

دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية

-دراسة حالة بورصة الجزائر-

ميلودي عمار

جامعة المسيلة –الجزائر-

ammam.miloudi@yahoo.fr

ملخص:

أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوثيقة التي تربط رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي، وبصفة عامة يمكن القول أن أسواق المال تقوم بدفع التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف كتنمية المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي، زيادة تخصيص الموارد، رفع معدلات إنتاجية الاستثمار وغيرها.

إن الرؤية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الجزائرية لم تكن واضحة على النشاط الاقتصادي التنموي، ولم تكن لها آثار واضحة على التنمية، وتم التوصل إلى نتيجة مفادها، انعدام العلاقة بين بورصة الجزائر للأوراق المالية وتحقيق أي معدل للتنمية الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، البورصة الجزائرية، التنمية الاقتصادية

Abstract:

Several recent empirical studies about the close relationship between capital and economic growth rates, and in general it can be said that the money markets are paying the economic development and economic growth by doing a number of jobs. Ktabih savings and financing productive activity confirmed, increase the allocation of resources, raising the productivity of investment rates and others.

The economic vision of the Algerian market the securities were not clear on the development of economic activity, did not have a clear impact on development, was reached as a result of that, the lack of relationship between Algiers Stock Exchange and to achieve a rate of economic development.

Key words: The stock market, the Algerian bourse, economic development

مقدمة:

إن تحقيق النمو الاقتصادي، وضمن استمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيا منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي أو من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر، 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. ومن هذا المنطلق نحاول من خلال هذا الورقة إبراز دور سوق الأوراق المالية من خلال بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني والآليات التي تمكن من تفعيله بما يسمح من تنوع مصادر التمويل أمام الأعوان الاقتصاديين.

الإشكالية:

باشرت الجزائر على غرار كثير من الدول إصلاحات اقتصادية بغية تبني آليات لإنشاء سوق الأوراق المالية " البورصة" ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مراحلها الأولى، فقد واجهته مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منه خاصة منها التنمية الاقتصادية، من هنا تظهر الإشكالية الرئيسة للدراسة والتي تتمحور في:

ما هو دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر؟

ومن خلال هذه الإشكالية نرى ضرورة الإجابة عن التساؤلات الفرعية التالية:

ما هو الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية في الجزائر؟

ما هي أسباب ضعف الاستثمار في بورصة الجزائر؟

ما هي آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر؟

الدراسات السابقة:

بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006، حيث تطرق الباحث الى أهم معوقات نجاح بورصة الأوراق المالية في الدول العربية منها الجزائر، وخلصت هذه الدراسة الى وجوب تطوير البورصة قصد الاعتماد عليها في تحقيق التنمية.

صافية بزام، استخدام المؤشرات المالية للتنبؤ بالتعثر المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، جامعة ورقلة، 11-06-2014، حيث خلصت هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج أهمها إمكانية الاعتماد على المؤشرات المالية لتفادي التعثرات المالية مستقبلا.

أهمية وأهداف البحث:

لا يختلف اثنان في كون سوق الأوراق المالية تعتبر من أهم مصادر الدخل والتنمية في الاقتصاديات الحديثة، من خلال تحقيقها للوفورات المالية التي توفر للدولة مصدرا للميزانية، لاسيما

إذا ما توفرت الظروف الطبيعية والتجهيزات اللازمة التي تعين على ذلك، خصوصاً في مجال الخدمات تطوير بورصة الأوراق المالية، في نفس السياق لا ننسى أن البورصة قادرة على استقطاب مختلف المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة، فمن الناحية الاقتصادية لها دورها الخاص في ترقية وازدهار هذه المؤسسات، ومن من ناحية أخرى توفر موارد مالية إضافية للدولة.

