كفاءة أسواق الأوراق المالية المتطلبات والمعوقات
دراسة حالة السوق الرئيسي ببورصة الجزائر خلال الفترة 2007- 2014

عادل طلبة – جامعة البليدة 2
علاش أحمد – جامعة البليدة2

الملخص

بورصة الجزائر التي أنشأت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق الأوراق المالية والتي بدأت نشاطها في عام 1998. عرف ديناميكية في بداية انطلاقها لدعم فرص التنمية من خلال عملية الخصخصة التي بدأتها السلطات العامة. لكن على الرغم من مرور أكثر من عشرة سنوات على إنشاء لهذه البورصة فقد فشلت في تحقيق الأهداف المنوطة بها ، ويأتي هذا الفشل كنتيجة لعدة معوقات تشريعية واقتصادية وحتى اجتماعية ثقافية، لذا تهدف هذه الدراسة إلى تقييم كفاءة السوق الرئيسي ببورصة الجزائر من خلال بحث متطلباتها والمعوقات التي تحول دون تحقيقها خلال الفترة 2007-2014 .

بعد هذه الدراسة تبين إن أداء السوق الرئيسي ببورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014 ضعيف نتيجة لعدة معوقات أدت إلى قلة عدد الشركات المدرجة وبالتالي ضعف الرسملة البورصية التي تمثل اقل من % 1 من الناتج المحلي الإجمالي ، بالإضافة إلى ضعف عدد الصفقات المبرمة وحجم وقيمة التداول.

الكلمات المفتاحية: كفاءة أسواق الأوراق المالية؛ متطلبات الكفاءة؛معوقات الكفاءة؛ بورصة الجزائر؛ السوق الرئيسي.

Résumé

La bourse d'Alger, institué par le décret législatif n°93- 10 du 23 mai 1993, portant sur le marché des titres financiers, a démarré son activité en 1998. Il a montré un certain dynamisme à ses débuts pour soutenir les opportunités de développement portées par le processus de privatisation engagé par les Pouvoirs publics, mais en réalité, malgré il y a plus de dix ans après sa création, elle n'a pas réussis à atteindre ses objectifs escomptés, cet échec est due à plusieurs obstacles législatives ,économiques et socio-culturelles, en effet cet 'étude vise à évaluer l'efficience de marché principal ,en explorant ses exigences et ses obstacles pendant la période 2007-2014.

Après cet étude qui montre que l'efficience de marché principal pendant la période 2007-2014 a été faible à cause de plusieurs obstacles aboutissement à un nombre limité de sociétés cotées et par suite de ça une faible capitalisation boursière, ce qui représente moins de 1% du PIB, avec un nombre et un volume de transactions aussi faible.

Mots clés : efficience des marchés financiers, les exigences d'efficience, les obstacles d'efficience, bourse d'Alger, marché principal .

مـقـدمــة:

تعتبر سنة 1986 سنة التحول في الاقتصاد الجزائري، لأنه اعتبارا من هذه السنة عرفت الجزائر مجموعة من الإصلاحات، هذه الإصلاحات التي جاءت كنتيجة حتمية للمشاكل والصعوبات التي كانت تعاني منها الجزائر، والتي تعود بالدرجة الأولى إلى حجم المديونية الذي وصل إلى مستوى تعذر التحكم فيه، ومما زاد في تأزم الوضع انخفاض أسعار البترول التي كانت ومازالت تشكل الركيزة الأساسية للاقتصاد الوطني والتي يعتمد عليها في عملية تسديد الديون.

نتيجة لذلك وعندما وصلت الجزائر إلى طريق مسدود، لم تجد أمامها من حل سوى البحث عن مصادر أخرى خارجية لتمويل المديونية، فكانت إعادة الجدولة التي حتمت عليها القبول بإجراء تعديلات على مختلف الأصعدة، وتجلى ذلك من خلال برنامج التعديل الهيكلي المدعم من طرف صندوق النقد الدولي، الذي يعتبر الخطوة الأولى نحو اقتصاد السوق وذلك بتطبيق مجموعة من الإصلاحات التي تشمل السياسة المالية، السياسة النقدية، والسياسة التجارية بالإضافة إلى الإصلاح الهيكلي الذي يقوم على فتح المجال أمام الاستثمار الخاص والخوصصة.

كما هو الحال مع باقي الاقتصادات التي يتم تحديثها وتحريرها فالجزائر تحتاج إلى سوق للأوراق المالية لدعم توجهاتها الاقتصادية الجديدة التي تقوم على آليات السوق والانفتاح على الخارج ، بالإضافة إلى اتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي والسعي للانضمام إلى المنظمة التجارة العالمية.

