

دراسة تحليلية لكفاءة بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق
Analytical study of the efficiency of the Algerian Stock Exchange using market
indices

قنوش مولود

طالب دكتوراه جامعة البليدة، (الجزائر)

m.kennouche@univ-bouira.dz

تاريخ الاستلام: 2019/05/13. تاريخ القبول: 2020 /09/01 تاريخ النشر: 2020/09/28

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تسليط الضوء على مفهومها والشروط الواجب توفرها أكثر لبلوغ هذا السوق، وإبراز الواقع العملي لبورصة الجزائر من خلال قياس كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2005-2017، وذلك باستخدام مؤشرات السوق، ومن أجل تحليل هذه الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وقد خلصت الدراسة إلى عدم كفاءة بورصة الجزائر.

كلمات مفتاحية: البورصة، كفاءة سوق الأوراق المالية، المعلومات، بورصة الجزائر، مؤشرات السوق.

تصنيفات JEL: G14 ، G10.

Abstract:

The objective of this study is to analyze the efficiency of the stock market by shedding light on its concept and the conditions that must be achieved in order to reach this market and to highlight the practical reality of the Algerian Stock Exchange by analyzing the efficiency of the Algerian stock exchange during the period 2005-2017. The study was based on the analytical descriptive approach. The study concluded that the Algerian Stock Exchange is inefficient.

Keywords: Stock Exchange, Stock Market Efficiency, Information, Algiers Stock Exchange, Market Indicators.

JEL Classification Codes: G14 ، G10.

المقدمة:

مواكبةً للتغيرات الاقتصادية والانفتاح على الأسواق الدولية قامت الجزائر بإصلاحات اقتصادية ومالية استجابةً لمتطلبات هذه المرحلة، ومن بين هذه الإصلاحات إنشاء بورصة الجزائر هذا من جهة، ومن جهة أخرى استجابةً للمتطلبات الدولية، وكأحد الأساليب لتسهيل المعاملات الدولية، بالإضافة إلى توفير معلومات تتسم بالشفافية والشفافية، وهذا ما يطلبه المشاركون في الأسواق، ولعل من أهم المتطلبات الأساسية لنجاح هذا التحويل هو ضرورة وجود سوق كفاء للأوراق المالية يمكن من خلالها تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي، حيث إن الطلب على رؤوس الأموال التي يتوقع لها النمو في الأسواق المالية، تعتمد على توافق مبادئ المحاسبة المالية المحلية ومعايير المحاسبة الدولية، حيث لا بد من وجود معايير دولية موحدة للمحاسبة من أجل تقديم صورة صادقة ومعلومة مفيدة للمستثمرين على الوضعية المالية المؤسسة معينة من خلال قوائمها المالية.

أ- إشكالية البحث: تتم إشكالية الدراسة حول السؤال الجوهرى التالي:

تتعلق هذه الدراسة بتبيين العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات السوق للحكم علما إذا كانت هذه السوق تتوفر على دلالات تدعم كفاءتها من خلال إسقاطها على بورصة الجزائر، وانطلاقا مما سبق نطرح التساؤل الرئيسى التالي:

ما مدى كفاءة بورصة الجزائر؟

ولفهم إشكالية الدراسة وتوضيح أبعادها تم تجزئتها إلى أسئلة فرعية:

✓ ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية، أنواعها ومستوياتها المختلفة؟

✓ ما هي مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية؟

✓ كيف كان أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2017؟

ب- فرضيات الدراسة:

انطلاق من التساؤل الرئيسى والتساؤلات الفرعية ومن اجل الاجابة عليها تم وضع الفرضيات التالية:

✓ للمعلومات علاقة ارتباط قوية بكفاءة سوق الأوراق المالية؛

✓ يوجد نوعين من كفاءة سوق الأوراق المالية، الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية؛

