

واقع و دور بورصة الجزائرية في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر
المعوقات والحلول

**The role and role of Bursa in financing the economic development in
Algeria Constraints and solutions**

د. جدار رياض
جامعة الجزائر 3

ملخص:

مع تزايد الانفتاح المالي والتحرير للمعاملات المالية خاصة بعد الأزمات المالية العالمية ، برزت أهمية التمويل المباشر كأحد الآليات الهامة، وتبلورت فكرة تطويرها بالحاجة إلى تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعية .

إن تحقيق النمو الاقتصادي في أي دولة، وضمان إستمراره يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، و يرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء و مردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيها منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، على عكس التمويل غير المباشر ، يعتبر التمويل المباشر تلك الآلية التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الجمهور سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات أخرى مباشرة ودون وساطة المؤسسات المالية ، وذلك من خلال آلية السوق المالي.

الكلمات المفتاحية: سوق المالي ، مصادر التمويل ، بورصة ، أوراق مالية .

Abstract: As the increasing of financial openness and liberalization in financial transactions, the importance of direct financing emerged as one of the main mechanisms. The achievement of economic growth in any country and the ensure of its continuity is one of the main objectives of the economic policies in major economies. Thus, it is linked largely to the performance and cost-effectiveness of economic institutions that are considered national economy's engine. This required from them to provide the necessary financial resources, , the direct finance mechanism allows institutions to obtain financial resources from the public, whether individuals or other organizations through the financial market mechanism.

Key words: financial market, funds sources, stocks, financial securities.

تمهيد: يعتبر عنصر رأس المال من أهم العناصر في المؤسسة الاقتصادية، فهو المحرك الرئيسي لجميع خططها ومشاريعها سواء في مرحلة الإنتاج أو في مرحلة التسويق. من أهم المصادر التي تتيح الحصول على عنصر رأس المال: الموارد الذاتية والتمويل البنكي، فقد كانت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية تعتمد عليها بصورة كلية، لكن بعد ظهور مصدر آخر للتمويل ألا وهو بورصة الجزائر ، وبدأت معظم المؤسسات الجزائرية في الانطواء تحت مظلتها وذلك بإصدار أسهم أو سندات حسب طبيعة المؤسسة، ومن بين المؤسسات التي دخلت البورصة في البداية نجد: الرياض- صيدال - فندق الأوراسي ثم تدخلت مؤسسات أخرى و انسحبت أخرى .

أهمية البحث : نظرا لما تتمتع به البورصة من امتيازات حيث أن المؤسسات لا تكون مقيدة بشروط تسديد القرض في أجل محدد كما هو الحال في التمويل المصرفي و البنكي . إذن في هذه المقالة أسعى إلى توضيح مدى مساهمة البورصة و بوسة الجزائر بتحديد في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، وإمكانية استغناء المؤسسات الجزائرية عن مصادر التمويل التقليدية أو على الأقل تقليل اللجوء إليها مما له من سلبيات ودرجة مخاطرة كبيرة على المؤسسات الناشئة بخصوص خاصة مع ظهور البورصة.

إشكالية البحث : إن للبورصة دور هام في اقتصاديات معظم الدول لما لها من أهمية حيوية في تمويل الأنشطة الاقتصادية و تحقيق التنمية الدائمة بكفاءة عالية ، وعلى ذلك تبدو أهمية البورصة عند الاقتصاديين , ولهذا أحببت أن أصب بعض الإشكاليات في واقع سوق المال في الجزائر و ما هي معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر و آفاق سوق الأوراق المالية في الجزائر التي هي محرك الاقتصاد الوطني .

هدف البحث: نهدف من خلال ورقة البحث هذه إلى تشخيص المعوقات التي حالت دون أداء البورصة في الجزائر للدور الذي كان منتظرا منها ، ومن ثم اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز هذه العقبات وتفعيل دور البورصة في الاقتصاد الجزائري.

الفرضيات : تقوم هذه الدراسة على الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى : برغم من أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات الوطنية إلا انها غير مهتم فيها في الجزائر .

الفرضية الثانية : البحث عن آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر من اجل كسر

معوقات نهوض سوق الأوراق المالية في الجزائر.

الفرضية الثالثة : وفق أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني لا توجد قوة في اداء بورصة الجزائر .

