

واقع ومعوقات أداء البورصات العربية
- دراسة تحليلية لبورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2019)

**Reality and Obstacles to the performance of Arab Stock Exchanges -
An Analytical Study of the Algiers Stock Exchange during the
period (2008-2019)**

- سعيدة حمادي*: طالبة دكتوراه، مخبر مستقبل الاقتصاد الجزائري خارج قطاع المحروقات، جامعة أحمد بوقرة (بومرداس).
- نبيلة عرقوب**: أستاذة محاضرة (أ)، جامعة أحمد بوقرة (بومرداس)
- بلال شيخي***: أستاذ التعليم العالي، جامعة أحمد بوقرة (بومرداس)

تاريخ النشر: 2021/01/20

تاريخ القبول: 2020/12/04

تاريخ الإرسال: 2020/08/22

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تطور أداء البورصات العربية بصفة عامة ومؤشر بورصة الجزائر بصفة خاصة خلال الفترة (2008 - 2019) بواسطة مجموعة من المؤشرات (القيمة السوقية، حجم التداول والناتج المحلي الإجمالي)، مع تقديم مختلف المعوقات التي تعيق أداء هذه البورصات. اعتمد في الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي، وقد خلصت الدراسة إلى ضعف مختلف مؤشرات بورصة الجزائر خلال الفترة المدروسة، وأن جل البورصات العربية تتخبط في مجموعة من المعوقات التي تحول دون تحقيق الهدف المنشود منها، ويعود ذلك إلى افتقارها للأدوات المالية ونوعيتها في ظل عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية التي تتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية (البورصات) الفعالة.

الكلمات المفتاحية: البورصة، مؤشر البورصة، القيمة السوقية، الناتج المحلي الإجمالي، معوقات البورصة

التصنيف JEL: O16، G1

Abstract

The aim of this study is to analyze the development of the performance of Arab stock exchanges and the Algiers Stock Exchange index during the period (2008-2019) through a set of indicators, while presenting the various obstacles that hinder the performance of these stock exchanges. .

The study relied on the descriptive and analytical approach, and the study concluded that the various indicators of the Algiers Stock Exchange were weak during the study period, and that most Arab stock exchanges lack financial tools and their quality in the absence of legislation and regulatory frameworks compatible with the legal legislation for effective markets.

Key words: Stock market, stock market index, market value, GDP, stock market obstacles

Jel Classification Codes : O16, G1

* s.hammadi@univ-boumerdes.dz

** n.arkoub@univ-boumerdes.dz

*** chikhibillal@univ-boumerdes.dz

- مقدمة:

تشير أسواق الأوراق المالية إلى النظام الذي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية، حيث تدل العديد من الدلائل على أنها تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي من حيث تقليل تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية. تضمن هذه الأسواق تمويل استثمارات طويلة و تمكن أسواق الأوراق المالية من تخفيض المخاطر في الاستثمار ذلك لأنها تمكن المتعاملين من البيع والشراء عندما يرغبون في تنويع محافظهم المالية. كذلك فإن السوق عالية السيولة تزيد من الحافز للحصول على معلومات للإفادة منها مما يساهم في تحسين الرقابة على إدارة الشركات، فرغبة إدارة الشركات في تعظيم القيمة السوقية يؤدي ولا شك إلى دفع عملية النمو الاقتصادي.

اتجهت الأسواق المالية العربية نحو التطور رغم العوائق التي تواجهها، إذ تحسن أداء البعض منها خاصة بعد إدراك أهمية هذه الأسواق في تنشيط الحياة الاقتصادية باعتبارها وسيلة لتعبئة المدخرات وما يمكن أن تلعبه في تكريس عملية التنمية، ويتوقف نجاح مثل هذه الأسواق على توفر عوامل ومقومات معينة، ومن هنا تنبع مشكلة الدراسة من خلال السؤال الجوهرى التالي: **ما هو واقع البورصات العربية وبالأخص بورصة الجزائر ؟ وما هي معوقات أدائها؟**

وتكمن أهمية الدراسة في التعريف ببورصة الجزائر وتطور أدائها وأداء البورصات العربية مجتمعة ومختلف المعوقات التي تحد من فعالية هذه البورصات والتي تقف أمام تطورها. كما سعت هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعرف على مفهوم البورصة؛
- التعرف على مراحل إنشاء بورصة الجزائر؛
- تحليل المؤشر المركب للبورصات العربية ومؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2019)؛
- تحليل المؤشرات المؤثرة على بورصة الجزائر خلال نفس الفترة.
- ولمعالجة الإشكالية المطروحة، سنتطرق في هذه الدراسة إلى المحاور التالية:
- الإطار النظري للدراسة؛
- تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة خلال الفترة (2008-2019)؛
- دراسة تحليلية لبورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2019)؛
- معوقات أداء البورصات العربية وبورصة الجزائر.

I- الإطار النظري للدراسة:

تعد سوق الأوراق المالية بمثابة نظام يهدف إلى تحقيق دور رئيسي في النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض المالى في الاقتصاد وإعادة توجيهه نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطنى. وسوف نتطرق في هذا العنصر إلى:

I-1- تعريف البورصة: للبورصة عدة تعاريف مختلفة في الصياغة متقاربة في المعنى ومنها نذكر:

- سوق منظمة وفقا لقوانين ولوائح محددة وتحت إشراف جهة رقابية، يتم التعامل فيها بطريقة علنية في الأوراق المالية التي سبق إصدارها وقيدت بجداؤها بيعا وشراء بأسلوب المزايمة عن طريق وسطاء مرخصين بالتعامل بهذا السوق (الشعراوي، 2015، صفحة 15).

- اجتماع بين المتعاملين أو تطلق على مجموع العمليات التي تتم في هذا الاجتماع (البهجي، 2014، صفحة 18).

وعليه يمكن القول بأن البورصة عبارة عن أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.

I-2- إنشاء بورصة الجزائر: تم إنشاء بورصة الجزائر في منتصف عام 1997 بمساهمات من البنوك الحكومية والبنك المتحد (بنك القطاع الخاص) وشركات التأمين، ويتم إدارتها بواسطة جهتين: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم، وقد باشرت البورصة نشاطها على الوجه الأكمل في سبتمبر 1999 (الفكي، 2012، صفحة 114). ولقد مرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

I-2-1- المرحلة الأولى: من سنة 1988 إلى غاية سنة 1991: في إطار الإصلاحات التي تم الأخذ بها منذ سنة 1988، وكذا من خلال تبني قوانين جديدة وضعت الأرضية القانونية للانتقال إلى مرحلة جديدة، ونخص بالذكر: القانون رقم 88 - 01 والمتضمن القانون التوجيهي للمؤسسة العمومية (الجريدة الرسمية، 1988 العدد 2)، والقانون رقم 88 - 03 والمتعلق بإنشاء صناديق المساهمة الثمانية: صندوق المناجم، صندوق التجهيز، صندوق البناء، صندوق الكيماويات - البتروكيماويات - الصيدلة، صندوق الاتصال الإلكتروني والإعلام الآلي، صندوق الصناعات المختلفة، صندوق الخدمات وصندوق المواد الغذائية الفلاحية، والقانون رقم 88 - 04 المعدل والمتمم للأمر 59-75 والمتضمن للقانون التجاري. وأدت هذه القوانين إلى التمييز بين دور الدولة كمتعامل اقتصادي ودورها كسلطة عمومية.

