دراسة مقارنة للأداء المالي والهيكلي لبورصة الجزائر تونس ومصر

A comparative study of the financial and structural performance of the stock exchanges of Algeria, Tunisia, and Egypt

جرويطي رياض [1*] ، قليز عبد القادر [2]

[1] مخبر الدراسات التطبيقية في العلوم التجارية وعلوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، تيبازة، الجزائر r_djerouiti@esc-alger.dz

[2] مخبر الدراسات التطبيقية في العلوم التجارية وعلوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، تيبازة، الجزائر a_gliz@esc-alger.dz

تاريخ الاستلام: 2026/01/14 تاريخ القبول:07 /2026/07 تاريخ النشر: 2026/07/30

ملخص:

نفذت الجزائر، شأنها شأن الدول النامية، لاسيما تونس ومصر خطة إصلاحية ركزت على إعادة هيكلة وتنظيم القطاع المالي بهدف تحديثه .حيث هدفت الدراسة إلى دراسة مقارنة بين الأداء المالي والهيكلي لبورصة الجزائر تونس ومصر لتقييم أداء بورصة الجزائر وتحديد أسباب ضعفها الهيكلي وانخفاض سيولتها مقارنة بورصة تونس ومصر، وذلك للوقوف على الفجوات القائمة من خلال مقارنة للمؤشرات السوق المالي (القيمة السوقية، حجم التداول، وعدد الشركات المدرجة) بين عامي 2010و2024، حيث أظهرت نتائج هذه الدراسة تفوقاً للبورصة المصرية تليها التونسية من خلال كل مؤشرات السوق المالي، وحيث يمكن القول أن تباطؤ تطور بورصة الجزائر يعود لمعوقات أبرزها توقف سياسة الخصخصة، منافسة التمويل الحكومي ، قيود الإدراج الصارمة ، إلى جانب غياب ثقافة البورصة لدى المدخرين مما يستدعي تنفيذ إصلاحات عاجلة تركز على تخفيف شروط الادراج في السوق، ونشر ثقافة الاستثمار المالي لتفعيل دور البورصة في تمويل التنمية الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: الأداء المالي والهيكلي ،دراسة مقارنة ،بورصة الجزائر ،بورصة مصر ،بورصة تونس .

تصنيفات JEL: E44، G15

[*] المؤلف المرسل

Abstract:
Algeria, like other developing countries, particularly Tunisia and Egypt, implemented a reform plan focused on restructuring and regulating the financial sector to modernize it. This study aimed to compare the financial and structural performance of the Algerian, Tunisian, and Egyptian stock exchanges to assess their performance and identify the reasons for their structural weaknesses and low liquidity compared to the Tunisian and Egyptian stock exchanges. The study sought to identify existing gaps by comparing financial market indicators (market capitalization, trading volume, and number of listed companies) between 2010 and 2024. The results showed the Egyptian stock exchange outperforming the Tunisian stock exchange across all financial market indicators. The slow development of the Algerian stock exchange can be attributed to several obstacles, most notably the halt in privatization policies, competition from government financing, strict listing requirements, and a lack of stock market awareness among savers. This necessitates urgent reforms focused on easing listing requirements and promoting a culture of financial investment to enhance the stock exchange's role in financing economic development.
Keywords: Financial and structural performance, comparative study, Algerian Stock Exchange, Egyptian Stock Exchange, Tunisian Stock Exchange.
Jel Classification Codes : G15, E44.

1. المقدمة:

لا يتحقق التطور الاقتصادي لأي بلد إلا بتوفير رأس المال الكافي وتخصيصه بكفاءة. ومن هذا المنطلق، برزت الأهمية البالغة للتمويل الحديث القائم على الأسواق المالية، والذي أصبح ركيزة أساسية في الاقتصادات المعاصرة. فهذه الأسواق توفر أداة فعالة لتلبية احتياجات الشركات من السيولة، وتتكامل بشكل وثيق مع النظام المصرفي حيث تستثمر البنوك جزءاً كبيراً من ودائعها في سوق الأسهم، مما يجعل وجود سوق مالية متطورة مؤشراً حقيقياً على قوة الاقتصاد. وانطلاقاً

من هذا الإدراك، سعت العديد من الدول الناشئة وفي مقدمتها الجزائر، تونس، ومصر إلى تعزيز أنظمتها المالية من خلال تأسيس بورصات للأوراق المالية، كخطوة استراتيجية ضمن حزم الإصلاحات الرامية إلى التحول نحو اقتصاد السوق. وقد جاء إنشاء هذه البورصات ليدعم جهود هيكلة المؤسسات العمومية ودفع عجلة النمو الاقتصادي، رغم التباين الملحوظ في الأداء المالي والهيكلي بين بورصات الثلاث.