✓ توجد ثلاثة مستويات لسوق الكفاء، المستوى الضعيف، المستوى المتوسط، المستوى

القوى؛

- ✓ المؤشرات المستخدمة لتليل كفاءة سوق الأوراق المالية هي مؤشرات السوق؛
- ✓ تليل أداء بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق تبين انّه غير كفء.
- ب- أهمية الدراسة: للموضوع أهمية كبيرة نوجزها فيما يلي:
- ✓ يعالج الموضوع أحد أهم المواضيع الراهنة كون الكفاءة هي شرط أساسي للأسواق المالية يساعد هذا البحث على زيادة الاهتمام بسوق الأوراق المالية الكفاءة ودورها في الاقتصاد؛
- ✓ التعرف على الدور الذي يمكن أن تلعبه المعلومات في كفاءة سوق الأوراق المالية، والتأثير على قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
- ت- أهداف الموضوع: تهدف الدراسة إلى ما يلي:
- ✓ فهم سوق الأوراق المالية الكفاء، متطلباته ومستوياته المختلفة؛
- ✓ فهم العلاقة بين المعلومات والمستويات المختلفة لكفاءة السوق؛
- ✓ تليل كفاءة بورصة الجزائر، خلال الفترة 2005 – 2017، باستخدام مؤشرات السوق.
- ث- حدود ونطاق الدراسة: الفترة التي غطتها الدراسة هي 2005-2017 وهي الفترة التي واكبت إصلاح النظام المحاسبي من خلال تطبيق النظام المحاسبي المالي SCF بداية 2010، والتي كانت من بين أهدافه خلق معلومات مالية وماسبية ذات جودة، تساعد على تنشيط كفاءة سوق الأوراق المالية التي لها علاقة وطيدة بسرعة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات المتداولة في السوق، وشملت الدراسة تليل كفاءة بورصة الجزائر من خلال مؤشرات السوق.
- ج- المنهج المستخدم: من خلال دراستنا هذه ونظرا لطبيعة الموضوع، فانّه سوف يتم استخدام الأسلوب الوصفي التليلي وذلك لمراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع والدوريات العلمية المتخصصة في مجال المحاسبة ومجال الأسواق المالية، كما سيساعد في التعبير عن الظاهرة المدروسة تعبيراً كمياً وكيفياً والوصول إلى نتائج واستنتاجات تساعد على الإلمام بالظاهرة المدروسة.
- ح- خطة الدراسة: للإجابة على الإشكالية المدروسة تم تقسم البحث إلى ثلاثة مآاور، حيث خصص المحور الأول لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية من حيث الأنواع المتطلبات والمستويات المختلفة، ليتم تخصيص المحور الثاني لتعريف بمؤشرات السوق المستخدمة في تليل كفاءة سوق الأوراق المالية، أما المحور الثالث والأخير خصص لتليل كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2017.
- خ- الدراسات السابقة: من بين الدراسات السابقة التي تطرقت لكفاءة سوق الأوراق المالية نجد دراسة لطرش سميرة: كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم – دراسة

حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-، البديلة عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة قسنطينة لسنة 2010، اعتمدت في دراستها لتليل كفاءة سوق الأوراق المالية لمجموعة من الدول العربية ومن بينها الجزائر، على عدة مؤشرات من بينها مؤشرات السوق، حيث خلصت الدراسة إلى تفاوت كبير في درجة كفاءة أسواق رأس المال في الدول العربية، ما يميز الدراسة الحالية عن هذه الدراسة هو معرفة إذا كان هناك اثر للإصلاحات المالية والمحاسبية من خلال تطبيق نظام ماسبي مالي جديد SCF على تنشيط سوق الأوراق المالية وبالتالي الرفع من كفاءتها.

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

لقد أثار موضوع كفاءة السوق فضول الكثير من المهتمين في مجال الاستثمار المالي سواء على المستوى النظري أو التطبيقي، وظهرت بسبب ذلك الكثير من الدراسات التي تدد الشروط الواجب توفرها في السوق لكي تنسم بنوع من الكفاءة، ولذلك نتناول في هذا المحور تعريف كفاءة السوق وخصائصها ومستوياتها المختلفة.

1- تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية وخصائصها:

1-1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية: هناك من يعرف السوق ذات الكفاءة بأنها "ذلك السوق الذي يدد السعر الصحيح للأوراق المالية، أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية لهذه الأوراق، والقيمة الحقيقية للورقة هي المبلغ الذي يصل عليه أو يدفع مقابل هذه الورقة بالنظر إلى العائد الذي يمكن أن يتقق منها (أمين عبد العزيز حسي، 2007، ص 239)".

✓ كما تعرف السوق الكفاء بأنها "السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها، ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى النتائج المحددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تتقق التخصيص الأمثل للموارد، التقييم الدقيق للمبادلات و تقديم خدمات بأقل تكلفة (Teulie et Topsa Calian, pp 75-75, J)".

وفي تعريف آخر، يعرف السوق الكفاء على أنه "ذلك السوق الذي أية معلومات جديدة ترد إليه ستنعكس بسرعة وبصورة كاملة على الأسعار أو نعني بالمعلومات الجديدة المعلومات المفاجئة، حيث أن المفاجآت تكون سارة أو غير سارة، وبالتالي التغييرات في الأسعار في السوق الكفاء قد تكون موجبة أو سالبة (ممد صالح الحناوي، 1997،)".

يتضح من التعاريف السابقة أن كفاءة سوق الأوراق المالية هي السوق التي تنعكس فيها المعلومات الواردة إلى السوق بسرعة على الأسعار، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وهذا في حالة توفر شروط معينة في هذا السوق.

2-1- خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة: انطلاقاً من مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية نستخلص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها وهي (ص74 مفتاح صالح ومعارفي فريدة، 2010، ص182):

1- يتصرف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم؛

2- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛

3- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أن لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛

4- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛

5- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم مثل الصفقة فقط.

