

محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أداؤها

د. بوكساني رشيد، أستاذ محاضر بجامعة بومرداس
عضو بالمخبر

مقدمة

يحظى موضوع أسواق الأوراق المالية- البورصات- اليوم، باهتمام بالغ في معظم الدول خاصة منها الدول المتقدمة، إذ تحتل أسواق الأوراق المالية فيها مركزا حيويا في النظرة الاقتصادية الحديثة، خاصة التي تعتمد على نشاطي القطاع العام والخاص في تجميع المدخرات، وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية.

وتكمن أهمية أسواق الأوراق المالية في أنها أداة تمويل الاقتصاد عن طريق الوساطة المالية المباشرة، كما أنها تعمل على توجيه الفوائض في القطاعات التي تدر أرباحا من خلال توفير وتنوع الفرص الاستثمارية للمستثمرين. وتعتبر كذلك أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية عن طريق تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، كما تعتبر أداة لتقييم الشركات وأداة للحد من معدلات التضخم، وأداة لجذب الاستثمارات الأجنبية عن طريق ربطها بأسواق الأوراق المالية الدولية.

لذلك اتخذت العديد من الدول خاصة النامية خلال السنوات الماضية سلسلة من الإجراءات لتأسيس بورصات حديثة تؤدي الوظائف المنوطة بها. وما يلاحظ أن بعض البورصات لا تزال تستخدم أنظمة تداول يدوية، مما نتج عنها عدم القدرة على تحقيق الكفاءة في عمليات البيع والشراء، وعلى عدم تحقيق العدالة بين المتعاملين.

مما تقدم تبرز معالم الإشكالية التي نسعى إلى معالجتها من خلال هذه الورقة البحثية وهي : ما هي مقومات- محددات - إنشاء أسواق أوراق مالية فعالة، وما هي مؤشرات قياس فعاليتها بصفة عامة وفي بورصة الجزائر بصفة خاصة؟

وللإجابة عن هذه الإشكالية سوف نحاول البحث في كل من مقومات نجاح إنشاء سوق للأوراق المالية فعالة في قسم أول ثم تقييم نشأة و أداء بورصة الجزائر.

أولاً: مقومات نجاح إنشاء سوق للأوراق المالية

يقصد بنجاح إنشاء سوق للأوراق المالية، أن تتوفر متطلبات الولادة السليمة لهاته السوق، بمعنى متطلبات ما قبل التأسيس التي يجب أن تتوفر قبل نشأتها، وأن تتجسد لدينا متطلبات التسيير اللازمة لتنظيمها بفاعلية.

1- متطلبات تأسيس سوق للأوراق المالية

من المقومات الرئيسية التي تسبق إنشاء سوق الأوراق المالية، نجد هناك عدة عناصر نذكر من بينها:

1-1 - شركات المساهمة*

إن المتتبع للمراحل تسبق إنشاء البورصة يلاحظ دائماً صدور قانون شركات المساهمة كمرحلة تسبق الإنشاء، كما أنه العنصر الذي تشترك فيه جميع البورصات. وكشرط لقبول إدراج الأسهم الخاصة بأي مؤسسة أن تكون هذه الأخيرة شركة مساهمة إذ لا يمكن تخيل سوق للأوراق المالية تنشط بدون شركات مساهمة، ولا أن تنشط هذه الأخيرة بدون وجود سوق الأوراق المالية.

وتستمد شركات المساهمة أهمية وجودها من الخصائص التي توفرها الأسهم من سيولة، وتوسيع لقاعدة الملكية، والفاعلية في جذب المدخرات، والمساهمة والتحويل المؤسسي.¹

2-1 - القطاع الخاص

يعتبر وجود قطاع خاص أمراً مهماً في بناء سوق الأوراق المالية، ويستمد هذا القطاع أهميته من كونه يعكس الوظيفة الحقيقية لسوق الأوراق المالية، من سيولة وربحية وحاجة إلى التمويل، وذلك لعدة اعتبارات نذكر من بينها:²

- دافع الربح في القطاع الخاص أكبر منه في القطاع العام.

- انتقال الملكية في القطاع الخاص أيسر منه في القطاع العام.

* قبل نشوء السوق المالي كان يتم تداول أسهمها في مكاتب الشركات نفسها أو البنوك.

- وعلى أساس الاعتبارين السابقين يتم التعامل في سوق الأوراق المالية، فلا يمكن أن تتطور وتتوسع سوق للأوراق المالية دون وجود قطاع خاص.

1-3 - الوعي الادخاري والاستثماري

من المتطلبات الأساسية لقيام سوق أوراق مالية هو وجود وعي ادخاري واستثماري بين الجمهور، فالادخار يمثل عرض رؤوس الأموال والاستثمار يمثل الطلب عليها و يمكن قياس هذا الوعي من خلال:

- معدل نمو شركات المساهمة، ورؤوس أموالها، وحجم ودائع انقطاع الخاص، وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الخام.

- ويتوقف حجم الادخار على حم الدخل الحقيقي للأفراد، ويتوقف هذا الأخير، على الناتج القومي الإجمالي ومستوى تنظيم الساند في الاقتصاد.³

1-4- المناخ الاستثمار الملائم

لا يمكن أن يكون بناء سوق الأوراق المالية سليما على أرضية لا تتوفر فيها متطلبات المناخ الاستثماري الملائم، وهنا نقصد الاستثمار بنوعيه المحلي والأجنبي، كون الاستثمار يمثل الطلب على رؤوس الأموال الذي هو سبب نشاط سوق الأوراق المالية، فالسوق بالمعنى العام هو مكان التقاء العرض والطلب.

وعلى سبيل المثال لا الحصر سجلت بورصة عمان من خلال بياناتها، أن ما نسبته 43% من الأسهم المملوكة في عام 2005 في هذه السوق هي لغير الأردنيين، وهي نسبة مرتفعة تدل على وجود مناخ استثماري جاذب في هذا البلد.⁴

1-5- المؤسسات المالية الوسيطة

جوهر عمليات سوق الأوراق المالية هو القيام بتعبئة المدخرات وتوجيهها لخلق فرص للاستثمار من خلال تحقيق تقارب العرض والطلب، وتعتبر هذه العمليات هي الوظيفة الأساسية للمؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية. إلى جانب هاته الوظيفة تقوم المؤسسات المالية الوسيطة بتنشط سوق الأوراق المالية من خلال:⁵

- قيامها بإدارة المحافظ المالية إصلاحها و لصالح الآخرين.