المنهج المستعمل : استعملت في مقالتي المنهج الوصفي التحليلي بالاستعانة بالكتب والمراجع

وموقع بورصة الجزائر و الاعتماد على الدوريات والإحصائيات التي هي قليلة جدا في هذا الميدان للوصول إلى واقع بورصة الجزائر و تحليل هذه البيانات و استخدام الأساليب الإحصائية للوصول إلى نتائج علمية دقيقة , وبهذا شمل المقال المحاور التالية :

المحور الأول : أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات الوطنية

المحور الثاني : واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر

المحور الثالث : معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر

المحور الرابع : آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر

المحور الأول : أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني : وتعتبر أسواق الأوراق

المالية أحد ثلاثة عناصر لأسواق المال والمكونة من 1: سوق النقود الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي .

2. سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين .

3. سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول . يظهر لنا العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ تؤدي دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية من هذا المنطلق تكمن أهمية سوق الأوراق المالية فيما يلي :

أولاً: فيما يخص الأهمية المالية : لتمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية والعمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة. ولجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية، لأن المستثمرين غالباً ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، وبهذا فإن الاستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح وتستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل وعليه فإن البورصة تؤدي دورا مزدوجا إذ تفيد المستثمر من جهة و المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى.

1- بالنسبة للمستثمر : يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، وهو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة. " فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين و المعنويين المستثمرة في شكل أسهم و سندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقا لظروفه الطارئة والتي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة (1).

2- بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية : من أجل الحصول على ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل، " حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها"، و عليه فإن القيد بالبورصة يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة الشركة و كفاءتها و ضمان لربحياتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها، و هو ما يخلق درجة من الاطمئنان والثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، و بهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها و احتياجاتها. إلى جانب التمويل الطويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض "

(1) عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، " أسواق المال " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 09 .

التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في الأسهم"، التي تلجأ إليها الشركات باعتبارها مصدرا للتمويل من جهة ووسيلة لتنويع المخاطر من جهة أخرى.

ثانيا : الأهمية الاقتصادية : نلاحظ أن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة و العامة و هذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجه نحو الإنعاش و التسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماما أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، و في هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الاقتصادية.

1- دور سوق الأوراق المالية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية : نرى دوما أن سوق الأوراق المالية تسعى لجلب الاستثمارات الأجنبية و هذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول. و منه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها. (1) و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

2- دورها في زيادة الادخار : إذ توفر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار ، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض ؛ كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار. (1)

4- دورها في تقييم الشركات والمشروعات : إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

5- دورها في تجنب الآثار التضخمية إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج. (1)

المحور الثاني: واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر

أولا : أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر: لدراسة لا بد أن نعتمد في ذلك على المؤشرات التالية : **نسبة رأس مال السوق** تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في

(1) فريد النجار، " البورصات و الهندسة المالية "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص 16.

(2) عمر صقر، " العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة "، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003، ص 125 .

(3) صلاح الدين السيسي، " دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة "، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2003، ص 90.

سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي. (1) 2016 . من خلال الجدول نجد أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دورا محتشما من خلال نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي والقيمة المتداولة ب دج، رغم أن رأس مال السوق في السوق الموازية أكثر بأضعاف المضاعفة وراجع في أسهم شركة تأمين أليانس للتأمينات و صيدال و أن سي أ رويبة وكذلك بيوفارم للأدوية. و يعزى هذا التراجع إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى إنخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة إذا ما أخذنا في عين الاعتبار أن رأس مال السوق = عدد الأسهم × سعر السهم . نصف إلى ذلك قلة الشركات المدرجة وبالتالي عدم تنوع فرص الاستثمار، وبهذه المعطيات نجد أن بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة من بين الأسواق العربية و الشكل التالي

المصدر http://www.sgbv.dz/ar/?page=detail_creance بتاريخ 2016/12/21 .