2- أنواع ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

2-1- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية: يمكن تمييز نوعين من الكفاءة، وهما:

أ- الكفاءة الكاملة: يدل مفهوم الكفاءة الكاملة على قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تستجيب بشكل سريع واني لما يمكن أن ترد من معلومات إلى السوق، بحيث لا يوجد فاصل زمني بين تليل المعلومات الجديد وبين الوصول إلى نتيجة بخصوص سعر السوق (مسعداوي يوسف، 2016، ص156)، يتطلب الوصول إلى مفهوم الكفاءة الكاملة توافر الشروط التالية (عصم حسين، 2008، ص ص 31-32):

❖ عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها؛

❖ للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأوراق المالية وذلك دون شروط

وبكل سهولة ويسر؛

- ❖ توافر معلومات الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.
- ❖ في وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة أسعار السوق وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛
- ❖ تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعتهم الخاصة.

هذه الشروط لتجسيد الكفاءة الكاملة من الصعب تحقيقها في الواقع العملي، في ظل بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف للمعاملات، وهذه تؤدي إلى اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية لها، وهذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم وتطور السوق المالية (السياسي صلاح الدين حسن، 2003، ص 26)، فما بالك بسوق الأوراق المالية في الجزائر والدول النامية على العموم.

ب - الكفاءة الاقتصادية: يتوقع في ظل هذا النوع من الكفاءة أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبتعد أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون فارق القيمتين كبيرا إلى درجة أن يثقف المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل (عصام حسين، 2008، ص 32)، إذ نجد أن الكفاءة الكاملة تختلف عن الكفاءة الاقتصادية في أن هذه الأخيرة تتميز بوجود فاصل زمني بين تليل المعلومات والوصول إلى النتائج.

2-2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: يتطلب نظام كفاءة السوق توفر ثلاثة كفاءات (هشيار معروف، 2015، ص ص 75-76):

أ- الكفاءة التخصيصية: تدل الكفاءة التخصيصية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، أي توجيه الموارد المالية نحو الاستثمار التي تحقق أكبر عائد وأقل مخاطرة ممكنة.

ب- الكفاءة الخارجية: وتسمى أيضا بالكفاءة التسعيرية حيث أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، ودون وجود فاصل زمني، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات، وذلك دون تكبد تكاليف باهظة، وبالتالي تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين لتحقيق أرباح، وعليه فإنها يصعب على أي واحد منهم أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين (هندي منير إبراهيم، 1995، ص 20)، كما تعتمد كفاءة التسعير على حرية توظيف الأموال والدخول إلى الأسواق، وإن كان الواقع العملي يبين أن الدخول إلى أكبر الأسواق المالية

العالمية يكلف أموال باهظة وهذا ما يتنافى مع تقيق كفاءة التسعير (مسعداوي يوسف، 2016، ص 159).

ج- الكفاءة الداخلية: أو الكفاءة التشغيلية تتوقف هذه الكفاءة على قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب وذلك دون أن يتقلم المتعاملون في السوق تكلفة عالية للسمة، كذلك عدم إتاحة فرصة تقيق هوامش ربح مغال فيها للتجار والمتخصصين (اندروس عاطف وليم، 2000، ص 60).

3- الفرضيات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات تقييمها: تتوقف مختلف فرضيات نظرية كفاءة السوق على درجة اتساع مصادر المعلومات وسرعة انعكاسها على الأسعار، ويتطلب تقييمها مجموعة من المؤشرات.

3-1- فرضيات الأسواق المالية الكفاءة: تصنف معظم الدراسات السوق الكفاء إلى ثلاثة مستويات، وأشهرها تصنيف فاما (Fama 1970)، إذ يعتمد في تصنيفه على المعلومات الواردة إلى السوق ضمن ثلاث فرضيات:

أ- الفرضية الضعيف للكفاءة: تقضي هذه الفرضية بأن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم كالأسعار وحجم التعاملات السابقة (اندروس عاطف وليم، 2000، ص 128)، حيث أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي بالكامل بمعنى أن لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار المتاحة في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم (french 1989).

من أجل اختبار فرضية الصيغة الضعيفة، تم الاعتماد على العديد من المداخل من بينها اختبار سلاسل الارتباط واختبار الأنماط الطارئة، قواعد التصفية (هندي منير إبراهيم، 1993، ص 503)، وإن كان العمل المشترك بين هذه المداخل استخدام النماذج الإحصائية لاختبار فيما إذا كانت أسعار الأوراق المالية تسلك حركة عشوائية من عدمه.