- قيامها بعمليات التسويق والترويج و التغطية.

وبصفة عامة فاكتمال بنية القطاع المالي تعطى الثقة بالنسبة للجمهور والمؤسسات، للتعامل في سوق الأوراق المالية باستخدام الأدوات المالية لتوفر عامل تقليل المخاطر أو الضمانات التي تقدمها هاته المؤسسات للمتعاملين.

1-6- الإطارات المؤهلة

يتطلب العمل في الأسواق المالية، وجود عناصر بشرية كفؤة ومؤهلة لإدارة السوق، لذا يجب وقبل إنشاء سوق للأوراق المالية اعتماد برنامج تدريبي في إعداد العناصر المؤهلة وذلك بالتنسيق مع الأسواق العالمية، للاستفادة من الخبرات المتراكمة لديها في هذا المجال للمساهمة في إنشاء وبناء الهياكل الأساسية لسوق الأوراق المالية.⁶

1-7- الاستقرار السياسي والأمني والاقتصادي

إن الاستقرار السياسي والأمني هو الضمانة الأكيدة لسيادة القانون، ولحماية المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية. أما الاستقرار الاقتصادي فهو الدعامة الأساسية للسوق المالي، كون استقرار السياسات النقدية والمالية تؤدي إلى استقرار أسهم الشركات وإن تغيرت أسعارها فهذه التغيرات تكون مبررة.⁷

1-8- عنصر طبيعة النظام الاقتصادي

تزيد فعالية سوق الأوراق المالية إنشاء وتسييرا في الاقتصاد الرأسمالي أكثر منه في الاقتصاد المخطط. فالاقتصاد الرأسمالي يسمح بإنشاء الشركات والعمل الخاص وانتقال الملكية من جهة لأخرى على عكس الاقتصاد المخطط، الذي تمثل الملكية العامة فيه الجانب الأكبر مما يشكل صعوبة بالغة على نجاح أي سوق للأوراق المالية.⁸

وهذه الشروط تشكل قاعدة أساسية لإقامة سوق للأوراق المالية، فإذا لم تتوفر بعض هذه الشروط وجب على الدولة توفيرها لكي تساهم في إنجاح السوق، وتخفيف الأزمات التي يمكن أن تتعرض لها.⁹

2- متطلبات تسيير سوق الأوراق المالية

بعد تهيئة المناخ المناسب لإنشاء سوق للأوراق، يتوجب الشروع في البناء الفعلي لسوق الأوراق المالية، ويتحقق هذا الإنشاء باستكمال الجانب التشريعي والجانب المؤسسي اللذين يمثلان الأطر الفعلية المسيرة لسوق الأوراق المالية.

2-1- الإطار التشريعي

تتطلب نشأة سوق للأوراق المالية، إصدار قانون خاص يسمى بالنظام الأساسي لسوق الأوراق المالية، يخص نشأة هاته السوق وتنظيم هيكلها، وما يتضمنه هذا النظام مدرج في الجدول اللاحق.¹⁰

ويشترط لفاعلية ونجاح سوق الأوراق المالية أن يكون الإطار التشريعي مرنا وقادرا على التطور باستمرار للتكيف مع المستجدات، وقادر على تسهيل المعاملات، مع توفير الحماية للمتعاملين. إضافة إلى إجراء مراجعة للمنظومة التشريعية ذات الصلة بالنشاط المالي والاقتصادي.¹¹

جدول 01 يبين ما يتضمنه النظام الأساسي للسوق والقوانين ذات الصلة بالنشاط المالي

النظام الأساسي لسوق الأوراق المالية	القوانين ذات الصلة بالنشاط المالي
- نوع السوق، مقره، أهدافه، نظام عمله.	- قوانين الشركات.
- رأسمال السوق، نسبة مساهمة كل جهة من الجهات المؤسسة له.	- قوانين الاستثمار.
- نوع الأوراق المتداولة فيه.	- قوانين الضرائب والجمارك.
- هيكله، بيان موارده، جهة الرقابة والمراجعة.	- القوانين المنظمة لمهنة المحاسبة والمراجعة.
- آلية العمل (المقاصة، التسوية، التداول) إلى غير ذلك... الخ.	- قوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع.

المصدر: أحمد حسين راشد الكيسي، و أيضا على عطية عبد السلام، مرجعين سبق ذكرهما

2-2- الإطار المؤسسي لسوق الأوراق المالية

يقصد بالإطار المؤسسي وجود كيان منظم وقانوني له مكانة محددة، يشرف بصفة رسمية على تنظيم جميع نشاطات السوق من حيث تداول الأدوات المالية، والعلاقة التي تحكم الوسطاء والمستثمرين، ويشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق بصفة عامة التي تباشر هذا العمل باعتبارها لجنة منظمة¹². ويمكن أن يتكون سوق الأوراق المالية من المؤسسات التالية:¹³

- هيئة للأوراق المالية: هي الهيئة العليا في السوق، ولها سلطة الإشراف والمراقبة على الأجهزة المرتبطة بعمل السوق، كما تتولى إصدار النظام الداخلي للسوق.
- سوق تداول الأوراق المالية: فيها يتم تنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.
- مركز إيداع وحفظ الأوراق المالية: يقوم بتسجيل الأوراق المالية وتوثيقها، ونقل ملكيتها، وتسوية أثمانها بين الوسطاء الماليين.
- شركات الخدمات المالية: من بين هاته المؤسسات الوسطاء الماليون.
- صندوق ضمان عمليات السوق: تختص بتسوية أي عجز يتم عن عدم الوفاء بالدفع أو عن عدم تسليم العدد اللازم من الأوراق المالية والتي تحدث في عمليات التداول من أحد الوسطاء، و تتكون أغلب موارد الصندوق من مساهمات الوسطاء، وتنظم إدارة السوق الجوانب المتعلقة بالصندوق.
- إن استكمال البنية التحتية للقطاعات ذات العلاقة بنشاط سوق الأوراق المالية، إضافة إلى تهيئة الجوانب التشريعية والمؤسسية لهاته السوق، يكفل إلى درجة كبيرة ضمان الولادة السليمة لها.

