

تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1999-2013 -جهود الإصلاح وأهم المعوقات-

د. طارق خاطر جامعة باتنة 1 الحاج لخضر
أ. بلقاسمي سميرة جامعة باتنة 1 الحاج لخضر

الملخص:

جاء إنشاء السوق المالية في الجزائر رغبة في توسيع هيكل النظام المالي القائم في إطار جهود الإصلاح الهيكلي للنظام المالي، وكذا من أجل المساعدة في إنجاح عملية التحول نحو اقتصاد السوق من خلال دعم عمليات الخصخصة وإتاحة مصادر جديدة لصالح الأعوان الاقتصاديين خاصة الخواص منهم، غير أن هذه السوق ظلت غائبة عن أداء دور مهم ضمن هيكل تمويل الاقتصاد الوطني وتعاني منذ إنشائها من قلة أو شبه انعدام المتدخلين على مستواها، مما يجعل من الضروري البحث عن أفضل السبل من أجل تنشيط هذا الجزء المهم في النظام المالي ضمن خطة للإصلاح المالي الشامل.

الكلمات المفتاحية: بورصة الجزائر، تمويل الاقتصاد، الإصلاح المالي.

مقدمة:

جاءت فكرة إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر في إطار الإصلاحات التي أعلن عنها في 1987 وتم إقرارها سنة 1988 خصوصا القانونين 88-01 و 88-03 الصادرين بتاريخ 1988/01/12 المتعلقين على التوالي باستقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية وإنشاء صناديق المساهمة، حيث أصبحت المؤسسات العمومية شركات مساهمة (SPA) قسم رأسمالها الاجتماعي إلى عدد من الأسهم التي وزعت بين صناديق المساهمة وأصبحت تخضع لأحكام القانون التجاري المعدل بقوانين سنة 1988، ما عجل بضرورة التوجه لإقامة سوق مالية تتداول فيها هذه الأسهم والتي لا يتصور نظام لشركات الأسهم بدونها.¹

وفيما سيأتي سيتم العمل على تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية بالجزائر، والوقوف على أبرز الجهود المبذولة في سبيل تنشيط هذه السوق، وكذا أهم المعوقات التي لا تزال قائمة.

أولاً: نشأة بورصة الجزائر: كانت البداية سنة 1990 بإنشاء مؤسسة القيم المنقولة (SVM: Société des Valeurs Mobilières) وهي شركة مساهمة رأسمالها مملوك من طرف ثمانية صناديق مساهمة بقيمة 320000 دج لينتقل سنة 1992 إلى 9.32 مليون دج مع تعديل مركزها الاجتماعي حيث أصبحت تحمل تسمية بورصة القيم المنقولة (BVM: Bourse des Valeurs Mobilières)، غير أن بورصة الجزائر لم تتمكن من النشاط في ظل غياب القوانين الخاصة بها وعدم تكييف القانون التجاري حسب قواعد اقتصاد السوق، وفي هذا السياق تم تسجيل صدور النص التشريعي رقم 93-08 بتاريخ 1993/04/25 المتعلق بالقانون التجاري والذي ينص على إدراج إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للدخار وكذا تعريف القيم المنقولة التي تستطيع إصدارها المؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة.²

ليسجل بتاريخ 23 ماي من نفس السنة صدور النص التشريعي رقم 93-10 الذي أقر إنشاء بورصة القيم المنقولة واعتبر العاصمة المكان الوحيد الذي تتم فيه الصفقات على الأسهم والسندات الصادرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، كما تم وضع هيئتين لتنظيمها وتسييرها هما لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV) ♦♦ فضلا عن توضيح مهام الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)، ليتوالى في هذا الإطار صدور المراسيم والأنظمة القانونية التي سمحت بتوفير الشروط المناسبة لقيام بورصة القيم المنقولة، حيث تم الافتتاح الرسمي لها سنة 1997، لتنتقل فعليا في 4 أوت 1999 بانضمام أربعة أوراق مالية إلى البورصة هي: سهم صيدال، سهم رياض سطيف، سهم فندق الأوراسي، سند شركة سوناطراك.³

ثانياً: تنظيم بورصة الجزائر

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين الذين يتمثلون في:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة⁴ (COSOB): تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، وهي هيئة تنظيمية مستقلة ذات شخصية اعتبارية واستقلال مالي تتولى مهمة التنظيم والإشراف على سوق القيم المنقولة من خلال السهر بوجه الخصوص على ضمان حماية المدخرين والمستثمرين في الأوراق المالية أو غيرها من المنتجات المالية وكذلك ضمان السير الحسن والشفافية لعمليات البورصة.

وحتى تتمكن من أداء مهامها تتوفر للجنة صلاحيات تنظيمية ورقابية واسعة منحها إياها القانون فهي تسن الأنظمة والتعليمات كما تمنح التأشيرات والموافقات والتراخيص للمؤسسات والوسطاء المتدخلين على مستوى السوق زيادة على مهام الرصد والمراقبة والتحقيق من أجل ضمان سلامة وأمن سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى صلاحيات تأديبية وتحكيمية من خلال النظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، وأيضا التحكيم في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق البورصة.

2- شركة تسير بورصة القيم (SGBV): هي شركة ذات أسهم أنشئت في البداية تحت مسمى شركة إدارة بورصة القيم بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، غير أن التأسيس الفعلي لها كان بتاريخ 25 ماي 1997 برأسمال قدره 24 مليون دينار، يتوزع إلى حصص متساوية بين البنوك العمومية المعتمدة كوسيط في عمليات البورصة، بحيث لا يصبح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأسمال الشركة، وفي حال انسحاب أي وسيط يتم شراء حصته بحصص متساوية من طرف بقية المساهمين، وأصبحت تحمل اسم شركة تسير بورصة القيم بموجب القانون 03-04 الصادر بتاريخ 17 فبراير 2003 المتمم والمعدل للقانون 93-10، تعمل هذه الشركة تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة وتمارس مجموعة من المهام المتمثلة في:⁵

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة. ● التنظيم المادي لجلسات التداول.
- تنظيم عمليات المقاصة على القيم المنقولة. ● تسير نظام التفاوض وتحديد الأسعار.
- نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة.