ب- الفرضية المتوسط للكفاءة: تعني هذه الفرضية أن أسعار الأوراق المالية، خاصة الأسهم، لا تعكس المعلومات التاريخية المتعلقة بتلك الأوراق فقط، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة لعامة الناس، تتمثل تلك المعلومات في التقارير السنوية والمعلومات المحاسبية للشركة المعنية، المعلومات المقدمة من قبل المستشارين المختصين في ميدان الاستثمار وكل ما ينشر عن القطاع الذي تنتهي إليه، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية الوطنية والدولية وغيرها من المعلومات المنشورة (جبار م فوظ، 2007، ص 85).

ج- الفرضية القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية: تقوم هذه الفرضية على أن كل المعلومات تكون متوفرة للمتعاملين في السوق المالي سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية، ويعني ذلك أن تتوفر في السوق بشكل عام، ولا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة احتكار المعلومات (القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية = صفر).

ولكن في هذه الفرضية لا يعني عدم مقدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات غير المعلنة وبالتالي تقييقاً أرباح غير عادية، ولكن يلاحظ على هذه الفرضية أن بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي لما سيتعرض له هؤلاء المحللين إلى خسائر غير متوقعة نتيجة ظاهرة المضاربة (الصافي وليد والبكري انس، 2009، ص 20).

ثانياً: مؤشرات تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية

يتوقف تليل كفاءة السوق على عدة مؤشرات، تسمى بمؤشرات السوق سنكتفي بذكر البعض منها في ما يلي:

1- مؤشر سيولة السوق: كلما كان تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً أكثر سهولة، يجعل الاستثمار في السوق أقل مخاطرة وأكثر سيولة، كما أنها تعد مؤشراً هاماً لإغراء المدخرين كونها تعطي الفرصة لهم لتحويل أموالهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كما يقيس مؤشر معدل دوران السهم النسبة المئوية لتداول أسهم مؤسسة معينة أو مجموعة مؤسسات داخل قطاع معين أو أسهم جميع المؤسسات المقيدة في السوق للتعرف على حركة الأسهم في السوق خلال فترة زمنية معينة (ممد حسن عبد الباسط وفا، 2006، ص 136)، وكلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما دل ذلك على ارتفاع مستوى السيولة (صاطوري الجودي، 2005، ص 264-268)، ويتم قياس مؤشر السيولة بالاعتماد على مؤشرين هما:

1-1 مؤشر قيمة التداول/ الناتج المحلي الإجمالي: ارتفاع هذا المؤشر يدل على إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك إلى انخفاض تكلفة المعاملات، ويعكس هذا المؤشر نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل.

1-2 مؤشر قيمة التداول/ قيمة الرسملة البورصة: هذا المؤشر يظهر إذا كان هناك ارتفاع في درجة السيولة، حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة إلى السوق.

1-3 مؤشر حجم السوق: اتساع حجم السوق يدل على وجود مؤشرات ايجابية على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تطور السوق، ويتم قياس هذا الاتساع باستخدام مؤشرين هما (داسوقي إيهاب، 2000، ص 39-41):

أ- مؤشر معدل الرسملة في سوق الأوراق المالية للناتج المحلي الإجمالي: يقاس هذا المؤشر بنسبة الرسملة في سوق الأوراق المالية والتي تعني القيمة السوقية لسوق رأس المال نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي أي:

القيمة السوقية للأسهم المقيدة في سوق الأوراق المالية

معدل الرسملة في سوق الأوراق المالية =

الناتج المحلي الإجمالي

يدل هذا المؤشر على مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار، أي توجيه المدخرات إلى المؤسسات المعتمدة في السوق والتي تستثمر مواردها، حيث يؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بسوق الأوراق المالية، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، كما أن تطور الرسملة في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى سرعة وإيجابية تطور سوق الأوراق المالية.

ب- عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية: يسمح هذا المؤشر بقياس مدى اتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات يدل على نمو الإستثمارات في السوق، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة فعالية سوق الأوراق المالية، غير أن هذا المؤشر يفقد دلالتة إذا لم يلحق بمؤشرات أخرى كمؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبير في حين يكون إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا (اندروس عاطف وليم، 2005، ص 93).

3- مؤشرات الهيكل المؤسسي والتنظيمي: وجود هذه المؤشرات يعمل على توجيه الاستثمارات وزيادة تأثيرها في معاملات السوق، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي، مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة، توافر قوانين حماية لاستثمار والمستثمر، عدم وجود عوائق على الاستثمار وتحويل رؤوس الأموال، انخفاض درجة المخاطر، فتوفر هذه المؤشرات في سوق الأوراق المالية، يزيد من كفاءتها وغياب إحدى هذه المؤشرات دليل على عدم توازن السوق وضعف كفاءتها.

ثالثا: تحليل كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2017

من اجل تنشيط بورصة الجزائر والرفع من كفاءتها سعت الجزائر إلى تطبيق جملة من الإصلاحات، تهدف إلى تسهيل إجراءات التعامل في السوق المالي بما يسمح بتدقيق استقطاب رؤوس الأموال الفائضة لدى بعض الأعوان الاقتصاديين واستخدامها من طرف أصحاب العجز في رؤوس الأموال، تعزيز من الشفافية في المعلومات.