يوضح لنا ذلك: **الجدول 01 : قيمة الأوراق المالية المدرجة في البورصة 2016/12/21 .**

القيمة المتداولة دج	الحجم المتداول	المردود الصافي %	مضاعف الفارق الربحية	الفارق السنوي %	الفارق الشهري %	نسبة التغير %	افتتاح	الرمز	اسم الشركة
595,00	1083	7,53	7,44	-6,08	-0,59	0,00	465,00	ALL	أليانس للتأمينات
0,00	0	8,08	4,87	5,34	5,32	0,00	495,00	AUR	م.ت.ف. الأوراسي
600,00	401	6,67	5,25	-4,33	0,00	0,00	600,00	SAI	صيدال
0,00	0	4,48	15,23	-3,48	-1,47	0,00	335,00	ROUI	أن سي أ رويبة
0,00	0	4,49	7,02	-6,84	0,09	0,00	1 225,00	BIO	بيوفارم

المصدر: تم إعداده بالإستناد إلى : - شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجزائر ، 2016/12/15

2- حجم التداول تشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الإقتصاد القومي و هي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني. والجدول التالي

يوضح لنا ذلك: **الجدول 02 : تطور حجم التداول في بورصة الجزائر**

عدد الصفقات	القيمة المتداولة دج	الحجم المتداول	السعر	الشركة
3	503 595,00	1083	465	ALL
0	0,00	0	495	AUR
0	0,00	0	1225	BIO
0	0,00	0	335	ROUI
4	240 600,00	401	600	SAI

المصدر : شركة إدارة بورصة القيم المنقولة ، الجزائر ، 2016/12/21 .

http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_boc&tid_sea=1659

الملاحظ من الجدول أنخفاض عدد المعاملات المبرمة في بورصة الجزائر خلال عام 2016 و إذ وصل عددها إلى 1083 ويعزى هذا إنخفاض على الإقبال للمستثمرين على سندات و كذا

(1) عاطف وليم أندروس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية "، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2005 ص 100

الإدراج الجديد لأسهم شركة تأمين أليانس للتأمينات وأن سي أ رويبة وكذلك بيوفارم للأدوية دون جدوى، وقد شهدت هذا العام شهدت انخفاضا شديدا إذ وصل عدد الصفقات ككل 3 و 4 وهي نتيجة هزيلة .

جدول 03: يوضح بيانات التداول في بورصة الجزائر بتاريخ 2016/12/21 (الوحدة دج)

الشركة	عدد الصفقات	عدد الأوامر	حجم الأوامر	الحجم المتداول	القيمة المتداولة دج	عدد الصفقات
ALLIANCE ASSURANCES	118	427	977 731	229 549	111 972 100,00	
BIOPHARM	63	355	1 176 516	473 148	659 186 960,00	
EGH EL AURASSI	22	240	142 168	3 491	1 670 980,00	
NCA-ROUIBA	77	670	558 077	63 405	21 004 785,00	
SAIDAL	53	293	151 244	17 698	10 933 185,00	
: المجموع	333	1 985	3 005 736	787 291	804 768 010,00	

المصدر : http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc بتاريخ 2016/12/21 .

نلاحظ أن القيم المتداولة في مجملها ضعيفة لكن الحجم الكبير يعود لشركة الأدوية بيوفارم وهذا راجع للحضر التي قامت به الدولة للأدوية المستوردة مسجلت الشركة بين 2013 و 2016 عدة إستثمارات وعقود مع شركات أدوية عالمية لترخيص لصناعة أدوية في مصانعها , مما زاد قيمتها المتداولة إلا أنه هناك ضعف مسجل في عدد الصفقات ب 77 فقط أمام شركة التأمينات و التي سجلت 118 لكن بقيمة متداولة أقل التي تليها مباشرة شركة رويبة بقيمة متداولة أقل لكن تسجل عدد الصفقات ب 77 , و نسب متفاوت وضعيفة نسبيا بين صيدال و فندق الأوراسي .

1- **أسواق البورصة في الجزائر:** تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين.

I- **تتكون سوق سندات رأس المال من - :السوق الرئيسية:** الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة

- أليانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات،

- أن سي أ-رويبة: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

-سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها¹

¹ - قانون ، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012

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 مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

تتكون سوق سندات الدين من - :سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة - .وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها 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 01 البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة

المصدر : <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>

المحور الثالث : معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر

من الملاحظ والمتبع لما أصبحت عليه بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية وخاصة مع انخفاض سعر البترول الربع الذي كانت تستند إليه الحكومة في سنوات 2001 إلى 2014 في ضبط ميزانيتها و صادراتها. إلا أنه و من خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي ، واجتماعي وثقافي وتنظيمي...إلخ.