تميزت هذه المرحلة بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة (SVM) Société des Valeurs Mobilières وذلك في 09 ديسمبر 1990، وهي شركة ذات أسهم بلغ رأس مالها 32.000.000 دينار جزائري، يديرها مجلس إدارة يتكون من ثمانية (08) أعضاء وكل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية، وهدفها الرئيسي هو وضع تنظيم يسمح بتشغيل سوق المفاوضات على القيم المنقولة. ولقد تم إصدار في السداسي الثاني من سنة 1991 المراسيم التنفيذية التالية (الجريدة الرسمية، 1991 العدد 26):

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة؛
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 28 ماي 1991 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها؛

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتعلق بلجنة البورصة.

I-2-2- المرحلة الثانية: سنة 1992: لقد بقيت الشركة (SVM) بدون تشغيل في هذه المرحلة، وتأخرت في الانطلاق نظرا لضعف رأس مالها والعوائق التنظيمية التي واجهتها والتي من بينها سياسة الدولة المنتهجة، وذلك بتبادل الأسهم بين الصناديق الثمانية بطريقة إدارية، ومعدل التضخم المرتفع وهذا ما يتنافى ومبادئ البورصة. ومن أجل رفع هذه العقبات، تم في شهر فيفري 1992 اتخاذ قرار برفع رأس مال الشركة إلى 932.000.000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية خاصة فيما يتعلق بتسميتها من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة القيم المنقولة، إذ اتخذت رسميا هذه الشركة تسمية بورصة القيم المنقولة (BVM - Bourse des Valeurs Mobilières)، ولقد تم في هذه المرحلة التحضير لكي تكون هذه البورصة جاهزة للعمل أواخر سنة 1992 (بن الضيف و مرغيش، 2016، صفحة 206).

I-2-3- المرحلة الثالثة: من سنة 1993 إلى غاية يومنا هذا: لم يكن لبورصة الجزائر أن تنشط في ظل غياب قوانين خاصة، ودون تكييف القانون التجاري مع قواعد اقتصاد السوق. لذلك تم تحديد نوعية الأوراق المالية التي سيتم تداولها بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1992 المعدل والمتمم للقانون التجاري (الجريدة الرسمية، 1993 العدد 27)، وبعد ذلك إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة (BVM). وفي يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 كان الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر بمقرها المادي بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة.

وعليه أصبحت بورصة الجزائر واقع بعد تردد دام أكثر من خمس (05) سنوات من تاريخ صدور المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة (BVM)، وفي 02/01/1997 قامت شركة سوناطراك بإصدار قرض سندي لتكون بذلك أول متعامل يفتتح سوق البورصة في الجزائر، بعدما حصلت على أول تأشيرة من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 18 نوفمبر 1997. كما اختارت الدولة ثلاث (03) شركات عمومية لإدراجها في البورصة وهي: مؤسسة رياض سطيف؛ مجمع صيدال، مؤسسة سوناطراك، وحضرت الشروط المطلوبة لدخولها إلى البورصة بحيث استمرت عمليات التحضير لهذه المؤسسات لمدة سنة تقريبا (بن الضيف و مزغيش، 2016، الصفحات 106-107).

I-3- أسواق بورصة الجزائر: تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة سوقين وهما: سوق لسندات رأس المال وسوق لسندات الدين:

I-3-1- سوق سندات رأس المال: وتتكون سوق سندات رأس المال من:

I-3-1-1- السوق الرئيسية: هي سوق موجهة للشركات الكبرى، ويوجد حالياً خمسة (05) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية (موقع بورصة الجزائر، تاريخ التصفح: 2020/07/14)، ويبين الجدول التالي بيانات الشركات المدرجة في السوق الرئيسية مرتبة على حسب تاريخ انضمامها لهذه السوق:

جدول رقم (01): الشركات المدرجة في السوق الرئيسية لبورصة الجزائر

اسم الشركة	الرمز	القطاع	تاريخ الانضمام	القيمة السوقية العائمة (دج)	نوع السند	قيمة الأسهم
صيدال	SAI	الصيدلة	1999/09/20	1 050 000 000,00	سند رأس المال	10 000 000
م.ت.ف. الأوراسي	AUR	الفندقة	2000/02/14	672 000 000,00	سند رأس المال	6 000 000
أليانس للتأمينات	ALL	التأمينات	2011/03/07	768 721 686,00	سند رأس المال	5 804 511
أن سي أروبية	ROUI	الصناعة الغذائية	2013/06/03	424 597 600,00	سند رأس المال	8 491 950
بيوفارم	BIO	الصيدلة	2016 مارس	6 182 039 955,00	سند رأس المال	25 521 875

المصدر: موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz> ، تاريخ الاطلاع 2020/07/14 على الساعة 11:00

ينتمي عدد محدود من الشركات إلى البورصة الجزائرية متمثلة في خمس (05) شركات فقط. أدرج مجمع "صيدال" الناشط في القطاع الصيدلاني كأول شركة في البورصة سنة 1999، بقيمة أسهم بلغت 100000000 سهم، بينما آخر

شركة تم إدراجها هي المخبر الصيدلاني الخاص " بيوفارم " سنة 2016 بقيمة قدرت بـ 25521875 سهم وهو الأعلى من حيث القيمة بين الشركات وكذا القيمة السوقية العائمة التي قدرت بحوالي: 6 182 039 955,00 دج، وتنشط هذه الشركات في مجال الصيدلة والتأمينات والفندقة والصناعات الغذائية.

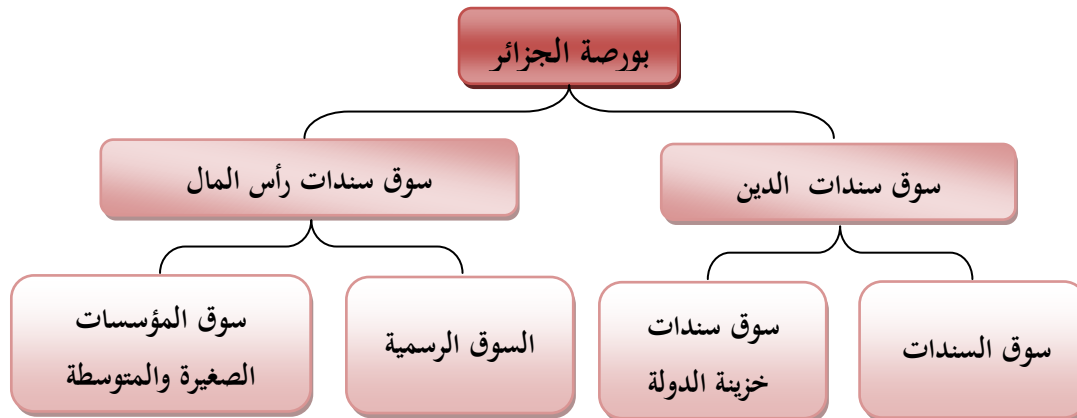
I-3-1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي سوق مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتّم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. والصادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 13. ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم. ويحتوي هذا السوق على شركة وحيدة وهي شركة أوم للاستثمار (AOM Invest) وهي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية (شركات خاصة)، أدرجت بتاريخ 12 ديسمبر 2018، تنشط في قطاع السياحة، وعدد أسهمها يقدر بـ: 1159300 سهم، تقدر القيمة السوقية لبورصة الجزائر بـ 45 مليار دج ما يمثل 0.2% من الناتج الداخلي الخام (موقع بورصة الجزائر، تاريخ التصفح: 2020/07/14).

