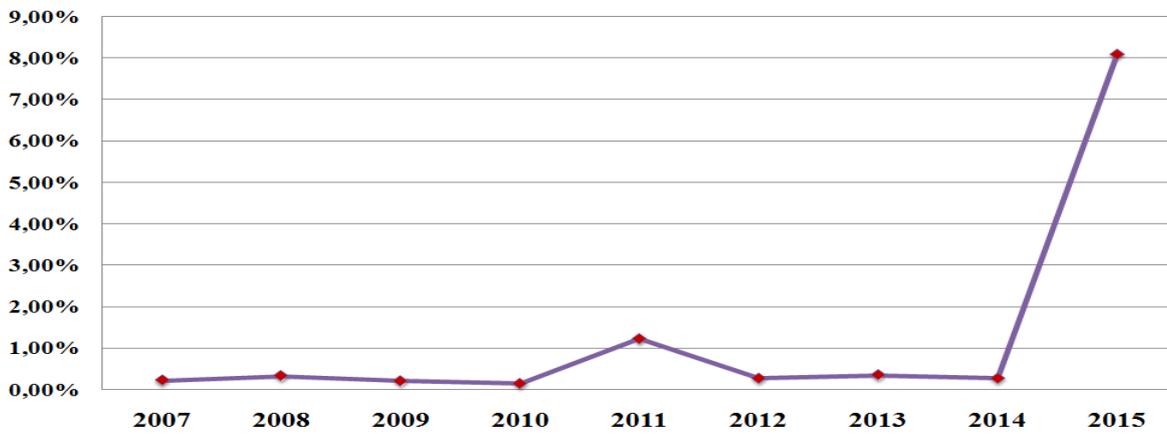
-الموقع الإلكتروني لاتحاد البورصات العربية، تم تصفحه بتاريخ 2016/09/25:

<http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly/Yearly-Figures.aspx>

من خلال الجدول (6) نلاحظ الانخفاض الكبير في متوسط مؤشر معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال فترة الدراسة (2007-2015) حيث بلغ 1,23 % مقارنة بمتوسط معدلات دوران أسواق الأوراق المالية العربية والتي بلغت خلال عامي 2014 و 2015 على التوالي 69,4 % و 53,16 %.

ويلاحظ أيضا أنه خلال الثمانية سنوات الأولى من فترة الدراسة (2007-2014) أن معدل الدوران المحقق في بورصة الجزائر لم يتجاوز نسبة 0,5 % باستثناء عام 2011 الذي بلغ فيه نسبة 1,23 % نتيجة قيمة التداول المسجلة على أسهم المتعامل الجديد أليانس للتأمينات خلال نفس العام والشكل (4) يوضح ذلك، في حين بلغت معدلات الدوران المسجلة في بورصتي تونس والدار البيضاء بالمغرب ما بين 9 % و 14 % خلال الفترة (2012-2015)، أما السوق المالية السعودية فمتوسط هذا المعدل تجاوز نسبة 100 % خلال نفس الفترة، ووفقا لإحصائيات الاتحاد الدولي فإن معدل الدوران في مجموعة الأسواق المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات قد بلغ 133 % بنهاية العام 2015.

الشكل (4) تطور معدل دوران أسهم بورصة الجزائر للفترة (2007-2015)



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (6).

قد سجل خلال عام 2015 أعلى قيمة لمعدل الدوران ببورصة الجزائر ببلوغه نسبة 8,1 % محققا بذلك معدل ارتفاع قدره 2900 % مقارنة بالعام السابق، وهذا يعكس التحسن المسجل في درجة سيولة السوق بالمقارنة بدرجة سيولة بورصتي الدار البيضاء وتونس، وعند البحث عن مسببات هذا التحسن من خلال بيانات تطور مؤشرات السوق الرئيسية السالفة الذكر، يتضح أن تركيز التداول على أسهم شركة أليانس للتأمينات والذي تجاوز حجمه 96 % من إجمالي قيمة التداول بالسوق لعام 2015 هو من ساهم بارتفاع هذا المعدل، وبالتالي يمكن القول أن هذا الارتفاع المفاجئ والمرتفع في معدل الدوران خلال عام 2015 أنه ظرفي فقط، كونه ناتج عن عامل التركيز في التداول على أسهم شركة أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، وبالتالي يتوقع عودة انخفاضه في السنوات القادمة.

3.1 مؤشر درجة التركيز: إن نشاط بورصة الجزائر يظهر أن عدد المؤسسات المدرج أسهمها جد حرج مقارنة مع أسواق الأوراق المالية العربية، فإذا كانت بورصة الجزائر عام 2015 تضم 4 شركات مدرج أسهمها، فإن كل من بورصة تونس والدار البيضاء كانت تضم على التوالي 78 و 75 شركة مدرجة لأسهمها للتداول، هذه الوضعية تبين أن فرصة المستثمر لتنويع الأصول المالية داخل محفظته الاستثمارية عملا بمبدأ ماركويتز القائل بأن التنويع من شأنه تخفيض المخاطر العامة وأيضاً الإلغاء الكمي للمخاطر الخاصة بالمؤسسة في حالة التنويع الأمثل، تصبح محدودة جدا و هو ما ينعكس سلبا على

سيولة السوق، كما أنه يؤدي إلى زيادة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب نتيجة وجود عدد محدود من الأسهم⁷.

إن الهدف من حساب مؤشر التركيز، هو تحديد مدى سيطرة العشر أكبر شركات في تحديد اتجاه السوق، من خلال نسبة قيمة تداولها مقارنة بإجمالي القيمة السوقية للسوق، وبالتالي ليس لهذا المؤشر أي دلالة بالنسبة لبورصة الجزائر، لأنه أصلا لا يملك إلا أربعة شركات مدرجة والتي تمثل وتحدد اتجاه البورصة لوحدها وبدرجة تركيز عالية بلغت معدل 100% وعليه تعتبر بورصة الجزائر الأكثر تركيزا على المستوى العربي.

هذا بدوره يظهر المعانات الكبيرة لبورصة الجزائر من مشكلة انخفاض السيولة وبالتالي الابتعاد الكبير لأسعار الأسهم السوقية عن السعر العادل لها.