وعليه فإنه لا بد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

1- المعوقات الاقتصادية: 1-1- التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها .

وإذا إستمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها.و قد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية .

كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لا بد أن تكون حسابات التكلفة و العائد على أساس الأرقام الحقيقية و ليست الاسمية ، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية ، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم ، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة ، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار 2 وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة

1-2- السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق أصبحت تتزايد بقدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات والمؤسسات على توجيه إداراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية بعكس تشجيعها لتعامل مع هذه السوق .

1-3- ضعف الحوافز الضريبية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات، حيث تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري.

1-4- ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع:

- ارتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة.
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.

- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات. بالإضافة إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولي محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

2- المعوقات السياسية والتشريعية

2-1- المعوقات السياسية: من المعروف أن بورصة الجزائر أنها افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة و هذا ما أسهم في مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية. بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب ، الانقلابات السياسية، والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها.

2-2- المعوقات التشريعية: طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط و جوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، (1) إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، صف إلى ذلك

(1) السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الاقتصادي لمصر 1981/1978 " دار النهضة العربية 2001 القاهرة ص 363.
(1) المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و رقابة عمليات البورصة رقم 97-03 للمؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، الجريدة الرسمية ، العدد 87 ، المؤرخ في 29-12-1997

الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها. (2) نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم، (3) إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999. وكذلك عدم إكتراث جمع الحكومات المتعاقبة لتشجيع المستثمرين و الشركات الإقتصادية الوطنية لدخول إلى البورصة إلا بعض الشركات وعدم الإكتراث للقضاء على السوق الموازية التي أصبحت تنمو يوما بعد يوم حيث وصلت الكتلة النقدية التي تدور خارج البنوك في حوالي 5500 مليار دينار جزائري وهذا حتى نهاية 2016 .

3- المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية

3-1- العائق الاجتماعي والثقافي: إنا 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 الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.

3-2- العامل الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم و سندات 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، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة ، الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة. (4) كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خاتمة الكسب الحلال.

4- المعوقات التنظيمية :

4-1- قلة المؤسسات المدرجة: أن المؤسسات هي 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

(2) بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر 2006/2005، ص 182
(3) نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997.
4- جاسم علي الشامسي ، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع " ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص 743.

محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

4-2- عدم تنوع الأوراق المالية : يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، والتنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا نتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما وسبق الإشارة إليه، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، و يحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية .

4-3- غياب الشفافية: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجماهير، 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 خطر.

4-4- سير عمل البورصة: نلاحظ أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل اثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا. يضاف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت الطويل سيحبط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر. كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك بعض المؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.

5- بروز سوق غير منظمة (غير رسمية) : هي تلك الأسواق التي لا تخضع للمحددات و الأساليب النظامية لنشاط البورصة الرسمية، حيث تختص بتداول الأوراق المالية لكل الشركات التي تعمل خارج مجال البورصة (أي خارج السوق الرسمية)، وتلك الأوراق غير مستوفاة لشروط البورصة ، فأسعارها غير رسمية ، و غير مقيدة بتسعيرة البورصة. و يضم السوق الغير منظم كل من السوقين :

المحور الرابع : آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر تتمثل في:

أولا : التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي

1- محاربة الاقتصاد الموازي: إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد وهذا من خلال العمل على إعداد مشروع قانون للإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجباية والرفع من مردوديتها دون المساس بمبدأ العدل الجبائي، وكذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الاقتصادي.

2- إصلاح النظام الجبائي : و هذا لما للسياسة الضريبية أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين

1-2- الأثر على القرارات التمويلية للشركات : تمثل تكلفة التمويل أحد أهم مكونات تكلفة رأس المال التي تعد المحدد الأساسي للاستثمار ومن ثم عرض الأوراق المالية. وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على اختيارات الشركات لمصادر تمويل الاستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر تمويلي. وتتأثر القرارات التمويلية بدورها بالسياسة الضريبية اعتمادا على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي. إذ أن المعاملة الضريبية لمصادر تمويل الاستثمارات المختلفة: الدين، والأسهم، والأرباح المحتجزة قد تختلف بشكل يؤثر على تكلفة كل مصدر تمويلي ومن ثم على هيكل تمويل الشركة لاستثماراتها في ضوء القرارات التمويلية.