3- متطلبات نجاح أداء أسواق الأوراق المالية

المقصود بالنجاح ومعاييره هو نجاح السوق على مستوى القطاع المالي، الذي يجب أن تكون معاييره فعالة وكفؤة في أداء مهامها من خلال شقين، وهما السوق الأولية التي تنظم طرح أوراق مالية سليمة على الجمهور عامة لا يشعر بها الغش أو التلاعب، وهذا يأتي عن طريق ما يسمى بعوامل نجاح السوق المالي، ومن ثم تأتي السوق الثانوية التي تعتمد على عدة أدوات قصد تفعيل دور السوق المالي وتوفير الأطر المناسبة لحماية المتعاملين¹⁴ وسنحاول من خلال العناصر التالية البحث في عوامل النجاح وطرق ومؤشرات تقدير درجة نجاح هاته الأسواق.

3-1- الشفافية في الإفصاح عن المعلومات

- الشفافية هي: أن يكون نشاط الشركة واضحا ومعلنا، وذلك ليطمئن أي مستثمر أن أحواله تدار بطريقة كفؤة ونزيهة¹⁵.

- أما الإفصاح: فهو إظهار المعلومات ذات الأثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وذلك لجميع المستثمرين بنفس الكمية وفي نفس التوقيت.¹⁶
- ويتركز الإفصاح في: نشر القوائم المالية في أوقات محددة من السنة، وكذلك تقارير مجلس إدارة الشركة، ومراقبي الحسابات.
- الأمر الذي يؤدي إلى: ثقة الجمهور بعمليات السوق وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، وهذا الأمر يتطلب وجودا فاعلا لكل من مهنة المحاسبة والمراجعة.
- والإفصاح نوعان: دوري يخص البيانات المالية، وفوري يخص المعلومات الجوهرية ذات الأثر على السعر.

3-2- الانفتاح على الجمهور وتنويع الأدوات المالية

تتميز البورصات العالمية الفعالة بإعداد الكبير من المتدخلين سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، وكذلك انفتاحها للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك.

إضافة إلى أن الأصول المالية التي يتم تبادلها لا تتسم بطابع التجانس، وهو يمثل عنصر جذب الادخار حيث يتبع للمتعاملين القيام بالاختبارات عديدة وفق مصالحهم واتجاهاتهم ومعتقداتهم، كل هاته العوامل تساعد على النجاح في جمع أكبر كم من المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مما يسرع في معدل دوران وتداول الأدوات المالية.¹⁷

3-3- وجود جهاز مصرفي قادر ومتمكن

المقصود بذلك وجود جهاز مصرفي قادر على تمويل المستثمرين في السوق وقادر على تفهم عمل سوق الأوراق المالية، بحيث تكون مصارفه على علم تام بمخاطر التداول بالأسهم وما نتج عنها، إضافة إلى المعرفة بأموال الاقتصاد الوطني.

فالجهاز المصرفي هو الدعامة الأساسية لوجود سوق أوراق مالية ناجحة، وذلك ما يختص به بصفته وسيطا ماليا يعمل على تعبئة الادخار وترقية وحسن توجيه الاستثمار.¹⁸

3-4- توسيع القاعدة الإنتاجية (أو الصناعية)

لا يمكن توقع سوق مالي فاعل وناجح، دون توفر القاعدة الصناعية، كون السوق المالي تزداد حركيته وفاعليته بوجود أطراف العجز المالي الذين تعجز الحكومة والقطاع المصرفي عن تمويلهم، ولا يتحقق ذلك إلا بتوسع وتطور النشاط الصناعي أو الإنتاجي.

كما أن عملية بناء المؤشرات المالية التي تقيس حالة السوق تعتمد إلى حد كبير على حجم العينة الداخلة في تقييم هذا المؤشر، واتساع حجم العينة يعتمد على اتساع القاعدة الصناعية، كما أن زيادة عدد الشركات العاملة، تفعل من التداول اليومي في السوق المالي.

وما يعاب على الدول العربية سيطرت شركات الخدمات والعقار، وهو ما يضعف أداء السوق ودوره في التنمية.¹⁹

3-5- توفير نظام فعال للاتصال والربط

يتطلب عمل السوق وكفاءة المعلومة، وجود تجهيزات حديثة كأجهزة الحاسوب واللوحات الالكترونية، ووسائل الاتصال المتطورة، وذلك لتسهيل تنفيذ عمليات السوق، والحد من التذبذب في الأسعار وزيادة كفاء عمل السوق، بتسهيل وتوثيق الأسهم ونقل ملكيتها، وجمع البيانات ونشرها.²⁰

3-6- الجهود الترويجية

سوق الأوراق المالية كغيره من الأسواق يحتاج إلى الترويج للأدوات المتداولة فيه في أشكالها المختلفة، كما يحتاج إلى الترويج للسوق في حد ذاتها على المستويين المحلي والدولي، وهذا يتطلب:²¹

- نشر الوعي المصرفي والاستثمار من خلال وسائل الإعلام والدعاية.
- تأسيس دائرة للمعلومات والبيانات عن أداء السوق المالي وحجم التداول اليومي الشهري والسنوي.
- تنشيط المركز البحثية المختصة بالشؤون المالية.
- فتح موقع على الانترنت خاص بالسوق المال المزمع الترويج له.
- إقامة ندوات ومؤتمرات علمية حول أداء وأهمية البورصة.

"كل المتطلبات السابقة تشكل ركنا أساسيا لإقامة السوق المالية الناجحة كونها تشكل مجتمعة عوامل أو مقومات بناء سوق أوراق مالية فعالة وناجحة، ويظهر ذلك جليا من خلال توحيدها في هدف واحد هو جذب المدخرات أو تعبئتها ومن ثم تمويل الاستثمارات".

4- مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية

لا يمكن أن يتم قياس درجة تطور السوق بالاستناد إلى معيار واحد أو عدد محدود من المعايير، ذلك أن كل معيار يعاني من بعض أوجه القصور الإحصائي أو المفاهيمي، لذلك قد يكون من الضروري الاستناد إلى معايير عدة تغطي ولو نسبيا أغلب مظاهر التعدد من مفهوم التنمية لسوق الأوراق المالية.²²

4-1- مؤشرات حجم السوق

هناك مؤشران لقياس حجم السوق وهما:

1.1.4- نسبة رأس مال السوق (رسملة السوق): تمثل هذه النسبة²³ "القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية (الأسهم) المدرجة في السوق / الناتج المحلي الإجمالي".

- دلالة هذه النسبة:²⁴ يعكس هذه المؤشر مدى قدرة السوق على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرتها على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق.

- النقد الموجه إلى هذا المؤشر:²⁵ هناك أسواق تتميز بارتفاع هاته النسبة، في حين حجم التعامل بها صغير (غير نشطة).

مثلا: جنوب إفريقيا تميزت بارتفاع نسبة رأس مال السوق خلال الفترة (1988-1993) إذ بلغت في المتوسط 154%، بينما بلغت نسبة التداول (سيتم التطرق إليها لاحقا) فيها 8% فقط.

2.1.4- عدد الشركات المدرجة: يعتبر هذا المؤشر مقياسا إضافيا لحجم السوق، فقد يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى زيادة درجة اتساع السوق حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني.²⁶

- غير أن هذا المؤشر فقد دلالاته إذا لم يصاحبه مؤشر نسبة رأس المال، فقد يكون عدد الشركات كبير وإجمالي القيمة السوقية صغير، مما لا يعكس حجم السوق.

- "إلا أن ذلك لا ينفي أن هذا المقياس يعبر في كثير من الحالات على النمو السريع لتلك الأسواق" فنجد مثلا دولاً مثل الدول الصاعدة وخلال الفترة الممتدة بين 1985-1995 زادت فيها عدد الشركات المدرجة بـ 137%، مما يعكس بالفعل النمو السريع لهاته الأسواق.²⁷

2-4 - مؤشرات السيولة

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية. وفي الأسواق مرتفعة السيولة تزداد فرص الشركات المدرجة في الحصول على احتياجاتها المالية (عن طريق الإصدار أو الاقتراض).²⁸

ويستخدم الاقتصاديون مقياسين لحساب، درجة سيولة التداول في البورصة:²⁹

1.2.4 - نسبة حجم التداول: تمثل هذه النسبة "قيمة الأوراق المتداولة في السوق / الناتج المحلي الإجمالي".

- دلالة هاته النسبة: تشير إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد الوطني، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة فيه، وتعكس حجم النشاط.

وتكمل هاته النسبة نسبة رأسمال السوق، فقد تكون هذه الأخيرة مرتفعة في حين أن حركة التعاملات ضعيفة، فمثلا الشيلي تميزت خلال الفترة (1988-1996) بنسبة رأس مال السوق 52% وبلغت نسبة حجم التداول 4%.

2.2.4 - معدل الدوران: تمثل هذه النسبة القيمة الإجمالية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسوما على قيمة رأس مال السوق أي: [القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في السوق / رأس مال السوق].

- دلالة هاته النسبة: توضح درجة النشاط في سوق الأوراق المالية.

ويكمل معدل الدوران نسبة رأسمال السوق، فقد يكون سوق للأوراق المالية "صغيرا ونشيطا".

مثل ما هو الحال في الهند خلال الفترة الممتدة بين (1986-1993) حيث بلغ المتوسط السنوي لهذين 16% و 0.5% على التوالي، وعلى العكس من الهند، تتميز جنوب إفريقيا بارتفاع نسبة رأس المال السوقي بينما ينخفض بها معدل الدوران إلى 0.05%.

ويكمل معدل الدوران نسبة التداول، كونه يقيس حجم المعاملات إلى حجم السوق أما نسبة التداول فتقيس حجم المعاملات إلى حجم الاقتصاد.

فالسوق الصغير الذي يتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض به نسبة التداول بينما يرتفع به معدل الدوران، فمثلا البرازيل تتميز بانخفاض نسبة التداول وارتفاع معدل الدوران، إذ يبلغ المتوسط السنوي لهذين المؤشرين خلال الفترة 1986-1993 نحو 5% و 48% على التوالي.³⁰

3-4 - مؤشرات التركيز وعدم الاستقرار

1.3.4- مؤشرات تمركز السوق: تقاس هذه النسبة من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأسمال السوق.

- دلالة هذا المؤشر: يشير إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، وتعد درجة التمركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق.

تتميز البورصات الناشئة بارتفاع درجة التمركز بسبب انتشار الشركات الحكومية أو العائلية المغلقة، حيث بلغ نصيب أكبر عشر شركات كمتوسط في البورصات الناشئة 42% سنة 1995، في حين بلغ في نفس الفترة في الدول المتقدمة 12%.³¹

2.3.4- مؤشرات عدم الاستقرار: تقاس هذه النسبة بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا.

ودلالة هاته النسبة تشير إلى درجة التقلب في العوائد في سوق الأوراق المالية، بمعنى آخر تشير إلى درجة عدم الاستقرار في السوق. وعادة ما يعنى انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشر التطور وتنمية السوق.³²

ثانيا- تقييم نشأة وأداء بورصة الجزائر

قصد الوقوف على الظروف التي صاحبت قيام بورصة الجزائر، وتقييم أداء هاته البورصة قسما هذا المحور إلى نقطتين حيث سنتناول في الأولى، ظروف نشأة البورصة ولقد اخترنا الفترة الممتدة بين 1993 تاريخ وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر، و1999 تاريخ إدراج أولى الشركات في بورصة الجزائر. أما في النقطة الثانية فسنحاول تقييم أداء بورصة الجزائر خلال سنة 2007 كنموذج لقياسها.