2. أداء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة **Marché PME**: تعتبر سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ثاني أسواق سندات رأس المال ببورصة الجزائر بعد السوق الرئيسية، حيث لم تشهد هذه السوق منذ صدور قانون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 القاضي بإنشاء سوق لإدراج أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أي عملية إدراج لأسهم هذا النوع من المؤسسات، وهذا رغم التحفيزات والتسهيلات الممنوحة لها، ذلك من خلال تخفيف شروط إدراج وتداول أوراقها المالية ببورصة الجزائر، ويعتبر هذا الركود على مستوى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة راجع إلى⁸:

- بالدرجة الأولى إلا امتداد الركود نتيجة ضعف الأداء الذي تعرفه السوق الرئيسية الموجهة للشركات الكبرى، خاصة وأن معظم الاقتصاديات العالمية لم تقم بإنشاء مثل هذا السوق الموجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا بعد أن تطورت السوق الرئيسية وعرفت رواجاً مهماً وسط المؤسسات والمستثمرين الماليين؛

- أما بدرجة ثانية يعود هذا الركود لحدائثة وضعف قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في حد ذاته والذي يتميز عموماً بالخصائص التالية التي حالة دون تفكير هذه المؤسسات بالدخول إلى بورصة الجزائر:

* عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لا يزال محدود مقارنة مع الاقتصاديات العالمية والمجاورة، كما أن نسبة 97% من هذه المؤسسات عبارة عن مؤسسات مصغرة لا يتجاوز عدد عمالها العشرة؛

* محدودية المساهمة الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر على مستوى حجم العمالة، القيمة المضافة والنتائج الداخلي الخام لا تزال لم ترق إلى المستويات المنشودة؛

* رغم برامج الدعم المقدمة لهذه المؤسسات، إلا أنها لم تساهم بالقدر المطلوب في تنويع الاقتصاد الوطني وخلق الثروة والخروج به من الاقتصاد الريعي القائم أساساً على قطاع المحروقات؛

* أيضاً رغم برامج الدعم والهيئات المساعدة على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، إلا أنها تبقى تعاني من هذا الجانب، فالعديد من هذه المؤسسات لم يتمكن من الحصول على قروض بنكية بغية تمويل مختلف احتياجاتها، الأمر الذي يعيق نمو وتوسع هذه المؤسسات؛

* إضافة إلى الأسباب السابقة المباشرة توجد هنا معوقات عامة تحول دون تطوير بورصة الجزائر لأداء وظيفتها التمويلية سيتم التطرق لها فيما بعد.

3. أداء سوق السندات **Marché des obligations**: كما سبق ذكره تتوفر بورصة الجزائر على غرار أسواق الأوراق المالية في العالم على سوق لسندات الدين التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية والشركات ذات الأسهم في شكل

قروض سنديّة، حيث تم إدراج 5 سندات دين فقط من طرف شركات للتداول في بورصة الجزائر، مقابل إصدار سندات دين من طرف أزيد من 12 مؤسسة عامة وخاصة، تتداول خارج البورصة بين البنوك والمؤسسات المالية والمتعاملين المؤسساتيين، ولإظهار تطور الرصيد الإجمالي لقيمة القروض السنديّة الصادرة عن مختلف المؤسسات الاقتصادية سواء كانت أصدرت وأدرجت للتداول في بورصة الجزائر أو جاء إصدارها عن طريق السوق الأولية إلا أن التداول عليها يتم خارج السوق الثانوية (بورصة الجزائر)، وتكون عادة موجهة للاكتتاب لصالح البنوك والمؤسسات المالية ويتم انجازها وفق طريقة المزايدة حسب الأسلوب الهولندي*، التي استفادة من تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB خلال الفترة (2007-2015)، وهو ما توضحه بيانات الجدول التالي:

الجدول (7) رصيد القروض السنديّة المؤشر لها من طرف COSOB للفترة (2007-2015)

عدد القروض السنديّة المتداولة	نسبة التغير في قيمة السندات المدرجة %	قيمة القروض السنديّة المدرجة للتداول بالسوق (مليار دج)	الرصيد المتراكم للقروض السنديّة المؤشر لها (مليار دج)	عدد التأشيرات المنووجة	السنوات
3	-	51,68	161,16	3	2007
4	58,04%↑	81,68	184,77	3	2008
5	2,88%↑	84,04	179,02	2	2009
5	16,88%↓	69,85	151,89	1	2010
4	53,67%↓	32,36	78,23	0	2011
2	00%→	32,36	64,21	0	2012
2	00%→	32,36	58,21	0	2013
2	92,70%↓	2,36	18,91	0	2014
1	00%→	2,36	176,91	2	2015

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2008,2010,2013,2014,2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs ;
- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2007-2015**.

سيتم تحليل تطور مختلف مؤشرات الجدول السابق من خلال دراسة ما يلي:

- تطور الرصيد المتراكم للقروض السنديّة للفترة (2007-2015): يقصد بالرصيد المتراكم للقروض السنديّة على أنه قيمة إجمالي القروض السنديّة الصادرة عن مختلف المؤسسات الاقتصادية التي لم يحين تاريخ استحقاقها خلال كل عام، سواء كانت هذه القروض السنديّة مسعرة ببورصة الجزائر وبالتالي يتم التداول عليها، أو أنه موجه للاكتتاب المؤسسي الخاص بالبنوك والمؤسسات المالية وبالتالي يتم التداول عليها خارج البورصة. وعند تتبعنا لتطور الرصيد المتراكم لقيمة القروض السنديّة خلال فترة الدراسة يتبين:
 - أنه كان مرتفع خلال الفترة (2007-2010) والسبب يعود في ذلك إلى عدم حلول تواريخ استحقاق معظم القروض السنديّة سواء كانت مسعرة بالبورصة أم خارج البورصة، ومن جهة أخرى نلاحظ أيضا أنه خلال نفس الفترة تمكنت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من منح عدة تأشيرات لمجموعة من القروض السنديّة؛
 - أما خلال الفترة (2011-2014) بلغ الرصيد المتراكم للقروض السنديّة مستويات منخفضة ومتناقصة من عام لآخر بسبب الركود المسجل نتيجة عدم منح أي تأشيرة من طرف اللجنة المختصة خلال الفترة، وكذلك يرجع هذا الانخفاض إلى حلول تواريخ استحقاق مجموعة من القروض السنديّة سواء كانت مسعرة بالبورصة أو خارجها؛
 - في حين ارتفع هذا الرصيد المتراكم عام 2015 إلى مستوى 176,91 مليار ديناراً بزيادة بلغت نسبتها 853,5% مقارنة بمستواه عام 2014 أين بلغ قيمة 18,91 مليار ديناراً، والملاحظ أن هذا الارتفاع الكبير جدا في الرصيد المتراكم لقيمة

القروض السنديّة لم يؤثر على قيمة القروض السنديّة المتداولة والمسعرة في البورصة خلال نفس العام، وهذا يفسر على أن القروض السنديّة المؤشر لها من طرف اللجنة عام 2015 لم يتم إدراجها للتداول في البورصة بل يتم التعامل عليها خارج البورصة، ويتعلق الأمر بكل من القروض السنديّة الموجهة للاكتتاب من طرف البنوك والمؤسسات الماليّة والمتمثلة في القرض السندي للشركة المغاربية للإجارة بالجزائر MLA بقيمة 2 مليار دينار والقرض السندي الخاص بالشركة الوطنيّة للإيجار المالي SNL والبالغة قيمته 2 مليار دينار أيضا، كذلك القرض السندي الخاص بالصندوق الوطني للاستثمار FNI المستحق بعام 2024 بقيمة 160 مليار دينار.