لذا ينبغي على النظام الضريبي أن يحفز الشركات على اختيار التمويل بإصدار أسهم جديدة و ذلك من خلال منح الامتيازات و الإعفاءات الضريبية.

2-2- الأثر على الاستثمار: إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الاستثمار، إذ أنه في ظل وجود ضرائب تؤسس قرارات الاستثمار على التكلفة والعائد بعد الضريبة، وفي ظل هدف تعظيم الأرباح سوف تستثمر الشركة حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحقيقي على الاستثمار مع التكلفة الحدية له، ومن الطبيعي أن يتأثر حجم الاستثمار بالسياسة الضريبية المطبقة وحوافز الاستثمار المقررة. لذا فإن تعدد الضرائب المفروضة على دخل الاستثمار من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار الأمر الذي ينعكس سلبا على حجم الاستثمار، إذ يتزايد تبعاً لذلك عدد المشروعات المرفوضة، ومؤدى ما تقدم انخفاض الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومن ثم عرض الأوراق المالية. ونتيجة لما تقدم لا بد أن تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يسهم في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة ويرفع من ثم من معدلات العوائد ويخفض من ثم تكلفة الاستثمار بعد الضريبة، وذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

3- تفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي في تنمية البورصة: يركز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساسا على مدى تحرير القطاع المالي و يسطع كل من البنك المركزي والبنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي وتخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية على النحو التالي :

أ- دور البنك المركزي: يلعب البنك المركزي دورا هاما في إنعاش وتفعيل دور البورصة وذلك عن طريق:

- ◀ السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج و الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات و ضمان الإكتتاب بها.
- ◀ ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات.

◀ العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية.

ب- دور البنوك التجارية: كما تساهم البنوك التجارية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق:

- ◀ المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار و من ثم سوق التداول.

◀ تسويق و ترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة.

◀ التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية، و إضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.

ثانيا: مقترحات تمس الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر

1- تجزئة سوق البورصة: يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين: سوق رسمية وسوق ثانية ففي السوق الرسمية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط ، أما السوق الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية، مع العلم أن كلا السوقين ينقسمان إلى سوق أولي وسوق ثانوي، وبالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الرسمية تختلف عن شروط الدخول إلى السوق الثانية. والعبرة من هذه الشروط هي السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تمويل نفسها. فالبورصة على الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق، بسبب الوضعية المالية فبالرغم من وصف البورصة من أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها، ومن أجل هذا يجب إعادة هيكلتها حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء.

2- تعزيز الشفافية والإفصاح: 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 بورصة 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 و بلومبيرج.

ثالثا: مقترحات بخصوص الجانب السياسي و التشريعي

1- العمل على ضمان الاستقرار السياسي: إنه من غير الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجديد 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 البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة. إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

2- مراجعة الإطار التشريعي: إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملا 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، ضف 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.

الخاتمة: النتائج

ومن التوصيات التي يمكن إقتراحها في هذا المجال ما يلي:

لأجل قيام بورصة فعالة تسمح للمؤسسات الاقتصادية من تمويل توسعاتها الاستثمارية ، وكذا تمويل عجز ميزانية الدولة من خلال الأعوان ذو الفائض المالي ، ينبغي توفر جملة من الشروط الأساسية لضمان أداء البورصة لنشاطها ، و منها نذكر: (1)

- وجود مكان محدد و معلوم عند كافة المتعاملين و الراغبين في التعامل.
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار ، و تعدد الأدوات المالية المطروحة للاستثمار.
- نشاط متنوع لمؤسسات مالية و مصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في عدة مجالات وأهمها : تعبئة المدخرات ، و توليد الاستثمارات.
- سهولة الاتصال بين المتعاملين ، و تطوير أجهزة التسجيل ، و نظم المعلومات داخل البورصة
- تحديد إطار قانوني و قواعد خاصة لتنظيم و رقابة المعاملات التي تتم داخل البورصة ، و لحماية المتعاملين من المخاطر.
- ضرورة النمطية في المعاملات المالية وهي الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية فعالة .
- الانفتاح الكبير على البورصات العالمية ، و مواكبة تكنولوجيا الدول المتقدمة و التكيف مع التحولات .