1- تقييم الإطار التشريعي لإنشاء بورصة الجزائر

عرفت الفترة التي سبقت الانطلاقة الفعلية لبداية نشاط بورصة الجزائر أي قبل 1999 عدة تنظيمات تشريعية كانت تصب جميعها في تحقيق هدف إنجاحها، نذكر من بينها:

1-1 - صناديق المساهمة³³

في 12 جانفي 1988 تم إصدار القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، فقد تم تقييم رؤوس أموال المؤسسات العمومية بأعداد من الأسهم ووزع بين صناديق المساهمة الثمانية، وبذلك تحولت الشركات العمومية إلى شركات أسهم، وهو ما لا يمكن تصور نجاحه دون إنشاء سوق تتبادل فيها هذه الأسهم.

إلا أن الأسهم التي تصدرها الشركات العامة تحدها الصناديق العامة ويتم تداولها بين أطراف القطاع العام أي بين صناديق المساهمة، وبالتالي لا مكن العمل البورصة أن يظهر لأن المالك الوحيد هو الدولة.

1-2- الخصصة

ظهرت الخصصة في التشريع الجزائري من خلال الأمر 95-22 المؤرخ ف 26 أوت 1995 المعدل بالأمر رقم 97-11 المؤرخ في 19 مارس 1997، وقد حددت المادة (05) منه، أربع أشكال للخصصة:³⁴

- اللجوء إلى الأسواق المالية وطرح بيع أسهم في هذه الأسواق.

- عن طريق البيع بالمزايدة.

- عن طريق التراضي.

- خصوصة التسيير والإدارة حسب طرق تحدد بمقتضى التنظيم.

إلا أن الملاحظ أنه لم يتم اعتمادا البورصة في خصوصة المؤسسات العمومية.

1-3- نظام الاستثمار بالجزائر

يعتبر قانون (1993) لترقية الاستثمار أحد أهم القوانين التي تنظم وتشجع الاستثمار الخاص في الجزائر المحلي والأجنبي، والذي تم تعديله في شهر أوت 2001، نظرا للنقائص التي تسويه وأهم ما يميز نظام الاستثمار في الجزائر:

-المجلس الوطني للاستثمار الذي يرأسه رئيس الحكومة.

-الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار.

-الشباك الوحيد واللامركزي الذي يهتم بانشغالات المستثمرين.

-صندوق دعم الاستثمار.

-إضافة إلى أنظمة حوافز العامة والخاصة (الخاصة بمناطق ذات أولوية).

لكن ورغم هذا يظل الاستثمار المحلي والأجنبي بصفة خاصة موجها إلى قطاعي

الخدمات والمحروقات.³⁵

1-4- استكمال قيام بورصة الجزائر

قصد استكمال شروط قيام بورصة الجزائر تم إصدار عدة مراسيم تنفيذية وأنظمة قانونية، يمكن ذكر بعضها كما يلي:

- النظام رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وكذا واجباتهم.

-المرسوم التنفيذي رقم 96-08 المؤرخ 10 جانفي 1996 المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية.

-النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 ديسمبر 1997 المتضمن قواعد تسيير البورصة.

رغم صدور هذه الأنظمة إلا أن البورصة مازالت تفتقد لنظام المقاصة والتسوية المستقل والكفؤ.

1-5- توسيع نطاق الجهاز المصرفي

نتيجة للإصلاحات التي جاء بها قانون النقد والقرض 90-10 أصبح النظام المالي الجزائري يتكون من (وهذا خلال الفترة محل الدراسة):³⁶

- ستة بنوك عمومية بما فيها الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.

- مؤسسة عمومية للتأمين معتمدة لتنفيذ العمليات المصرفية.

- اثنا عشر بنك خاص بما فيها مصرف واحد ذو رأسمال مشترك.

- أربع مؤسسات مالية بما فيها مؤسسة واحدة عمومية.

- مؤسستين للقرض الإيجاري ومصرف للتنمية في طور إعادة الهيكلة.

إلا أن البنوك والمؤسسات الخاصة بقيت بعيدة كل البعد عن ممارسة دورها في البورصة كوسيط، كما أن البنوك الخاصة (هاته التجربة) عرفت فشلا فقد تم حل 7 بنوك خاصة كلها جزائرية (الخليفة، الصناعي والتجاري...الخ).

1-6- الوسطاء والمتعاملون والأدوات المالية

بالنظر إلى الملحق (2) يظهر جليا أن التعامل تم بشكل كبير في إطار القطاع العام وبعيدا عن القطاع الخاص، مما يبرز عدم فاعلية وركود التعامل في البورصة الجزائرية.

كما أن الأدوات المتداولة تقتصر على الإشكال التقليدية منها، والمتمثلة في الأسهم والسندات مما يضمن وبشكل كبير البعد كل البعد عن تعبئة مدخرات الجمهور وذلك لعدة عوامل تم ذكرها أنفا.

2- تقييم المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري

من خلال الملحق رقم (01) يمكن ملاحظة ما يلي:

2-1- نسبة التضخم

نلاحظ ارتفاع كبير في معدل التضخم سنة 1994، وذلك راجع إلى تخفيض سعر الصرف (من 22.د.ج إلى 36.د.ج مقابل الفرنك الفرنسي) بهدف تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات.

أما في 1995 وابتداء من هاته السنة تراجع معدل التضخم بفعل السياسة التي اتبعتها الدولة وفق ما جاء في اتفاقية سناندياي، واتفاقية التمويل المسهل نتيجة إعادة جدولة الديون الخارجية، ورفع إنتاج المحروقات، وتخفيض الإنفاق العام، وارتفاع سعر البرميل من النفط المصدر... الخ.

2-2- الناتج المحلي الخام والميزان التجاري واحتياطي الصرف والنمو الاقتصادي

كل العوامل التابعة لسعر البرميل تتغير في نفس اتجاه تغيره، كون الاقتصاد الجزائري يعتمد على الصادرات من المحروقات بنسبة 98% من إجمالي الصادرات.