بهذا تكون وضعيّة القروض السنديّة نهاية عام 2015، على النحو التالي:

-بقاء قرض سندي وحيد مسعر في سوق السندات ومتداول عليه في بورصة الجزائر والمتعلق بقرض مؤسسة داخلي والمستحق بداية عام 2016؛

-أما على مستوى سوق السندات المتعامل عليها خارج البورصة والموجهة للبنوك والمؤسسات الماليّة، فيتعلق الأمر بثلاثة قروض سنديّة اثنين منها لمؤسسة سونالغاز المستحقين عامي 2016 و2017، أما الثالث فيعود للصندوق الوطني للاستثمار FNI المستحق بعام 2024.

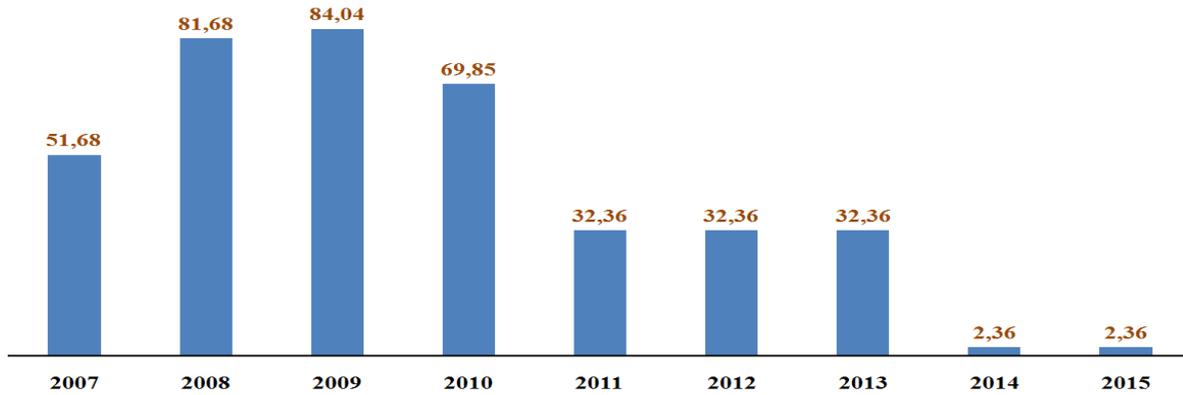
2.3. قيمة وعدد القروض السنديّة المدرجة للتداول بسوق السندات للفترة (2007-2015): عند تتبع تطور بيانات الجدول (7) السابق المتعلقة بقيمة وعدد القروض السنديّة المدرجة بسوق السندات ببورصة الجزائر، يتضح أنها بلغت ذروتها عام 2009 بقيمة 84,04 مليار دينار بارتفاع طفيف نسبته 2,88% مقابل قيمة 2,36 مليار دينار نتيجة إدراج قرض سندي جديد للتداول والمتمثل في القرض السندي الثاني لمؤسسة سونالغاز المستحق في عام 2014 ليصبح عدد القروض السنديّة المسعرة بالبورصة ولأول مرة 5 قروض منذ نشأة بورصة الجزائر، إلا أن هذا المستوى لم يستمر كثيرا فسرعان ما بدأ بالانخفاض مباشرة بحلول عام 2010 لتبلغ قيمة إجمالي القروض السنديّة نهاية هذا العام 69,85 مليار دينار متراجعة بنسبة 16,88% عن العام الماضي بسبب خروج القرض السندي الخاص بشركة الخطوط الجوية الجزائرية الموجه للجمهور والذي حل أجل استحقاقه بتاريخ 2010/12/1.

شهد أيضا عام 2011 تراجع كبير في قيمة القروض السنديّة المتداولة إلى مستوى 32,36 مليار دينار مسجلا انخفاض قيمته 37,49 مليار دينار مقارنة بالعام الماضي، والذي يمثل اثنين من القروض السنديّة الموجهة للجمهور العام من طرف المؤسستين سونالغاز واتصالات الجزائر واللذان حلت تواريخ استحقاقهما في 2011/5/22 و2011/10/17 على التوالي.

في حين استقرت قيمة القروض السنديّة المتداولة خلال عامي 2012 و2013 عند قيمة 32,36 مليار دينار كما يوضحه الشكل (5)، لعدم تسجيل أي نشاط أو إدراج جديد خلال العامين، ليبقى عدد القروض السنديّة المتداولة بالبورصة اثنين فقط ويتعلق الأمر بقرض مؤسّسة سونالغاز المستحق في عام 2014 ومؤسسة داخلي الذي يستحق في عام 2016.

الشكل (5) تطور قيمة القروض السندية المدرجة للتداول ببورصة الجزائر للفترة (2007-2015)

قيمة القروض السندية المدرجة للتداول بالسوق (مليار دج)



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (7).

والملاحظ أيضا خلال العامين 2014 و 2015 تراجع مستوى قيمة القروض السندية المتداولة ببورصة الجزائر إلى أدنى مستوى لها منذ إنشاء سوق السندات لتبلغ قيمة 2,36 مليار دينارا متراجعة بمقدار 30 مليار دينارا بما يعادل 92,7% بالمقارنة مع العام السابق، ويعود هذا التراجع إلى حلول أجل استحقاق القرض السندي الأخير لمؤسسة سونالغاز عام 2014، وبناء على ذلك فقد تم سحبه من جدول التسعيرة ببورصة الجزائر، وبهذا يصبح سوق السندات يضم سند وحيد متداول والمتعلق بالقرض السندي لمؤسسة داخلي واستمر هذا الوضع حتى نهاية عام 2015، إلى غاية حلول استحقاق القرض السندي المتبقي مع حلول عام 2016.

3.3. تطور مؤشر قيمة التداول بسوق السندات للفترة (2007-2015): يمكن تتبع تطور أهم المؤشرات المالية لسوق السندات والمتمثلة في قيمة التداول على السندات المدرجة وعددها في بورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2015) من خلال أرقام الجدول التالي:

الجدول (8) تطور مؤشرات سوق السندات المتداولة ببورصة الجزائر للفترة (2007-2015)

إجمالي عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة لتداول الإجمالية بسوق السندات (مليار دج)	قيمة وعدد سندات المؤسسات المتداولة بسوق سندات الدين										
		سندات شركة الساهمة DAHLI داخلي		سند سونالغاز SONE 2014		سند سونالغاز SONE 2011		سند اتصالات الجزائر AT11		سند الخطوط الجوية الجزائرية AIR		
		عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	عدد السندات المتداولة (سند)	قيمة التداول (مليون دج)	
94649	945,92			20250	202,034	61071	610,493	13328	133,396	2007		
132007	1 197,1			25546	127,738	28293	284,129	36528	365,759	41640	419,469	2008
108863	882,758	300	3	42554	212,770	7810	78,107	45047	454,796	13152	134,085	2009
90309	658,081	1130	11,216	49483	247,519	15561	156,491	18374	183,940	5761	58,915	2010
20957	136,104	1700	16,430	14607	73,045	539	5,401	4111	41,228	حلول استحقاق السند		2011
118356	637,148	9228	88,468	109128	548,680	حلول استحقاق السند		حلول استحقاق السند				2012
6908	51,911	3860	36,670	3048	15,241							2013
11839	107,536	10210	99,391	1629	8,145							2014
758	7,580	758	7,580	حلول استحقاق السند								2015

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2008,2010,2013,2014,2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs ;
- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2007-2015**.