I-3-2- سوق السندات: تتكون سوق سندات الدين من:

I-3-2-1- سوق سندات الدين: والتي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

I-3-2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT): والمخصصة في السندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع. ويمثل الشكل البياني التالي أسواق بورصة الجزائر:

شكل رقم (01) : أسواق بورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على ما سبق

I-4- مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية: يعتمد قياس درجة تطور السوق على معايير عدة تغطي ولو نسبيا أغلب مظاهر التعدد في مفهوم التنمية لسوق الأوراق المالية. ومن بين هذه المعايير نذكر (قدوري، 2019، الصفحات 36-37):

I-4-1- مؤشرات حجم السوق: هو بدوره يقاس بمؤشرين وهما:

I-4-1-1- المؤشر الأول: نسبة رأس مال السوق أو رسملة السوق: يعكس هذا المؤشر مدى قدرة السوق على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرته على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق. وهو يعبر عن هذا المؤشر بالقيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المدرجة في السوق (البورصة) مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي.

I-4-1-2- المؤشر الثاني: عدد الشركات المدرجة في البورصة: يعتبر هذا المؤشر مقياسا إضافيا لحجم السوق، فارتفاع عدد الشركات المدرجة يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني. غير أن هذا المؤشر يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه مؤشر نسبة رأس المال، فقد يكون عدد الشركات كبير وإجمالي القيمة السوقية صغيرا، مما لا يعكس حجم السوق.

I-4-2- مؤشرات سيولة السوق: وتعني القدرة على شراء وبيع الأصول المالية المتداولة في السوق المالية بسهولة، دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية. وفي الأسواق مرتفعة السيولة تزداد فرص الشركات المدرجة في الحصول على احتياجاتها المالية، وتميز مؤشرين لقياس درجة سيولة التداول وهما:

I-4-2-1- المؤشر الأول: نسبة حجم التداول: تشير هذه النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد القومي، فهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، وتعكس حجم النشاط. وتمثل هذه النسبة القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة في السوق مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي. وتكمل هذه النسبة نسبة رأس مال السوق، فقد تكون هذه الأخيرة مرتفعة في حين أن حركة التعاملات ضعيفة.

I-4-2-2- المؤشر الثاني: معدل الدوران: يوضح هذا المعدل درجة النشاط في سوق الأوراق المالية. ويمثل القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في السوق مقسوما على رأس مال السوق. ويكمل معدل الدوران نسبة التداول، كونه يقيس حجم المعاملات مقسوما على حجم السوق أما نسبة التداول فتقيس حجم المعاملات مقسوما على حجم الاقتصاد. فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران.

I-4-3- مؤشرات التركيز وعدم الاستقرار: ويقاس هذا النوع من المؤشرات بالمقاييس التالية:

I-4-3-1- مؤشر تركز السوق: تشير هذه المؤشرات إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، ويعبر عنها من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات (10) من رأس مال السوق. وتعد درجة التركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق.

I-4-3-2- مؤشرات عدم الاستقرار: تشير إلى درجة التقلب في العوائد، وتقاس بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية لأسواق الأوراق المالية، بحيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا. ويؤشر انخفاضها إلى تطور وتنمية السوق.

II- تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008 – 2019):

يقوم صندوق النقد العربي باحتساب مؤشر مركب يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجمعة (يعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية)، كما يقوم أيضا باحتساب مؤشر خاص بكل سوق وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية باستخدام رقم باش المتسلسل وتحسب الأسعار بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة. حيث في بداية الأمر يتم احتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملة المحلية لكل دولة ثم يقوم بعد ذلك بتحويل أسعار الأسهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي وفي الأخير حساب قيمة المؤشر، ويشمل مؤشر الصندوق المركب مؤشرات الأسواق المالية المنتمة إليه وعددها ستة عشر (16). وستتطرق في هذا العنصر إلى معرفة مختلف البورصات العربية المنتمة إلى صندوق النقد العربي وكذا أوزانها في الصندوق وفي الأخير نقوم بتحليل مبسط لمؤشر المركب الذي يقوم الصندوق باحتسابه لمعرفة تطور أداء الأسواق المالية العربية:

II-1- القيمة السوقية للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي: تختلف القيمة السوقية للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي وذلك راجع إلى أداء كل سوق، وفي الجدول الموالي يبين ذلك:

جدول رقم (02): القيمة السوقية للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي للربع الرابع 2019

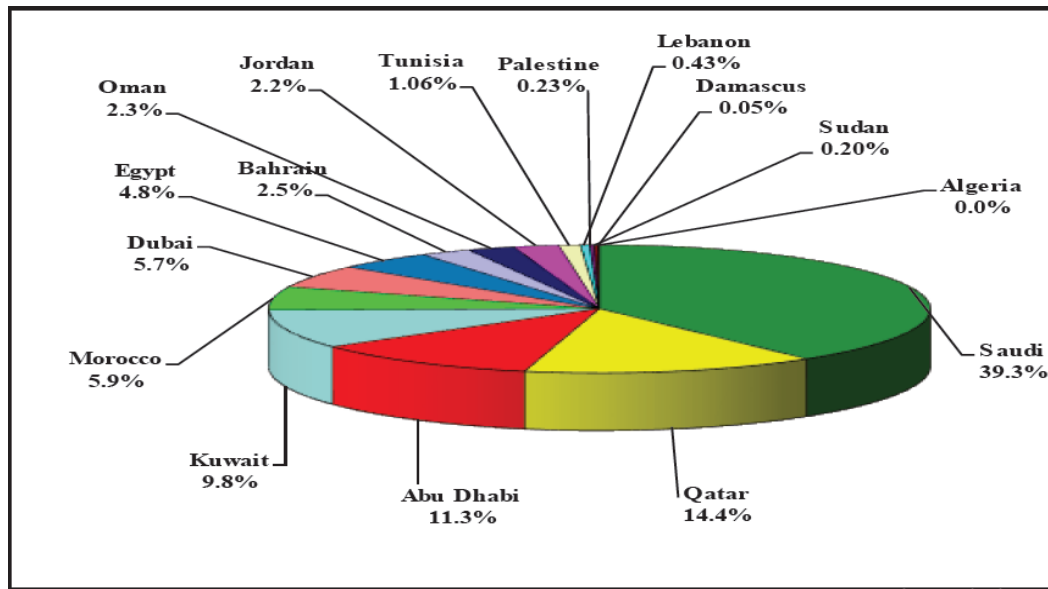
الترتيب	السوق	عدد الشركات المدرجة في السوق	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)
1	السعودية (Saudi)	75	329918.967
2	قطر (Qatar)	34	120541.404
3	أبو ظبي (Abu Dhabi)	37	94704.588
4	الكويت (Kuwait)	73	82230.542
5	المغرب (Morocco)	36	49251.854
6	دبي (Dubai)	25	48219.680
7	مصر (Egypt)	76	39868.328
8	البحرين (Bahrain)	28	20796.909
9	عمان (Oman)	103	19513.557
10	الأردن (Jordan)	94	18418.580
11	تونس (Tunisia)	45	8908.132
12	لبنان (Lebanon)	11	3646.075
13	سوق فلسطين (Palestine)	21	1919.109
14	سوق الخرطوم (Sudan)	21	1650.756
15	سورية (Damascus)	13	443.633
16	الجزائر (Algeria)	2	104.300

المصدر: النشرة الفصلية الرابعة لسنة 2019 لصندوق النقد العربي، العدد 99، ص 88.