فأسواق الأوراق المالية تحظى بأهمية كبيرة في النظم الاقتصادية ، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، ونظرا لحاجة هذه النظم إلى كفاءة تعبئة المدخرات وكفاءة التخصيص والاستخدام للموارد المالية المتاحة، تزايد الاهتمام بكفاءة أسواق الأوراق المالية التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة التي تتعلق بالأحداث الماضية والجارية والمستقبلية بشكل كامل.

عموما يتوقف تحقيق هذه كفاءة أسواق الأوراق المالية على توفر العوامل والمتطلبات التي تضمن القيمة العادلة للأوراق المالية المتداولة فيها من خلال تحسين كفاءة تسعير الأوراق المالية وكفاءة التشغيل وكذا ضمان سيولة الأوراق المالية بالإضافة إلى رشادة المستثمر وعدالة السوق التي تستوجب المساواة بين كافة المستثمرين في الحصول على المعلومات ، ولتوضيح كل ذلك سنتناول في هذا المقالة المحاور التالية:

-مفهوم ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية ؛

-مراحل تطور بورصة الجزائر؛

-مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014

-معوقات بورصة الجزائر؛

1 - مفهوم ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لكفاءة أسواق الأوراق المالية، إلا أن اغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد، ويعتبر الاقتصادي الشهير Paul Samuelson من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار.

1-1 - مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعرف كفاءة أسواق الأوراق المالية بأنها هو ذلك السوق الذي تنعكس فيه أسعار الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة، أو هو السوق الذي يكون فيه أفضل توقع لقيمة السهم

ممثلا في السعر الحالي[1]، مما يسمح بتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وبالتالي يعتبر السوق كفؤا عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية.[2]

فأسواق الأوراق المالية الكفؤة تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة وتؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل كفاءة السوق سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر[3]،كما تعتبر أسواق الأوراق المالية كفؤة إذا كانت الأوراق المالية المتداولة فيها مقيمة بقيمتها العادلة ، وهذا بافتراض أن كل المعلومات المتوفرة تنعكس بالكامل وفورا في أسعار الأوراق المالية[4]، بينما يكون السوق غير كفء حينما يلاحظ المستثمرين بأن هناك فرقا بين القيمة الحقيقية للاستثمارات المالية وسعرها الحالي في السوق.[5]

من خلال ما سبق فان كفاءة أسواق الأوراق المالية تتميز بالتخصيص الأمثل الموارد المتاحة وأسعار الأوراق المالية فيها تستجيب إلى نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة وهذه الاستجابة تضمن تساوي القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية للورقة المالية.

1-2- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

لتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية يجب على الهيئات المنظمة لهذه الأسواق توفير مجموعة من المتطلبات نوردها فيما يلي:

1-2-1- المعلومات

تقوم اسواق الأوراق المالية بتوفير المعلومات عن مختلف القطاعات الاقتصادية والمؤسسات المسجلة بها، وتوفر المعلومات فرصا لتقييم المخاطرة والعائد لقطاعات السوق والمؤسسات، ومن ثم التفرقة بين القطاعات والمؤسسات التي تعمل بكفاءة والأخرى التي لا تعمل بكفاءة في نشاطها وكذلك يوضح نظام المعلومات فرص الاستثمار المتاحة أمام المستثمرين، كما يضغط تغير الأسعار في سوق الأوراق المالية على المؤسسات للقيام بتحسين أوضاعها لكي ترتفع أسعار أوراقها المالية المتداولة في السوق ، وذلك لأن ارتفاع أسعار الأوراق المالية يعني وجود فرص لإصدار أوراق مالية جديدة تباع بسعر مرتفع، مما يوفر تمويلا أوسع لنشاط المؤسسة وبتكلفة منخفضة.[6]

1-2-2- السيولة

تعني إمكانية تحويل أي شيء من الموجودات إلى شيء أخر بسرعة وبدون خسارة[7]. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه.

1-2-3- عدالة السوق

تتحقق عدالة السوق عندما يخضع الجميع للنظام وتكون المعلومات متاحة لكل أطراف السوق أفراداً وشركات دون تمييز ، وخضوع الجميع للأنظمة واللوائح دون تمييز، كما تعني عدالة السوق إتاحة فرصا متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، حيث يؤدي شعور المتعاملين بوجود عدالة في التعامل في أسواق الأوراق المالية إلى دفعهم للمزيد من الاستثمار وفقا للأسس الاقتصادية، مما يساعد على التخصيص الأمثل للموارد.[8]

وتعد عدالة السوق إحدى المهام الرئيسية لإدارة اسواق الأوراق المالية لمتابعة المعلومات أمام جميع المتعاملين، وتوفير فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل على أي ورقة مالية كما يتطلب هذا عدم وجود خلل في التوازن بين الطلب والعرض لأسباب غير اقتصادية.