المنهجية وأدوات التحليل المستعملة

لقد اقتضت طبيعة البحث وخصوصيته التعامل مع المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري من خلال التطرق إلى أهم الأدبيات المتعلقة بالبورصة، وكذلك إلى مختلف الدراسات التجريبية الخاصة بالموضوع، أما في الجانب التطبيقي فاستعمل المنهج التحليلي معتمدين على جمع المعطيات وتبويب البيانات الخاصة بالعينة المدروسة كما تم الاستعانة بمجموعة من الأدوات تتمثل أساساً في:

❖ الإحصائيات المتعلقة بالمتغيرات المكونة للنموذج

❖ التقارير والدوريات المتعلقة بموضوع الدراسة

أقسام البحث: اشتملت خطة البحث على المحاور لتالي:

I. المحور الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية

II. المحور الثاني: بورصة الجزائر للقيم المنقولة

III. المحور الثالث: أسباب ضعف الاستثمار في بورصة الجزائر

IV. المحور الرابع: مساهمة بورصة الجزائر في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها.

I. الإطار المفاهيمي لبورصة الأوراق المالية.

1. تعريف البورصة

ترجع كلمة بورصة bourse إلى إسم أحد كبار التجار الأغنياء في مدينة بروج البلجيكية وكان اسمه فان دن بورص van den bource إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم عمليات الشراء والبيع. بفندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاثة أكياس trois bourses وكان يجتمع فيه عملاء مصرفين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع⁽¹⁾

جاء لفظ بورصة ليعبر على المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون من التجار والذي كان يتم بشكل منظم ودوري لإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل عليها، إلا أنه كان هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل. ولم تكن قد سميت بالبورصات، فمثلاً مصرفي عهد الفراعنة كان التجار يقومون بعرض بضائعهم والاتفاق عليها وتحديد الأسعار لدى عزيز مصر كما عرف نظام البورصات عند العرب من خلال شيخ بندر التجار وتمويلها والاتفاق الآجل عليها... الخ

وتعتبر البورصة سوق منظمة تتداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء بقيام عمليات التبادل وإتمامها بسهولة وسرعة وفقا للقواعد والقوانين. كما أن البورصات تعتبر نظام الكمبيوتر الآلي التي تجتمع فيها طلبات البيع والشراء للأدوات المالية والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية المنظمة. وفي الأخير يمكننا إعطاء تعريفا شاملا للبورصة إذ هي عبارة عن سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية فهي سوق التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراء ويتم التعامل فيها وفقا للوائح، وقوانين تنظم قواعد التعامل، وعقد الصفقات وكذلك الشروط الواجب توافرها في المتعاملين.⁽²⁾

2. أهمية البورصة

تحضى بورصة الأوراق المالية بأهمية كبيرة تكمن في:⁽³⁾

تحقيق دور رئيسي في النشاط الاقتصادي من أجل ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة تحريكه وتوظيفه في مجالات النشاط. والعمل على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب وإتاحة الحركة الكاملة فضلا على ضمان العلانية والشفافية الكاملة عن كافة المعاملات التي تتم على الأوراق المالية المتداولة وعن أسعارها.

إمكانية منح قروض بتكلفة مناسبة إذا ما قورن ذلك بالاقتراض من الخارج لأجل قصيرة أو متوسطة والذي يكلف الدولة أعباء باهظة خاصة مع ارتفاع أسعار الفوائد عليها.

وينظم العمل في البورصات قوانين ولوائح وإجراءات وقواعد منظمة. لطرح وتداول الأوراق المالية والتعامل عليها من خلال سماسرة الأوراق المالية تمثل مرآة النشاط الاقتصادي، وهذا باعتبارها حلقة اتصال بين مختلف الفعاليات الاقتصادية. مما يؤهلها لتغطية المؤشر العام لاتجاهات الأسعار ومعادلات الادخار والاستثمار

السماح بمباشرة النشاط بالعملة القابلة للتحويل، وقبول طرح أسهم ومستندات الشركات والحكومات المختلفة بالعملة المختلفة، قد يؤدي إلى تحويل هذا السوق من سوق محلي إلى سوق إقليمي.

3. وظائف البورصة:

يؤدي سوق الأوراق المالية (البورصة) وظائف على قدرة كبيرة من الأهمية في الأسواق المالية وفي الاقتصاد الوطني.⁽⁵⁾

تؤمن البورصة سوق مستمر لتداول الأوراق المالية الأمر الذي يوفر للمستثمرين كمية عالية من السيولة، والسيولة هنا هي إتاحة الفرص للمستثمرين لأن بيع أوراق مالية بأسعار تختلف عن أسعار البيع السابقة، تشجع ميزة السيولة هذه، المستثمرين على اختلاف أنواعهم الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق مالية من السوق الأولى أو من السوق الثانوي.