عند تتبع تطور المجاميع الكلية السنوية الظاهرة على الجدول (8) التي تعكس تطور مؤشري سيولة سوق السندات ببورصة الجزائر، يتضح عدم استقرار نشاط هذا السوق خلال فترة الدراسة.

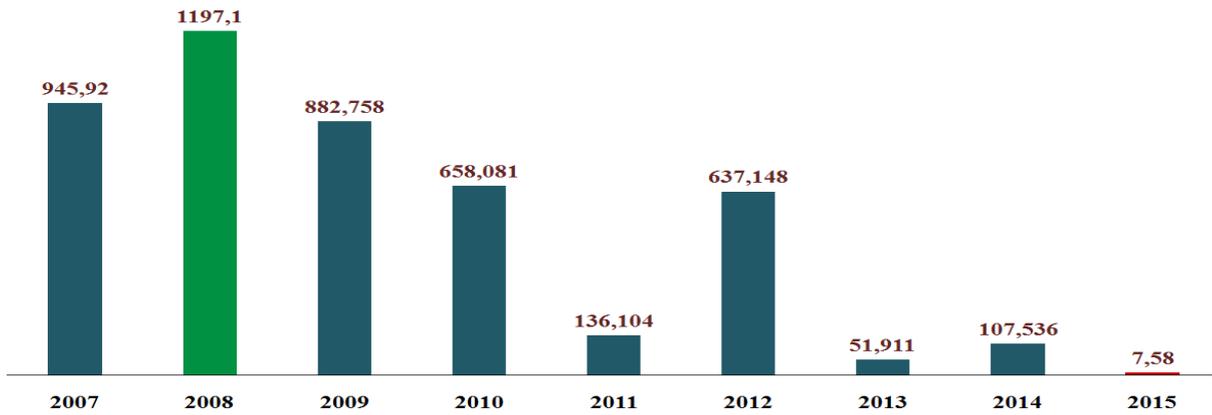
تشير بيانات الجدول أيضا أن معدلات النمو الحاصلة المعبر عليها بنسب التغير في مؤشر قيمة التداول بسوق السندات خلال مدة الدراسة قد شهدت تذبذبات متفاوتة المستوى، حيث يتضح بأن أعلى نسبة نمو في قيمة التداول قد سجلت خلال عامي 2007 و 2012 ببلوغها نحو 652,91% و 368,13% على التوالي، ثم يليهما عام 2014 بمعدل نمو أقل بلغ 107,15%، وفي عام 2008 بنحو 26,55%، أما بقية الأعوام من فترة الدراسة نلاحظ أن معدلات النمو في قيمة تداول السندات شهدت تراجع في مستوياتها متراوحا ما بين 25% و 93%.

في ما يلي سنحاول تحليل مستويات معدلات النمو المتذبذبة المسجلة بسوق السندات في بورصة الجزائر، من خلال تحليل تطور المؤشرين المختارين -قيمة التداول وعدد السندات المتداولة- خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

- خلال عام 2007 تم تسجيل قيمة تداول على السندات بنحو 945,92 مليون دينار عن طريق تداول 94649 سند بنمو بلغ معدله 652,91% مقارنة بالعام الماضي 2006، ويعزى ذلك إلى الارتفاع الكبير في قيمة التداول على سندات شركتي سونالغاز واتصالات الجزائر خلال هذا العام من جهة، ومن جهة أخرى إلى إدراج سند شركة الخطوط الجوية الجزائرية الموجهة للجمهور العام، وجاء هذا السند ليدعم نشاط سوق السندات ويرتفع بذلك عدد السندات المسعرة والمتداولة في بورصة الجزائر إلى ثلاثة سندات نهاية عام 2007؛

- بينما شهد سوق السندات عام 2008 ارتفاع معتبر في مستوى نشاط التداول بلغت قيمته 251,18 مليون دينار مقارنة بالعام السابق لترتفع قيمة التداول بسوق السندات إلى 1,197 مليار دينار كما توضحه بيانات الشكل (6)، ويعود هذا الارتفاع إلى النشاط المسجل على المجموعة الثانية من السندات المدرجة من طرف شركة سونالغاز الجديدة خلال هذا العام والتي حققت قيمة تداول بنحو 127,738 مليون دينار، بالإضافة إلى التحسن في نشاط تداول سندات شركة الخطوط الجوية الجزائرية؛

الشكل (6) تطور قيمة التداول بسوق السندات خلال الفترة (2007-2015)



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (8).

- أما خلال الفترة (2009-2011)، كما جاءت في الشكل السابق نلاحظ انخفاض متتالي لقيمة تداول السندات محققة بذلك معدلات نمو سالبة، حيث أخذت المبالغ الآتية 882,758 مليون دينار، 658,081 ملون دينار و 136,104 على التوالي، وبالرغم من إدراج متعامل جديد سنداته للتداول خلال عام 2009 ويتعلق الأمر بشركة المساهمة داخلي وارتفاع

عدد السندات المسعرة في السوق إلى 5 سندات، إلا أن قيمة التداول الإجمالية شهدت انخفاض نسبتته 26,25% خلال نفس العام بسبب التراجع الكبير في نشاط تداول المستثمرين على سندات كل من شركتي سونالغاز المستحقة عام 2011 وشركة الخطوط الجوية الجزائرية مقارنة بنشاطهما العام الماضي، ومن جهة آخر المساهمة الضعيفة لقيمة تداول سندات المتعامل الجديد -داخلي- البالغة 3 مليون ديناراً فقط خلال أول عام تداول فيه.

رغم استمرار عدد السندات المسعرة بالسوق خلال عام 2010 إلى 5 سندات إلا أن قيمة التداول سجلت وللمرة الثانية انخفاض مقداره 224,6 مليون ديناراً، بسبب تأثير التراجع الكبير في نشاط تداول كل من سندي شركة الخطوط الجوية الجزائرية الذي فضل أصحابه الاحتفاظ به لاقتراب موعد استحقاقه عام 2011 وسند اتصالات الجزائر، الذي كان أثره أكبر من التحسن الذي شهده نشاط تداول بقية السندات.