1-2-4- رشادة سلوك المستثمر

يتطلب تحقيق كفاءة اسواق الأوراق المالية اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة، بسعيهم إلى تعظيم المنفعة، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظته بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر[9]. ويؤدي السلوك الرشيد للمستثمر إلى تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال:

- تكوين محفظة مالية كفؤ بعد معالجة المعلومات المتوفرة لديه وتحليلها.
- اختيار الأوراق المالية النشطة وكذلك السندات التي تصدرها المؤسسات ذات السمعة الجيدة.
- فحص وتدقيق البدائل الاستثمارية المتوفرة لاختيار التوليفة الأكفأ وعدم العمل بالشائعات.

1-2-5- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين

ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم بالأوراق المالية الخاصة بزبائنهم.

1-2-6- الهيكل المؤسسي والتنظيمي والتشريعي

من أهم متطلبات كفاءة اسواق الأوراق المالية وتطويرها هو وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي ونظام تشريعي يساعد على زيادة الاستثمارات وتحقيق الكفاءة للسوق.فنشاط اسواق الأوراق المالية يستند إلى عدة قوانين وقواعد تنظمه وتوفر الحماية للمستثمر فضلا عن ترسيخ قواعد العدالة والأمان للتعامل في السوق. وعليه، فإنه للوصول إلى تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية لابد من توفر ما يلي:

ويساهم في تحقيق ذلك توفر هيكل مؤسسي وتنظيمي يعمل إلى إحكام الرقابة على التعاملات في أسواق الأوراق المالية، وقوانين منظمة للسوق تخص إصدار الأوراق المالية وتداولها، شروط دخول المؤسسات إلى البورصة، قوانين حماية المستثمر... [10]

3- مراحل تطور بورصة الجزائر

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر ، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي ، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة فكان ابتداء من سنة 1990 ، و منذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي ، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي :

3-1- المرحلة التقريرية (1990-1992)

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 و بهذا نص المرسوم رقم -101 90المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضتها ، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى ، و في أكتوبر من نفس السنة ، و من خلال هيأة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة ، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه

الهيأة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ، و يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة[11].و لقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط ، و تتوفر لديها جميع الإمكانات للرقي و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها .ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فيفري 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية .[12]

لكن بالرغم من كل المجهودات المبذولة أنفة الذكر إلا أن بورصة الجزائر لم تتمكن من أن تكون عملية في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

3-2- المرحلة الابتدائية (1993-1996)

أنشئت بورصة الجزائر بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق الأوراق المالية، 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، وقد عرف هذا النص بورصة القيم المنقولة كما يلي: هي إطار تنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، و الأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم.

كما تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية ، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ، فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها .

3-3- مرحلة الانطلاق الفعلية : (ابتداء من سنة 1996)

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث : تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة و أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة ، كما تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما ، و أصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.[13]

ومع بداية سنة 1997 ، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين) ، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين و تنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا ، بهدف الاستفادة و لو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين ، في مجال التعامل بالسوق المالي.

وقد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 ، على تهيئة الجو الملائم ، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد[14] ، وقد تم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بورصة الجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك .

4- مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014:

للتمكن من قياس وتقييم تطور وكفاءة أسواق الأوراق المالية لابد من مجموعة متكاملة من المؤشرات نوردها وذلك بالتطبيق على بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014 فيما يلي:

4-1- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق:

- عدد الشركات المدرجة: تدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة، يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى زيادة اتساع حجم السوق، وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد، مما يؤدي إلى آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني، ويرتبط ذلك بارتفاع رأسمال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة.

-الرسملة السوقية: تقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للدولة، ويعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد المالية اللازمة للاستثمار، أي قدرتها على تعبئة المدخرات لتوجيهها إلى المؤسسات المقيدة في السوق والتي تستثمر مواردها. ويؤدي ارتفاع معدل الرسملة البورصية إلى آثار ايجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، كما يوضح تطور معدل الرسمية البورصة مدى سرعة وإيجابية تطور البورصة.[15]

بناء على ما سبق، ومن خلال **تقارير كل من** لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة **COSOB** وشركة تسيير القيم SGBV والتقارير الفصلية لصندوق النقد العربي يمكننا دراسة مدى تطور عدد الشركات وتطور القيمة السوقية في بورصة الجزائر من خلال الجدول الموالي:

الجدول(02):تطور عدد الشركات المدرجة مؤشرات القيمة السوقية للسوق الرئيسي ببورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014