2-3- الاستثمار الأجنبي

عرف الاستثمار الأجنبي انتعاشا انطلاقا من سنة 1995، وهنا نقصد الاستثمار خارج قطاع المحروقات. وقد مهد لهذا الانتعاش النسبي قانوني 1990 (النقد والقرض)، وقانون 1993 المنظم للاستثمار الخاص المحلي والأجنبي. حيث نص قانون النقد والقرض على ثلاث مبادئ تسهل توطين رؤوس الأموال الأجنبية في الجزائر: ³⁷

- أصبحت الجزائر اليوم تعترف وتقبل التحكيم الدولي في كل النزاعات التي تنجم مع شركائها المستثمرين غير المقيمين في الجزائر.

- لا يوجد حد معين للمساهمة الأجنبية في الاستثمار بالجزائر، إذ يمكن أن تصل المساهمة الأجنبية إلى 100% ما عدا في قطاع المحروقات.

- إن القانون الجزائري لا يفرق في المجال الاقتصادي والمالي بين الوطني- والأجنبي إنما الفرق يكون بين المقيمين وغير المقيمين.

2-4- المديونية الخارجية

يمكن إرجاع نسبة المديونية الخارجية إلى الأسباب التالية:

- انخفاض إيرادات صادرات المحروقات (أزمة 1986).

- انخفاض أسعار صرف الدولار بالنسبة للجزائر، ومن ثم تخفيض عملة الدينار مقابل الدولار.

- ارتفاع قيمة الواردات نتيجة تدهور الوضع الاقتصادي للمؤسسات الجزائرية إضافة إلى عامل سعر الصرف وارتفاع سعر الفائدة الحقيقي للدول المصنعة في مقابل انخفاضه في الدول النامية.

2-5- سعر إعادة الخصم

عرف سعر إعادة الخصم المطبق من البنك المركزي ارتفاعا من 1993 إلى 1995 في إطار السياسة النقدية المتبعة من طرف البنك المركزي الجزائري والتي كانت تهدف إلى معالجة التضخم بامتصاص الفائض من الكتلة النقدية المتداولة.

ثم تراجع بعد ذلك ابتداء من سنة 1996 ليستمر هذا الانخفاض إلى 9.5% وهي فترة نهاية برنامج التعديل الهيكلي مع صندوق النقد الدولي (1998).

2-6- سعر الصرف

لقد ارتبط سعر الصرف بالفرنك من 1964 إلى 1973، د.ج يقابل فرنك. ثم ارتبط بسلة من العملات من 1974 إلى 1994 عددها 14 عملة صعبة. ومنذ 1995 اتبعت الجزائر سعر الصرف العائم.

وفي 1994 تم تخفيض سعر صرف الدينار بـ 40.17%، في إطار برنامج صندوق النقد الدولي الذي يهدف إلى معالجة العجز المؤقت في ميزان المدفوعات. وبعد 1995 عرف سعر نوعا من الاستقرار حيث بلغ متوسط التغير 5%.

3- تقييم مؤشرات أداء بورصة الجزائر

بعد تقييم المرحلة التي فصلت بين تاريخ التأسيس وتاريخ دخول أولى الشركات إلى بورصة الجزائر، ارتأينا أن نخضع أداء بورصة الجزائر إلى مؤشرات قياس درجة تطور سوق الأوراق المالية الجزائر، واخترنا سنة 2007 كنموذج للتقييم على أن نتطرق في عنصر ثان إلى العوامل التي حالت دون تطور وتوسع سوق الأوراق المالية الجزائرية.

3-1- مؤشرات درجة تطور أداء بورصة الجزائر لسنة 2007

سوف نستخدم المؤشرات التي تطرقنا إليها في القسم الأول من هذه الورقة (مؤشرات درجة تطور أسواق الأوراق المالية).

لدينا المعطيات التالية:

- الناتج المحلي الإجمالي: 135 مليار دولار = 135000 مليون دولار.

- القيمة السوقية للأوراق المالية: 97.2 مليون دولار.

- قيمة الأوراق المتداولة: 0.2 مليون دولار.

عنوان جدول (02): مؤشرات قياس درجة التطور في بورصة الجزائر

المؤشر	القانون	قيمة المؤشر
عدد الشركات المدرجة	—	02 شركة
نسبة رأس مال السوق	القيمة السوقية للأوراق المالية / الناتج المحلي الإجمالي	$97.2 = \frac{0.00072}{135000} = 0.072\%$
نسبة حجم التداول	قيمة الأوراق المتداولة/الناتج المحلي الإجمالي	$0.2 = \frac{0.000148}{135000} = 0.000148\%$
معدل الدوران	القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة/القيمة السوقية للأوراق المالية	$97.2 = \frac{0.2}{0.002} = 0.2\%$
تمركز السوق	رأس مال أكبر، شركات في السوق	لا يمكن حسابه (2شركات فقط).

المصدر: التقرير السنوي لصندوق النقد العربي(انظر الى الملاحق الخاصة باداء بورصة الجزائر)

من خلال الجدول السابق يمكن ملاحظة ما يلي:

أولاً: نسبة رأسمال السوق صغيرة جداً (0.072%) من الناتج المحلي الإجمالي، وهي تدل على صغر هذه البورصة نسبة إلى اقتصاد الجزائر، كما تعكس ضعف قدرة السوق على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار.

ثانياً: عدد الشركات المدرجة الصغير يترجم بشكل كبير حقيقة هذه البورصة، والتي إذا ما قيست ببورصات أخرى سواء على مستوى الدول النامية أو المتطورة، فهذا العدد لا يؤهلها للقيام بوظائف البورصة المعروفة، ولقد ساهم هذا العدد بشكل كبير أيضاً في ضعف كل مؤشرات الأداء الأخرى.

ثالثاً: نسبة حجم التداول ضعيفة جداً، وكذلك معدل الدوران بسبب:

- وجود يوم واحد للتداول والأسبوع.
- نقل الملكية من المشتري للبائع لا يتم إلا بعد أسبوع من العملية.
- قلة عدد الشركات المدرجة فيها.
- نقص الحركة لدى المتعاملين نتيجة نقص الخيارات ونقص المعلومات الكاملة.
- غياب أو انعدام أو ضعف إعلام المواطنين بنشاطات وبدور البورصة وعملياتها.