النشاط و الكفاءة العالية للبورصة تجعل الإصدارات الجديدة في السوق الأولى أكثر قابلية للتسويق، مما يخفض من خطر ضمان الإصدارات وتشجع المستثمرين بالتعامل في السوق الثانية مما يحقق سهولة تسويق الاستثمارات ومساعدة الأفراد على تخلص منها في أي وقت .

تقييم وتحديد أسعار الأوراق المالية من خلال عملية التداول ما بين عدد كبير من المستثمرين لا يعرف بعضهم البعض بمعنى التقييم يتم على أسس موضوعية لا يدخل فيها العامل الشخصي. وتعمم أسعار التداول على كافة المستثمرين الفعليين والمحتملين فور تشكلها من خلال وسائل الإعلام والاتصال. .

سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كافة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها. وعليه فإن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفؤة تحقق نتائج أعمال جيدة وتحسن أسعار أسهمها في السوق .

إلزام البورصة الشركات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها.

II. بورصة الجزائر للقيم المنقولة

نظرا للضرورة الاقتصادية التي تعيشها الجزائر و الخلل في التسيير بسبب هيمنة القطاع العام و تذبذب وتيرة النمو الاقتصادي و التبعية للخارج، عرفت الجزائر تحولات هامة بغرض معالجة وتدارك الوضعية الحالية فسرعت بالإصلاحات لتحرير الاقتصاد وتهيئة المحيط، ورغبة منها في ربح الوقت رأت السلطات العمومية أنه من المفيد توفير آلية ذات فعالية بالنسبة لنظام اقتصاد السوق، وهذا ما حدث فعلا وذلك بإنشاء بورصة الجزائر إذ أن البورصة تعتبر أداة فعالة ومكان لالتقاء قوى الاستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد وتنشيطه إذ يتم إعطاؤه قوة دفع أكبر وشمولية أعم وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري.⁽⁶⁾

1. عرض بورصة القيم المنقولة

1.1. نشأة بورصة القيم المنقولة

تم تأسيس بورصة الجزائر في شهر 09 ديسمبر سنة 1990 برأسمال إجمالي قدره 32000.00 دج تحت اسم " شركة القيم المنقولة SVM" وهذا استنادا للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 وسميت شركة القيم المنقولة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية رأس المال هذا من جهة و من جهة أخرى انعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة لأن التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات.

2.1. مراحل إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة: بدأت نشاطها بموجب المرسوم التأسيسي للجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000 2. حيث تعرفها المادة 01 منه كما يلي: " تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص للآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم، وقد كانت مراحلها كما يلي:⁽⁷⁾

« المرحلة الأولى: 90-92 تميزت بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة SVM وإصدار ثلاث مراسيم تتعلق بالبورصة

«المرسوم التنفيذي رقم: 91-169 في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.

«المرسوم التنفيذي رقم : 91-170 في 28 ماي 1991 حدد 10 أنواع من القيم المنقولة أشكالها، شروط إصدارها وطرق ذلك، تداولها وتحويلها.

المرسوم التنفيذي رقم: 91-171 في 28 ماي 1991 يتعلق بلجنة البورصة.

المرحلة الثانية: 92-93 واجهت شركة القيم المنقولة صعوبات تتعلق بمهمتها ووظيفتها، وقد تم رفع رأسمالها من 230000 دج إلى 9320000 دج

المرسوم رقم: 93-08 لـ 93/04/25 المكمل للقانون التجاري حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها.