تميز عام 2011 بتسجيل أدنى تراجع في قيمة تداول السندات خلال الفترة بمقدار تجاوز نصف مليار ديناراً، بسبب حلول أجل استحقاق سند الخطوط الجوية الجزائرية بتاريخ 2011/05/18 بعد أربعة سنوات من التداول، وفي نفس السياق نلاحظ عزوف كبير عن التداول على سندي اتصالات الجزائر وسونالغاز خلال العام لتفضيل أصحابها الاحتفاظ بها لاقتراب موعد استحقاقهما خلال نهاية نفس العام؛

-أما عام 2012 ارتفعت قيمة تداول السندات من 136,104 مليون ديناراً عام 2011 لتصل إلى 637,148 مليون ديناراً مقابل معدل نمو بلغ 368,13% من خلال التداول على 118356 سند، ويعود هذا الارتفاع بالدرجة الأولى إلى النشاط الكبير الذي سجل على مستوى سندات سونالغاز المستحقة في عام 2014 من خلال تحقيقه لقيمة تداول بلغت 548,680 مليون ديناراً وهو أعلى ناشط له منذ إدراجه في البورصة كونه يعادل 86% من إجمالي ما تم تداوله خلال العام؛

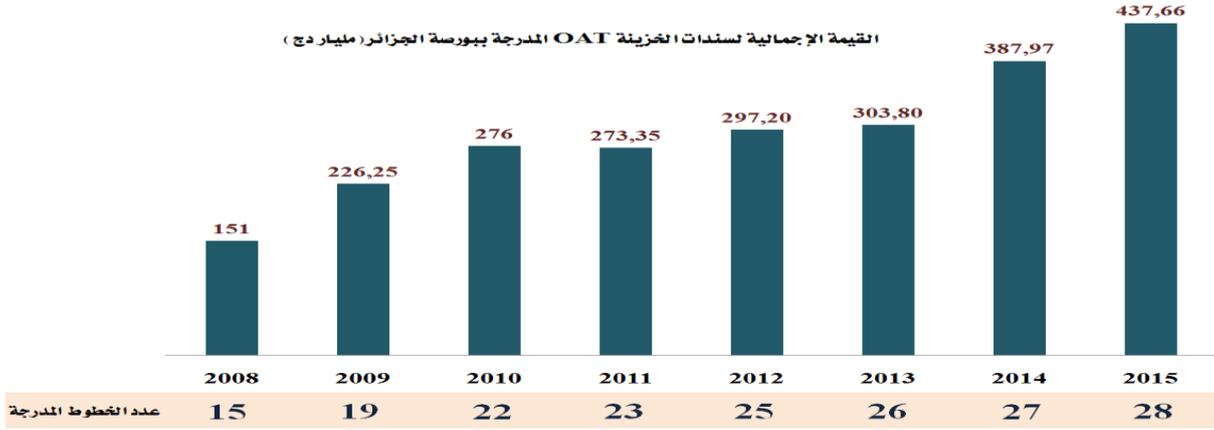
-يلاحظ أيضاً خلال الفترة (2013-2015) تراجع نشاط التداول على مستوى سوق السندات إلى أدنى مستويات له خلال فترة الدراسة، حيث أخذت قيم التداول المبالغ التالية 51,911، 107,536 و 7,580 مليون ديناراً على التوالي، نظراً لتراجع عدد السندات المدرجة في السوق بسبب حلول تواريخ استحقاقها ليلعب عددها خلال عامي 2013 و 2014 سنيين فقط، الأول يستحق مع نهاية عام 2014 ويتعلق الأمر بسند سونالغاز أما الثاني يستحق بحلول عام 2016 والمتعلق بشركة المساهمة داخلي، لتبلغ قيمة التداول نهاية عام 2015 مبلغ 7,58 مليار ديناراً والخاصة فقط بالسند الوحيد لشركة داخلي مقابل تداول على 758 من سنداتهما.

4.3. أداء سوق سندات الخزينة العمومية **Marché OAT**: في إطار الإصلاحات المبدولة من طرف وزارة المالية والتي ترمي إلى إعادة الاعتبار إلى سوق الأوراق المالية في عملية تمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة وتفعيل دور البورصة بصفة خاصة، تم إدراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر لأول مرة بتاريخ 2008/2/11، وتتنوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات الآجال 7، 10 و 15 عاماً وتحمل قيمة اسمية بمليون ديناراً للسند الواحد، حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين وشركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة على مستوى سوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT المخصص لهذا النوع من السندات وبمعدل 5 حصص في الأسبوع.

أ. تطور عدد خطوط سندات الخزينة وقيمتها الإجمالية ببورصة الجزائر (2008-2015): تعتبر سوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT سوقاً مخصصة لتداول السندات السيادية التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وهي ثاني سوق فرعي لسوق سندات الدين في بورصة الجزائر، وتشمل مع نهاية عام 2015 على 28 خط سندي مدرجة في التسعيرة الإجمالية

للبورصة بقيمة 437,66 مليار ديناراً، مقابل 27 خط سندي بقيمة 387,968 مليار ديناراً نهاية العام السابق 2014، والشكل (7) يوضح تطور عدد الخطوط السندية وقيمتها الإجمالية لهذا النوع من السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2015).

الشكل (7) تطور عدد الخطوط السندية للخزينة العمومية وقيمتها الإجمالية في بورصة الجزائر للفترة (2008-2015)



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2008-2015**.

يظهر الشكل (7) التطور الذي حدث على مستوى عدد وقيم سندات الخزينة العمومية المدرجة بسوقها في بورصة الجزائر، حيث نلاحظ بأن مديرية الخزينة العمومية أصدرت خلال أول إدراج لها ببورصة الجزائر 15 خط سندي توزعت بين الفئات الثلاثة حسب أجال استحقاقها بقيمة إجمالية بلغت نحو 151 مليار ديناراً، واستمر تطور هذا النوع من السندات من عام إلى آخر لتبلغ نسبة نمو كل من عدد الخطوط وقيمتها الإجمالية خلال فترة الدراسة بمعدل 86,66% و 190% على التوالي.

أما الجدول (9) التالي يسمح لنا بالتعرف على توزيع القيمة الإجمالية لسندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر حسب كل صنف وقيمتها وعدد خطوطه السندية نهاية عام 2015.

الجدول (9) خطوط سندات الخزينة العمومية المسعرة خلال عام 2015

النسبة من الإجمالي	القيمة الإجمالية للأصناف (مليار دج)	عدد أنواع الخطوط ضمن كل صنف	الصنف حسب مدة الاستحقاق
26,55%	116,192	7 خطوط	صنف مستحق بعد 7 سنوات
34,76%	152,131	10 خطوط	صنف مستحق بعد 10 سنوات
38,69%	169,337	11 خط	صنف مستحق بعد 15 سنوات
100%	437,660	28 خط	المجموع

المصدر: -Bourse d'Alger, **Rapport D'activité 2015**, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs, 2016, P:15

يبين الجدول أن أهم صنف من السندات التي تصدرها الخزينة العمومية هي المستحقة بعد 15 سنة، حيث بلغ عددها 11 خط سندي بلغت قيمتها الإجمالية 169,337 مليار ديناراً مقابل حصة نسبتها 38,69% من القيمة الإجمالية لسندات الخزينة المدرجة في بورصة الجزائر، في حين يأتي الصنف الثاني المستحق بعد 10 سنوات في الدرجة الثانية من خلال إدراج 10 خطوط مقابل قيمة إجمالية بنحو 152,131 مليار ديناراً، أما الصنف الثالث المستحق بعد 7 سنوات فبلغت حصته 26,55% مقابل قيمة 116,192 مليار ديناراً.