وقد عرف رأسمال شركة تسير بورصة القيم منذ تأسيسها العديد من الزيادات حيث انتقل من 24 مليون في 1997 إلى 475.2 مليون دج سنة 2010 بعد المصادقة على نظامها الأساسي، ليرتفع مجددا إلى 477.2 مليون دج في عام 2012 بانضمام بنك (BNP Paribas El Djazair) بحصة قدرها 2 مليون دج بعد حصوله على الموافقة بصفة نهائية.⁶

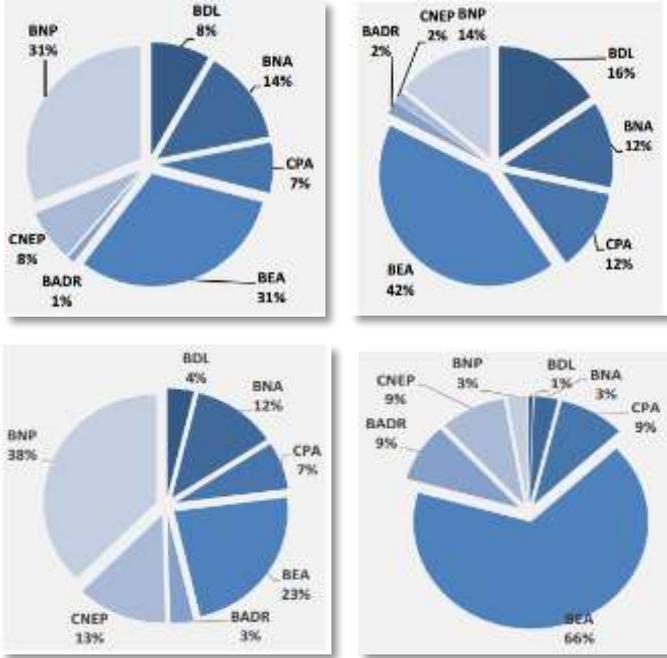
3- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB): يمثل الوسطاء في عمليات البورصة شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتمثل المهام التي يمكن للوسيط في عمليات البورصة ممارستها فيما يلي:⁷

- ✓ التوظيف لحساب الغير.
 - ✓ الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.
 - ✓ التسيير الفردي للمحفظة بموجب عقد مكتوب.
 - ✓ حفظ وإدارة القيم المنقولة.
 - ✓ توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية.
 - ✓ تسيير محافظ هيئات الاستثمار في القيم المنقولة.
 - ✓ التفاوض لحسابهم الخاص.
 - ✓ ضمان حسن الإنهاء والاكتتاب في إصدار الأوراق المالية.
 - ✓ إرشاد المؤسسات في مجال هيكل رأس المال، الاندماج، والاستحواذ على المؤسسات.
- أوكلت مهمة الوساطة في بادئ الأمر للبنوك وشركات التأمين، إلى غاية سنة 1999 أين تم اعتماد أربع شركات وساطة تضم كل منها مجموعة من المؤسسات المالية بالإضافة إلى وسيط واحد ذو رأس مال خاص سنة 2000، غير أن الصعوبات التي واجهت مؤسسات الوساطة أدت إلى حلها والعودة إلى النظام الأول الذي يعهد بمهذه الوظيفة إلى البنوك، ويوضح الشكل أدناه وسطاء بورصة الجزائر وتوزيع عملياتهم:

شكل رقم (1): عمليات وسطاء بورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2014

2013 عمليات البيع

2014 عمليات الشراء



Source: Autorité de régulation du marché financier (COSOB), Rapport Annuel 2012 et 2013.

4- المؤتمر المركزي للسندات (Algérie-Clearing):⁸ هي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 65 مليون دج تأسست بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، وتنشط تحت الإسم التجاري "الجزائر للمقاصة"، حيث تتولى هذه الهيئة القيام بثلاث مهام رئيسية هي وظيفة حفظ السندات وهذا من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين، ووظيفة متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر، إضافة إلى وظيفة إدارة السندات من خلال السماح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات (الوضع قيد الدفع، زيادة رأس المال، ... إلخ).

وقد وصل رأسمال الجزائر للمقاصة سنة 2013 إلى 240 مليون دج في شكل مساهمات ست بنوك عمومية (الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري بحصة قدرها 17.8% لكل منهم، بنك التنمية المحلية 13.6%، القرض الشعبي الجزائري 8.59%) وشركتين مسعرتين في البورصة (مجمع صيدال 2.34%، مؤسسة تسير فندق الأوراسي 4.43%).

5- ماسك الحسابات حافظ السندات (TCC):⁹ يتمثل في البنوك والمؤسسات المالية، الوسطاء في عمليات البورصة، والشركات المصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها والتي تسيرها مباشرة، ممن يكونون معتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ومنخرطين في المؤتمر المركزي للسندات، ويوفر ماسك الحسابات الخدمات التالية:

- حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها باسم أصحابها.
- تنفيذ التعليمات التي يستلمها (التداول، الرهن، النقل، التحويل، ...).
- تطبيق العمليات على السندات (دفع الأرباح والفوائد، نقل الحقوق، ...).
- إعلام أصحاب السندات بتنفيذ عملياتهم، حركات حساباتهم، العمليات على السندات التي تتعلق بسندات يؤتمن عليها والتي يمكن أن يمارس عليها صاحبها حقا ما.

6- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM): تأسست بمقتضى الأمر 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة¹⁰، حيث تهدف إلى تكوين محفظة القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، فهي تتولى جمع المدخرات وتوفير بدائل استثمارية للذين لا يملكون الخبرة الكافية لاستثمار مدخراتهم بشكل مباشر في السوق

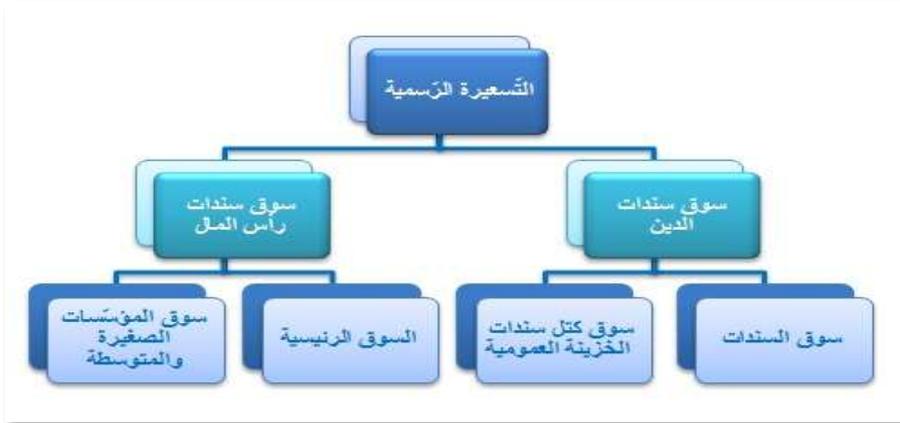
المالي ما يضمن تسييرا أفضل وأكثر أمانا لمحافظهم المالية، ويتم التمييز بين نوعين من هذه الهيئات وهي:

- شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير (SICAV): وهي عبارة عن شركات مساهمة تخضع لأحكام القانون التجاري هدفها الأساسي تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين، وحسب المرسوم التشريعي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 فإن الحد الأدنى لرأسها يقدر بـ 5 ملايين دج¹¹، وتجدر الإشارة إلى أنه توجد في الجزائر شركة استثمار ذات رأسمال متغير وحيدة وهي "شركة الاستثمار المالي" (SICAV CELIM) والتي تم اعتمادها سنة 1998.
- الصندوق المشترك للتوظيف (FCP): هو صندوق يشترك في امتلاكه حاملو الحصص التي يتكون منها رأس ماله ولا يتمتع الصندوق بالشخصية المعنوية إذ هو مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة، وحسب المرسوم التشريعي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 فقد حدد رأس المال الأدنى للصندوق بـ 1 مليون دج¹².