المرسوم رقم: 93-10 لـ 93/05/03 حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر، الوساطة - لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة COSOB ، ولجنة تسير بورصة القيم SGBV. المرحلة الثالثة: 93-95 حيث تم إصدار نصين تشريعيين:

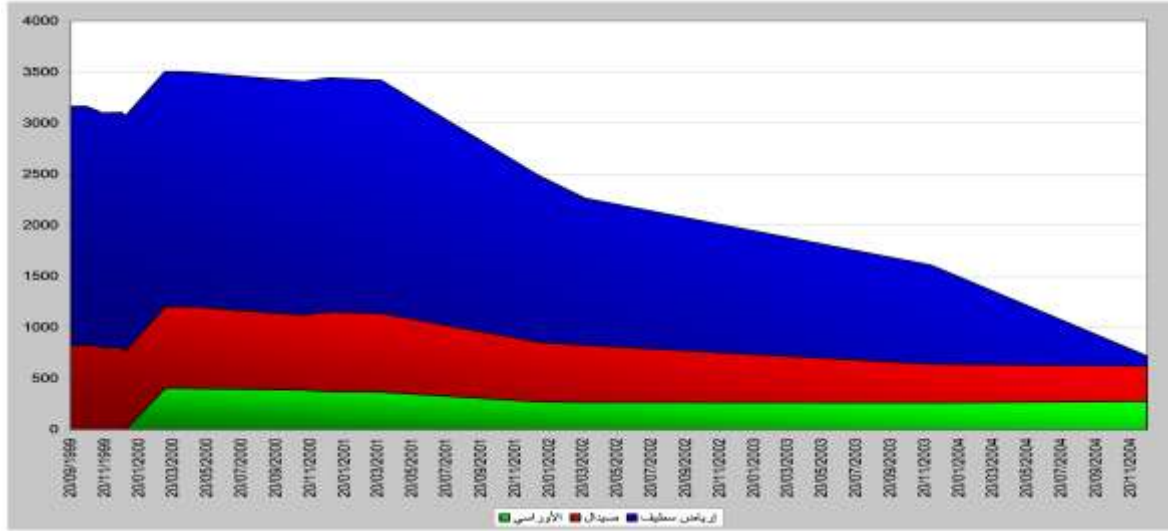
المرسوم رقم: 94-175 لـ 94/06/13 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الأموال وتمول الاستثمار وبرامج التنمية.

وكان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 ولها مكان مادي مقر " بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة.

3.1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB : تقوم هذه اللجنة أساس بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركات التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، ولها وظائف تأديبية وتحكيمية، وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض وللاكتتاب العام، وذلك في 18/11/1997م. ثم رياض سطيف وصيدال والأوراسي وأعطت أول اعتماد في 31/03/1998م لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير.⁽⁸⁾

ان الرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، ويخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين والمدعويين بالوسطاء في عمليات البورصة المادة 05 من المرسوم التشريعي تنص على انه لا يجوز اجراء أية مفاوضة تتناول فيها قيم منقولة مقبولة في البورصة الا داخل البورصة ذاتها و عن طريق وسطاء ماليين في عمليات البورصة. هذا يعني ان المشتريات والمبيعات للقيم المنقولة المسعرة تتم بالحضور الاجباري لهؤلاء الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة.⁽⁹⁾

الشكل رقم (01) : تطور أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من 2010-2016



المصدر: تم إعداده استنادا إلى:

www.cosob.org/statistiques-boursieres-seances-bourse-der.htm le 2016/11/17

4.1. شروط القبول في البورصة: حسب المادة 16-46 من نظام COSOB رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1998م.⁽¹⁰⁾

أ. القبول في البورصة: يسمح للمؤسسات بالانفتاح على الخارج ويقوي شهرتها كما يسمح بتمويل نمو المؤسسات وسيولة سنداتها حيث تقدم ملفا خاصا على ذلك.
ب- ويتم التداول في سوق البورصة وفق إطار تنظيمي محكم عن طريق وضع التسعيرة وتسيير الأوامر)
المادة: 76-77 من نظام COSOB .

ولقد حدد المشرع الجزائري الأوراق المالية التي يمكن تداولها داخل بورصة الجزائر وشروط قبولها في تسعيرة البورصة وذا حسب المواد: من 31 إلى 46 من النظام رقم: 97-03 السالف الذكر. فإن الشركة التي تتطلب قبول أوراقها المالية في التداول يجب أن تتوفر على الشروط التالية⁽¹¹⁾
- تكون قد نشرت الكشوف المصادق للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول.