ب. تطور مؤشرات تداول سندات الخزينة العمومية خلال الفترة (2008-2015): يمكن عرض تطور مؤشرات التداول بسوق كتل سندات الخزينة العمومية منذ إنشائها من طرف بورصة الجزائر، بهدف التعرف على حجم السيولة التي أحدثتها هذا السوق خلال الفترة (2008-2015)، من خلال المؤشرات المالية الواردة في متن الجدول (10) التالي:

الجدول (10) مؤشرات تداول كتل سندات الخزينة العمومية للفترة (2008-2015)

معدل دوران سندات الخزينة * %	عدد الصفقات	التغير في قيمة التداول %	قيمة التداول (مليار دج)	عدد سندات الخزينة (المتداولة (سند))	السنة
1,16%	23	--	1,760	1585	2008
2,25%	10	189,82% ↑	5,101	5002	2009
1,56%	6	15,42% ↓	4,314	3764	2010
1,28%	2	18,59% ↓	3,512	3000	2011
0,17%	1	85,70% ↓	0,502	500	2012
0,00%	0	100% ↓	00	00	2013
2,12%	17	824,6% ↑	8,246	8215	2014
3,88%	29	105,9% ↑	16,978	16822	2015

*معدل دوران سندات الخزينة العمومية = (قيمة تداول سندات الخزينة ÷ القيمة الإجمالية لسندات الخزينة المدرجة) × 100.

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على: -بيانات الشكل (7)؛

-موقع بورصة الجزائر، بيانات التداول، تم تصفحه بتاريخ 2016/09/25: http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_oat

تبرز المؤشرات الظاهرة على الجدول (10) وجود تذبذب مستمر في نشاط المتخصصين في قيم الخزينة العمومية SVT ووسطاء عمليات البورصة IOB، سواء تعلق الأمر بحجم وقيمة التداول أو حتى على مستوى عدد الصفقات المثمرة خلال كل عام.

بحيث نجد أن أعلى مستوى نشاط تحقق بسوق كتل سندات الخزينة العمومية منذ نشأتها وفي جميع

المؤشرات المختارة كان عام 2015، أين تم التداول على 16822 سند خزينة مقابل قيمة 16,978 مليار دينار ومن خلال 29 جلسة مثمرة للمتعاملين داخل السوق ليحقق بذلك أعلى معدل دوران خلال الفترة بنحو 3,88%، ومن جهة أخرى نجد أدنى مستوى نشاط بالسوق سجل عام 2013 بسبب عدم نجاح أي جلسة تداول للمتخصصين والوسطاء داخل السوق، مما أدى إلى تراجع قيمة التداول بنسبة 100% مقارنة بعام 2012 الذي سجل فيه نجاح جلسة تداول واحدة فقط على 500 سند خزينة بقيمة 0,5 مليار دينار.

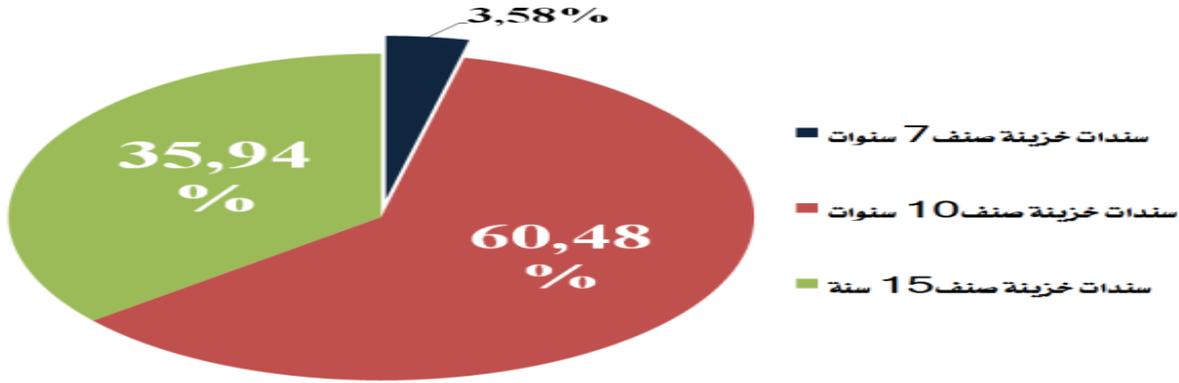
والملاحظ أيضا أنه خلال عام 2014 ارتفع عدد جلسات التداول المثمرة إلى 17 جلسة تم التداول في

مجموعها على 8215 سند خزينة بقيمة تجاوزت 8 ملايين دينار، بعدما سجل تراجع في نشاط السوق لمدة أربعة سنوات متتالية بداية من عام 2009 الذي بلغت قيمة التداول فيه 5,1 مليار دينار.

أما أول عام يتم التداول فيه على هذا النوع من السندات بلغ فيه عدد الجلسات المثمرة 23 جلسة وهو عدد مرتفع مقارنة بالأعوام الأخرى، إلا أن عدد الأسهم المتداول عليها وقيمتها كانتا منخفضتين جدا ببلوغهما 1585 سند بقيمة 1,76 مليار دينار، مقابل حجم القيمة الإجمالية لسندات الخزينة المدرجة خلال العام والتي بلغت 151 مليار دينار، وهو ما يؤكد انخفاض مستوى معدل الدوران الذي بلغ 1,16% والذي يعكس ضعف سيولة السوق مقارنة بالقيمة الإجمالية للسندات المدرجة بها، وبالتالي يؤكد ولا يدع مجالاً للشك بأن درجة سيولة بورصة الجزائر تعتبر ضعيفة جدا.

وباعتبار أحسن مستوى نشاط تحقق بسوق كتل سندات الخزينة ببورصة الجزائر خلال فترة الدراسة كان عام 2015، سنعتمد على مؤشرات أداء هذا العام للتعرف على حصة الأصناف الثلاثة حسب آجال استحقاقها من سندات الخزينة العمومية المتداولة من إجمالي قيمة التداول خلال العام التي بلغت 16,978 مليار ديناراً، من خلال بيانات الشكل (8).

الشكل (8) نسبة توزيع قيمة تداول سندات الخزينة العمومية حسب صنفها لعام 2015



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على:

-الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 28/09/2016: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=oat>

- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport Annuel 2015**, P :66.