تتصدر بورصة السعودية الترتيب بقيمة سوقية تقدر بـ: 329918.967 مليون دولار أمريكي وبعدها شركات بلغ 75 شركة مدرجة في المؤشر، تليه بورصة قطر، بينما تأتي بورصة الجزائر في ذيل الترتيب بقيمة سوقية تقدر بـ 104.300 مليون دولار أمريكي وعدد شركات مدرجة يقدر بشركتين.

II-2- أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي: بالاعتماد على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في كل بورصة عربية والتي تعكس حجم السوق حددت أوزان البورصات العربية في المؤشر المركب للصندوق، والشكل الموالي يوضح أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي للربع الرابع لسنة 2019. من خلال الدائرة النسبية نلاحظ الأوزان المختلفة لمختلف البورصات العربية، حيث نجد بورصة السعودية صاحبة أعلى قيمة سوقية تحتل أكبر نسبة وهي 39.3% وتليها بورصة قطر بنسبة 14.4%، وبالمقابل نسبة وزن بورصة الجزائر يقدر بـ 0.01 % وبقيمة سوقية بلغت 104.300 مليون دولار أمريكي.

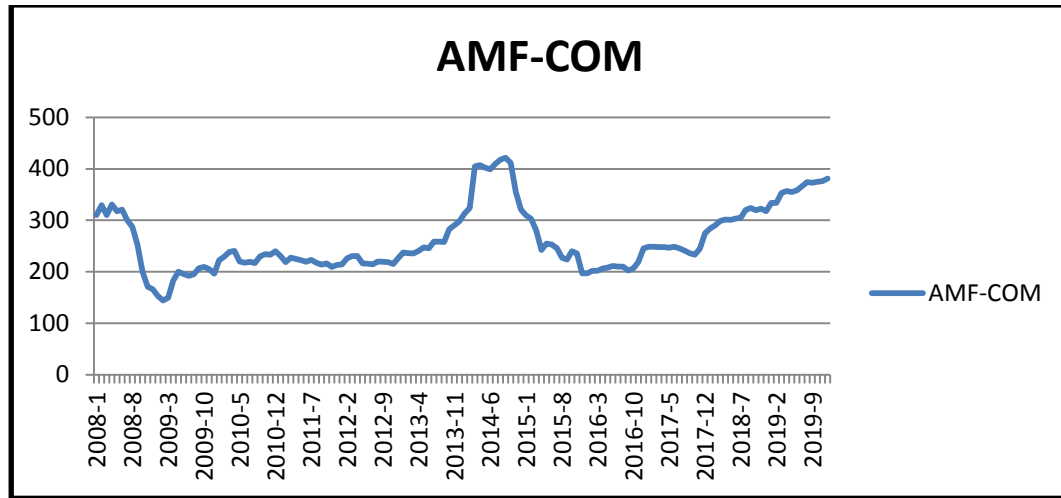
شكل رقم (02): أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي للربع الرابع 2019



المصدر: النشرة الفصلية الرابعة لسنة 2019 لصندوق النقد العربي، العدد 99، ص 88.

II-3- تحليل تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008-2019): من خلال المؤشر المركب (AMF-COM) الذي يقوم بحسابه الصندوق، تحصلنا على سلسلة بيانات لتطور البورصات العربية مجتمعة وهي ممثلة في المنحنى البياني التالي:

شكل رقم (03): منحني بياني للمؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2008 – 2019)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي من سنة 2008 إلى غاية 2019.

سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي انخفاضاً بنسبة 53.04 % مقارنة بسنة 2008 ليصل إلى 150.5 مليون دولار أمريكي في منتصف سنة 2009 وهي أقل قيمة مسجلة طول فترة الدراسة، بعدما كانت سنة 2008 تقدر بـ 320.5 مليون دولار، وهذا جراء انعكاس تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008 على أداء البورصات العربية بشكل ملحوظ، ويهدف احتواء تداعيات الأزمة والحد من أثارها على القطاعات المالية بشكل عام اتخذت البلدان العربية مجموعة من التدابير والإجراءات لتحسين الأسواق المالية ودعم استقرارها كضخ السيولة في القطاع المصرفي وفي أسواق الأوراق المالية، ولقد أثمرت هذه الجهود إذ ارتفعت قيمة المؤشر إلى 240 مليون دولار في نهاية سنة 2010، أي بزيادة قدرت بـ 89.5 مليون دولار أمريكي.

اتسم أداء الأسواق المالية العربية بالهدوء وبالتحسن الملموس خلال السنتين (2010 – 2012)، وهذا بسبب تحسن أداء البورصات العربية بصفة فردية بعد التعافي النسبي من أثار الأزمة المالية العالمية، إذ تراوحت القيم المسجلة خلال السنتين مابين (200-250) مليون دولار، ولقد واصلت الأسواق المالية العربية اتجاهها التصاعدي الذي باشرته منذ النصف الثاني من عام 2012، مسجلة ارتفاعات ملحوظة خلال سنة 2014، حيث كانت الأعلى على المستوى الفصلي منذ أكثر من ست سنوات، حيث سجلت ارتفاعاً بلغت نسبته 36.4 % خلال هذا الربع وهو الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية، استمر الأداء الإيجابي لغالبية الأسواق العربية خلال الفترة من سنة 2013 إلى غاية سبتمبر 2014 ليشهد فترة جني الأرباح، حيث سجلت أعلى نسبة لها وقدرت بـ 421.4 مليون دولار أمريكي ولم تصل إلى هذه القيمة منذ ست (06) سنوات وهذا بنسبة بلغت 41.23 %، كما ارتفعت القيمة السوقية لمجموع الأسواق المالية بزيادة بلغت 116.6 مليار دولار لتصل إلى 1249.3 مليار دولار في نهاية مارس 2014، وهذا راجع لارتفاع أسعار النفط في أسواق النفط العالمية ما أدى إلى تحسن أداء الأسواق المالية العربية.

شهدت بعد ذلك المؤشرات السعيرية لغالبية الأسواق المالية انخفاضاً من بداية من شهر أكتوبر 2014 إلى غاية نهاية سنة 2015 إذ وصلت قيمة المؤشر 197.1 مليون دولار أمريكي، وذلك بسبب التراجع في أسواق النفط العالمية

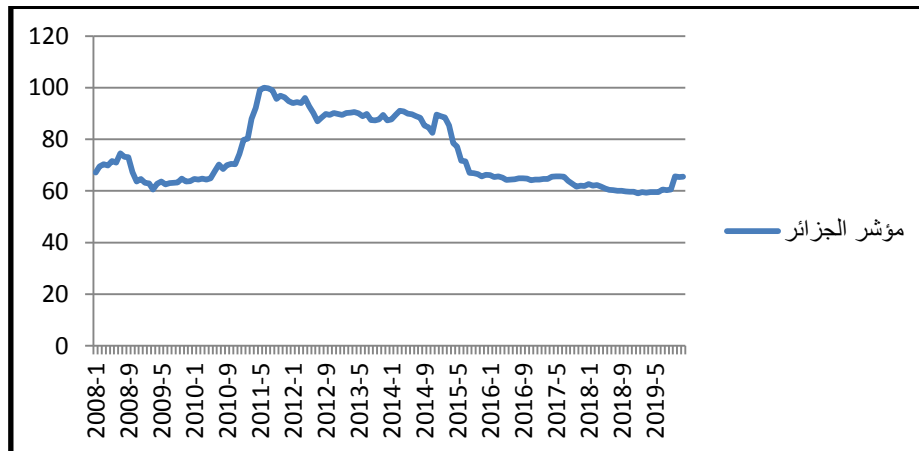
وحالة عدم الاستقرار التي تشهدها الأسواق المالية العالمية وأسواق العملات من جهة أخرى، لتسجل بعد ذلك المؤشرات السعيرية للأسواق المالية العربية تحسن بصفة عامة خلال سنة 2016 بالمقارنة مع السنة الماضية حيث بلغت قيمة المؤشر 245.4 مليون دولار أي بنسبة تغير تقدر بـ 24.5% وذلك بسبب التحسن النسبي الذي عرفته أسعار النفط العالمية خلال الفترة وتداعيات ذلك على النمو الاقتصادي للدول العربية المصدرة للنفط على اثر اتفاق منتجي النفط الرئيسيين على تخفيض كميات الإنتاج.