- ❖ أن لا تقل قيمة رأس مالها عن مائة مليون دينار جزائري.
- ❖ يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي سبقت طلب القبول.
- ❖ أن توزع الشركة على الجمهور سندات تمثل 30% من رأس مالها الاجتماعي على الأقل وذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير.
- ❖ يجب أن يكون سعر السندات في القرض يساوي على الأقل مائة مليون دينار جزائري موزعة على 100 حائز على الأقل.
- ❖ فيما يخص الأسهم يجب أن تكون موزعة على 300 مساهم يملكون فرادى على الأكثر 5 % من رأس المال الاجتماعي للشركة.

2. وضعية بورصة الجزائر.

2.1. الشركات المدرجة ضمن بورصة الجزائر.

مرت بورصة الجزائر بالعديد من المراحل وعرفت العديد من المشاكل منذ إنشاء القيم المنقولة سنة 1992، وبعد أن تم فتحها كانت الشركة المدرجة ضمن البورصة كما يلي⁽¹²⁾:

شركة سوناطراك: هي شركة برأسمال يقدر بـ 240 مليار دج ، حيث أصدر وزير الطاقة والمناجم قرار إصدار القرض السندي لسوناطراك بمبلغ 5 مليار دج، تحت رقم 805 بـ 1997/11/09 حيث قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في إطار ممارسة نشاطها بمنح تأشيرتها الأولى تحت رقم 97/001 لـ 1997/11/18 لصالح شركة سوناطراك على السندات التي أصدرتها بعد توقيع العقد بين سوناطراك والبنك الخارجي الجزائري، وقد بدأت هذه العملية في 1998/01/10 بمبلغ أولي قدره 5 مليار دج بنسبة 13% كضريبة مخفضة وبعلوّة إصدار بنسبة 5.2 % ، ونظرا لإقبال الجمهور قد ارتفع المبلغ إلى 12 مليار دج ، وقد بلغت عدد سندات سوناطراك 115000 سند بقيمة إجمالية تقدر بـ 5 مليار دج.

2-1- مجمع رياض سطيف: هي شركة أسهم برأسمال المقدّر بـ 4 مليار دج أسندت في 1990/04/02 لمدة 99 عاما وهي خاضعة لأحكام القانون التجاري ، طرح المجمع 1 مليون سهم للاكتتاب العام بقيمة اسمية تقدر بـ 2300 دج للسهم الواحد وامتداد فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998 إذ تمكن الجمهور من الحصول على الأسهم من لدى شبابيك البنوك التي كونت نقابة خصيصا لهذه العملية، يأتي عل رأسها بنك الفلاحة والتنمية الريفية². وهي أسهم عادية، تأشير COSOB 01/98 المؤرخ في 27/06/1993⁽¹³⁾.

3-1- مجمع صيدال: المتخصص في إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية بحيث بدأت عملية دخول صيدال في البورصة عندما أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة والإشارة في سنة 1988 لمجمع الكيمياء والصيدلة بفتح جزء من رأسمالها للخصوصية الجزئية لصيدال وهذه الخطوة تمت على 20% من رأسمال المؤسسة أي 2.5 مليار دينار بـ 2 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر 250 دينار للسهم الواحد. حيث رأسمالها الإجمالي يقدر بـ 2.5 مليار دج، ثمن العرض 800 دج للسهم، والعرض العمودي تم التصريح به من طرف COSOB بتأشير رقم 04/98 في 1998/12/24. بعد قيام صيدال بمذكرة إعلام وانطلاق العرض بتاريخ 1999/01/15 لمدة شهر حتى 1999/02/15 حتى تم بيع كل الأسهم المعروضة وتحقيق الهدف بنسبة 143% (1). إذا استطاعت صيدال بعرضها 20% من رأسمالها، أن تباع أكثر من عدد الأسهم المطروحة، حيث تحصلت على 2 مليون و 300 ألف أمرا بالشراء مع نهاية العملية، منها أن مليون و 400 ألف سهم، بيعت للمواطنين أي الأشخاص الطبيعيين 700 ألف سهم، كما تم بيع 705000 سهم للمؤسسات المالية و 233000 للأشخاص المعنويين و 16500 لعمال مجمع صيدال⁽¹⁴⁾.