السنة	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (مليار دينار جزائري)	PIB مليار دج	القيمة السوقية إلى PIB (%)	معدل نمو القيمة السوقية (%)
2007	02	6,46	9 352, 8864	0.069	--
2008	02	6 ,5	11 043, 7035	0.059	0,61
2009	02	6,55	9 968, 0253	0.066	0,76
2010	02	7,9	11 991, 5639	0.066	20,61
2011	03	14,96	14 588, 5319	0.103	89,36
2012	03	13,03	16 208 ,6984	0.08	-11,89
2013	04	13 ,82	16 643, 8336	0.083	6,06
2014	04	14,79	17 205, 1063	0.086	7,01

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير COSOB وSGBVو ONS

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن السوق الرئيسي ببورصة الجزائر من سنة 2007 إلى 2009، كان يتداول فيها سهمين فقط هما سهم الأوراسي وسهم صيدال، أما في سنة 2011 فقد انضمت شركة آليونس للتأمين وبعدها تم إدراج سهم " أن سي أ- رويبة" بتاريخ 03 يونيو 2013 . وعليه تعد عدد سندات رأس المال غير كافي، لذا تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة على المستوى الدولي ككل.

كما نلاحظ أن بورصة الجزائر حققت معدلات نمو ضعيفة في بداية فترة الدراسة ،لكن هذه معدل النمو تحسن ابتداء من سنة 2010 ، فقد سجلت البورصة في سنة 2011 أعلى معدل نمو بـ 89,36% وأعلى قيمة السوقية بقيمة 14,96 مليار دينار جزائري نتيجة لإدراج سهم شركة آليانس للتأمين ، لتسجل انخفاض بعدها بمعدل 11,89%. كما أن نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي ضعيفة جذا إذ لم تتجاوز 1% وذلك إذا ما قرنت بباقي البورصات المغاربية حيث نفس النسبة في سنة 2008 وصلت إلى 67,7% في المملكة المغاربية و 17% في تونس.

ومن خلال هذا التحليل نلاحظ أن القيمة السوقية لبورصة الجزائر منخفضة جدا نظرا لوجود العجز في بورصتها إصدار أسهم جديدة، فقيمة السوقية لبورصة الجزائر في 2007 سجلت فقط 67 مليون يورو وهي قيمة ضعيفة إذا ما قرنت بـ 5 مليار أورو قيمة سوقية لبورصة تونس و 61 مليار يورو قيمة سوقية لسوق الأوراق المالية المغربي لنفس السنة.

4-2- **السيولة**:

تحدد عن طريق مؤشر قيمة التداول على الناتج المحلي الإجمالي ، ويشير ارتفاع هذا المؤشر إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات، ويعكس هذا المؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل.

-مؤشر قيمة التداول / قيمة الرسملة البورصية : يعبر ارتفاع هذا المؤشر عن ارتفاع درجة السيولة، حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة إلى السوق، ويوضح ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال، مما يدل هذا على زيادة نشاط السوق[16] ، الجدول الموالي يعرض إحصائيات حول تطور مؤشرات السيولة لبورصة الجزائر خلال للفترة 2007-2014 .

الجدول رقم (02): تطور مؤشرات التداول للسوق الرئيسي ببورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014

السنة	قيمة التداول (دينار جزائري)	نسبة قيمة التداول إلى الرسملة البورصية %	عدد المعاملات	معدل نمو قيمة التداول%
2007	960417115	14,86	410	-
2008	1218511505	21,75	545	26,87
2009	13819895	0,21	488	-98,86
2010	11985965	0,15	361	-13,27
2011	185118435	1,23	413	1444,46
2012	36038865	0,27	143	-80,53
2013	49116990	0,059	133	36,28
2014	41410340	0,27	251	-15,69

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير COSOB وSGBV

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ التذبذب الكبير في معدل نمو قيمة التداول خلال فترة الدراسة خاصة في سنة 2011 التي تعتبر الأحسن من ناحية الأداء ، حيث وصل معدل نمو قيمة التداول إلى 1444,46% بعدها انخفاض إلى 80,53%، وهو ما يعني أن التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر غير مستقر ولا بتوفر على الاستمرارية في الأداء ، فهو يرتبط بإدراج أسهم جديدة كما هو الحال مع سنة 2011 أين تم إدراج سهم أليانس للتأمينات والذي حضي بـ 161414250 من قيمة التداول وهو ما نسبته 87,17% ،كذلك نلاحظ ضعف وعدم استقرار في عدد الصفقات المبرمة حيث حققت سنة 2008 أعلى عدد معاملات سنوية ، كما نلاحظ انخفاض نسبة قيمة التداول إلى الرسملة البورصية خاصة في السنوات الأخيرة للدراسة. لذلك فإنه يتعين تحسين سيولة في السوق الرئيسي ببورصة الجزائر للتمكن من التخصيص الأمثل للموارد، لأنها تتيح الاختيار أمام متخذ القرار سواء من الأفراد أو المؤسسات، ومن ثم تساعد على اختيار البديل الذي يعظم من كفاءة التخصيص، كما أن السيولة تعمل على توفير سمة انتظام الأسعار، أي استقرارها في السوق.