1.1. إشكالية الدراسة:

في سياق الاقتصادات الناشئة في شمال أفريقيا، تُعد البورصات أداة أساسية لجذب الاستثمارات ودعم النمو الاقتصادي. ومع ذلك، تواجه بورصة الجزائر تحديات هيكلية مثل السيولة المنخفضة والاعتماد على قطاع المحروقات، مما يثير تساؤلات حول قدرتها التنافسية مقارنة بأسواق أكثر نضجًا مثل بورصة تونس ومصر. بالتالي يمكن صياغة إشكالية هذه الدراسة في السؤال الآتي:

إلى أي مدى يعكس أداء بورصة الجزائر ضعفًا هيكليًا مقارنة ببورصتي تونس ومصر، وما هي العوامل الرئيسية المسؤولة عن هذه الفجوات في السيولة والنمو، وكيف يمكن استغلال تجارب هذه الدول لتحسين أداء بورصة الجزائر؟

2.1. الأسئلة الفرعية:

- ما هي الفروقات في المؤشرات الرئيسية (القيمة السوقية، حجم التداول، ومؤشرات السوق) بين البورصات الثلاث خلال الفترة 2010-2024؟
- كيف تؤثر العوامل الاقتصادية الكلية (التضخم، أسعار الطاقة، الإصلاحات التنظيمية) على أداء كل سوق؟

1.1. فرضيات الدراسة:

- يعاني أداء بورصة الجزائر من ضعف هيكلي بسبب الاعتماد على الدولة في تمويل الشركات العامة، مما يجعله أقل تنافسية من بورصة مصر وبورصة تونس.
- تؤثر العوامل الاقتصادية الكلية على أداء كل سوق.

4.1. أهداف الدراسة:

يهدف هذا العمل إلى تحديد الاختلافات المحتملة التي ستسمح لنا باكتشاف أصولها من أجل تحديد تجربة بورصة الجزائر في علاقتها بالبورصات المجاورة من حيث تمويل الاقتصاد. بهدف مقارنة بورصات الدول العربية الثلاث، بورصة الجزائر، بورصة تونس وبورصة مصر،ركزت هذه الدراسة الى مقارنة هياكل ووظائف أسواق الأوراق المالية المعنية، ومؤشرات الأداء لكل بورصة، وهي عدد الشركات المدرجة، والقيمة السوقية (كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)، وقيمة الأوراق المالية المتداولة، وذلك خلال الفترة من 2010 إلى 2024.

5.1. المنهج المتبع:

قصد الإلمام بجوانب البحث والإجابة على الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على المنهج المقارن عن طريق تحليل ومقارنة أداء البورصات الثلاث من خلال مؤشرات الأداء المالي والهيكلي لكل بورصة.

2. الدراسات السابقة: سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

دراسة بعنوان " و اقع ومعوقات أداء البورصات العربية- دراسة تحليلية لبورصة الجز ائر خلال الفترة (2008-2019)" (حمادي، 2021) هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تطور أداء البورصات العربية بصفة عامة ومؤشر تطور بورصة الجزائر بصفة خاصة خلال الفترة (2008-2019) بواسطة مجموعة من المؤشرات (القيمة السوقية، حجم التداول والناتج المحلي الإجمالي).اعتمدت هذه الدراسة على المنهجين الوصفي والتحليلي، وقد خلصت الدراسة إلى ضعف مختلف مؤشرات بورصة الجزائر خلال الفترة المدروسة، وأن جل البورصات العربية تتخبط في مجموعة من المعوقات التي تحول دون تحقيق الهدف المنشود منها، ويعود ذلك إلى افتقارها للأدوات المالية ونوعيتها في ظل عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية التي تتناسب مع الأسواق الأوراق المالية الفعالة .

Etude de Krenare Shahini Gollopeni,2022, The Impact Of Stock, Market. On Economic. Growth : Evidence From Developed European Countries

الغرض من هذه الدراسة هو تحليل تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي لتسع دول أوروبية متقدمة. من خلال تحليل البيانات على مدى 22 عامًا، من عام 2000 إلى عام 2021، بما في ذلك ألمانيا والمملكة المتحدة وفرنسا وإيطاليا وإسبانيا وهولندا وسويسرا وتركيا وبولندا. وتم تحليل البيانات باستخدام أساليب القياس الاقتصادي عن طريق المربعات الصغرى المجمعة (OLS)، والمربعات الصغرى المجمعة القوية (OLSR)، ونموذج التأثير الثابت (FEM)، ونموذج التأثير العشوائي (REM). وعلاوة على ذلك، حيث اعتمد النموذج المستخدم في هذه الورقة العلمية على المتغير التابع وهو الناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المفسرة للنموذج وهي (القيمة السوقية، التضخم، نمو القوى العاملة والائتمان المحلي للقطاع الخاص). وفقًا لنتائج هذه الدراسة، فإن القيمة السوقية والتضخم لهما تأثير إيجابي كبير، في حين أن الائتمان المحلي للقطاع الخاص له تأثير سلبي كبير على النمو الاقتصادي في فترة الدراسة .