ثالثا: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً للأسهم (سندات رأس المال) وسوق لسندات الدين، حسب ما يمثله الشكل البياني التالي:

شكل رقم (2): تنظيم بورصة الجزائر



Source: www.SGVB.dz

1- سوق الأسهم: تتكون سوق الأسهم من سوقين فرعيين هما:

1-1- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حالياً أربع شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

✓ **مجمع صيدال:** الناشط في القطاع الصيدلاني، يرجع إنشاؤه إلى عام 1998 إثر إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية صيدال لتصبح المجمع الصناعي صيدال، وهي شركة مساهمة يقدر رأسمالها بـ 2.5 مليار دج وتنفيذا لبرنامج الخوصصة تم فتح رأسمال المجمع بنسبة 20% للاكتتاب العام أي ما يعادل 2 مليون سهم بقيمة اسمية 250 دينار للسهم الواحد وبسعر إصدار 800 دينار للسهم الواحد، وحددت فترة الاكتتاب من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999.¹³

✓ **مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي:** الناشطة في قطاع السياحة، بدأت نشاطها في 02 ماي 1975 وفي إطار عملية إعادة هيكلة المؤسسات تم تحويل ملكية مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة العمومية للخدمات، وتنفيذا لبرامج الخوصصة تقرر في 1999 طرح 20% من رأسمالها المقدر بـ 1.5 مليار دج للاكتتاب العام، أي ما يقدر بـ 1.2 مليون سهم بقيمة اسمية 250 دج وبسعر إصدار 400 دج للسهم الواحد، حيث حددت فترة الاكتتاب من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999.¹⁴

✓ **أليانس للتأمينات:** الناشطة في قطاع التأمينات، تعد شركة مساهمة خاصة تأسست في جويلية 2005 وبدأت بالعمل في 2006 بعد حصولها على الترخيص من وزارة المالية، قامت هذه المؤسسة برفع رأسمالها المقدر بـ 2205.71418 مليون دج بنسبة 31% من خلال الطلب العلني على الادخار بإصدار 1804511 سهم عادي جديد بقيمة إسمية 380 دج وبسعر إصدار قدره 830 دج، حيث حددت فترة الاكتتاب بين 2 نوفمبر و 1 ديسمبر 2010.¹⁵

✓ **شركة روية للعصائر:** تعد شركة مساهمة خاصة تنشط في قطاع الصناعات الغذائية، قامت هذه المؤسسة برفع رأسمالها المقدر بـ 849.195 مليون دج بنسبة 25% من خلال الطلب العلني على الادخار بإصدار 2122988 سهم عادي جديد بقيمة إسمية 100 دج وبسعر إصدار قدره 400 دج، حيث حددت فترة الاكتتاب بين 07 و 25 أبريل 2013.¹⁶

يشار إلى أن سوق الأسهم قد عرفت سنة 2006 انسحاب أول شركة تم تسعير أسهمها في بورصة الجزائر (1999/09/13) وهي مجمع رياض سطيف، التي انبثقت من عملية إعادة الهيكلة

لشركة (SEMPAC) سنة 1983 وحولت بعدها إلى شركة مساهمة سنة 1990 برأسمال قدره 100 مليون دج ارتفع إلى 850 مليون دج سنة 1994 ثم 4 مليار دج سنة 1998 مقسمة على 4 مليون سهم، وقد تقرر دخول الرياض إلى البورصة في 29 أفريل 1998 في إطار عملية حوصصة المؤسسات العمومية المحددة من قبل المجلس الوطني لمساهمات الدولة، حيث تقرر رفع رأس مالها الاجتماعي بـ 25% ليصبح 5 ملايين دج من خلال إصدار 1 مليون سهم عادي جديد بقيمة اسمية قدرها 1000 دج وبسعر إصدار قدره 2300 دج، خلال فترة اكتتاب من 02 نوفمبر إلى 15 ديسمبر 1998.

1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012¹⁷، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، من أجل توفير مصدر بديل للحصول على رؤوس أموال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة لها، وهذا من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، علما أن هذه السوق لم تسجل إدراج أي مؤسسة.

2- سوق سندات الدين: تتكون هذه السوق بدورها من سوقين هما:

1-2- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة: يوجد في سنة 2013 سند واحد مدرج في تسعيرة هذه السوق، و هو خاص بمجموعة (DAHLI) الذي من المقرر أن يحل تاريخ استحقاقه في جانفي 2016، هذه السوق شهدت منذ بداية نشاط البورصة إدراج عدد من السندات على النحو التالي:

✓ **شركة سوناطراك:** تعتبر أول متعامل اقتصادي يدخل إلى البورصة، حيث طرحت سندات للاكتتاب العام في 10 أكتوبر 1998 بقيمة ابتدائية 5 ملايين دج ومبلغ إضافي بـ 7.126 مليار دج لمدة 5 سنوات، وبنسبة فائدة تقدر بـ 13% وقد استوفى القرض السندي لسوناطراك مدة استحقاقه في 4 جانفي 2003.

✓ **مؤسسة سونلغاز:** قامت بإصدار أول قرض سندي في 23 ديسمبر 2004 بقيمة 20 مليار دج بمعدلات فائدة 3% للشريحة الأولى، 3.25% للشريحة الثانية، 3.5% للشريحة الثالثة¹⁸، ثاني إصدار كان في 29 مارس 2005 بقيمة 10 مليار دج بمعدلات فائدة 3.5% للشريحة

الأولى، 4% للشريحة الثانية، 4.2% للشريحة الثالثة¹⁹، كما قامت هذه الشركة بإصدار قرض سندي لمواجهة الطلب المتزايد على المصادر الطاقوية في 22 ماي 2005 بقيمة 15.9 مليار دج لمدة 6 سنوات بمعدلات فائدة متزايدة²⁰ 3.5%، 3.75%، 4%، 4.25%، 5%، 7%، إصدار جديد تم أيضا في 14 ماي 2006 بقيمة 11.65 مليار دج بمعدلات فائدة 4.65% للشريحة الأولى و4.85% للشريحة الثانية²¹، أما آخر قرض سندي فتم إصداره في 01 جوان 2008 بقيمة 30 مليار دج لمدة 6 سنوات بمعدلات فائدة متزايدة 3.5%، 4%، 4.5%، 5%، 5.5%، 6.5%²².