جاء أداء الأسواق المالية العربية ايجابيا سنة 2017 بنسبة زيادة بلغت 0.9% مقارنة بسنة 2016 ليحقق قيمة 247.6 مليون دولار أمريكي وساهم في هذا التحسن استمرار التحسن في مستويات أسعار النفط واستقرارها عند مستويات مرتفعة نسبيا، بالإضافة إلى ذلك التحسن النسبي في الأوضاع الجيوسياسية في عدد من الدول العربية. ليستمر المؤشر في الارتفاع سنة 2018 و 2019، ويحقق قيمة 318.7 مليون دولار و 381.5 مليون دولار على التوالي وبنسبة تغير 16% و 19.7% على الترتيب مقارنة بالسنة الماضية.

III- دراسة تحليلية لبورصة الجزائر: يعتبر قياس أداء سوق الأوراق المالية أمر مهم في الحكم على توجيهات المستثمرين وتفضيلهم الاستثمار في بورصة معينة دون الأخرى، كون أن المؤشرات تستخدم لقياس المستوى العام لأسعار السوق حيث يؤدي المؤشر دور مهم في تقييم أداء السوق ورصد اتجاهه العام ويفيد ذلك المتعاملين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد في اتخاذ القرارات المالية وتوقيتها كما تساعد على التنبؤ الاقتصادي بالأوضاع المستقبلية، ويهدف هذا الجزء من الدراسة الى تحليل مختلف مؤشرات بورصة الجزائر مع التركيز على الفترة من 2008 إلى غاية 2019 والتي تتوفر فيها المعطيات لدى صندوق النقد العربي:

III-1- تحليل تطور وأداء مؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة (2008 – 2019): يبين الشكل الموالي تطورات مؤشر بورصة الجزائر والذي تحصلنا عليه من خلال بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي بداية من 2008 إلى غاية آخر نشرة فصلية وذلك سنة 2019.

شكل رقم (04) : تطور وأداء مؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة (2008 – 2019)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للفترة (2008 – 2019)

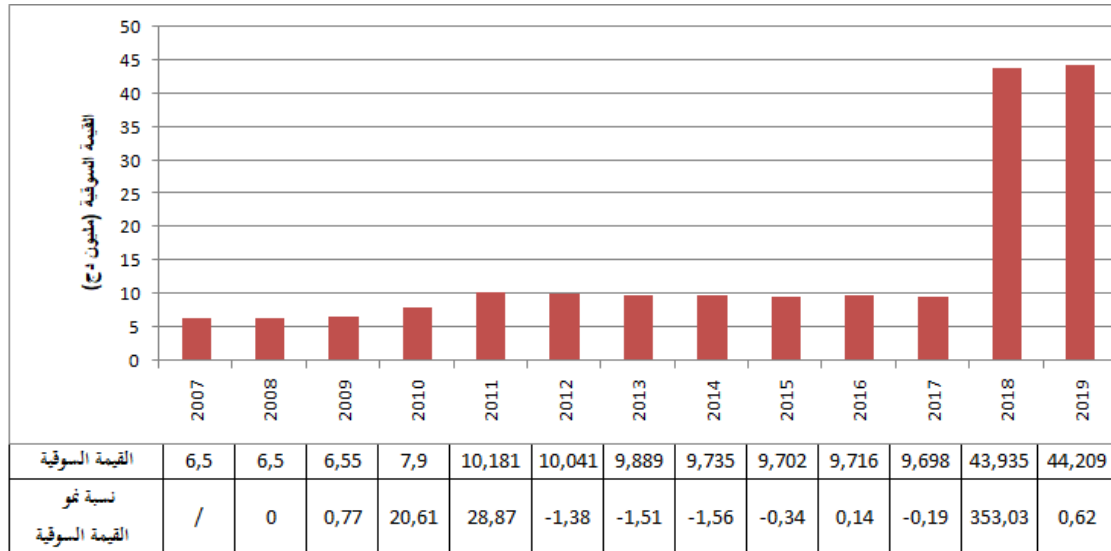
أظهر المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لبورصة الجزائر ارتفاع أدائها خلال الربع الأول من عام 2008 بنسبة 4.7% مقارنة مع نهاية العام السابق 2007، أي قفزت قيمة المؤشر من 67.2 مليون دولار أمريكي المسجلة في شهر ديسمبر لسنة 2007 إلى قيمة 70.3 مليون دولار أمريكي المسجلة في نهاية الربع الأول لسنة 2008، ليليها بعد ذلك ارتفاع نسبي في الربع الثاني بنسبة 0.9% ليلبلغ 71 مليون دولار وهذا راجع إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والبالغ عددها شركتين، ويعود صغر أحجام التداول في بورصة الجزائر مقارنة مع باقي الأسواق المالية العربية إلى تدني عدد الشركات المدرجة في البورصة بالإضافة إلى ذلك قلة أيام التداول الذي يقتصر فقط على يومي تداول في الأسبوع. لكن سرعان ما ينخفض المؤشر بنسبة 3.1% و 11.7% و 6.2% في الربع الثالث والرابع والربع الأول من سنة 2009 على التوالي، أي انخفض بـ 2.1 مليون دولار في الربع الثالث وبـ 8.5 مليون دولار في الربع الرابع 4.6 مليون دولار، ويعود سبب ذلك الانخفاض إلى الأزمة المالية العالمية والتي كان لها الأثر الملموس على أداء بورصة الجزائر. لتشهد بعد ذلك البورصة ارتفاع في أدائها خلال الربع الثاني والثالث بنسبة بلغت نحو 3.2% و 1.3% على التوالي مقارنة بمستوى أدائها المسجل بنهاية الربع السابق لكل ربع من العام الجاري وهذا بسبب الإجراءات المتخذة من طرف الدولة الجزائرية كسائر باقي البلدان العربية في احتواء تداعيات الأزمة المالية العالمية بالإضافة إلى ذلك تسجيل ارتفاع في حجم القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، لكن هذا التحسن سرعان ما اختفى ليعود الانخفاض في المؤشر من جديد جراء التأثير بتداعيات أزمة ديون دبي خلال الربع الأخير من السنة.