4-1- مؤسسة الأوراسي: مؤسسة متخصصة في مجال الخدمات الفندقية السياحة، رأسمالها 217 مليون دج، فقد اتخذ قرار دخولها على البورصة من طرف اللجنة الوطنية للمساهمات الدولية بتاريخ

1998/02/05 . متبوعة بالجمعية العامة غير عادية للمساهمين بتاريخ 1998/06/21، وكانت قيمة العرض العمومي تخص 20% من رأسمال الاجتماعي أي ما يعادل 1.5 مليار دج موزعة على 1.2 مليون سهم بسعر 400 دج للوحدة ولقد توج هذا العرض بالنجاح حيث كان الطلب على الأسهم يفوق الحصة المعروضة.

إن إحصائيات هذا العرض تذكر بأن 1.34 سهم بيع للمشتريين أي ما يعادل 186.3 من توقعات الشركة القابضة للخدمات 72000 سهم بينما اشترى أشخاص معنويين أكثر من 350000 سهم وهو ما يساوي 146% من التوقعات أما عدد الأسهم التي اقتناها عمال مؤسسة التسيير السياحي فتصل إلى 2070 سهم.(15)

الجدول رقم (01) : تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة [2016-2011]

السنوات	عدد المعاملات	حجم المعاملات	قيمة المعاملات دج
2011	1056	35348	108079690
2012	4559	323990	720039160
2013	2898	361445	533217905
2014	2071	80161	112060345
2015	393	39693	17257700
2016	30	5710	3368560

المصدر: شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجزائر، 2016/3/14.

III. أسباب ضعف الاستثمار في بورصة الجزائر متطلبات تفعيل دورها

1. أسباب ضعف الاستثمار في بورصة الجزائر

تعرف بورصة الجزائر مشاكل كثيرة مما أدى إلى وجود عراقيل تشد من نشاط البورصة وحالت دون انطلاقها الفعلية أهمها:(16)

1.1.العراقيل القانونية: وتتمثل في تلك القوانين التي تقف حجر عثرة في تحقيق بعض المبادئ الاقتصادية التي تهيئ الظروف المناسبة لقيام البورصة، كالتسيير الإداري، عدم مواكبة القوانين للتطورات الاقتصادية التباطؤ في سن التشريعات التي تستجيب لمتطلبات اقتصاد السوق.

2.1.العراقيل الاقتصادية: وتتمثل في:(17)

❖ أن أغلب الشركات ملك الدولة حيث لازالت حتى الآن العديد من المؤسسات العمومية الجزائرية تعاني من اضطرابات مالية وقد تمت لفترات طويلة، أن السبب الأول في الحالة التي آلت إليها يعود إلى سوء التسيير الذي يتضح في: غياب الكفاءات المهنية اللازمة، إهمال وتضييع الطاقات الإنتاجية وعدم الإحساس بالمسؤولية مادامت الأملاك عمومية وليست خاصة.

- ❖ معدلات النمو هي معدلات مالية ماعدا البعض منها الذي ينحصر في عدد قليل أو في قطاع وحيد وهو قطاع المحروقات الذي يشكل الركيزة الأولى للاقتصاد الجزائري.
- ❖ يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية: كالبناء، الأشغال العمومية، الفلاحة...، وهي ما يطلق عليه السوق الموازية التي باتت تشكل بديل أحسن أو ضمان من سوق البورصة، ذلك أنها تضمن أرباحا سهلة وتجنب المخاطر.
- ❖ وإن الضرائب تمثل عبئا ثقيلا على المؤسسات المصروفة بنشاطها ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو تكون منعدمة.

3.1.العراقيل السياسية: يضم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، فإمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولا زالت لا يمكن ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية، حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في بلادنا.

4.1.العراقيل الإدارية: تبين في أنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية، حيث تعقيد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل والسرعة والتفاعل المطلوبين .

5.1.العراقيل الإعلامية: ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار.