✓ **شركة الخطوط الجوية الجزائرية:** قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية في 01 ديسمبر 2004 بطرح سندات قيمتها 14.18 مليار دج للاكتتاب العام في بورصة الجزائر حيث تم تحديد مدة القرض بـ 6 سنوات وبمعدل فائدة متزايد 3.75%، 3.75%، 4.5%، 4.5%، 6%،²³ وكان الهدف من طرح القرض هو اقتناء أربع طائرات من نوع (A330-220) لمواكبة أحدث تكنولوجيات النقل الجوي ولمنافسة الشركات الأجنبية الموجودة في الجزائر.²⁴

✓ **شركة اتصالات الجزائر:** قامت شركة اتصالات الجزائر بإصدار سندات عادية في 17 أكتوبر 2006 بقيمة 21.59 مليار دج تاريخ استحقاقها أكتوبر 2011، وحددت بمعدل فائدة تصاعدي 4%، 4%، 4.5%، 4.5%، 7.9%، وكان الهدف من الإصدار هو تمويل البرنامج التطويري لشبكة الهاتف النقال لشركتها الفرعية موبيليس.²⁵

✓ **شركة دحلي (SPA DAHLI: Daewoo Algerie Hotellerie Loisirs et Immobiliers):** شركة مساهمة تنشط في مجال العقار والفندقة، تأسست في 09 أكتوبر 1996 بعد التعديل القانوني للشركة الاقتصادية المختلطة (SAHLI) بين الشركة السابقة (Onafex) وشركة (Daewoo) بتاريخ 24 ماي 1988، وقد تم اقتناؤها في سبتمبر 2001 من قبل مؤسسة التأمين وإعادة التأمين الخاصة (Algériennes Des Assurances : 2A) بالشراكة مع 4 أشخاص معنويين وشخصين طبيعيين، حيث أصدرت في 11 جانفي 2009 قرضا سنديا تم بموجبه رفع ما قيمته 2.36014 مليار دج من قيمة مستهدفة في البداية قدرها 8.3 مليار دج لمدة 7 سنوات بفوائد متزايدة 4%، 4.25%، 4.75%، 5.25%، 5.75%، 6.25%، 6.75%²⁶.

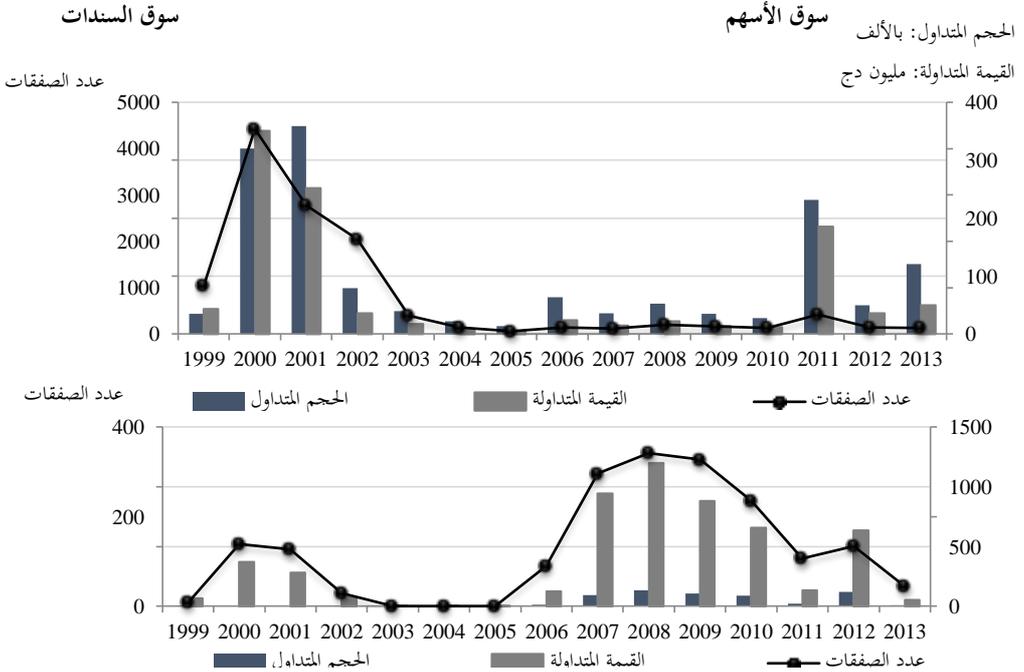
كما منحت (COSOB) تأشيرة لعدد من المؤسسات من أجل إصدار قروض سندية خارج البورصة (Obligations négociables de gré-à-gré) هذه الشركات هي: ALGERIE (AIR ALGERIE) (SRH) (ENAFOR) (CEVITAL) (ALC) (TELECOM) (MLA) (ETRHB HADDAD) (EEPAD TISP) (ENTP).

2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT): مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية تأسست سنة 2008 وتحصي سنة 2013 في المجموع 26 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري، ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

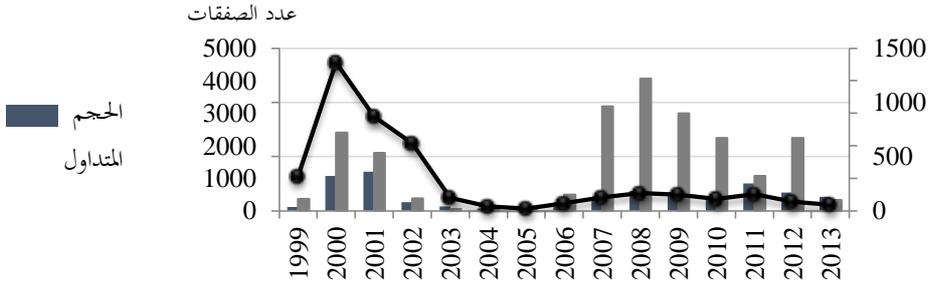
رابعا: تحليل نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2013

نستعرض من خلال الأشكال الموالية مجمل نشاط بورصة الجزائر في كل من سوق الأسهم وسوق السندات، منذ إنشائها وحتى سنة 2013:

شكل رقم (3): نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2013



النشاط الإجمالي



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على معطيات بورصة الجزائر

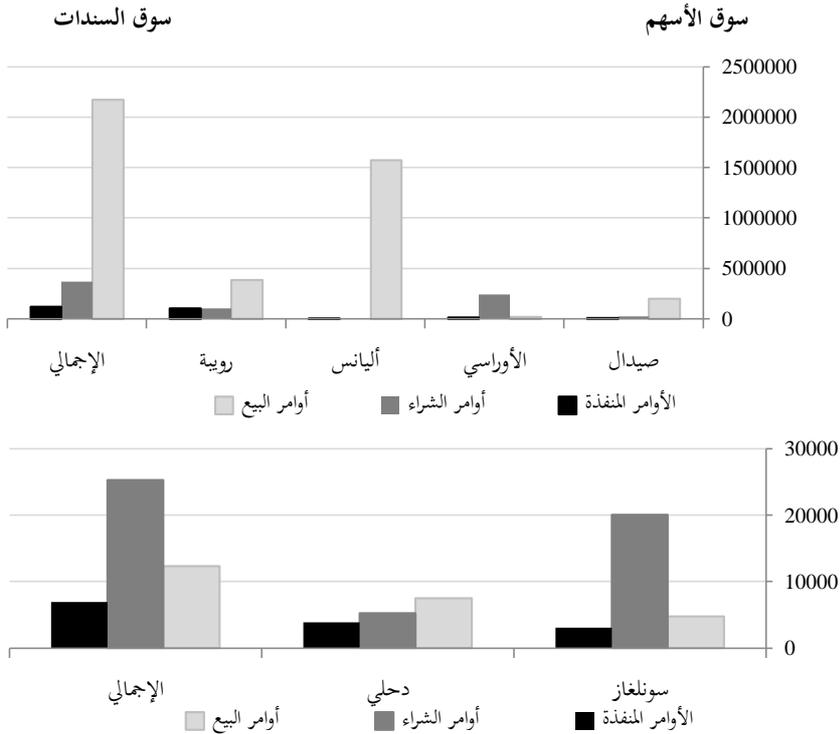
شهد نشاط بورصة الجزائر نموا ملحوظا في بداية نشاطها إلى غاية 2001 لتشهد الفترة الموالية وحتى عام 2005 انخفاضا كبيرا في ظل غياب إصدارات جديدة كليا وانخفاض حجم التعامل في سوق الأسهم وخصوصا سهمي رياض سطيف وصيدال، غير أنه ابتداء من 2006 مع استئناف الجلسة الثانية للتداول بدأ حجم نشاط البورصة يعرف انتعاشا متواصلا مستفيدا من إدراج سندات كل من سونلغاز، الجوية الجزائرية، اتصالات الجزائر حيث تم تسجيل أعلى معدل لحجم التداول وقيمة التداول خلال سنة 2008، مع تحسن تدريجي كذلك في معدلات التداول في سوق الأسهم على الرغم من انسحاب مؤسسة رياض سطيف من البورصة على إثر الأداء الضعيف لأسهمها، حيث قررت الجمعية العامة الاستثنائية للمجمع فتح عرض عمومي لإعادة شراء الأسهم من أصحابها بـ 1500 دج للسهم خلال الفترة الممتدة بين 30 جويلية و 18 سبتمبر 2006، ليتجه هذا النشاط نحو الانخفاض منذ 2009 وحتى 2013 (باستثناء 2012) على الرغم من إدراج سند شركة دحلي ولاحقا سهمي أليانس وروبية، يشير هذا الانخفاض في حجم التداول إلى تراجع الأداء والذي يفسر بضعف فعالية السوق في ضوء قلة عدد الشركات المدرجة وعدم جاذبية الاستثمار المالي في هذه السوق.

كما أن عدد الصفقات قد شهد تراجعا كبيرا منذ المستوى القياسي الذي حققه في 2000 بـ 4559 صفقة ولم يتعدى هذا الرقم منذ 2003 سقف 1000 صفقة على الرغم من الارتفاع المحسوس في عدد صفقات المنحزة في سوق السندات وإدراج أسهم جديدة في سوق الأسهم، وهذا بسبب العدد المرتفع من الجلسات غير الناجحة أو المثمرة في سوق الأسهم تحديدا وكان أقل عدد

من الجلسات غير المثمرة هو ذلك الذي سجله سهم مجمع الرياض في 2005 بـ 0 صفقة في حين كان أعلى معدل للجلسات الناجحة ذلك الذي سجلته أسهم نفس الشركة في 2000 بـ 1956 صفقة تليه أسهم شركة صيدال في نفس السنة بـ 1907 صفقة.

علما أن الاتجاه العام للأوامر في سوق الأسهم ببورصة الجزائر يظهر على نحو غالب تفوق أوامر البيع قياسا بأوامر الشراء بفارق كبير جدا أحيانا وهو ما سجلته سنة 2013، بينما بالعكس فإن سوق السندات سجل خلال نفس العام أوامر شراء تفوق نظيرتها للبيع حسب ما يوضحه الشكل التالي:

شكل رقم (04): الأوامر المنفذة في بورصة الجزائر 2013

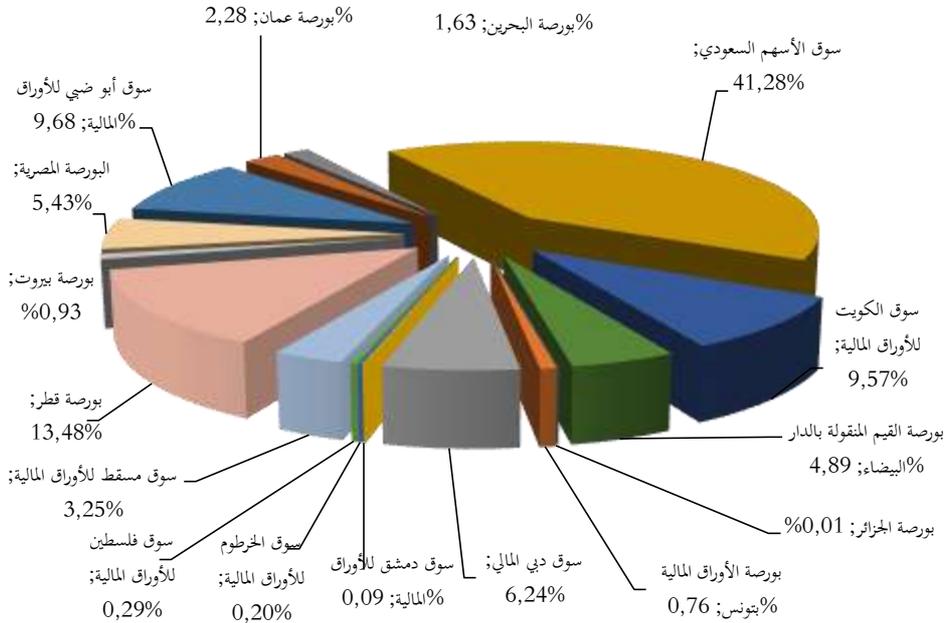


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2013, PP: 71-76

يوضح الشكل السابق أن الاتجاه العام (إجمالي سوق الأسهم والسندات) هو تفوق العرض على الطلب، حيث أن ما تم تنفيذه من الأوامر لم يتعدى في سوق الأسهم 4.76% من مجموع أوامر الشراء والبيع، ونفس الأمر في سوق السندات حيث مثلت الأوامر المنفذة ما نسبته 18.38%. بشكل عام فإن بورصة الأوراق المالية بالجزائر تعاني من غياب تام لدورها المفترض ضمن هيكل النظام المالي ولا تمارس أي تأثير يذكر على النشاط الاقتصادي حسب ما تتيحه وظائف وأدوات هذا النوع من الأسواق، ما يجعلها تشهد تأخرا كبيرا جدا قياسا بباقي البورصات الإقليمية، إذ لا يتعدى الوزن النسبي لبورصة الجزائر 0.01% من إجمالي حجم البورصات العربية مقاسا بالنسبة المتوية من إجمالي القيمة السوقية في نهاية 2013، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (5): الحجم النسبي لبورصات الأوراق المالية العربية سنة 2013



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية للربع الرابع 2013، العدد 75، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 94.