Etude de Oluwaleye Taiwo Olarinre,2023, The impact of capital market on the economic growth of Nigeria (1986–2022)

قامت الدراسة بتقييم تأثير سوق المالي على النمو الاقتصادي في نيجيريا خلال الفترة 1986-2022 في الدراسة. حيث تم اتباع المنهج القياسي باستخدام نموذج التأخر الموزع الانحداري التلقائي (ARDL)، وتحليل التباين واختبارات ما بعد التقدير الأخرى. حيث تم تقييم تأثير القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في بورصة نيجيريا ومعدل دوران الأسهم ورسملة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في نيجيريا معبرا عنه بنمو الناتج المحلي الإجمالي وهو المتغير التابع في النموذج. حيث أظهرت نتائج هذه الدراسة أن رسملة سوق الأوراق المالية يؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي في الأمد البعيد والقصير. بينما يؤثر معدل دوران الأسهم على النمو الاقتصادي بشكل إيجابي وبصورة طفيفة في الأمدين الطويل والقصير، وتؤثر القيمة الاجمالية الأسهم المتداولة تأثيرًا إيجابيًا كبيرًا على النمو الاقتصادي في نيجيريا.

دراسة بعنوان " تطور السوق المالية والنمو الاقتصادي: دراسة قياسية على الجزائر وتونس (1999-2018) " (كروش، 2021) :هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مؤشرات السوق

المالي والنمو الاقتصادي في كل من الجزائر وتونس، من خلال استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل اختبار طبيعة العلاقة بين مؤشرات السوق المالي والنمو الاقتصادي في كل من الجزائر وتونس حيث تم استخدام بيانات سنوية من (1999-2018) وذلك بأخذ المتغيرات التالية: الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة، عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كمتغيران مستقلان. وقد توصلت الدراسة الى أن السوق المالية في الجزائر لا تسهم في تحقيق النمو الاقتصادي، بسبب الركود الكبير الذي تعاني منه، وأن السوق المالية التونسية تمتاز بنوع من النشاط مقارنة بنظيرتها الجزائرية.

انطلاقا مما سبق سوف نقارن الأداء المالي والهيكلي للبورصات الثلاث .

3. هيكل وتنظيم وتشغيل الأسواق المالية قيد الدراسة (بورصة الجزائر، تونس ومصر)

1.3. هياكل الأسواق المالية:

يتم تنظيم سوق الأوراق المالية تقليديا من خلال هيئات إدارية ممثلة في شركة إدارة البورصة وهيئة سوق واحدة أو أكثر، وهيئات مهنية تتكون من مستودع مركزي وصندوق ضمان ووسطاء في البورصة (Antoine, 2007, p. 64).تُضمن تنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية هذه من قِبل جهات مُماثلة، استنادًا إلى لوائح مُتوافقة مع توجيهات المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية. للبورصات الثلاث شركات إدارة مستقلة ومراكز إيداع مركزية للأوراق المالية، وهذه الأخيرة مسؤولة عن ضمان سيولة وشفافية أسواقها من جهة، ومواعيد تسوية وتسليم الأوراق المالية والنقد المُرتبط بها من جهة أخرى. علاوة على ذلك، يُخصص نشاط الوساطة في سوق الأوراق المالية للوسطاء المعتمدين والذي يجب أن يكون مستقلاً عن مصالح المستثمرين وأن يمتلك الموارد البشرية والمادية اللازمة لممارسة أعماله لحماية المستثمرين وتعزيز ثقة السوق، تمتلك الأسواق الثلاثة صناديق ضمان تضمن، في حال فشل أي وسيط، تعويض مستثمريه.

في الواقع، تتشابه البلدان الثلاثة إلى حد كبير من حيث الهيئات التي تُشكّل هذه الأسواق المالية. لذا، يُستنتج أن سوق الأسهم الجزائرية مُجهّزة بجميع الهياكل والهيئات اللازمة لضمان حسن سير عملها.

2.3. تنظيم أسواق الأوراق المالية لتونس والجزائر ومصر:

ولا يقتصر تحديث سوق الأوراق المالية على اعتماد أدوات تكنولوجيا المعلوماتية الجديدة، بل يتعداها إلى أسلوب التنظيم الملائم لواقع الأعمال في البلاد فبما يتعلق ببورصة تونس، فإنه يوجد سوق خارج البورصة يجمع الأوراق المالية للشركات التي وجهت نداءً عامًا للادخار ولكن الأوراق المالية غير مقبولة في القائمة الرسمية والقائمة الرسمية التي تشمل الأقسام التالية:

- **أسواق الأوراق المالية الرأسمالية**: تتكون من السوق الرئيسية المخصصة للشركات الكبيرة والسوق البديلة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم.
- **سوق السندات**: حيث يتم إدراج كافة أنواع السندات (بورصة تونس، 2025).

أما بورصة الجزائر، فتتألف من سوق خارج البورصة وسوق الإدراج الرسمي، حيث تلتقي جميع أوامر البيع والشراء التي تجمعها بورصات الأوراق المالية الدولية. وتنقسم البورصة إلى قسمين، كما يلي:

سوق الأوراق المالية: والذي ينقسم بدوره إلى السوق الرئيسية المخصصة للشركات الكبرى وسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم؛

سوق سندات الدين: يتكون من سوق السندات المخصصة للسندات التي تصدرها الشركات أو والتي تصدرها الخزينة العامة OAT المخصص لسندات الخزانة المماثلة ل OAT Block الهيئات العامة وسوق الجزائرية (بورصة الجزائر، 2025) .