يظهر الشكل (8) الأهمية النسبية التي حظي بها صنف سندات الخزينة العمومية المستحقة بعد 10 سنوات من حجم تداول الوسطاء والمتخصصين في قيم الخزينة خلال عام 2015 مقارنة بالصنفين المتبقين، حيث بلغت قيمة التداول على هذا الصنف من السندات حوالي 10,270 مليار ديناراً ما يعادل نسبة 60,48% من قيمة التداول الإجمالية لسندات الخزينة خلال العام، ثم يليها بعد ذلك الصنف المستحق بعد 15 سنة من خلال قيمة تداول بلغت 6,102 مليار ديناراً بنسبة 35,94% من قيمة التداول الإجمالية، في حين سجل صنف السندات المستحق بعد 7 سنوات أقل قيمة تداول بحصة لم تتجاوز 4% من القيمة الإجمالية مقابل قيمة تداول 0,606 مليار ديناراً.

خلاصة القول أنه من خلال مؤشرات سوق سندات الدين يتبين أن القيمة الإجمالية لسندات الخزينة العمومية التي تم إصدارها في بورصة الجزائر خلال 8 سنوات الماضية لم تتجاوز 450 مليار ديناراً، وهو ما يعادل تقريباً 4,5 مليار دولار، وهو مبلغ ضئيل جداً مقارنة ببرامج الاستثمار التي قامت الدولة بتمويلها عن طريق الموازنة العامة من خلال غلاف مالي يقدر بنحو 286 مليار دولاراً ما يعادل 21.214 مليار ديناراً⁹ خلال الخماسي 2010-2014.

المحور الثاني: معوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر (بورصة الجزائر) ومتطلبات تطويرها

من خلال ما سبق يتضح أن سوق الأوراق المالية في الجزائر تعاني العديد من المشكلات والعقبات والتي تحد من فعاليتها وتمنعها من تحقيق أهدافها، منها ضعف في مؤشرات الحجم والسيولة مقارنة بجميع أسواق الدول العربية، هذا بالإضافة إلى ضعف قيم التداول مقارنة بالودائع الموجودة لدى الجهاز البنكي وهذا يظهر عدم مقدرة السوق على جذب المدخرات بالشكل المطلوب، وبالتالي الحاجة إلى العمل الجاد إلى تطوير بورصة الجزائر وخاصة في ظل الظروف، ولهذا في الوقت الراهن أصبحت تتسم بالهشاشة وهامشية دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، وعليه فإنه لا بد

من تشخيص هذه المشاكل والعقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف
المرجوة من بورصة الجزائر.

أولا. معوقات نمو سوق الأوراق المالية في الجزائر:

وأهم هذه المعوقات نذكر:

1. المعوقات الاقتصادية: وتمثل في:

- أن أغلب الشركات ملك الدولة حيث لازالت حتى الآن العديد من المؤسسات العمومية الجزائرية تعاني من اضطرابات
مالية وقد تمت لفترات طويلة، أن السبب الأول في الحالة التي آلت إليها يعود إلى سوء التسيير الذي يتضح في: غياب
الكفاءات المهنية اللازمة، إهمال وتضييع الطاقات الإنتاجية وعدم الإحساس بالمسؤولية مادامت الأملاك عمومية وليست
خاصة؛

- يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية: كالبناء، الأشغال العمومية، الفلاحة...، وهي
ما يطلق عليه السوق الموازية التي باتت تشكل بديل أحسن أو ضمان من سوق البورصة، ذلك أنها تضمن أرباحا سهلة
وتجنب المخاطر؛

- وإن الضرائب تمثل عبئا ثقيلا على المؤسسات المصرحة بنشاطها ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها
أو تكون منعدمة؛

- وكذلك ارتفاع معدلات التضخم وعدم ارتفاع عائد الأسهم، ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة، عدم
تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود على انعدام الثقة وتدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظروف الخاصة التي تعيشها
البلاد، ضعف المنافسة في السوق المالية لقلت الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخوصصة؛
- ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين وبالتالي قلت المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم
استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.

2. المعوقات السياسية والقانونية: يضم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام سوق الأوراق المالية بدورها
العام والفعال في التنمية، فأمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولازالت، لا يمكن ضمان
فعالية السوق في تحقيق التنمية، حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار
في بلادنا.

في حين تتمثل العوائق القانونية عموما في عدم تجزئة البورصة إلى سوق رسمية وسوق ثانية، وكذلك كون شروط
قبول المؤسسات قاسية وخاصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية
المستديمة، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة
إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة.¹⁰

3. المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية: والمتمثلة في:

أ. العائق الاجتماعي والثقافي: إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة
إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة
والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب ثقافة الاستثمار في سوق الأوراق المالية

لدى أفراد المجتمع وذلك لجهلهم بماهية هذه السوق وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.

ب. أما العائق الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.¹¹

4. المعوقات التنظيمية والإعلامية: يمكن تلخيص أهم هذه المعوقات من خلال النقاط التالي:

- يعتبر قلت المؤسسات المدرجة والتي تمثل المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح. وما يلاحظ الآن في بورصة

الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة؛

- عدم تنوع الأدوات المالية في البورصة الجزائرية الأمر الذي لا يفسح للمستثمرين مجالاً واسعاً لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، لأن التنوع يساهم في تخفيض حجم المخاطر الاستثمارية؛

- غياب الشفافية سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر¹²؛

- ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار .

ثانيا. متطلبات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر:

انطلاقاً من كل ما سبق فإن بورصة الجزائر تنسم في الوقت الراهن بضعف وهشاشة دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية المرجوة، وجب صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها في البيئة الاقتصادية الجزائرية حتى تتمكن البورصة من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي¹³:

1. توفير بيئة اقتصادية ملائمة: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد سوق أوراق مالية فعالة، ولا بد من توفير قطاع خاص نشيط يمتاز بالحرية والمنافسة، وأيضا يجب توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية للشركات ووضوح الأطر القانونية والتنظيمية لها، وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الاستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين، ويجب أن يكون اقتصاد السوق شرطا رئيسيا لقيام سوق فعالة في الجزائر.

بالإضافة إلى تسريع عملية الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في السوق، وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين و بالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق و هو عمق السوق.

2. تطوير معايير الشفافية والإفصاح: أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماماً كبيراً لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتواءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر. فمن جانب السوق، يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية. وفي هذا الجانب على شركة إدارة البورصة إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، مع إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كشركتي رويترز وبلومبيرج.

3. الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، مع العلم توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، لا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع وخاصة كون معدلات التضخم مرتفعة حالياً في الجزائر، الأمر الذي لا يساهم في تشجيع الادخار والاستثمار في الأوراق المالية نتيجة ضعف القدرة الشرائية للفرد.