حقق مؤشر الصندوق للبورصة الجزائرية خلال عام 2010 ككل تحسنا نسبيا حيث سجل ارتفاع بنحو 16.6% مقارنة بالسنة الماضية إذ سجل المؤشر في ديسمبر 2009 ما يقدر بـ 63.8 مليون دولار، بينما في ديسمبر 2010 فقد بلغ 74.36 مليون دولار وهذا راجع إلى فترة التعافي والتحسين التدريجي الذي شهدته المؤشر بعد الأزمة المالية العالمية والتي أثرت بشكل كبير على أسواق المال العالمية وبالتالي تأثر الأسواق المالية العربية بحالة هذه الأسواق غير مستقرة. ومن جهة أخرى ارتفاع القيمة السوقية للشركتين المدرجتين في البورصة بالإضافة إلى ذلك سجل ارتفاع في متوسط التداول اليومي. ارتفعت مؤشرات الصندوق الخاصة ببورصة الجزائر وللربع الثاني على التوالي لسنة 2011، فقد ارتفعت قيمة أداء المؤشر بنسبة ملموسة بلغت 13.8% خلال الربع الثاني ليحقق قيمة قدرها 100 مليون دولار في شهر جوان نهاية الربع الثاني وهذا راجع إلى امتداد فترة التعافي والتحسين التدريجي على مستوى بورصة الجزائر، غير أن سرعان ما فتى المؤشر بالانخفاض بوتيرة ضعيفة نوعا ما في بداية الربع الثالث من سنة 2011 إلى غاية سنة 2014، حيث تراجع مستوى أداء بورصة الجزائر ليسجل ما قيمته 94.8 مليون دولار في شهر ديسمبر 2011 و 80.8 مليون دولار في ديسمبر 2014 أي بنسبة انخفاض قدرت بـ 14.78% ، وفي النصف الأول من سنة 2015 انخفض مؤشر الجزائر بشكل كبير حيث وصل إلى 66.32 مليون دولار وبنسبة انخفاض قدرت بـ 26% مقارنة بسنة 2014 ويعود سبب ذلك إلى التراجع في أسواق النفط العالمية وحالة عدم الاستقرار التي تشهدها الأسواق المالية العالمية. واستمر التراجع بوتيرة ضعيفة إلى غاية سنة 2019 ليشهد بعد ذلك ارتفاع طفيف بداية من شهر سبتمبر 2019 بقيمة 5.1 مليون دولار أمريكي بنسبة تغير تقدر بـ 8.29% في شهر ديسمبر.

III-2- تطور أداء مؤشر القيمة السوقية أو رأس المال السوقي في بورصة الجزائر: يقيس مؤشر القيمة السوقية سرعة تطور البورصة وكذا اتجاه هذا التطور، ويمكن تلخيص التطورات التي عرفت القيمة السوقية في بورصة الجزائر من خلال الشكل التالي :

شكل رقم (05) : تطور أداء مؤشر القيمة السوقية في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008 – 2019)

الوحدة: مليون دينار جزائري



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (2007 – 2019).

سجل ثبات مستوى القيمة السوقية في بورصة الجزائر خلال سنتي 2007 و 2008 عند مستوى 6.5 مليون دينار جزائري وهي أدنى قيمة شهدتها تطورات القيمة السوقية، ليسجل ارتفاعا بعد ذلك بداية من سنة 2009 إلى غاية 2011 ليحقق 6.55 مليون دج و 7.9 مليون دج و 10.181 مليون دج على التوالي وبنسبة نمو إجمالية من سنة 2009 إلى سنة 2011 قدرت بـ 55.43%، وذلك راجع لتطور عدد الشركات المدرجة في البورصة وبالتالي زيادة حجم التداول في البورصة. ثم ليعاود الانخفاض من جديد خلال السنوات الخمس (05) الموالية ليصل إلى 9.702 مليون دج في سنة 2015 وبنسبة تراجع قدرت بـ 4.70%، وهذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر وعجزها عن زيادة الاستثمارات الجديدة نتيجة خروج الشركات الناشطة في سوق السندات بسبب إنتهاء تواريخ استحقاق سنداتهما، بالإضافة إلى ذلك كونها لا تساهم في تنويع المخاطر. لتشهد بعد ذلك تذبذب في سنتي 2016 و 2017 حيث سجل سنة 2016 زيادة في القيمة السوقية بنسبة 0.14% لتبلغ 9.716 مليون دج ثم تنخفض سنة 2017 بنسبة 0.18% وتحقق ما قيمته 9.698 مليون دج و، بينما سنة 2018 فقد حققت القيمة السوقية قفزة نوعية إذ ارتفعت إلى 43.935 مليون دج أي بزيادة قدرت بـ 353%، ولتستمر في الارتفاع سنة 2019 بنسبة 0.62% وهذا نظرا لارتفاع مؤشر أسعار البورصة حيث سجلت بورصة الجزائر أكبر هذه الارتفاعات بالمقارنة بالبورصات العربية حيث ارتفع المؤشر بنحو 9.7%. وبالتالي حققت القيمة السوقية أعلى قيمة لها خلال فترة الدراسة أي من سنة 2007 إلى غاية 2019 والمقدرة بـ 44.209 مليون دج.

III-3- تطور أداء مؤشر القيمة المتداولة في بورصة الجزائر: يلخص الجدول أدناه تطورات القيمة المتداولة، حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة و معدل دوران السهم خلال الفترة (2007 – 2019):

جدول رقم (03): تطور أداء مؤشرات القيمة المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2007 – 2019)

السنوات	القيمة المتداولة دج	حجم التداول بالآلف دولار	عدد الاسهم المتداولة بالآلف (1000)	معدل دوران السهم (%)
2007	14 493 415	206,60	35,4	0,22
2008	21 414 845	313,00	49,6	0,31
2009	13 891 895	187,50	34,6	0,21
2010	11 985 965	46,10	7,4	0,04
2011	185 118 435	254,60	30,3	0,45
2012	36 038 865	279,30	38	0,22
2013	49 116 990	263,40	34,3	0,21
2014	41 410 340	225,50	33,5	0,19
2015	1 251 956 825	123,70	33,1	0,14
2016	805 500 430	203,30	121,6	0,23
2017	302 261 260	158,50	86	0,19
2018	206 127 271	370,40	22,8	0,10
2019	248 990 023	359,50	50,7	0,10

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للفترة (2007-2019) وموقع بورصة الجزائر

<http://www.sgbv.dz/>، تاريخ التصفح: 2020/07/12 الساعة: 12:00

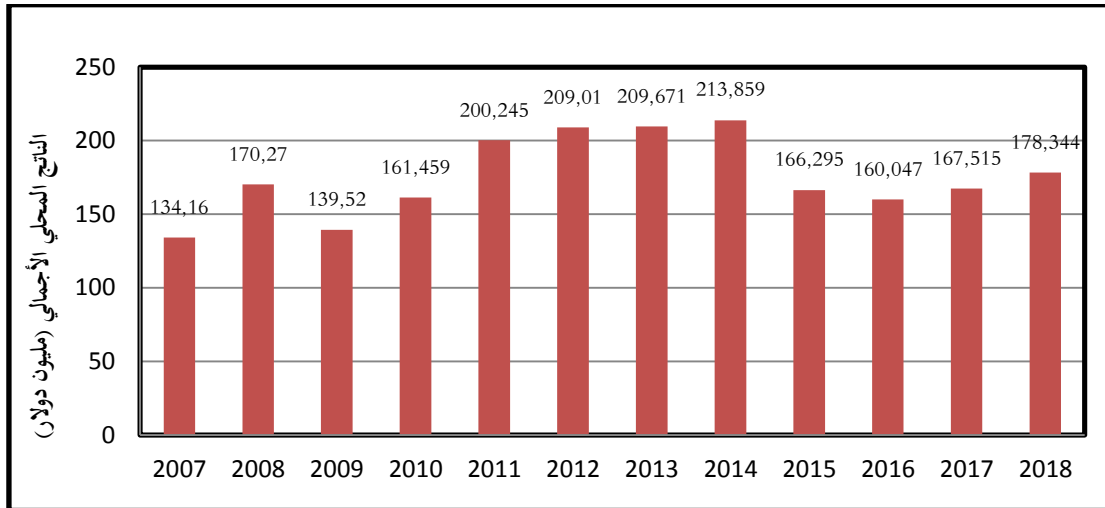
عرفت مؤشرات سنة 2008 ارتفاعا مقارنة بسنة 2007 حيث سجلت القيمة المتداولة زيادة بنسبة 47.75%، وبلغ حجم التداول 313 ألف دولار بعدما كان 206.60 ألف دولار في السنة الماضية، وتزايد عدد الأسهم المتداولة بـ 14.2 ألف سهم، وكذلك ارتفع معدل دوران السهم إلى 0.31% بعدما كان 0.22% لتتخفص كل المؤشرات لسنتين متتبعيتين 2009 و 2010، ليعاود الارتفاع سنة 2011 حيث بلغ معدل دوران السهم 0.45 % وهي أعلى نسبة حققها، ومن الملاحظ أن قيم معدل دوران السهم أصغر من الواحد الصحيح (1) طول فترة الدراسة وهذا يدل على ضعف وانخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر لصعوبة بيع الأوراق المالية، الأمر الذي يعكس انخفاض قيمة السيولة في البورصة وهي تعد الأقل مقارنة بالبورصات العربية.