4-3- مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي:

يعتبر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث يعمل على توجيه الاستثمار وتأثيره في معاملات السوق، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي ما يلي:

-مدى نشر المعلومات عن السوق بكل جوانبه سواء مؤشرات كلية أو جزئية.
-مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة.
-توافر قوانين حماية الاستثمار والمستثمر.
-عدم وجود عوائق على الاستثمار وتحويل رؤوس الأموال.
-انخفاض درجة المخاطر.

ويمكن أن يتحقق جزء من ذلك من خلال تعزيز حوكمة الشركات سواء على صعيد المؤسسات المدرجة أو الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية، التي تعرف بأنها الهياكل والعمليات التي يتم بها توجيه الشركات والسيطرة عليها[17] ،أما منظمة التعاون الاقتصادي الدولي والتنمية(OECD) فعرفتها على أنها الإجراءات والعمليات التي بموجبها تنظم وتراقب المنظمات، ويحدد هيكل حوكمة الشركات توزيع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف المشاركين في المنظمات - مثل مجلس الإدارة، المديرين، والمساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين - ويضع القواعد والإجراءات اللازمة لصنع القرار[18] ،كما عرف بنك التسويات الدولية الحوكمة في البنوك بأنها الأساليب التي تدار بها البنوك من خلال مجلس الإدارة والإدارة العليا والتي تحدد كيفية وضع أهداف البنك والتشغيل وحماية مصالح حملة الأسهم وأصحاب المصالح مع الالتزام بالعمل وفقاً للقوانين والنظم السائدة وبما يحقق حماية مصالح المودعين.[19]

فمبادئ حوكمة الشركات يمكن أن تساهم في تحقيق الهيكل المؤسسي والتنظيمي الضروري لكفاءة أسواق الأوراق المالية، لأنها تهدف إلى تقييم وتحسين وتنظيم الإطار القانوني المؤسسي والتنظيمي على الصعيد الوطني ، من خلال تقديم مبادئ توجيهية و مقترحات لإدراج الشركات في البورصات المالية ، توجيه المستثمرين والشركات و الأطراف الأخرى المشاركة في إعداد نظام فعال لحوكمة الشركات[20]، كما تساعد الحوكمة الجيدة عل العمل بشكل أكثر كفاءة، وتحسين الحصول على رأس المال، والتخفيف من المخاطر وحماية ضد سوء الإدارة. فالحوكمة تجعل الشركات أكثر عرضة للمساءلة والشفافية من قبل المستثمرين ويمنحهم الأدوات اللازمة للرد على مخاوف أصحاب المصلحة. تساهم حوكمة الشركات أيضا في التنمية وزيادة فرص الحصول على رأس المال وتشجع

الاستثمارات الجديدة، ويعزز النمو الاقتصادي، وتوفير فرص العمل[21]، كما انه على مستوى بورصة الجزائر يمكن للنظام المالي المحاسبي أن يقدم للشركات المسعرة بالبورصة ما يلي:

- إعطاء شفافية وثقة أكبر في المعلومات المالية والمحاسبية المقدمة، الأمر الذي من شأنه الزيادة مصداقية المعلومات التي يحتاجها كل من المستثمرون وأصحاب الأسهم وكذا باقي المتعاملين الاقتصاديين.
- تقديم فرصة أكبر لتسهيل الرقابة سواء الداخلية أو الخارجة.
- تشجيع المستثمرين الأجانب من الإقبال على شراء أوراقها المالية بسبب سهولة قراءة المعطيات المالية للشركة المستخدمة للنظام المالي المحاسبي والذي يقرب ممارساتها المحاسبية بالممارسات العالمية.
- الرفع من جودة المعلومة المحاسبية الأمر الذي يسهل من عملية اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمرين في أوراقها المالية.
- يمكن من إجراء أفضل مقارنة في الزمن لنفس المؤسسة، وفي نفس الوقت بين باقي المؤسسات الوطنية أو الدولية حول الوضعيات المالية والأداء، وسهولة قراءة وفهم المعلومات المالية الموجهة لمستعملي المعلومة من داخل الجزائر[22]

5- معوقات بورصة الجزائر

قبل التطرق إلى معوقات بورصة الجزائر، يمكن القول أن أسواق الأوراق المالية عموما تتأثر بجملة من العوامل تحول دون تحقيق أهدافها، نوردها فيما يلي:

– انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعا وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تنجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية و تحقيق أرباح غير حقيقية.[23]