خامسا: جهود إصلاح بورصة الجزائر

تم التوقيع على اتفاق في 2 ديسمبر 2008 بين برنامج الأمم المتحدة للتنمية (PNUD) ووزارة الشؤون الخارجية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أجل الانطلاق في الأشغال التحضيرية لمشروع تنمية وتطوير بورصة الجزائر حيث سمحت هذه الأشغال التي جرت في مارس وأفريل 2009 بتحديد بما يلي:²⁷

- مخطط مشروع عصرنه وتطوير السوق المالي.
- مخطط الإشراف المؤسسي والتشغيلي.
- ميزانية المخطط وتسييره.
- دفتر شروط لتوظيف 5 خبراء دوليين.

النتائج الرئيسية لهذه الأشغال تم تسليمها في ماي 2009 وخلصت إلى:

- ضرورة اللجوء إلى خبرة دولية ووطنية: تتكون من 5 خبراء دوليين، 3 استشاريين وطنيين، وتوظيف 5 متربصين يختارون في مسابقة وطنية سيتم دمجهم في مجموعات العمل.
 - الحاجة إلى إنشاء وحدة لتسيير المشروع على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مع لجنة تنسيق تضم كل السلطات والأطراف الفاعلة
 - أهمية الإشراف المؤسسي والتشغيلي للمشروع من قبل لجنة وزارية مشتركة تعتمد على لجنة إشراف برئاسة وزير المالية.
 - تحقيق إصلاح السوق المالية على مرحلتين هامتين ومتكاملتين:
1. المرحلة الأولى (2011): تقييم-تصميم المخطط المستهدف والتنظيم النموذجي للسوق المالية، خلال فترة 8 أشهر.
 2. المرحلة الثانية (2012-2013): تنفيذ إصلاح السوق المالية على أساس الخيارات المحددة خلال فترة من 16 إلى 18 شهرا.
- والجدول التالي يوضح عناصر الإصلاح ضمن كل مرحلة:

جدول رقم (1): مراحل وعناصر إصلاح السوق المالي في الجزائر

المرحلة الثانية	المرحلة الأولى	التحضير
• التنفيذ	• النظام والنموذج العملي	• التقييم وتصميم نموذج السوق المالي
• اختيار التكنولوجيات	• اختيار الشريك الاستراتيجي (المواصفات والتنفيذ)	• الوثائق الاستراتيجية، والإشراف
• التطوير والتصديق على الإجراءات	• عمليات تكنولوجيا المعلومات والمصادر البديلة	• الجوانب ذات الصلة: النظرة والأهداف الاستراتيجية، أدوات العمل
• التعبئة والمبادرة	• هندسة البنية التحتية	• الشركاء، السلطات، خارطة الطريق
• الترحيل	• الوصول إلى أعضاء السوق	• وثيقة المشروع (بمساعدة برنامج الأمم المتحدة الإنمائي)
• التكامل	• الاختيارات التكنولوجية الوطنية	• تحديد الخصائص والخدمات والمنتجات المطلوب تطويرها
• إطلاق النظام الجديد	• دعم تكنولوجيا المعلومات والإعداد	• تحديد المواقع في النموذج المقترح (واجهات لجمع أصحاب المصالح)
• المتابعة	• اجتماعات عمل	• تنظيم النموذجي المخطط المستهدف
• التصحيح	• اجتماعات عمل	• نموذج العمل (الأبعاد)، دفتر الشروط (بنود مرجعية)
	• الترويج	• إنشاء إطار للإشراف المؤسسي والعملي
	• الاتصال	

Source: Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2010, P: 95.

سادسا: معوقات بورصة الجزائر

تعكس وضعية السوق المالية في الجزائر ضعفا شديدا وتخلفا واضحا عن أداء المهام المنوطة بها في ضوء ضعف جاذبية مناخ الأعمال ومعوقات المحيطين الاقتصادي والاجتماعي، فعملية تحليل هذه العناصر وغيرها يوضح جانبا مهما من الصعوبات التي تعترض تطوير البورصة الجزائرية والتي من أهمها ما يلي:

1- العوائق الاقتصادية: من أهم المعوقات والصعوبات ذات الطابع الاقتصادي ما يلي:

- وضعية المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة: يتميز الاقتصاد الجزائري بوجود قطاع اقتصادي عمومي هام غير أنه يعاني بشكل عام من غياب النجاعة الاقتصادية، إذ تعاني المؤسسات

العمومية العديد من الصعوبات المالية وجملة من المشاكل على مستويات التسيير والتوظيف كما لا تزال تتطلب كثيرا من العمل فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح إذا ما أريد لهذه المؤسسات ولوج البورصة. من جهة أخرى فإنه ينبغي الانتباه إلى أن تسجيل منشآت القطاع العام التي تحظى بمعاملة خاصة من الحكومة وتداول أوراقها المالية في البورصة قد يمثل عقبة أمام تحقيق هذه الأخيرة لأهدافها وتحديد آلية التخصيص الكفء للموارد المالية، فإذا كانت كفاءة هذه المنشآت منخفضة وكانت أسهمها تحقق عائدا مرتفعا بسبب المعاملة الحكومية الخاصة التي تحظى بها فإن الطلب سيزداد عليها، الأمر الذي يقود لرفع قيمتها إلى مستوى لا يتناسب مع قوتها الإيرادية الحقيقية وبالتالي عدم تحقيق الهدف السابق في التخصيص الكفء للموارد.²⁸

أما المؤسسات الخاصة فهي الأخرى لم تلعب دورها في تطوير البورصة إذ لم تتخلص بعد من الطبيعة العائلية المغلقة وتفضل اللجوء إلى البنوك بدل فتح رأسمال شركاتها حيث تأخذ غالبيتها شكل شركات ذات مسؤولية محدودة وشركات تضامن، وذلك تجنبا لشروط الإفصاح ونشر المعلومات حول أنشطتها وكشف بياناتها المالية وهو مشكل آخر حقيقي في وجه تنشيط التعامل بالسوق المالي وتكريس المفاهيم المالية والاقتصادية الحديثة في تنمية العمل الاقتصادي.