أما بالنسبة للبورصة المصرية فهي ليست سوقًا واحدًا، بل نظام من 4 أسواق متكاملة، كل واحدة تخدم شريحة مختلفة من الشركات والمستثمرين، مما يجعلها سوقًا مرنًا ومتطورًا. حيث تشمل الأسواق التالية: **سوق الأوراق المالية**، والذي ينقسم بدوره إلى السوق الرئيسية المخصصة للشركات الكبرى والذي يفوق رأسمالها 100 مليون جنيه وسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم الذي يفوق رأسمالها 5 مليون جنيه؛

سوق السندات والصكوك، والذي يتكون من سوق السندات التي يكون إصدارها معتمد من طرف الهيئة العامة للرقابة المالية.

سوق المشتقات :وهو عبارة عن عقود أجلة على مؤشر EGX 30، أطلق سنة 2024 (البورصة المصرية، 2025).

أخيرًا، تُمكّننا المقارنة بين تقسيمات هذه المناطق من استنتاج أن تقسيمات أسواق المالية للدول الثلاثة تتقارب وتتشابه. تُسهّل هذه التقسيمات وصول الشركات من مختلف الأحجام إلى سوق الأسهم، مما سيزيد من حجم هذه الأسواق، ويزيد حصتها في تمويل اقتصادات بلدانها.

3.3. أساليب و أنظمة التسعير:

يجب أن توفر بورصة الأوراق المالية نظام معلومات يُحسّن معالجة أوامر التداول، ويضمن تدفقًا مستمرًا للمعلومات، ويتيح إمكانية استخدام عدة طرق تسعير، وفقًا لاحتياجات السوق. يوضح الجدول أدناه أنظمة وأساليب التسعير المعتمدة في كل بورصة شملتها هذه الدراسة (Kyle, 2021, p. 45).

الجدول 1: أنظمة تسعير أسواق الأوراق المالية للدول الثلاث

البورصة	المنصة	القيمة	الطريقة	التردد
بورصة مصر	X-Stream INET	قيم أقل سيولة قيم أكثر سيولة	مزاد تداول مستمر	يومي يومي
بورصة تونس	SUPERCACUNIX	قيم أقل سيولة قيم أكثر سيولة	التداول الثابت التداول المستمر	يومي يومي
بورصة الجزائر	نظام إلكتروني داخلي مُطوَّر محليًا	جميع القيم	التداول الثابت	3 مرات في الأسبوع

المصدر: تم اعداده بأنفسنا استنادا إلى المواقع الرسمية لبورصات الجزائروتونس ومصر،2025.

فيما يتعلق بالتكنولوجيا المستخدمة، تحافظ بورصتا مصر وتونس على نفس مستوى التطور، إذ علاوة على ذلك تتمتعان بمنصتين قويتين للغاية في مجال الإدارة والمعلومات (X-Stream INET et SUPERCACUNIX حيث تنشران المعلومات آنيًا للمهتمين والمستثمرين. وعلى عكس هذه الأسواق، لا تتوفر بورصة الجزائر على منصة تداول تسمح بالربط بين المشاركين، وبالتالي، يتم جدولة ثلاث

جلسات تداول فقط في الأسبوع، وهذا يجعل الأوراق المالية أقل سيولة، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة أسعار الأسهم وقيمها السوقية. ولذلك، لا تزال بورصة الجزائر متأخرة في هذا المجال.

4.3. تكاليف المعاملات:

تتكون تكاليف معاملات سوق الأوراق المالية عادةً من العمولات التي تفرضها البورصة وتلك التي يفرضها الوسطاء. يُعدّ خفض التكاليف وسيلةً لجذب المستثمرين (Stiglitz, 2015). يوضّح الجدول أدناه التكاليف التي يتحملها المستثمرون أثناء إجراء معاملاتهم في بورصات الدول الثلاث.

الجدول 2: تكاليف المعاملات في الأسواق المالية للدول الثلاثة بدون احتساب الضرائب.

البورصة	تكاليف البورصة	تكاليف الوساطة
بورصة مصر	**سندات رأس المال:** 0,19 % من قيمة الصفقة **سندات الدين:** 0.15 % من قيمة الصفقة	**سندات رأس المال:** 0,45 % كحد أقصى من قيمة الصفقة **سندات الدين:** 0.45 % كحد أقصى من قيمة الصفقة
بورصة تونس	**سندات رأس المال:** 0,2 % من قيمة الصفقة **سندات الدين:** 0,1 % من قيمة الصفقة	**سندات رأس المال:** 0,8 % كحد أقصى من قيمة الصفقة **سندات الدين:** 0,7 % كحد أقصى من قيمة الصفقة
بورصة الجزائر	**سندات رأس المال:** 0,15 % من قيمة الصفقة **سندات الدين:** 0,1 % من قيمة الصفقة	**سندات رأس المال:** 0,75 % كحد أقصى من قيمة الصفقة **سندات الدين:** 0,7 % كحد أقصى من قيمة الصفقة

المصدر: تم اعداده بأنفسنا استنادا إلى المواقع الرسمية لبورصات الجزائر تونس ومصر، 2025.