و عموما حتى تتحقق بورصة فعالة ، و نشطة يجب العمل على تحقيق الكفاءة الإعلامية الكافية من حيث توفير المعلومات الاقتصادية و المالية و الإحصائية للمتدخلين بالبورصة ، و التخفيف من الأعباء الضريبية وكذا وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي لدعم نشاط البورصة.

✓ الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.

✓ مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج و كذا شركات الوساطة المالية.

✓ العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام .

✓ العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية و الجهوية بهدف الاستفادة منها. بعد استعراض هذه الحقائق و النتائج، تبين لنا بأن بورصة الجزائر كان لها الأثر الإيجابي على مؤسسة الرياض-سطيف- و ذلك في المدى القصير، لكن بعد ذلك أدت بالمؤسسة و الدولة إلى تحمل خسائر كبيرة، يمكن إسناد ذلك إلى الأسباب التالية:

-عدم وجود سوق حقيقي للبورصة في الجزائر، حيث ما هي إلا بورصة مصغرة
-المؤسسات التي دخلت البورصة لم يكن لديها الحجم المالي الكافي لتدعيم هذه المؤسسة المالية.
-نقص الخبرة في مجال المعاملات المالية في البورصة، حيث أن بورصة الجزائر حديثة النشأة.
-لا توجد دعامة حقيقية لتمويل هذا الجهاز المالي، لذلك يجب النظر في كل هذه العوامل و محاولة معالجة الاختلالات فيها من أجل تحقيق الأهداف التي تصبو إليها بورصة الجزائر وأما عن مصادر التمويل الأخرى -التمويل المصرفي و التمويل الذاتي- يمكن القول أنه لا يمكن للمؤسسات التخلي عن هاذين المصدرين، لكن مع تطور البورصة يمكن لها التقليل من الاعتماد على هاذين العنصرين للتمويل خصوصا مع المميزات التي توفرها البورصة سواء على المستوى الجزئي أو الكلي.

قائمة المراجع :

I- الكتب:

- 1- السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإقنفتح الإقتصادي لمصر 1981/1978 " دار النهضة العربية القاهرة 2001
- 2- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، " أسواق المال " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003
- 3- عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية " ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2005 .
- 4- عمر صقر ، " العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003
- 5- صلاح الدين السبسي ، " دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة " ، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة 2003
- 6- فريد النجار ، " البورصات والهندسة المالية " ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 1999.

II - ثانيا : أطروحات و رسائل ماجستير :

- 1- بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها " ، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية ، جامعة الجزائر 2006/2005
- 2- محمد براق ، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية ، أطروحة دكتوراه ، الجزء 2 ، معهد العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1999-2000
- 3- قاسم شواش لمياء ، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - " مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية فرع نقود ومالية ، جامعة البليدة ، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير ، السنة الجامعية 2005/2004.

III- مقالات و مراجع أخرى :

- 1- حسان خضر ، "تحليل الأسواق المالية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004
- 02- جاسم علي الشامسي ، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع " ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص 743

- مراسيم تشريعية :

- 01- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993 .
- 02- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجديدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .
- 03- المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و رقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، الجديدة الرسمية ، العدد 87 ، المؤرخ في 29-12-1997
- 04- نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة ، الجديدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997.

V- التقارير :

1- باللغة العربية :

- 01- التقرير الإقتصادي العربي الموحد لعام 2016

2- باللغة الفرنسية:

- 01- COSOB , Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse d'Alger , collection guides plus , 96
- 02- Marché prémaire, Analyse de l'OPV EGH .EL AURASSI , SGBV , 1997
- 03- Kuala Lumpur Stock Exchange, «Annual Report 2000 "
- 04-WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " ,PARIS 2004.

VI-مواقع الكترونية

- 01-<http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ..>
- 02-<http://www.ey.com/global/content.nsf/Malaysia/LIOFC>
- 03-<http://www.bahrainstock.com>
- 04-http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_boc&id_sea=1659