1 - لمحة عن نشأت بورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة في سوق الاسهم:

1-1- نشأت بورصة الجزائر: الانطلاقة الفعلية لعملية تأسيس بورصة الجزائر تعود إلى سنة 1993 أي بعد صدور المرسوم التشريعي رقم: 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للقانون التجاري، والذي يسمح بإمكانية إنشاء شركات مساهمة عن طريق اللجوء العلني للدخار وتعيين القيم المنقولة التي يمكن للشركات إصدارها، مما سمح بصدور المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث أقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المتداولة مقرها الجزائر العاصمة واعتبرت المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، كما نصت المادة 11 من هذا التشريع على الهيئات المشكلة للبورصة والمتمثلة في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للأوراق .

وابتداء من سنة 2003، أصبح هناك تسمية جديدة لشركة إدارة بورصة القيم تتمثل في "شركة تسيير بورصة القيم المنقولة"، وقد تم هذا التغيير بموجب القانون رقم (03-04) المؤرخ في 17 فيفري 2003، والذي تم بموجب تدبير الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر والمتدخلة فيها.

1-2- الشركات المسعرة في سوق الاسهم: تعد البورصة من بين أهم مصادر الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل نشاط الشركات، كان لا بد على هذه المؤسسات الأخذ بعين الاعتبار أهمية هذه الآلية في هيكلها التمويلي سواء بإصدار أسهم أو سندات وفق الرؤية الإستراتيجية للشركة، لذا ينبغي على الشركة التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في البورصة أن تتوفر فيها جملة من الشروط من بينها، الشكل شركة ذات أسهم (SPA) وأن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5.000.000 دينار جزائري) وأن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول وغيرها من الشروط (انظر الموقع الالكتروني لبورصة الجزائر)، ومن بين الشركات المسعرة في سوق الأسهم والتي استجابت لشروط الانضمام إلى هذه السوق توجد خمسة شركات، تتمثل في كل من مؤسسة الأوراسي، مجمع صيدال، اليانس للتأمينات، NCA روبية، وبيوفارم والتي كانت آخر مؤسسة التقت ببورصة الجزائر، بتاريخ 13 افريل 2016 التي قامت بطرح 5.104.375 سهم للاكتتاب بسعر 1225 دج لسهم، سمح بتسجيل 3309 مكتب (Rapport annuel, 2017, p 57).

2-تحليل كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2017):

سند²اول تليل كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2017، بالاعتماد على مؤشرات السوق ومن بين هذه المؤشرات نستخدم، مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، رأس المال السوقي.

2-1- مؤشر عدد المؤسسات المدرجة: من خلال هذا المؤشر سنبين مدى تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2005 – 2017 ، وذلك حسب الجدول التالي :
الجدول رقم (01) : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر (2005 – 2017).

السنة	عدد المؤسسات	معدل نمو عدد المؤسسات (%)
2005	3	-
2006	2	-33.33
2007	2	0
2008	2	0
2009	2	0
2010	2	0
2011	3	+50.00
2012	3	0
2013	4	+33.33
2014	4	0
2015	4	0
2016	5	+33.33
2017	5	0

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المتوفرة على الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم
http://www.sgbv.dz ، تاريخ الاطلاع: 2018/11/30، وبرنامج EXCEL

بالنسبة لعدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، نلاحظ وجود شركتين فقط وهما شركة الأوراسي وشركة صيدال بعد أن كانت قبل سنة 2006 توجد ثلاثة شركات وذلك بسبب خروج رياض سطيف من البورصة، ليتغير عدد الشركات المدرجة سنة 2011 إلى ثلاثة شركات، بانضمام شركة اليانس لتأمينات ثم إلى أربعة شركات سنة 2013 بعد انضمام شركة رويبة، وبقي العدد نفس² سنتي 2014 و2015، ليرتفع سنة 2016 إلى خمس شركات أي السنة التي عرفت إدراج أسهم شركة بيوفارم في بورصة الجزائر، أي نلاحظ نمو بطئ جدا في عدد الشركات المدرجة في البورصة خلال مرحلة الدراسة، و يبقى² هذا العدد منخفض جدا بالمقارنة مع باقي البورصات الأخرى سواء

على مستوى الدول النامية أو المتطورة، ويرجع قلة هذا العدد إلى محدودية عدد الشركات المؤهلة والقادرة على الإدراج ذلك بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميزها إضافة إلى عدم استيفاء شروط الإدراج، مثلا: من بين شروط الواجب توفرها للدخول المؤسسة للبورصة أن تكون مستعدة لتقرير ونشر مذكرة إعلامية بصفة دورية، تسمح بتوفير معلومات من شأنها أن تمكن المستثمر من إتخاذ قراره عن دراية، كذكر معلومات عن مصدر القيم المنقولة وتنظيمها، وضعيتها المالية والمحاسبية... الخ (شارف عبد القدر وبن ثابت علال، 2008، ص 70).