3-2- العوامل التي تعرقل تطور بورصة الجزائر

توجد عدة عوامل تمنع نضوج وتطور السوق المالية الجزائرية، نوجز أهمها في النقاط التالية:

- الجباية والتضخم: كلاهما يمس دخل الأفراد مما ينعكس على الادخار لدى الأفراد، ومن ثم على الاستثمار شكل عام، وعلى الاستثمار في البورصة بشكل خاص.
- السوق الموازية: تمثل البديل الأمثل لاستثمار مدخرات الأفراد، كونها بعيدة عن مراقبة الدولة ومن ثم عن الضريبة.
- طبيعة المؤسسات: معظم المؤسسات الجزائرية مؤسسات ذات مسؤولية محدودة، أو شركة ذات اسم جماعي، وهذا ما يعرقل توسع السوق المالي.
- نتائج المؤسسات: لا تقبل البورصة إلا المؤسسات الناجحة التي لها سنتان ربح على الأقل، وفي الاقتصاد الجزائري يوجد عدد قليل من المؤسسات التي تحقق الربح، وهذا العامل يحول دون تطور وتحقيق توسع البورصة.
- ضيق نطاق الأدوات المالية، يحول دون القدرة على تحويل الادخار إلى استثمار.
- عامل الإفصاح: غياب الشفافية والإفصاح وبالتالي عدم كفاءة التسعير.
- عامل المقاصة: المقاصة في الجزائر تتم خلال 7 أيام (بالكويت في نفس اليوم)، وذلك ما يبطئ معدل الدوران.

الخاتمة

من خلال عرضنا لأهم متطلبات النجاح في إنشاء وإدارة سوق الأوراق المالية، وبإسقاطنا لبعض هاته المتطلبات على حالة بورصة الجزائر. لاحظنا أن الظروف الاقتصادية التي صاحبت الإنشاء والانطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر ساهمت بجزء كبير في النتيجة الحتمية التي رسمها أداء بورصة الجزائر، كما أن عدم اكتمال البناء الهيكلي للبورصة، وغموض النصوص التشريعية التي تنظمها وعدم مرونتها ساهم بقسط كبير في الجهود المستثمر الذي يميز هاته البورصة.

إذن فظروف النشأة وغياب الإرادة السياسية التي تهدف إلى تفعيل دور البورصة وعدم مرونة الإطار التشريعي كلها عوامل اجتمعت لتبرر أسباب الولادة الميتة لبورصة الجزائر.

الملحق 1: المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة بين (1993-

1999).

وحدة القياس	المؤشر السنة	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
%	1 التضخم	20.5	29	29.8	18.7	5.7	5.0	2.6
مليار د.ج	2 الناتج المحلي الخام	1189.7	1487.4	2002.6	2564.7	2780.2	2810.1	3215.2
مليار دولار	3 الميزان التجاري	+2.728	-0.3	-0.2	4.1	5.7	1.5	4.2
%	4 البطالة*	21.3	27	28	28	28.2	—	—
%	5 النمو الاقتصادي	-2.2	-0.9	3.9	4	1.1	4.5	3.2
مليون \$	6 خارج قطاع المحروقات	—	—	25	270	260	501	507
د.ج	7 سعر الصرف	22.5	36	47.6	54.7	57.6	58.8	66.6
%	8 معدل الفائدة (إعادة الخصم)	11.5	15	14	13	11	9.5	8.5
الدولار	9 سعر اليرميل	—	16.3	17.6	21.7	19.5	12.9	17.9
مليار دولار	10 المديونية	25.7	29.5	31.6	33.7	31.2	30.5	28.3
مليار دولار	11 احتياطي الصرف	2.2	1.1	2.3	4.5	8.3	7	4.7

* ز غدار أحمد، الاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة الباحث، العدد 03 جامعة ورقلة، 2004 ص167.
** عبد المجيد بوزيدي، تسعينات الاقتصاد الجزائري، الجزائر، المؤسسة الوطنية للفنون المطبعية، 1999.
المصدر: بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الجزائر، د م ج، 2006

2- الوسطاء والمتعاملون والأدوات المالية في بورصة الجزائر

الوسطاء*	المتعاملون	الأدوات المالية المتداولة**
- شركة الراشد المالي: - BEA البنك الخارجي الجزائري. - CNMA الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي. - CCR شركة التأمين وإعادة التأمين. - المؤسسة المالية العامة: SOGEFI. - القرض الشعبي الجزائري CPA. - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP. - الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT. - مؤسسة توظيف القيم المنقولة: SPDM. - بنك الجزائر للفلاحة والتنمية الريفية BADR. - الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR. - يونيون بنك Brock rage	هيئات التوظيف الجماعي في الأدوات التالية: - شركات الاستثمار ذات رأس مال المتغير. - صناديق التوظيف الجماعي. الهيئات الأخرى: - صندوق الضمان (صندوق وسندات قسيمة يتكون من مجموعة وسطاء) بنك الجزائر جمعية الوسطاء في عملية المساهمة.	- الأسهم - السندات - أصول مالية أخرى: - شهادات الاستثمار - صناديق وسندات قسيمة - الاكتتاب في الأسهم، سندات

*المصدر مروة أحمد جمال الدين، واقع البورصات و افاق تطويرها في الدول العربية، رسالة ماجستير.
 **شيفي بلال (تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية)، ماجستير 2006. جامعة الجزائر.