– ضعف تنظيم السوق: يؤدي عدم تنظيم السوق بشكل جيد إلى إضعاف كفاءة أسواق الأوراق المالية، ومن أهم العوامل التي تؤدي إلى حدوث اضطرا بات في تنظيم السوق ما يلي:

- عدم وجود إطار تنظيمي واضح المعالم يخص أسواق الأوراق المالية، والمتمثل خصوصا في تنظيم مهنة الوساطة، ومدى قدرة التشريعات القانونية اللازمة على استيعاب السوق في حاضرها ومستقبلها، وكذا الالتزام بالقرارات واللوائح التنظيمية الموضوعة من طرف الجهات الوصية على السوق قصد تحسين أدائها.
- غياب رقابة الأجهزة المختصة المتمثلة في الجهات الوصية على السوق، والتي يتم إنشاءها بهدف تنظيم تداول الأوراق المالية، ومراقبة مدى تطبيق التشريعات واللوائح التنظيمية المتعلقة بالسوق.
- نقص التنويع في الأدوات المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة.[24]

– **عدم كفاءة نظام المعلومات:** تتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات السائد، وأن أهم أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات المالية يتمثل في:

- التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين.
- عدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة، و تفسح المجال لنشؤ ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات لأسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على

المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذ تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة.

– عدم الإفصاح التام والشامل على كافة المعلومات الخاصة بالمؤسسات المقيدة في أسواق الأوراق المالية[25] ، أو تمكن فئة معينة من الحصول على معلومات خاصة تمكنهم من إبرام الصفقات في الوقت المناسب، الشيء الذي يمكنهم من تحقيق أرباح طائلة على حساب مستثمرين آخرين.

– التلاعب بالأسعار من طرف بعض المضاربين أو من قبل المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، استغلال الثقة التي يمنحها المستثمرين للوسطاء في عمليات البورصة.[26]

– قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدوث مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية كبيرة.[27]

أما عدم كفاءة السوق الرسمي ببورصة الجزائر فيعود إلى عدة أسباب اقتصادية تشريعية وتنظيمية وحتى اجتماعية وثقافية تحول دون تنشيط هذه البورصة قبل الوصول إلى دراسة ومناقشة كفاءتها-لأن من خلال ما سبق- مؤشرات قياس كفاءة السوق الرسمي ببورصة الجزائر ضعيفة جدا بسبب عدة عوامل أهمها من وجهة نظرنا تتمثل فيما يلي:

– **المعوقات الاقتصادية :**

- ضعف النظام المالي الجزائري ككل الذي يحتاج إلى عصرانة تمكنه من المساهمة في تطوير البورصة؛
- السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة غير محفزة للمستثمرين؛
- ضعف القدرة الشرائية لدي جمهور المواطنين وبالتالي قلة المدخرات الفردية، ومن ثم ضعف حجم الطلب على الأوراق المالية – طبعا في حالة وجود الرغبة في الاستثمار في الأوراق المالية-

– **المعوقات التشريعية والتنظيمية:**

- عدم حداثة أنظمة التداول، إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين
- صعوبة شروط إدراج المؤسسات لأسهمها في بورصة الجزائر عدم فتح المجال أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للقيد في البورصة رغم أنها من العوامل الأساسية لتحسين أداء هذه البورصة بما فيها السوق الرسمي؛
- قلة المؤسسات المدرجة التي تعتبر المحرك الأساسي للبورصة؛ لان تعدد الأوراق المالية الذي يعد احد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدولة المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين عدة أوراق مالية، تفسح لهم مجال واسعا للاستثمار؛
- الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة.

– **العوائق الاجتماعية والثقافية:**يميل الفرد الجزائري عادة إلى حيازة الموجودات كالعقارات أو المعادن الثمينة التي تتميز بمخاطر اقل من الأوراق المالية، وذلك بفعل تأثير عدة عوامل اجتماعية وثقافية تتمثل أساسا في غياب ثقافة الاستثمار في الأوراق

المالية عدم الثقة في هذه الأدوات المالية كنتيجة لعدم معرفة كيفية الاستثمار بها وكذا الخوف من مراقبة المصالح الجباية، بالإضافة إلى العامل الديني الذي يحرم التعامل بأدوات مالية تقوم أساسا على الربا.