من خلال المعطيات التي يظهرها الجدول أعلاه، وإذا أردنا تحليل مدى اتساع حجم السوق، بالاعتماد على عدد الشركات المسجلة خلال الفترة 2005-2017، واثره على كفاءة السوق، يمكننا القول أن بورصة الجزائر لازالت بعيدة كل البعد عن كفاءة سوق الأوراق المالية وفق هذا المؤشر، فهي لا تتوفر على العدد الكافي من الشركات لتنشيط التداول في السوق والرفع من كفاءتها.

2-2- مؤشر سيولة السوق: تعتمد دراسة سيولة بورصة الجزائر، على تتبع كل من قيمة التداول، ومعدل دوران السهم خلال فترة 2005-2017، وهو ما يتضح لنا من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (02) : تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر (2005-2017).

السنة	قيمة التداول (مليون دينار)	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2005	2.51	0.04	-
2006	23.76	0.35	+846.61
2007	14.22	0.22	-40.15
2008	20.39	0.31	+43.39
2009	13.78	0.21	-32.42
2010	3.44	0.04	-75.03
2011	46.02	0.45	+1237.80
2012	22.05	0.22	-52.08
2013	20.90	0.31	-5.21
2014	18.76	0.19	-10.24
2015	13.24	0.14	-29.42
2016	22.44	0.23	+69.48
2017	18.17	0.19	-19.03

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي وبرنامج EXCEL .

تسمح المعطيات التي يظهرها الجدول باجراء التحليل التالي، فبالنسبة لمعدل دوران السهم في بورصة الجزائر، يلاحظ أنه انخفض سنة 2007 بنسبة 0.22% مقارنة بسنة 2006 أين كان يقدر بـ 0.35%، وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوران السهم عن الواحد الصحيح، وهو ما يعني انخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، ليستمر الانخفاض سنة 2007 حتى وصل إلى 0.22%، ليسجل ارتفاع طفيف سنة 2008 حيث بلغ 0.31% مع ذلك يعتبر هذا المؤشر ضعيف جدا، وهو ما يدل على عدم إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولة بورصة الجزائر بشكل كبير، وقد سجل أعلى قيمة سنة 2011 حيث بلغ 45% خلال الفترة من 2005 إلى 2017، ثم تم تسجيل انخفاض في معدل تداول الأسهم سنة 2012 وهذا ولأنه وجدت 43 جلسة لم يتم التفاوض فيها على أي سهم، لتشهد سنة 2013 تسلسل في معدل تداول الأسهم، وهذا راجع لإدراج سهم Rouiba NCA بتاريخ 03 جوان 2013، ليعاود معدل التداول الانخفاض من جديد سنتي 2014 و2015، ليعود معدل تداول الاسهم للارتفاع سنة 2016 وهي سنة ادراج اسهم بيوفارم للتداول، ليعود المعدل الى الانخفاض سنة 2017، اي هناك تذبذب من سنة الى اخرى في معدل دوران الاسهم.

إلا أن هذه المؤشرات تبقى ضعيفة جدا مما يدل على أن بورصة الجزائر مازالت تسجل مستويات منخفضة في تداول الأسهم، كما نسجل أعلى قيمة لتداول الأسهم سنة 2011 بمبلغ 46,02 مليون دينار، وهذا لتوفر عدد كبير من أوامر البيع والشراء خاصة وأنه تم إدراج سهم اليانس للتأمينات، لتسجل انخفاض متتالي لقيمة التداول الأسهم سنوات 2012 و2013 و2014، وارتفاع ظر في لسنة 2016 بسبب ادراج اسهم بيوفارم لتعود للانخفاض سنة 2017، نلاحظ من خلال هذه النتائج ان سبب ارتفاع معدل دوران تداول الاسهم مرتبط بدخول مؤسسات جديدة للبورصة وليس بسبب عوامل اخرى، ذلك يجعلنا نستنتج أن بورصة الجزائر مازالت تعرف ركود في نشاطها كما أنها مازالت تنمو بمعدل بطئ جدا، وكذلك تمتاز بالتذبذب، أي بالاعتماد على مؤشر سيولة السوق لقياس مدى كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2017، يمكننا القول أن بورصة الجزائر غير كفأة وفق هذا المؤشر.

2-3- رأس المال السوقي: الجدول التالي يوضح التطورات الحاصلة في رأس المال السوقي في

بورصة الجزائر خلال فترة 2005-2017:

الجدول رقم (03) : تطور رأس المال السوقي في بورصة الجزائر 2005-2017.