فيما يتعلق بمقارنة تكاليف المعاملات، تخضع جميع معاملات بيع أو شراء الأسهم أو السندات لعمولة .مع ذلك، لا تتجاوز أي عمولة % 1من قيمة المعاملة في بورصات الأسواق المالية للدول الثلاث.

4. أداء سوق الأوراق المالية للجزائر تونس ومصر:

لا تُقدم النظرية مقياسًا واحدًا لتطور سوق الأوراق المالية. لذلك، نقترح مقاييس تتعلق أساسًا بعدد الشركات المدرجة، وحجمها (رأس المال)، وسيولة السوق (القيم المتداولة) (Zervos, 2019,

(p. 133). ولتوضيح هذه الدراسة بشكل أفضل، ستُقارن النتائج بنتائج بورصات الدول محل الدراسة، ولا سيما بورصتي تونس ومصر.

1.4. المؤشر الذي يتعلق بعدد الشركات المدرجة في البورصة:

تقليديًا، يعكس عدد الشركات المدرجة في البورصة أهميتها، فهو أول مؤشر يعتمد عليه غالبية المستثمرين (Desbarriers, 2018, p. 31). يقدم الجدول أدناه معلومات عن تطور الإدراج في البورصة وعدد الشركات المدرجة في بورصات الدول الثلاث منذ عام 2010

الجدول رقم 3: تطورالادراج في البورصة وعدد الشركات المدرجة

السنة	بورصة الجزائر			بورصة تونس			بورصة مصر		
	الإدراج في البورصة	إلغاء الإدراج في البورصة	عدد الشركات المدرجة	الإدراج في البورصة	إلغاء الإدراج في البورصة	عدد الشركات المدرجة	الإدراج في البورصة	إلغاء الإدراج في البورصة	عدد الشركات المدرجة
2010	0	0	2	4	1	53	0	0	333
2011	1	0	3	3	0	56	0	93	240
2012	0	0	3	3	0	59	0	27	213
2013	1	0	4	12	0	71	0	4	209
2014	0	0	4	6	0	77	6	0	215
2015	0	0	4	2	1	78	31	0	246
2016	1	0	5	1	0	79	2	0	248
2017	0	0	5	2	0	81	4	0	252
2018	1	0	6	1	0	82	0	3	249
2019	0	0	6	0	1	81	0	29	220
2020	0	1	5	0	0	81	0	1	219
2021	0	0	5	0	0	81	21	0	240
2022	0	0	5	0	0	81	0	0	240
2023	0	0	5	0	3	78	5	0	245
2024	2	0	7	1	4	74	1	0	246
2025	1	1	8	35	0	75	4	0	250
المجموع	7	1	8	35	10	75	74	157	250

المصدر: تم إعداده من طرفنا بناءا على البيانات من التقارير النشاط السنوية للبورصات الثلاث ،2025.

من حيث عدد الشركات المدرجة، تتقدم البورصة المصرية على بورصتي تونس والجزائر. حيث شهدت البورصة المصرية تحولات كبيرة في عدد الشركات المدرجة خلال هذه الفترة، مع انخفاض حاد بعد ثورة 2011 بسبب شطب الشركات الغير النشطة، ثم استقرارًا ونموًا تدريجيًا في السنوات الأخيرة مدعومًا ببرنامج الطروحات الحكومية وإصلاحات السوق. العدد الإجمالي للشركات المدرجة في السوق الرئيسي انخفض من حوالي 333 في 2010 إلى أدنى مستوى عند 209 في 2013، ثم تعافى إلى 250 شركة في جانفي 2025. (التقرير السنوي للبورصة مصر، 2025) .

بالنسبة للبورصة التونسية بالرغم المناخ الاقتصادي الصعب الناجم عن الأزمة الاقتصادية العالمية والسياق الاجتماعي والسياسي المضطرب بفعل تداعيات الربيع العربي، ارتفع عدد الشركات المدرجة في هذه البورصة من 53 شركة عام 2010 إلى 75 شركة سنة 2025. ويُعزى هذا النجاح إلى الجهود التي بذلتها الجهات الفاعلة في سوق الأسهم التونسية. (التقرير السنوي لبورصة تونس، 2025).