ومن هنا نستخلص أنه لا استثمار بدون ادخار ولا ادخار بدون تكوين سوق الأوراق المالية ولا سوق للأوراق المالية بدون بورصة للقيم المنقولة.⁽¹⁸⁾

الجدول رقم (02) : تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة [2016-2012]

السنوات	رأس مال السوق مليار دج	التغير %	PIB مليار دج	رأس مال السوق PIB / %
2012	19.175	-	3238.2	0.59
2013	21.495	12.10 +	4098.8	0.52
2014	14.720	31.52 -	4241.8	0.35
2015	10.990	25.34 -	4455.4	0.25
2016	11.100	01.00 +	5124.0	0.22

المصدر : شركة إدارة بورصة القيم المنقولة ، الجزائر ، 2016/03/14

2. الحوافز والامتيازات لتشجيع التوظيف في البورصة

تشجيع التوظيفات بصفة عامة و التوظيفات في سوق رؤوس الأموال بصفة خاصة، قدمت السلطات المالية الامتيازات التالية لمستثمرين، وذلك ضمن قانون المالية الجديد:⁽¹⁹⁾

- ❖ إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب.
- ❖ إعفاء الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية من الضرائب، سواء كانت لصالح أفراد أو شركات.
- ❖ إعفاء الفوائد المحققة من التوظيف في السندات وغيرها من الأوراق المالية من الضرائب.

❖ إعفاء العمليات التي تجري على الأوراق المالية من حقوق التسجيل.

3. الشروط الأساسية لتفعيل البورصة في الجزائر:

انطلاقاً من كل ما سبق فإن بورصة الجزائر تتسم في الوقت الراهن بالهشاشة وهامشية دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية المستدامة، ويمكن صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها في بورصة الجزائر حتى تمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي:⁽²⁰⁾

1.3. ضرورة تسوية الاقتصاد: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملئم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة لا بد من توفير قطاع خاص نشيط وحرية والمنافسة، وأيضاً لا بد من توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية والشركات ووضع الأطر القانونية والتنظيمية وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الاستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين ويجب أن يكون اقتصاد السوق شرطاً رئيسياً لقيام ببورصة قيم متداولة فعالة في الجزائر.

2.3. الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم يوجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، لا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع رغم أن مؤشرات التضخم منخفضة حالياً في الجزائر، إلا أن هذا لم يساهم في تنشيط البورصة.

3.3. الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية: تتميز البورصات الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفته عارضين أو طالبين للأوراق المالية، تتميز بتنوع الأدوات المالية التي تعد عامل جذب للمدخرين، والتفتح الكبير على الجمهور وتتميز بورصات البلدان المتخلفة والدول العربية والجزائر خاصة لضعف الصفقات الناجمة عن: العدد المحدود للمتدخلين، غياب الإدارة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة، الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنوع الأدوات المالية على هذه البورصات عدم توظيف الادخار في شكل سندات إما لانخفاض العائد أو لأسباب دينية كتحريم الفائدة.

4.3. الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة: تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذ كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار وتسمح بذلك باتخاذ القرارات الادخار والاستثمار تبعاً لهذه الأسعار.

IV. مساهمة بورصة الجزائر في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها.

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⁽²¹⁾

1. التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي.

1.1. محاربة الاقتصاد الموازي: إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطفغان 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.

2.1. إصلاح النظام الجبائي: وهذا لما للسياسة الضريبية أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين:

❖ 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 سلباً 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 يساهم 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.

❖ 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 اعتماداً 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.

3.1. تخفيض سعر الفائدة: ذلك لأن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه

نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلاً للودائع المصرفية.

4.1. تسريع عملية الخصخصة: تعتبر البورصة آلية من آليات الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس

مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين وبالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق وهو عمق السوق.

5.1. تفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي في تنمية البورصة: يتركز دور الجهاز المصرفي في

تنمية سوق الأوراق المالية أساساً على مدى تحرير القطاع المالي ويضطلع كل من البنك المركزي والبنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي وتخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية.

2. مقترحات تمس الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر

2.1. 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 السوقيين 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.⁽²²⁾

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.