تستمر المؤشرات بالانخفاض لثلاثة (03) سنوات على التوالي من سنة 2012 إلى 2014، غير أن عدد الأسهم المتداولة والوحيد الذي سجل ارتفاع سنة 2012 حيث بلغ 38000 سهم ليعود للانخفاض إلى غاية سنة 2015 وبلغ 33100 سهم ، ونفس الشيء بالنسبة لحجم التداول ومعدل دوران السهم، وعلى عكس ذلك يحقق مؤشر القيمة المتداولة زيادة سنة 2015 ليسجل 1 251 956 825 دج، ثم ينخفض الى غاية 2018 حيث بلغ 206 127 271 دج، ليعاود الارتفاع في سنة 2019 سنة نهاية الدراسة.

سجل حجم التداول أعلى قيمة له سنة 2018، ونفس الشيء بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة حيث بلغ 50700 سهم، بينما معدل دوران السهم سجل أقل قيمة له والبالغة 0.10% سنتي 2018 و2019.

III-3- تطور أداء الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2007 - 2018): يمكن تلخيص أهم تطورات الناتج المحلي الإجمالي من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (06) : تطور أداء الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة (2008 - 2019)



المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير العربية الموحدة لصندوق النقد العربي لسنوات 2019-2016-2014-2010

سجل الناتج المحلي الإجمالي للجزائر ارتفاعا في سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 بنسبة تغير قدرها 26.91%، ثم ينخفض في سنة 2009 ليحقق 139.52 مليون دولار وذلك بسبب التأثير بتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، ولقد سجل الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا بداية من سنة 2010 إلى غاية 2014 ليبلغ الذروة سنة 2014 والمقدرة بـ 213.859 مليون دولار لينخفض سنة 2015 بنسبة تقدر بـ 22.24% وذلك بسبب انخفاض أسعار النفط، والجدير بالذكر أن الإيرادات النفطية تمثل 60% من إيرادات الدولة، ويستمر التراجع إلى سنة 2016 ليسجل 160.047 مليون دولار، ثم يعاود الارتفاع بداية من سنة 2017 إلى غاية نهاية الدراسة 2018 وذلك لتحسن أسعار النفط واستقرار أسواق النفط العالمية.

تعرف بورصة الجزائر نموا بطيئا باتجاه سلبي في أغلب السنوات، فقوتها تعتمد بصورة أساسية على القوة المالية المدرجة فيها وإذا ما رجعنا إليها يتضح أنها أصغر بورصة سواء بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المسجلة أو بالنسبة لباقي المؤشرات الأخرى مقارنة بالبورصات العربية.

كما تعتبر بورصة الجزائر بورصة سندات أو سوق سندات أكثر منها بورصة أسهم بالإضافة إلى ذلك نسجل انخفاضاً في سيولة السوق، وهذا ما يعكسه انخفاض معدل دوران السهم وهذا راجع لعدة أسباب منها انعدام ثقافة الادخار والاستثمار في الجزائر حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الاستثمار في مجالات أخرى يعتقدون أنها أفضل أمناً وأقل مخاطرة كالاستثمار في العقارات أو إيداع أموالهم في صناديق التوفير. كما تعتبر البورصة مفهوم دخيل على

المجتمع الجزائري، وهي كمؤسسة مالية غير واضحة المعالم بالنسبة للغالبية العظمى من الجزائريين، إذ لا يدركون كيف يتم التعامل فيها وما هي الأدوات المالية المتاحة فيها وحتى مزايا وخصائص كل أداة وهذا بالنسبة للأفراد.

IV- معوقات أداء البورصات العربية وبورصة الجزائر:

تعرف بورصة الجزائر العديد من المشاكل تحول بينها وبين تطور نشاطها، ومن بين هذه العراقيل نجد ما هو سياسي وقانوني وثقافي، وسوف نتطرق إليها بشيء من التفصيل:

IV-1- المعوقات السياسية: هناك علاقة بين البورصة والأوضاع السياسية المحيطة بها، فالمحيط السياسي يؤثر على المؤسسة باختلاف النظام السائد في البلاد (بوراس، بدون سنة نشر، صفحة 12)، فنشاط البورصة وأدائها الناجح له صلة بالقرار السياسي حيث الإدارة السياسية تعبر عن رغبة الجهات الوصية في تحقيق هدف ما، وذلك بوضع استراتيجيات توجب عليها معرفة ومتابعة الأوضاع باستمرار واتخاذ القرار المناسب والقيام بالسلوك المناسب في الوقت المناسب. فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا، اليابان، بريطانيا وألمانيا يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث كانت البلاد تمر بمرحلة انتقالية سواء على الصعيد السياسي أو الأمني تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا هذا.

IV-2- المعوقات الإدارية: من بين المعوقات الإدارية التي تعاني منها معظم أسواق الأوراق المالية العربية وخاصة الجزائر نذكر (أنور، 2010، الصفحات 1-16):

- تباين في أنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية من حيث تعقيد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل والسرعة والتفاعل المطلوبين؛

- ضعف الطاقة الاستيعابية في الوطن العربي، مع قصور في البنية الأساسية اللازمة لقيام أسواق أوراق مالية متطورة في ظل عدم نمو الاقتصاد العربي بالشكل الجيد والملائم الذي يساعد على تطور أسواق الأوراق المالية العربية، والاعتماد المباشر على الفوائض البترولية في تمويل عمليات التنمية الاقتصادية دون اللجوء إلى العتبة الكاملة للموارد الادخارية؛

- عدم وجود وسائل الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية يحول دون قيامها بالدور النشط المنوط بها في جمع المدخرات المحلية للدول العربية المتاحة والممكنة واستخدامها على نحو فعال في مشروعات التنمية.

IV-3- المعوقات القانونية: يكتسب الإطار القانوني والتنظيمي المرن المواكب للتطورات الاقتصادية أهمية بالغة في تطوير أداء البورصات ورفع كفاءتها في حين يؤدي جمود هذا الإطار وتخلفه إلى إعاقه عملية نمو البورصة وتطورها، وتعاني أغلب البورصات العربية من قصور في تشريعاتها وتنظيماتها وتخلفها عن مواكبة التطورات في القوانين واللوائح المنظمة للبورصات المتطورة.