بالنسبة للبورصة الجزائر، لم يتم إدراج سوى سبع شركات في بورصة الجزائر الرسمية منذ عام 2010 في الواقع استمرت بورصة الجزائر مع إدراج شركتين فقط حتى إدراج شركة التأمينات أليانس عام 2011، تليها إدراج شركة رويبة عام 2013. وفي عام 2014، أطلقت بورصة الجزائر خطة للتواصل والترويج للبورصة تهدف إلى تعزيز ثقافة سوق الأوراق المالية بين المتعاملين الاقتصاديين وعامة الناس. خلال عامين، تقدمت شركتان بطلب للحصول على تمويل من خلال البورصة، وهما شركة بيوفارم وشركة الإسمنت عين الكبيرة. دفع نجاح عملية طرح أسهم بيوفارم العديد من الشركات إلى التفكير جدياً في هذا النوع من التمويل. للأسف، لم يُكتب النجاح للاكتتاب العام لشركة إسمنت العين الكبيرة ففي نهاية فترة الإكتتاب التي انتهت في 13 جوان 2016، لم تتمكن الشركة من جمع 2.7% من رأس المال المقدم بدلا من نسبة 20 % المطلوبة لإقرار الإدراج في البورصة. وبناء على ذلك تم إلغاء التقديم. وبعد ذلك، نجحت بورصة الجزائر في تسجيل إدراج جديد في ديسمبر 2018 وهي شركة AOM Invest، وإدراجين سنة 2024 وإدراج في سنة 2025، حيث تضم بورصة الجزائر حاليا 8 شركات مدرجة (التقرير السنوي للبورصة الجزائر، 2025).

قد يكون ضعف لجوء الشركات إلى سوق الأوراق المالية راجعا إلى عدة عوامل، وعلى وجه الخصوص المنافسة من جانب الدولة، وطول عملية الاكتتابات العامة الأولية وضعف الحوافز الضريبية يضاف إلى هذه العوامل غياب ثقافة سوق الأوراق المالية لدى قادة الأعمال وعامة الناس وتشكل هذه العوامل عائقاً أمام تطور سوق الأوراق المالية، التي لا تزال في حالته التطور الأولية، بعد أكثر من ثمانية عشرين عاماً من إنشائها.

2.4. تطور القيمة السوقية للأوراق المالية بالنسبة الناتج المحلي الإجمالي:

من أجل قياس حجم بورصة الجزائر وتحديد مستوى مساهمتها في تمويل الاقتصاد ومقارنتها مع بورصة مصر وتونس، حيث سوف نطبق نسبة القيمة السوقية للبورصة للناتج المحلي الإجمالي والذي يعكس هذا الأخير مستوى تطور الأسواق المالية. في الواقع، وصف Warren Buffet هذا المؤشر بأنه "ربما يكون أفضل مقياس لمكانة الشخص في أي وقت معين". حيث يقارن بالسعر الإجمالي لجميع الشركات المدرجة في البورصة بالناتج المحلي الإجمالي.

الجدول 4: تطور القيمة السوقية للبورصات الثلاثة (مليون دولار أمريكي).

السنة	بورصة الجزائر			بورصة تونس			بورصة مصر		
	القيمة السوقية	الناتج المحلي	القيمة السوقية/الناتج المحلي	القيمة السوقية	الناتج المحلي	القيمة السوقية/الناتج المحلي	القيمة السوقية	الناتج المحلي	القيمة السوقية/الناتج المحلي
2010	106,2	177741,8	0,060%	10651,7	46206,1	23,05%	84276,8	218983,7	38,49%
2011	205,4	218584,2	0,094%	9662,0	48123,3	20,08%	48849,7	235989,7	20,70%
2012	168,0	227097,1	0,074%	8823,2	47311,4	18,65%	59182,0	279116,7	21,20%
2013	174,1	229665,3	0,076%	8600,5	48685,4	17,67%	61629,7	288434,1	21,37%
2014	183,6	238997,3	0,077%	8743,8	50271,8	17,39%	70083,7	305595,4	22,93%
2015	153,6	187918,1	0,082%	8819,3	45779,5	19,26%	55191,9	329366,6	16,76%
2016	418,2	180727,0	0,231%	8450,2	44360,1	19,05%	33323,0	332441,7	10,02%
2017	365,8	189901,5	0,193%	8922,6	42163,5	21,16%	46546,1	248362,8	18,74%
2018	376,7	194515,9	0,194%	8329,0	42686,5	19,51%	42005,6	262588,6	16,00%
2019	375,1	193448,2	0,194%	8503,2	41905,6	20,29%	44199,9	318678,8	13,87%
2020	338,1	164805,8	0,205%	8571,7	42491,8	20,17%	41351,2	383817,8	10,77%
2021	337,8	186173,3	0,181%	8080,0	47073,2	17,16%	48731,5	424671,8	11,48%
2022	474,8	225625,4	0,210%	7753,8	44948,8	17,25%	38853,0	476747,7	8,15%
2023	528,7	247912,4	0,213%	7952,5	48196,3	16,50%	55566,5	395926,1	14,03%
2024	3891,6	269328,8	1,445%	8302,1	53410,0	15,54%	42595,3	389059,9	10,95%

المصدر: تم إعداده من طرفنا بناءا على البيانات من التقارير النشاط السنوية للبورصات الثلاث ،2025.

من حيث تمويل الاقتصاد، تعد البورصة المصرية أفضل بورصة من بين البورصات الثلاثة، حيث في عام 2010 بلغت قيمتها السوقية 84276,8 مليون دولار أمريكي أي ما يعادل 38,49 % من الناتج المحلي الإجمالي.