2.2. مكننة 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، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

3.2. تعزيز الشفافية والإفصاح: أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماماً كبيراً لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف 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 وبلومبيرج.⁽²³⁾

3. مقترحات بخصوص الجانب السياسي والتشريعي.

1.3. العمل على ضمان الاستقرار السياسي: إنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيد 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 استراتيجية 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.⁽²⁴⁾

إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

2.3.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.

4. مقترحات تخص الجانب الثقافي والديني

1.4.إرساء الثقافة البورصية: إن تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي تشجيع العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية متعلقة بالبورصة يكون الغرض من وراءها تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة هذه المؤسسة في تمويل مختلف الاستثمارات.

ولهذا ينبغي انتهاج سياسة إعلامية واضحة عن طريق مختلف وسائل الإعلام، ولجنة تنظيم ومراقبة البورصة وشركة إدارة بورصة القيم وكذا الوسطاء في بورصة الجزائر وذلك من أجل تبديد المخاوف التي تؤثر على البورصة كذلك يجب ترسيخ هذه الثقافة لدى الطلبة من خلال المؤسسات التربوية والجامعات وغيرها من الوسائل التي تهدف في مجملها إلى التعريف بهذه المؤسسة الفعالة في تمويل الاقتصاد الوطني.

2.4.الجانب الديني: بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملائها كمتعاملين في البورصة وكذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.⁽²⁵⁾

خاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية وذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات.

ولما كان هذا هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات. وقد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها وذلك بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم. لكن ورغم مرور أكثر من عشر سنوات إلا أن عمل البورصة في

الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا إذا ما نظرنا إلى نسبة رأس مالها السوقي إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي التي بلغت في سنة 2016 ما مقداره 0.22 %.

وما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي والديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام. ومن التوصيات التي يمكن اقتراحها في هذا المجال ما يلي:

❖ مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة المالية

❖ العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام وكذا شبكة الاتصال العالمية.

❖ العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية والجهوية بهدف الاستفادة منها.

❖ تشجيع الشركات الخاصة والعمومية على الانضمام للبورصة الجزائرية قصد زيادة معدلات التمويل

❖ انخفاض أسعار البترول الحالية تشجع على تنويع المصادر المالية ومنها سوق الأوراق المالية.

❖ تشجيع المواطنين على شراء الأسهم والولوج في عالم الأسواق المالية

❖ تنظيم ملتقيات وطنية ودولية لتشجيع أصحاب رؤوس الأموال للاستثمار في سوق الأوراق المالية لتحقيق التنمية الاقتصادية

قائمة المراجع:

- 1- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003، ص 09.
- 2- المرجع نفسه، ص 10
- 3- فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص 16.
- 4- عمر صقر، "العولة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003، ص 125.
- 5- حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004، ص 08.
- 6- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75- 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993
- 7- المرجع السابق.
- 8- قاسم شاوش لمياء، "الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر-" مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة البليدة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2004/2005، ص 160.
- 9- COSOB, Guide de la bourse et des opérations boursiers, la bourse d'Alger, collection guides plus, 96, p 06.
- 10- Op, cit, p07.

- 11-محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه، الجزء 2، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999-2000، ص. 399.
- 12-Analyse de l'OPV EGH.EL AURASSI, SGBV, 1997, P 05 ,primaire Marché-12
- 13-المادة 30 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 1997-12-29
- 14-نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-96 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.
- 15-المرجع السابق.
- 16-<http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ> .le2016/11/17
- 17-<http://www.ey.com/global/content.nsf/Malaysia/LIOFC> le 08/08/2006
- 18-Kuala Lumpur Stock Exchange, " Annual Report 2000 « , page 10.
- 19-المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.
- 20-لمادة 30 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 1997-12-29
- 21-COSOB ,Guide de la bourse et des opérations boursiers ,la bourse d'Alger ,collection guides plus. 96
- 22-WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS « , PARIS 2004.
- 23-نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-96 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.
- 24-جاسم علي الشامسي، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع "، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 743
- 25-بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وسبل تفعيلها "، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2005/2006.