- ضعف متوسط الدخل الفردي: إن ضعف متوسط دخل الفرد الجزائري يؤدي إلى ضعف قدرته على الادخار ويقف حائلا في وجه رفع حجم الادخار الوطني ومعرض رؤوس الأموال في المجتمع، وهو الأمر الذي لن تستطيع معه البورصة أن تلعب دورها وأن تحقق أهدافها المسطرة، من جانب آخر يلاحظ في الآونة الأخيرة عودة تدريجية للتضخم بعد فترة من الاستقرار والتحكم، والذي يمثل هو الآخر قيادا على دخل الأفراد الحقيقي ويؤثر سلبا على مقدرتهم الشرائية وعلى ميلهم إلى الادخار، الأمر الذي يوجب مراقبة هذا المتغير وتوظيف سياسة نقدية ناجعة لاستهدافه والتحكم فيه.

- هيمنة وثقل الاقتصاد الموازي: إن الاقتصاد الموازي الذي يشكل نسبة هامة إلى إجمالي النشاط الاقتصادي في الجزائر قياسا بغيرها من البلدان أضحى يستقطب قدرا هاما من أموال عدد معتبر من الأعوان الاقتصاديين، الذين يبحثون عن الاستثمار في النشاطات التي يتيحها الاقتصاد الموازي في ظل الارتفاع الكبير للعوائد التي يدرها بعيدا عن أعين السلطات الضريبية والرقابية وبدون تكاليف أو تعقيدات في إتمام هذه الصفقات، وكذا في ضوء البيروقراطية والفساد الإداري وتخلف الأجهزة الضريبية في الجزائر التي تغذي نمو وانتشار الاقتصاد الموازي، حيث تقف هذه الوضعية بدورها كأحد أهم

المعوقات في وجه تطور العمل المالي بالجزائر ليس بالبورصة فحسب بل حتى بالنسبة لبقية مكونات النظام المالي والمصرفي.

- ضعف الحوافز الجبائية: على الرغم من بعض التحفيزات التي يتم إقرارها أحيانا كإعفاء الأرباح والفوائد على الأسهم والسندات وكذا فوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن القيم المنقولة من الضريبة على الدخل الإجمالي بالنسبة للأفراد الطبيعيين (الذي يقدر بـ 10%) والضريبة على الأرباح بالنسبة للأشخاص الاعتباريين (التي تقدر بين 19-25% حسب طبيعة النشاط)، فإن تشجيع المؤسسات على دخول البورصة والمعاملين على تداول قيمها المنقولة يحتاج إلى إقرار تحفيزات جبائية أكثر سواء على مستوى التعاملات أو على مستوى الإدراج بالنسبة للشركات وهو ما يجعل الوضع القائم غير مشجع وجذاب للمستثمرين والشركات سواء للتعامل في البورصة أو الانضمام إليها.

2- العوائق السياسية: لعب هذا العامل دورا في تثبيط نشاط البورصة خصوصا في بداية إنشائها فإلى جانب المردودية يعد الأمن السياسي واستقرار القوانين من بين العوامل الرئيسية التي يبني عليها المستثمر قراراته المالية، وهذا ما لا يتوفر إلا في محيط يتمتع بالاستقرار السياسي والاجتماعي الذي يعتبر ضمانا مهما لذلك، ورغم تحسن الأوضاع عن ذي قبل فإن هشاشة الفعل السياسي بالجزائر وضعف أدائه لا يزالان هما السمة المميزة له في غياب نموذج تداولي وتشاركي سليم للسلطة، وهو ما يظهر جليا في الاستعادة الجزئية فقط لثقة المستثمرين المحليين والأجانب، إذ لا يزال الطريق طويلا أمام إزالة العقبات السياسية التي تقف في وجه تطوير النظام المالي وحتى الاقتصادي ككل.

وقبل هذا كله فإن الحقيقية الواضحة تشير إلى أن البورصة لا تزال تحتاج إلى قرار سياسي جدي من قبل السلطات المعنية لبعث نشاطها واقتناع أكيد بجدية دورها، وهو القرار الذي أهملته هذه السلطات تماما في ضوء طبيعة الاعتبارات الربعية التي يقوم عليها المشهد الاقتصادي بالجزائر.

3- العوائق التشريعية: إن القصور التشريعي المسجل في جوانب عديدة متعلقة بالمجالات الاستثمارية والتجارية وعدم الاستجابة للتطورات الحاصلة بما تحمله من انعكاسات على واقع التعامل المالي هو عامل آخر مفسر لطبيعة التأخر الذي يعاني منه السوق المالي في الجزائر، إضافة إلى ذلك فإن عدم التأني والدراسة المعمقة والشاملة قبل إصدار القوانين الأساسية يجعلها عرضة للتغيير من فترة إلى أخرى، ما يربك المستثمرين الأجانب وحتى المحليين ويزيد من تعقيدات بيئة العمل بما لا يشجع قيام واستمرار المشروعات التي تساهم على نحو فاعل في التنمية الاقتصادية، بل إن المشكل كثيرا ما لا

يكون في نقص التشريعات بقدر ما هو في ضعف فعالية تطبيق الموجود منها أصلا، كما يتعين تحديث القوانين التي تنظم عمل البورصة خصوصا ما يتصل بالعمل على تطوير التشريعات التي تنظم دخول رأسمال الأجنبي للبورصة وفتح المجال للمستثمرين الأجانب وفق شروط وقواعد مدروسة ومنظمة وفي إطار المنافع التي يمكن جنيها، دونما تسرع في هذا الجانب.

4- العوائق الثقافية والاجتماعية: يتعلق الأمر بغياب ثقافة الاستثمار المالي سواء لدى العائلات أو حتى لدى المستثمرين أنفسهم حيث يتم توجيه أغلب الادخار نحو البنوك وتحديد العمومية منها كما يكتنز قدر هام من الموارد المالية بعيدا عن أي وجه إنفاقي أو ادخاري، كذلك فإن العامل الديني يدفع الكثير من المستثمرين وأصحاب الفوائض المالية إلى الإحجام عن التوجه للبورصة من أجل تمويل احتياجاتهم أو توظيف أموالهم خاصة في سوق السندات، في ظل غياب أدوات استثمارية تتوافق مع القيم الدينية للمجتمع الإسلامي.