شهدت القيمة السوقية للبورصة المصرية تقلبات دراماتيكية من 2010 إلى 2024، حيث بدأت بذروة ما قبل الثورة عند 84 مليار دولار أمريكي مدعومة بالاستقرار الاقتصادي، ثم انهارت بنسبة 57% في 2011 بسبب ثورة 25 يناير وخروج 1,3 مليار دولار أمريكي، لتعود إلى التعافي التدريجي في 2012–2013، ثم قفزت ل 43% في 2014 بعد تعويم الجنيه، رغم انخفاضها بالدولار بسبب التضخم (20% في سنة 2018) والجائحة (7-% في سنة 2020). ومنذ 2023، انطلقت إلى مستويات تاريخية مع برنامج الطروحات الحكومية، لتصل إلى 1,8 تريليون جنيه (45–50 مليار دولار) مما جعلها من أقوى الأسواق الأفريقية رغم تحديات العملة والتضخم (التقرير السنوي للبورصة مصر، 2025).

رسّخت بورصة تونس مكانتها كعامل رئيسي في الاقتصاد المحلي، حيث مثّلت حوالي % 20 من الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة. حيث شهدت القيمة السوقية لبورصة تونس نمواً تدريجياً مع تقلبات من 2010 إلى 2024، حيث بلغت ذروة ما قبل الثورة في 2010 عند 10,65 مليار دولار مدعومة بالاستقرار الاقتصادي، ثم انخفضت بنسبة 10% في 2011 إلى 9,66 مليار دولار بسبب ثورة 14 جانفي وخروج 800 مليون دولار أمريكي، لتعود إلى الانخفاض مجددا في 2012–2013 إلى 8,8 مليار دولار رغم زيادة الإدراجات في البورصة (زيادة 12 شركة لتصل الى 71 شركة)، وبعدها من 2014 إلى 2017، زادت القيمة السوقية للبورصة بنسبة قليلة مقارنة بالسنوات السابقة رغم الإدراجات الجديدة كل سنة. وبعدها من عام 2018 إلى سنة 2022 عرفت القيمة السوقية للبورصة التونسية عدة تذبذبات وذلك راجع أساسا الى أثار جائحة كوفيد 19 الذي أدى إلى انهيار السياحة بنسبة 40%. وفي 2024 وصلت إلى 8,3 مليار دولار بنمو 4,3% مقارنة بسنة 2023 مدعومة بإدراج BNA Assurances وإيرادات الشركات زيادة ب 5,9%، وتمثل نسبة 15,5% من الناتج المحلي الإجمالي (التقرير السنوي لبورصة تونس، 2025).

في الجزائر، شهدت القيمة السوقية انتعاشًا ملحوظًا، حيث ارتفعت من 106,20 مليون دولار أمريكي في الفترة من 2010 إلى 2025، شهدت القيمة السوقية لبورصة الجزائر (SGBV) تطوراً بطيئاً في البداية ثم قفزة تاريخية هائلة في السنوات الأخيرة، مرتبطة بشكل أساسي بعدد محدود

من الإدراجات والأداء المتقلب للأسهم الرئيسية. بدأت القيمة من حوالي 106 مليون دولار في 2010، ثم ارتفعت إلى 205 مليون في 2011 بفضل إدراج شركة أليانس، قبل أن تنخفض إلى 168 مليون في 2012 بسبب تراجع أسعار أسهم أليانس وأوراسي. استقرت عند 174 مليون في 2013 مع إدراج رويبة، ثم ارتفعت تدريجياً إلى 184 مليون في 2014 و153 مليون في 2015 بدعم أوراسي وصيدال. جاءت الطفرة الأولى في 2016 مع إدراج بيوفارم لتصل إلى 418 مليون دولار، لكنها تراجعت إلى 366 مليون في 2017 ثم 377 مليون في 2018 بعد إدراج AOM Invest.

من 2019 إلى 2021، تأثرت القيمة سلباً بجائحة كورونا والاضطرابات الاقتصادية، حيث انخفضت إلى حوالي 375-338 مليون دولار مع سيولة ضعيفة وعدد شركات مدرجة ثابت عند 5 فقط، رغم دعم حكومي لشركات مثل صيدال وبيوفارم. بدأ الانتعاش في 2022 إلى 475 مليون بدعم إصلاحات COSOB وزيادة الشفافية، ثم ارتفعت إلى 529 مليون في 2023 بنمو 11% تقريباً مع تحسن أسعار الأسهم وزيادة السيولة بنسبة 62.%.

شهدت 2024 قفزة استثنائية بلغت القيمة السوقية حوالي 3,9 مليار دولار (نمو يفوق 700%)، مدفوعة بإدراج بنك القرض الشعبي (CPA) في مارس كأكبر إدراج تاريخي (بيع 24.48% برأسمال 112 مليار دينار)، مما رفع الرسملة من نحو 72 مليار دينار إلى أكثر من 500 مليار دينار.