IV-4- المعوقات الاقتصادية: للبورصة في ميدان الحياة الاقتصادية دور حيوي أين تدور أكبر الصفقات التجارية، ولها دور أساسي وفعال سواء على مستوى التحويل أو الاستثمار (الخطيب، 2012، صفحة 15)، إلا أن هذا المفهوم

لا يتماشى والقاعدة الاقتصادية في الجزائر لأن أغلبية المؤسسات الخاصة هي عبارة عن شركات تضامن، أو مسؤولية محدودة، وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة التي تشترط على المؤسسة أن تكون مؤسسة مساهمة، إضافة إلى أن معظم المؤسسات ينحصر نشاطها في قطاع الخدمات. وبالتالي فهي لا تمتلك مؤهلات للمخاطرة في البورصة، بالإضافة إلى بعض العوامل التي نذكر منها (الهندي، 2000، صفحة 203):

✓ غياب الكفاءات المهنية اللازمة، إهمال وتضييع الطاقات الإنتاجية وعدم الإحساس بالمسؤولية مادامت الأملاك عمومية وليست خاصة؛

✓ معدلات النمو هي معدلات مالية ما عدا البعض منها الذي ينحصر في عدد قليل أو في قطاع وحيد وهو قطاع المحروقات الذي يشكل الركيزة الأولى للاقتصاد الجزائري؛

✓ العديد من المستثمرين يفضلون التوجه للمشاريع الاستثمارية غير مالية (كالأشغال العمومية، الفلاحة....) لكونها تشكل بديل أحسن أو ضمان من سوق البورصة ذلك أنها تضمن أرباحا أو تكون منعومة؛

✓ تمثل الضرائب عبئا ثقيلا على المؤسسات المصروفة بنشاطها، ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو تكون منعومة؛

✓ انتشار 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 لقلة المؤسسات المصدرة بسبب تعثر مسار الخوصصة.

IV-5- المعوقات الثقافية: من أجل تجنيد سياسة سليمة للادخار، وخاصة الادخار العائلي يجب الأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع نظرا لأهميته الكبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تمتنع 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 مشاريعهم (بوكساني، 2006، صفحة 281).

خاتمة:

تعد أسواق الأوراق المالية آلية مهمة في تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية، لكونها تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية. وباعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار. رغم ذلك تعاني أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر، حيث خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج مفادها أن:

- تفتقر أسواق الأوراق المالية العربية والجزائري خاصة إلى الأدوات المالية ونوعيتها والدرجة الكافية من العمق والسيولة، بالإضافة إلى البيئة الكلية التي تعمل فيها هذه الأسواق؛

- ضعف مستويات الادخار المحلي وكذا الاستثمار والسياسات الاقتصادية المتبعة؛
- عدم توفر القدر الكافي من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة في السوق ما يجعل السوق غير كفء؛
- عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة؛

- يعود تخلف الأسواق العربية بصفة عامة إلى حادثة نشأتها.

وفي ظل كل هذه العوائق تصبح الحاجة ملحة لتطوير هذه الأسواق بما في ذلك سوق الأوراق المالية الجزائرية، لان تطور هذه الأخيرة يلعب دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية ذات الكفاءة العالية وخلق أسواق قادرة على المنافسة ومواجهة الصدمات الداخلية والخارجية، ومن ثمة تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي بشكل عام. دون أن ننسى تكثيف الجهود لتحقيق الربط بين هذه الأسواق وفتحها على التداول الإقليمي، الأمر الذي يساهم على تطورها ونموها.

تلعب المؤسسات الإقليمية كصندوق النقد العربي دور هاما في متابعة واقتراح حلول تساهم في تطوير السوق المالي الجزائري خاصة في خضم التحديات الكبيرة التي تواجهه من تلبية للاحتياجات التمويلية المتزايدة في الاقتصاد رغم العقبات التي تحد من أدائه الدور المنوط إليه في سد الفجوة التمويلية، لذا أصبحت عملية البحث في سبل تجاوز هذه التحديات أمرا ضروريا من أجل تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي والإسراع في وتيرة النمو الاقتصادي وتمكين سوق الأوراق المالية الجزائرية من التكيف مع الصدمات الخارجية.

ومن بين التوصيات والاقتراحات المقترحة بالنسبة للجزائر بصفة خاصة ولبقية أسواق المال العربية بصفة عامة حتى تتمكن من تحسين ورفع أدائها، ما يلي:

- إعادة النظر في تشريعات السوق المالي؛

- العمل على خلق ثقافة الادخار والاستثمار في البورصة لدى الفرد الجزائري؛

- وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها وطرح أوراقها المالية في البورصة؛

- تفعيل دور الرقابة على نشاط البورصة لتحصل على سوق أكثر كفاءة؛

- العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة من أجل أن تكون السوق أكثر كفاءة؛

أما آفاق هذا الموضوع فهي تتجلى في التساؤلات التالية:

- هل يمكن تفعيل بورصة الجزائر في الفترة القادمة؟

- ما هي مقومات نجاح سوق الأوراق المالية؟

- كيف يمكن جعل بورصة الجزائر في مصاف البورصات العالمية.

1. البهجي، ع. أ. (2014). الطبعة القانونية والاجرائية لإصدار وقيد الأوراق المالية في البورصة. مصر: دار الفكر الجامعي.
2. الجريدة الرسمية الجريدة الرسمية. (1988) العدد (2).
3. الجريدة الرسمية، أ. (1991). العدد. (26)
4. الجريدة الرسمية، أ. (1993). العدد. (27)
5. الحاج، ع. ت.، الخطيب، ع. ع. (2012). إدارة البورصات المالية. الطبعة الأولى. (الأردن): دار الإحصاء العلمي للنشر والتوزيع.
6. الخطيب، ع. ع.، (2012). إدارة البورصات المالية. الأردن: دار الإحصاء العلمي للنشر والتوزيع.
7. الشعراوي، خ. أ. (2015). الاطار القانوني لعمليات التداول في البورصة. مصر: دار الجامعة الجديدة.
8. الفكي، أ. أ. (2012). أسواق المال الطبعة الأولى. (الأردن): دار الجنان للنشر والتوزيع.
9. المهدي، خ. و. (2000). العمليات المصرفية والأسواق المالية. لبنان: المؤسسة الحديثة للكتابة.
10. أنور، ل. (2010). تذبذب أسواق الأوراق المالية. مجلة جسر التنمي، سلسلة دورية حول التنمية في الأقطار العربية، السنة التاسعة، المعهد العربي بالكويت. 1-16، (94)
11. بن الضيف، ع. &، مزغيش، ع. (2016). الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المخفضات والعوائق. مجلة الحقوق والحريات العدد (3). 201-232،
12. بوراس، أ. (بدون سنة نشر). تمويل المنشآت الاقتصادية. الجزائر: دار العلوم للنشر والتوزيع.
13. بوكساني، ر. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية وبل تفعيلها. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارية - جامعة الجزائر.
14. موقع بورصة الجزائر/ <http://www.sgbv.dz> : تاريخ التصفح: (14/07/2020).
15. شعراوي، خ. أ. (2015). الاطار القانوني لعمليات التداول في البورصة. مصر: دار الجامعة الجديدة.
16. قدوري، ن. أ. &، القرني، ع. أ. (2019). مقومات نجاح سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية لبورصة الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد (5) العدد (2).