السنة	رأس المال السوقي (مليون دينار)	معدل نمو رأس المال السوقي (%)
-------	--------------------------------	-------------------------------

دراسة تحليلية لكفاءة بورصة الجزائر باستخدام مؤشرات السوق

-	6.400,00	2005
+4.84	6.710,00	2006
-3.13	6.500,00	2007
0	6.500,00	2008
+0.769	6.550,00	2009
+20.61	7.900,00	2010
+28.87	10.181,00	2011
-01.38	10.041,00	2012
-01.51	9.889,00	2013
-02.10	9.681,00	2014
+0.21	9.702,00	2015
+0.14	9.716,00	2016
-0.28	9.689,00	2017

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي وبرنامج EXCEL من الجدول أعلاه يظهر أن الرسملة البورصية أخذت مستويات مختلفة بين الارتفاع والانخفاض، حيث بعد الانخفاض سنة 2007 بنسبة 3.13 % بالمقارنة مع سنة 2006 التي عرفت ارتفاع بنسبة 4.84 % مقارنة بسنة 2005، في حين لم يسجل أي تغير سنة 2008، ليرتفع من جديد سنة 2009، حيث قدر الارتفاع بـ 0.769 % بالمقارنة مع سنة 2008، وبلغت الرسملة البورصية سنة 2010، 7.900,00 مليون دينار، وفي سنة 2011 ارتفعت القيمة السوقية إلى 10.181,00 مليون دينار أي ارتفاع بنسبة 28.73 %، وهذا لإدراج أسهم أليانس للتأمينات في البورصة بسعر إدراج يبلغ 830 دج، وقد جاء هذا الإدراج لإنعاش السوق.

لتعرف سنة 2012 انخفاضا طفيف يقدر بـ 1.38 % نتيجة تراجع أسعار الأسهم، واستمر هذا الانخفاض بنسب ضئيلة سنتي 2013 و 2014 بـ 1.51 % و 2.10 % على التوالي، لنسجل في سنتي 2015 و 2016 ارتفاع طفيف في القيمة السوقية رغم ادراج اسهم مؤسسة بيوفارم سنة 2016، بدليل عودة القيمة السوقية للانخفاض سنة 2017.

يتضح لنا من هذا التحليل بالاعتماد على مؤشر رأس المال السوقي أن بورصة الجزائر تعرف تطورا بطيئا، كما أن اتجاه هذا التطور سلبي في أغلب السنوات هذا ما يدل على أن بورصة الجزائر بورصة غير كفأة، هذا ما يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية وعجز البورصة على تعبئة الإدخارات.

خاتمة:

إن توجّه الجزائر نحو الانفتاح الاقتصادي وانتهاج اقتصاد السوق فرض توفير بيئة ملائمة تستجيب لمتطلبات الأسواق الدولية وقادرة على جذب الاستثمار الأجنبي، وبما أن سوق الأوراق المالية تعد من المحاور الأساسية في عملية تنشيط الاستثمار التي تعد جزءاً هاماً في عملية الإصلاح الاقتصادي فإن الأسواق النشطة هي التي توفر ما تحتاج إليه المشروعات من تمويل باعتبارها الوعاء الذي تصب فيه المدخرات التي يعاد توجيهها بعد ذلك لمجالات الاستثمار لتؤدي إلى خلق طاقات إنتاجية جديدة، وحتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تحقيق هذا الدور، فإن من الضروري أن تعمل جميع الأطراف المكونة لها على أن تتصف بالكفاءة، والتي تعني سرعة استجابة أسعار الأدوات المالية للمعلومات الواردة إلى السوق، والتي تتطلب توفر معلومات مختلفة وخاصة منها المتعلقة بالجانب المالي والمحاسبي التي توفرها النظم المعلوماتية المحاسبية في التقارير والقوائم المالية التي تصدرها المؤسسات، حيث تعتبر القوائم المالية المصدر الرئيسي للمعلومات المحاسبية، إذ يعتبر الدافع الأساسي نحو اتجاه العديد من الدول ومن بينها الجزائر لتبني معايير المحاسبية الدولية هو تحسين جودة نوعية المعلومة المحاسبية، بهدف تشجيع وجلب المستثمر لاتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، ببعث الثقة في البيانات المالية لهذه المؤسسات والتقليل من درجة المخاطر، وتقدير العائد المتوقع من الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

من أهم النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة أن بورصة الجزائر غير كفاءة، وما يؤكد صحة ذلك مؤشرات السوق المستخدمة لتليل كفاءة بورصة الجزائر، حيث تم استخدام كل من مؤشر عدد المؤسسات المدرجة، مؤشر السيولة و مؤشر رأس المال السوقي، والتي بينت جميعها أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن كفاءة اصغر بورصة سواء في دول العالم النامي أو المتقدمة، كما أن بورصة الجزائر شكلية ضعيفة الأداء تعاني مجموعة من المعوقات وعلى مختلف المستويات وعلى رأسها غياب الثقافة البورصية لدى المواطن الجزائري، وهذا ما يؤكد أن الإصلاح المحاسبي الذي قامت به الجزائر من خلال تطبيق نظام محاسبي مالي جديد، لا يكفي للنهوض بالبورصة الجزائرية في ظل وجود معوقات تشريعية سياسية ثقافية اجتماعية وحتى داخل المؤسسة في حد ذاتها في ظل ضعف قنوات نقل المعلومات المحاسبية والمالية إلى المحيط الخارجي، وطابع الملكية العائلية للمؤسسات المنغلق على المحيط الخارجي.