4. التنوع في الأدوات المالية من خلال إدراج أدوات مالية إسلامية: يعد التنوع في الأدوات المالية في البورصة عامل جذب للمدخرين، والانفتاح الكبير على الجمهور، حيث يجب دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية في بورصة الجزائر التي تعطي للمواطنين حرية الاختيار بين تلك المنتجات المالية، وانتقاء العرض الذي يناسبهم بما في ذلك الصكوك الإسلامية حتى يتأكدوا بأن تداول الأسهم في البورصة يمكن أن يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كل ذلك يدخل ضمن إستراتيجية تطوير البورصة لتصل في النهاية إلى مرحلة يكون فيها أي مواطن أو مستثمر أمام عدة منتجات مالية وله كامل الحرية لاختيار العرض الذي يناسبه، ولاشك أن تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم بورصة الجزائر وزيادة نشاطها.

5. توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة: إن سوق الأوراق المالية الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، لأن مردودية المؤسسات المسجلة شرط لازم لجذب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

6. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القانوني: ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيد الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار، لذا يجب أن تكون هناك إستراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي، وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في السوق وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة. إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

7.مراجعة الإطار التشريعي: إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملاً محددًا في نجاح أي مؤسسة، وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل

في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين، صف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر. على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.

8. وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو هذا النوع من الأسواق ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة لتقوية مقدراتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود سوق أوراق مالية فعالة، ذلك لما تختص به بصفته وسيط مال يعمل على تعبئة الادخار وترقيته وحسن توجيهه.

9. تطوير أنظمة التداول: إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهد الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.
خاتمة:

يتبين من خلال هذه الدراسة أن مساهمة سوق الأوراق المالية والممثلة ببورصة الجزائر في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر تكاد تكون منعدمة تماما بعد مضي 19 عاما من انطلاق نشاطها في الجزائر، بسبب تواضع مستويات نشاط السوقين الأولية والثانوية اللتين حققنا نتائج جد ضعيفة منذ عام 1996.

فقد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام بورصة الجزائر بمهامها المأمولة محليا، بسبب ما تعانيه من ارتفاع درجة تركيز التداول؛ ضعف الصفقات الناجمة عن العدد المحدود للمتدخلين؛ غياب الإرادة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة؛ الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها؛ عدم توظيف الادخار في شكل سندات إما لانخفاض العائد أو لأسباب دينية كتحريم الفائدة؛ ضعف الفرصة المتاحة للتنوع؛ كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصة يعترها الضعف؛ وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة. لهذا يستدعي تدخل السلطات المختصة لتطويرها وتنشيطها من خلال إيلاء الاهتمام اللازم بأسواقها (إصدار وتداول)، بالإضافة إلى إدخال الإصلاحات اللازمة في مختلف المجالات والتي يمكن عرضها في شكل توصيات خلصت لها هذه الدراسة:

- توفير بيئة اقتصادية ملائمة وتطوير معايير الشفافية والإفصاح المالي؛
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القانوني ومراجعة الإطار التشريعي الذي يتحكم في نشاط البورصة؛
- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد والتنوع في الأدوات المالية وحتى الإسلامية منها؛
- تطوير الجهاز المصرفي وأنظمة التداول فيه؛
- ربط تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة بتطوير بورصة الجزائر والاقتصار في التمويل مستقبلا على إصدار السندات ذات الآجال المختلفة وبأسعار فائدة سوقية؛
- توعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية العامة منها والخاصة على الدخول إلى البورصة؛

-إنشاء المؤسسات المالية التي تنقص بورصة الجزائر مثل تأسيس شركات تقوم بدور صانع السوق، وشركات لتصنيف
وتقييم الجدارة الائتمانية، وشركات توريق الديون وبنوك الاستثمار، والشركات التي توفر خدمات المقاصة والتسوية
والحفظ المركزي.

المراجع والإحالات

- ¹ - إحصائيات الدول العربية من الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية: <http://www.arab-exchanges.org/Statistics/Yearly>
- ² - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، الإمارات، 2016، ص: 471.
- ³ - سعيد سفيان سعيد العبادلة، دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية (1997-2011)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2013، ص: 94.
- ⁴ - بالنسبة لمتوسط المؤشر في الدول العربية عام 2014: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015، مرجع سبق ذكره، ص: 471.
- ⁵ - Bource d'Alger, Rapport D'activité 2008-2015, Société De Gestion De La Bourse Des Valeurs ;
الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، إحصائيات تداول أسواق بورصة الجزائر، تم تصفحه بتاريخ 2016/09/14 :
http://www.sgbv.dz/?page=bilan_boc&lang=fr
- ⁶ - حسن كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية: نشأته-تحليل وتقييم مؤشرات، مقال بمجلة الكوفة، العدد 24، العراق، 2012، ص: 273.
- ^{*} حجم التداول (عدد الأسهم المتداولة): ويمثل ما تم تداوله من أعداد الأسهم في قاعة السوق خلال المدة المحددة لنشاط التداول وبمختلف الأسعار السوقية.
- ⁷ - الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مقال بمجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة عنابة، العدد 34، 2013، ص: 57.
- ⁸ - بن ثابت غلال، دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2012/2011، ص: 212.
- ^{*} المزاد الهولندي Dutch Auction : هو نوع من أنواع المزاد، يبدأ فيه بائع المزاد بسعر طلب مرتفع، ثم يخفض حتى يكون أحد المشترين على استعداد لقبول سعر بائع المزاد، أو أن يكون هناك سعر محدد سلفاً (أدنى سعر مقبول للبائع) تم الوصول إليه، وبالتالي رابح المزاد يدفع آخر سعر معلن. يجب الإشارة إلى أن السعر المبدئي للسلعة يكون أعلى بكثير من قيمته، فالبائع لا يتوقع الحصول على هذا السعر لهذه السلعة، فالمزاد الهولندي هو عملية عكسية للمزادات العادية، حيث يبدأ البائع بأدنى سعر ويبدأ المشترين بزيادة عروضهم. المصدر: <https://ar.wikipedia.org>
- ⁹ - مجلس الوزراء، بيان اجتماع مجلس الوزراء المتعلق برنامج التنمية الخماسي 2010-2014، بتاريخ 2010/05/24، ص: 8، متوفر على الرابط: <http://algerianembassy-saudi.com/PDF/quint.pdf>
- ¹⁰ - خليل الهندي، عمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسات الحديثة للإنتاج، 2000، ص: 203-205.
- ¹¹ - زيدان محمد، نور الدين بومدين، السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة، ملتقى دولي، جامعة بسكرة، 2006/11، ص: 15.
- ¹² - نفس المرجع، ص: 15.
- ¹³ - تم تلخيص محتوى هذا العنصر بالاعتماد على: براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة المجد 11، العدد 21-2001، ص: 88-120.
- زيدان محمد، نور الدين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 16-20.
- سامح عبد الهادي، دور سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الاستثمارات، رسالة ماجستير، جامعة المنوفية، مصر، 1995، ص: 69.