الخـــــــاتـــمة:

يتضح من خلال واقع السوق الرسمي لبورصة الجزائر وتطور مؤشرات قياسها خلال الفترة الزمنية من 2007-2014 أنها تعاني من عدة عوائق ، ربما يكون هذا راجع إلى أنها في مراحل تطورها الأولى ، وكذا افتقار هذه السوق إلى المستوى الكافي من العمق والسيولة، ويقف وراء كل ذلك كما رأينا في عند دراسة عدة معوقات أهمها ما يتعلق بالبيئة الكلية التي تعمل فيها هذه البورصة ومنها ما هو متصل بالسياسات الاقتصادية، وبعد تناولنا لموضوع كفاءة أسواق الأوراق المالية المتطلبات والمعوقات دراسة حالة السوق الرسمي ببورصة الجزائر توصلنا إلى ما يلي:

- تتمثل المرتكزات الرئيسية في تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية في الجوانب المتعلقة بالكفاءة التنظيمية والإعلامية، ومن أهم المتطلبات التي تساهم في تحقيق الكفاءة هي كفاءة نظام المعلومات، توفر السوق على هامش معتبر من السيولة حتى يتم إبرام الصفقات بسرعة، انخفاض تكلفة المعاملات حتى يتم ضمان استمرارية تبادل الأوراق المالية. عدالة السوق حتى تتاح الفرص لجميع المستثمرين، رشادة سلوك المستثمر وتوفر درجة معينة من الأمان والانضباط بين المتعاملين حتى يتم ضمان المنافسة بينهم.
- هناك مجموعة من المؤشرات تهتم بقياس درجة كفاءة أسواق الأوراق المالية، منها حجم السوق التي يعتبر مؤشر على مدى الاستثمار في الأوراق المالية والذي يرتبط بعدد الشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية ، ومعدل الرسملة البورصية، إضافة إلى مؤشر سيولة السوق، ومؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي، فتحسن هذه المؤشرات يعد دلالة على ارتفاع درجة كفاءة أسواق الأوراق المالية التي تؤدي إلى التخصيص الأمثل للموارد وتنمي الاستثمار في الأوراق المالية. هذا ما لا يتوفر في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة
- عرفت السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال فترة الدراسة عجز على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمارات، كما عجزت عن زيادة الإصدارات الجديدة؛
- شهد السوق الرسمي ضعف عدد الصفقات المبرمة وأحجام وقيم التداول اليومية ؛
- انخفاض سيولة الأوراق المالية و التقلبات الشديدة في الأسعار؛
- تواجه بورصة الجزائر مجموعة من العوائق تحول دون تحقيق الأهداف التي أنشئت من اجلها؛
- السوق الرسمي ببورصة الجزائر يعرف نموا بطيئا، كما أن اتجاه تطوره سلبي في أغلب السنوات، وقد تبين ذلك من خلال دراسة مؤشر القيمة السوقية الذي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية .

أخيرا فإنه لا يمكن أن تتحقق كفاءة اسواق الأوراق المالية دون توفر عدد كافي من الشركات المدرجة و حجم معين من التداول، وجود جهاز رقابي كفء ونزيه، وجهاز مصرفي متطور وتعزيز الإفصاح والشفافية والوعي الاستثماري عبر الزمن من اجل حماية المستثمرين، لأنها مفتاح التطور والاستقرار لبورصة الجزائر.

الهوامش:

[1] متولي عبد القادر السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، (2010)، ص96.

[2] مجيد موسوي، ضياء. البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، (2003)، ص 8.

[3] صالح الحناوي، محمد. وآخرون. الاستثمار في الأوراق المالية،الإسكندرية:الدار الجامعية، (2003) ، ص 127.

[4] Dmontier, Pascal. Marches efficients et comptabilité، encyclopédie comptabilité contrôle de gestion et audit ،article64،Paris: (2001)، p857.

[5] محمود الشراوره، فيصل. الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، عمان:دار وائل، (2008)، ص48.

[6] صاطوري، الجودي. أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر،أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة،غير منشورة، السنة الجامعية2005- 2006.، ص262.

[7] Benic, Vladimir & franic, Ivna, stock market liquidity: comparative analysis of creation and regional markets, Financial theory and practice,(2008)p479. Website: http://ideas.repec.org/a/ipf/finteo/v32y2008i4p477-498.html

[8] الدسوقي، إيهاب. اقتصاديات كفاءة البورصة ، القاهرة: دار النهضة العربية ،(2000) ، ص 08.

[9] الدسوقي، إيهاب. مرجع سابق، ص 114.

[10] صاطوري، الجودي. مرجع سابق، ص262.

[11] شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس، الجزائر، (1999)، ص 144

[12] زيدان، محمد. بومدين ،نورين. دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية –، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة ، 21 /22 نوفمبر2006،ص7.

[13] المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .

[14] صاطوري،الجودي.مرجع سابق،ص301.

[15] خضر، حسان. مؤشرات أسواق الأوراق المالية، برنامج تعليم أسواق الأوراق المالية، الكويت: المعهد العربي للتخطيط، (2004)، ص06.

[16] صاطوري، الجودي. مرجع سابق، ص261.