يمكن تقديم مجموعة من التوصيات والاقتراحات المستمدة من هذا الدراسة والتي من شأنها المساهمة في تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر وبالتالي الرفع من كفاءة بورصة الجزائر، نوردتها في النقاط التالية:

- ✓ الاستفادة من التجارب الدولية للتعزيز من الشفافية والإفصاح عن المعلومات من خلال تطبيق المعايير المحاسبية الدولية لما للمعايير من علاقة مباشرة في دعم الإفصاح الكامل عن المعلومات وتوفيرها بعدالة ومؤشرات؛
- ✓ تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الشركات المسعرة في البورصة نظرا لأهميتها في توفير الضمانات الكافية للمستثمرين في رؤوس أموال هذه المؤسسات حول رشد هذه الأخيرة وحسن استغلال أموالها وتعظيم الأرباح، ودعم الشفافية؛
- ✓ العمل على إدراج أوراق المالية جديدة تستجيب للخصوصية الدينية والثقافية للمجتمع الجزائري لما لها من دور في إدخال نوع جديد من المتعاملين في سوق الأوراق المالية ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها، من خلال سن قوانين تسمح بذلك؛
- ✓ الاهتمام بإنشاء قاعدة بيانات لسوق الأوراق المالية لمساعدة المختصين في القيام بمهامهم خاصة بتوفير معلومات شاملة للأنشطة في السوق عن طريق المطبوعات والنشرية الدورية لنشر الوعي والثقافة الاستثمارية لدى الأفراد في سواق الأوراق المالية.

قائمة المراجع :

المالفات:

- اندروس عاطف وليم، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- حسي أمين عبد العزيز، "الأسواق المالية"، بدون طبعة، دار قباء الحديثة للطباعة والتوزيع، القاهرة، مصر، 2007.
- الحناوي محمد صالح، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، ط 2، الدار الجامعية، مصر. 1997.
- داسوقي إيهاب، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، ط 1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000.
- السيسي صلاح الدين حسن، "بورصات الأوراق المالية (الأهمية - الأهداف - السبل - مقترحات النجاح)"، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، ط 1، القاهرة، مصر، 2003.
- أندراوس عاطف وليم، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، ط 1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
- عبد الباسط وفا محمد حسن، "بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2006.
- عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، ط 1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- مسعداوي يوسف، "أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ"، دروس وتمارين محلولة، دار الخلدونية، ط 1، الجزائر، 2016.
- هندي منير إبراهيم، "مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير"، بدون طبعة، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1995.
- هندي منير ابراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، بدون طبعة، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1993.
- هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الأردن، 2015.
- وليد الصافي وأنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، ط 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- J. Teulie et Topsa Calian, **Finance**, Edition Vuibert, Paris.

الاطروحات:

- صاطوري الجودي، "اثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005.

المقالات:

- جبار مـ فـوظ، "اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004: دراسة تجريبية"، مجلة العموم التطبيقية، الاردن، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007.
 - شارف عبد القادر و بن ثابت علال "مكانة سوق الأوراق المالية ضمن نظام الحوكمة" دراسة مقارنة للنموذج الأمريكي وبعض الدول العربية"، مجلة المالية والأسواق، جامعة مستغانم، المجلد:04، العدد 08، 2018.
 - مفتاح صالح و معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2010.
- القوانين والانظمة التشريعية، تقارير ونشرات:**
- المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، "المتعلق ببورصة القيم المنقولة"، الجريدة الرسمية، العدد 34، في 1993/05/23.
 - القانون رقم: 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق لـ 23 مايو سنة 1993 "والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم"، الجريدة الرسمية، العدد 11، في 2003/02/19.
 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتضمن النظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 87، في 1997/12/29.
 - 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، في 1997/06/01.
 - المرسوم التنفيذي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية، رقم 84، 1996/12/29.
 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم: 15-01 المؤرخ في 15 افريل 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ومراقبتها.
 - Rapport annuel de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Operations de Bourse, (2017).
 - النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي لسنوات (2005، 2007، 2006، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017).
- المواقع الالكترونية:**
- <http://www.sgbv.dz>. (consulté le 30/11/2018)
 - <http://www.amf.org.ae/ar>. (consulté le 30/11/2018)