5- العوائق التنظيمية: تمثل العوائق الخاصة بالبورصة نفسها، وربما ما يميز هذه العوائق هو أن أغلبها نتيجة حتمية للصعوبات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية السابقة وفي نفس الوقت سبب آخر لتأخر البورصة وتخلفها، تتمثل هذه العوائق فيما يلي:

- قلة المؤسسات المدرجة وضعف نشاط وسطاء البورصة: إن محدودية عدد المؤسسات المدرجة في البورصة ينعكس سلبا على حجم وقيم التداول بالبورصة كما أن معدل التداول بواقع جلستين في الأسبوع يومي الإثنين والأربعاء (بعد استئناف الجلسة الثانية التي عطلت منذ 2002 وتم الرجوع إليها في 2006/05/17)²⁹ يظل عددا غير كاف لتنشيط التعامل على القيم المتداولة في البورصة، ومن جهة أخرى يقتصر وسطاء البورصة في الجزائر على البنوك التجارية وتحديد العمومية منها والتي تعاني أصلا مشاكل في أداء وظائفها المصرفية الكلاسيكية، حيث تفتقد الخبرة اللازمة ولا تزال متأخرة في مجال الوساطة وتقديم الخدمات المالية المتعلقة بالبورصة، فضلا عن غياب بنوك استثمار والتي لوظائفها دور حاسم في نشاط السوق المالي. يضاف إلى كل ذلك غياب هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة حيث تحصي بورصة الجزائر شركة واحدة كما أشير إليه سابقا وهو ما يحرم بورصة الجزائر من المزايا العديدة والمهمة لنشاط هذه الهيئات.

- محدودية الأدوات المالية وضعف تنوعها: خصوصا في سوق السندات الأمر الذي لا يتيح قدرا من التنوع في الفرص الاستثمارية كما لا يساعد على خفض حجم المخاطر غير المنتظمة[♦]،

وبالتالي يضعف من إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم ويساهم في إيجاد حالة من الاختلال الشديد أحيانا بين العرض والطلب على الأدوات المالية المتداولة.

ويخشى في ظل هذه الظروف أن يؤدي النمط العشوائي لورود أوامر البيع والشراء إلى التأثير على القيمة السوقية للورقة المعنية والتي من المفروض أن تتغير تبعا للمعلومات التي مصدرها المنشأة المصدرة للورقة، أما التغيرات في هذه القيمة التي ترجع إلى مصادر أخرى فهي غير مقبولة وإن حدثت فيتعين أن تكون في أضيق الحدود³⁰، وبالنسبة لبورصة الجزائر فإن هناك اختلالا واضحا لجهة أوامر العرض على حساب أوامر الشراء ما يؤدي إلى ضالة الأوامر المنفذة ويزيد من عدد الجلسات غير المحدية مما يضعف أداء السوق المالي ويجعل أسعار الأسهم لا تعبر عن حقيقة المركز المالي للشركات المصدرة.

- ضعف الشفافية: يخص ذلك بشكل رئيسي المؤسسات المدرجة في السوق والتي لا تزال تحتفظ على نحو بالغ على المعلومات المفصلة الخاصة بوضعيتها ونشاطها وربما بما يخالف أحيانا حتى القوانين الموجودة، وحتى تلك المقدمة فهي لا ترقى إلى كم أو نوع المعلومات المطلوبة بالإضافة إلى فترة دوريتها الكبيرة جدا إذ عادة ما تكون سنوية فقط.

خلاصة:

بشكل فإن عام سوق الأوراق المالية بالجزائر تعاني من غياب تام لدورها المفترض ضمن هيكل النظام المالي ولا تمارس أي تأثير يذكر على النشاط الاقتصادي ما يجعلها تشهد تأخرا كبيرا جدا قياسا بباقي البورصات الإقليمية، حيث يوضح تحليل هذه السوق مدى ضعف القاعدة الاستثمارية في ضوء محدودية عدد المتدخلين على مستواها وضعف تنوع الأدوات المالية المتداولة من خلالها، وكذا مدى ضيق هذه السوق وانخفاض سيولتها وضعف التداول بها بشكل كبير، مما يجعلها بعيدة جدا عن مستوى الكفاءة، الأمر الذي يتطلب بذل مزيد من الجهود لتنشيط هذه السوق

الهوامش والإحالات:

- ¹ شعون شعون، البورصة: بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص: 79.
- ² الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر: رهانات وتحديات التنمية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة باجي مختار عنابة، عدد 34، جوان 2013، ص: 50.
- * COSOB: Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.
- ** SGBV: Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.
- ³ أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002-2003، ص: 138.

- ⁴ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2014, PP: 7-9.
- ⁵ Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, Rapport d'Activité 2010, Mars 2011, PP: 4-5.
- ⁶ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2013, P: 53.
- ⁷ **Ibid**, P: 45.
- ⁸ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2013, P: 55.
- ⁹ الاستعلام عن مساك الحساب - حافظ السندات، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2004، ص ص: 1-2.
- ¹⁰ الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بمبهمات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 3، 14 جانفي 1996، ص ص: 19-23.
- ¹¹ المادة 2 من المرسوم التنفيذي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 المتعلق بتطبيق المادتين 8 و 23 من الأمر 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 84، 29 ديسمبر 1996، ص: 7.
- ¹² المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 المتعلق بتطبيق المادتين 8 و 23 من الأمر 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 84، 29 ديسمبر 1996، ص: 7.
- ¹³ <http://www.cosob.org/poste/emetteur-1/> Accessed: 10/04/2015.
- ¹⁴ <http://www.cosob.org/poste/emetteur2/> Accessed: 10/04/2015.
- ¹⁵ <http://www.cosob.org/poste/alliance-assurances/> Accessed: 10/04/2015.
- ¹⁶ <http://www.cosob.org/poste/nca-rouiba/> Accessed: 10/04/2015.
- ¹⁷ نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي 2012، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 41، 15 جويلية 2012، ص: 18.
- ♦ (SONATRACH) الشركة الوطنية للبحث والاستكشاف والإنتاج والنقل والتحويل وتسويق المحروقات
- ¹⁸ <http://www.cosob.org/poste/sonelgaz/> Accessed: 10/04/2015.
- ¹⁹ <http://www.cosob.org/poste/sonelgaz/> Accessed: 10/04/2015.
- ²⁰ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2005, P: 31.
- ²¹ <http://www.cosob.org/poste/sonelgaz/> Accessed: 10/04/2015.
- ²² <http://www.cosob.org/poste/sonelgaz/> Accessed: 10/04/2015.
- ²³ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2010, P: 74.
- ²⁴ <http://www.cosob.org/poste/air-algerie/> Accessed: 10/04/2015.
- ²⁵ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2006, P: 45.
- ²⁶ <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/12/les-emetteurs-notice-dahli.pdf> Accessed: 10/04/2015.
- ²⁷ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2010, P: 91.
- ²⁸ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص: 695.
- ²⁹ Autorité de Régulation du Marché Financier (COSOB), Rapport Annuel 2006, P: 19.
- ♦ على عكس المخاطر المنتظمة التي تؤثر على كل القيم المتداولة في البورصة وبالتالي لا يمكن تجنبها عن طريق تنوع محفظة الأوراق من نفس البورصة.
- ³⁰ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 700