17 IFC, corporqte governqnce, http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/corporate+governance/overview

[18] OECD, Definition of **CORPORATE GOVERNANCE**

[19] جبار عبد الرزاق، الالتزام بمتطلبات لجنة بازل كمدخل لإرساء الحوكمة في القطاع المصرفي العربي–دراسة حالة دول شمال إفريقيا،مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ،العدد السابع ،ص80

[20] OCDE ,Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE,po-cit,p11.

[21]IFC, Corporate governance, Website:
http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/corporate+governance/overview

[22]قورين حاج قويدر وآخرون، تأهيل قطاع السوق المالي كمدخل لتدعيم تنافسية الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على النظام المحاسبي المالي الجديد،مداخلة ضمن الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والإستراتيجية التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربي

[23] آل شبيب ، دريد. الجبوري ، عبد الرحمن. أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي(حالة شركة وورلدكم الأمريكية(–WORLD COM) ، المؤتمر العلمي الرابع: إستراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ،جامعة فيلادلفيا الأردن ،15–2005/16

[24] صاطوري، الجودي .مرجع سابق، ص259.

[25]آل شبيب ، دريد. الجبوري ، عبد الرحمن.مرجع سابق.

[26] صاطوري، الجودي .مرجع سابق، ص259.

[27] آل شبيب ، دريد. الجبوري ، عبد الرحمن.مرجع سابق.

المراجع:

1. متولي عبد القادر السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، (2010).
2. مجيد موسوي، ضياء. البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، (2003).
3. صالح الحناوي، محمد. وآخرون. الاستثمار في الأوراق المالية،الإسكندرية:الدار الجامعية، (2003) .
4. محمود الشراوره، فيصل. الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، عمان:دار وائل، (2008).
5. إبراهيم هندي، منير. أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية:منشأة المعارف، (1999).
6. محمد داغر، محمود. الأسواق المالية (مؤسسات أوراق بورصات)، عمان: دار الشروق ، (2007).
7. وليم اندوراس، عاطف.أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي و متطلبات تطويرها)، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، (2006).
8. عبد العال حماد، طارق. دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، القاهرة: الدار الجامعية، (2000).
9. صاطوري، الجودي. أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر،أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة،غير منشورة، السنة الجامعية2005– 2006 .
10. شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس، الجزائر، (1999).
11. الدسوقي، إيهاب. اقتصاديات كفاءة البورصة ، القاهرة: دار النهضة العربية ،(2000) .

12. خضر، حسان. مؤشرات أسواق الأوراق المالية، برنامج تعليم أسواق الأوراق المالية، الكويت: المعهد العربي للتخطيط، (2004).

13. جبار عبد الرزاق، الالتزام بمتطلبات لجنة بازل كمدخل لإرساء الحوكمة في القطاع المصرفي العربي–دراسة حالة دول شمال إفريقيا،مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ،العدد السابع .

14. قورين حاج قويدر وآخرون، تأهيل قطاع السوق المالي كمدخل لتدعيم تنافسية الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على النظام المحاسبي المالي الجديد،مداخلة ضمن الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والاستراتيجية التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربي

15. آل شبيب ، دريد. الجبوري ، عبد الرحمن. أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي(حالة شركة وورلدكم الأمريكية(–WORLD COM) ، المؤتمر العلمي الرابع: إستراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ،جامعة فيلادلفيا الأردن ،15–2005/16

16. زيدان، محمد. بومدين ،نورين. دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية –، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة ، 21 /22 نوفمبر2006.

17. المرسوم التشريعي رقم 93–10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي1993.

1. Dmontier, Pascal. Marches efficients et comptabilité، encyclopédie comptabilité contrôle de gestion et audit ،article64،Paris: (2001).
2. Benic, Vladimir & franic, Ivna, stock market liquidity: comparative analysis of creation and regional markets, Financial theory and practice,(2008). Website: http://ideas.repec.org/a/ipf/finteo/v32y2008i4p477-498.html

3. IFC, Corporate Governance, http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/corporate+governance/overview
4. OECD, Definition of **CORPORATE GOVERNANCE.**

OCDE ,Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE,2004. site web :http://www.oecd.org/fr/daf/ae/principesdegouvernementdentreprise/31652074.PDF (date de consultation 30-04-2014)

1. http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/corporate+governance/overview
2. cosob, rapport annuel 2O14.
3. Société de gestion de la bourse des valeurs mobilière, rapport d'activité annuel, site web : http://www.sgbv.dz/?page=rapport&rap=4&lang=fr
4. ONS, les comptes économiques de 2000 à 2014,n709, site web : http://www.ons.dz/IMG/pdf/Publication-Comptes-Economiques-2000-2014.pdf