هوامش البحث:

- 1 - عيسى حمد الفارسي وآخرون في ملتقى " دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية"، ليبيا، جامعة الفاتح، 2005.
- 2 - نفس المرجع.
- 3 - أحمد حسين راشد الكيسي، مقومات نجاح الأسواق المالية، الموقع الإلكتروني:
<http://qatares.com/vb/shwthread.php?t=13080>.
- 4 - منجد عبد اللطيف الخشالي، "إمكانية إنشاء سوق للاوراق المالية"، في ملتقى دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، ليبيا، جامعة الفاتح، 2005.
- 5 - علي عطية عبد السلام، "تفعيل سوق الأوراق المالية في ليبيا، في ملتقى دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، ليبيا، جامعة الفاتح، 2005.
- 6 - عيسى حمد الفارسي وآخرون، مرجع سبق ذكره.
- 7 - منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سبق ذكره.
- 8 - نقيه الياس، عوامل نجاح سوق مالية الجزائر، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003. ص.14.
- 9 - عبد الرحمان نيشوري، مجلة الحوار المتمدن، عدد 1427، تاريخ 2006/01/11.

- 10 - عيسى حمد الفارسي وآخرون، مرجع سبق ذكره.
- 11 - أحمد حسين راشد الكيسي، سبق ذكره.
- 12 - نفس المرجع.
- 13 - علي عطية عبد السلام، مرجع سبق ذكره.
- 14 - هاشم الصباغ، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية للدوحة، الموقع الإلكتروني:
<http://qatarshares.com/vb/archive/indx.php?t=50753>.
- تاريخ الاطلاع: 25 ماي 2008 على الساعة 22:00.
- 15 - نفس المرجع.
- 16 - نفس المرجع.
- 17 - تقية الياس، مرجع سبق ذكره، ص. 15.
- 18 - نفس المرجع ونفس الصفحة.
- 19 - منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سبق ذكره، ص. 4.
- 20 - علي عطية عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص. 7.
- 21 - منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سبق ذكره، ص. 6.
- 22 - عاطف وليم أندرسون، أسواق الأوراق المالية، مصر، دار الفكر الجامعي، 2006، ص-ص. 210-209.
- 23 - مروة أحمد جمال الدين، واقع البورصة و آفاق تطورها في الدول العربية، مذكرة ماجستير جامعة الجزائر، 2007، ص. 11.
- 24 - عاطف وليم أندرسون، مرجع سبق ذكره، ص 211.
- 25 - نفس المرجع ونفس الصفحة.
- 26 - مروة أحمد جمال الدين ص. 11.
- 27 - عاطف وليم أندرسون، مرجع سبق ذكره، ص 212.
- 28 - نفس المرجع، ص 214.
- 29 - مروة أحمد جمال الدين مرجع سبق ذكره ص. 11.
- 30 - عاطف وليم أندرسون، مرجع سبق ذكره، ص 215.
- 31 - مروة أحمد جمال الدين مرجع سبق ذكره ص. 12.
- 32 - عاطف وليم أندرسون، مرجع سبق ذكره، ص 216.
- 33 - ناصر المهدي، "الإصلاحات المالية في الجزائر"، مجلة الأفاق، الصادرة عن جمعية آفاق اقتصادية، جامعة البليدة، العدد 2005/04، ص. 45.
- 34 - عيسى بهدي، إنشاء المؤسسة الشبكية، مجلة الباحث، عدد 03، جامعة ورقلة، 2004، ص. 11.
- 35 - ناجي بن حسين، تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 24، الجزائر ديسمبر 2005، ص. 05.
- 36 - فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع و آفاق، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2003.

37 - عبد المجيد بوزيدي، تسعينات الاقتصاد الجزائري، الجزائر: المؤسسة الوطنية للفنون المطبعية، 1999. ص. 38.

قائمة المراجع:

أولا الكتب:

1. عاطف وليم أندرسون، أسواق الأوراق المالية، مصر، دار الفكر الجامعي، 2006.
2. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، الجزائر: ر م ج، ط3، 2006
3. عبد المجيد بوزيدي، تسعينات الاقتصاد الجزائري، الجزائر: المؤسسة الوطنية للفنون المطبعية، 1999.
4. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، مصر: عالم الكتب، ط3، 2003.

ثانيا: الأطروحات والرسائل:

5. شيخي بلال: تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس، 2005.
6. مروة أحمد جمال الدين، واقع البورصة و آفاق تطورها في الدول العربية، مذكرة ماجستير جامعة الجزائر، 2007.
7. تقيّة الياس، عوامل نجاح سوق مالية الجزائر، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003.
8. علي العمودي، سوق الأوراق المتداولة و دورها في تحقيق التنمية، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، 2002.
9. فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع و آفاق، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2003.

ثالثا: المجلات و الملتقيات:

10. مجلة الأفاق، الصادرة عن جمعية أفاق اقتصادية، جامعة البليدة، العدد 2005/04.
11. مجلة الباحث، الصادرة عن جامعة ورقلة، العدد 2004-03.
12. مجلة العلوم الإنسانية، موقع على الانترنت، العدد 2005-24.
13. عيسى حمد الفارسي وآخرون ملتقى "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية"، ليبيا، جامعة الفاتح، 2005.
14. عبد الرحمان نيشوري، مجلة الحوار المتمدن، عدد 1427، تاريخ 2006/01/11،

رابعا: مواقع الانترنت:

15. أحمد حسين راشد الكبيسي، مقومات نجاح الأسواق المالية، الموقع الإلكتروني: <http://qatares.com/vb/shwthread.php?t=13080>.
16. هاشم الصباغ، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية للدوحة، الموقع الإلكتروني: تاريخ الاطلاع: 25 ماي 2008 على الساعة 21:30.

<http://qatarshares.com/vb/archive/indx.php?t=50753>.

تاريخ الاطلاع: 25 ماي 2008 على الساعة 22:00.
17. عبد الرحمن تيشوري، هل تشهد أداة ادخار و ربط بين المدخرين و المستثمرين،
الموقع الالكتروني:

<http://www.dlhwar.org/debat/show.art.asp?aid=54551>.

18. ناجي بن حسين، تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر، الموقع الالكتروني:

<http://www.ulum.nl> مجلة العلوم الانسانية

تاريخ الاطلاع: 17 مارس 2006 على الساعة 15:00

19. التقرير السنوي لصندوق النقد العربي 2007: www.amf.org.ae

تاريخ الاطلاع 2008-05-28. على الساعة 18:30.