مما رفع الرأسمال السوقي إلى 1,5% من الناتج المحلي الإجمالي وزاد حجم التداول بنسبة 200% إلى أكثر من 4 مليار دينار، ليصبح السوق واحداً من أسرع الأسواق العربية نمواً في سنة 2024 رغم بقائه صغيراً نسبياً مقارنة ببورصات المنطقة (بورصة الجزائر، 2025).

وأخيرا، وبرأس مال لا يتجاوز % 1من الناتج المحلي الإجمالي، لم تتمكن بورصة الجزائر بعد من ترسيخ نفسها وتصبح عنصرا أساسيا في تمويل الاقتصاد الوطني. ويُعدّ عدد الشركات المدرجة السبب الرئيسي لهذا المستوى من القيمة السوقية في بورصة الجزائر.

3.4. تقييم سيولة السوق:

قد تكون سوق الأوراق المالية كبير ولكنها خاملة لذلك يجب أن يُكمّل قياس الحجم بقياس السيولة. ولقياس سيولة سوق الأوراق المالية للدول الثلاثة، سندرس تطور القيمة المتداولة من سنة 2010 إلى سنة 2024.

الجدول رقم 5: تطور حجم المعاملات لبورصة الجزائر تونس ومصر (مليون دولار أمريكي)

السنة	إجمالي القيمة المتداولة		
	بورصة الجزائر	بورصة تونس	بورصة مصر
2010	66,99	2680,59	55496,83
2011	52,62	2229,75	24945,95
2012	15,16	1875,93	30547,92
2013	1,27	2391,27	23579,67
2014	104,21	1529,74	41115,58
2015	181,54	2039,13	32244,40
2016	113,37	1287,22	28427,79
2017	216,73	1438,36	18670,01
2018	323,37	1450,02	20176,97
2019	340,83	1147,41	24447,57
2020	300,64	1002,36	43784,02
2021	243,30	925,40	64367,56
2022	676,93	1079,39	56574,90
2023	1390,82	888,56	111668,31
2024	2557,35	1182,64	316429,01

المصدر: تم إعداده من طرفنا بناءا على البيانات من التقارير النشاط السنوية للبورصات الثلاث ،2025.

من حيث القيم المتداولة، تُعتبر البورصة المصرية الأفضل، على الرغم من اتجاهها النزولي حتى عام 2017. في عام 2010 بلغت قيمة إجمالي حجم التداول في البورصة 55,4 مليار دولار أمريكي ويشكل هذا الحجم % 85 من تداولات سوق الأسهم. وبعدها انهارت القيمة المتداولة إلى 24,9 مليار دولار بسبب ثورة 25 جانفي، لتعود إلى التعافي التدريجي بعدها من سنة 2012 الى سنة

2016. وفي سنة 2017 انخفضت القيمة بالدولار الأمريكي نتيجة تعويم الجنيه. ومنذ بداية سنة 2018 عرفت القيمة المتداولة منحنى تصاعدي بسبب برنامج الطروحات الحكومية، مما جعلها من أقوى الأسواق الأفريقية رغم تحديات العملة والتضخم (التقرير السنوي للبورصة مصر، 2025).

شهدت القيمة الإجمالية المتداولة ب في بورصة تونس انخفاضا تدريجياً مع تقلبات ملحوظة من 2010 إلى 2024، حيث بلغت في 2010 حوالي 2,68 مليار دولار مدعومة بالاستقرار الاقتصادي، ثم انخفضت بنسبة 17% إلى 2,22 مليار دولار في 2011 بسبب ثورة 14 جانفي وخروج رؤوس أموال أجنبية بقيمة 800 مليون دولار، لتعود إلى الارتفاع في سنة 2013 إلى 2,42 مليار دولار بفضل إصلاحات الذي شجعت عملية الادراج (71 شركة في 2013). ومن 2017 إلى 2018، نما الإجمالي القيمة المتداولة مقارنة بسنة 2016 إلى 1,44 مليار دولار وذلك ناتج عن الإصلاحات التنظيمية ونمو القطاع المالي، وبعدها تراجعت القيمة الإجمالية في 2019–2021 إلى 0,92 مليار دولار بسبب جائحة كوفيد-19. وفي سنة 2022، تعافت إلى 1,07 مليار دولار بنمو 16%. أما في 2023–2024، فقد ارتفعت إلى 1,18 مليار دولار مدعومة بإدراجات جديدة. (التقرير السنوي لبورصة تونس، 2025)

في الفترة من 2010 إلى 2024، مرت بورصة الجزائر بمرحلتين متعاكستين تماماً: ركود طويل وشديد في السنوات الأولى، ثم تحول جذري وقفزة تاريخية في السنوات الأخيرة. بدأت الفترة بانخفاضات حادة متتالية في قيم التداولات، حيث انخفضت من 67 مليون دولار في 2010 إلى 53 مليون في 2011، ثم انهارت إلى 15 مليون فقط في 2012 وأقل من ذلك في 2013، بسبب غياب المعاملات في سوق سندات الخزينة العمومية ونقص الإصدارات الجديدة. بعدها شهدت انتعاشاً نسبياً متواضعاً في 2014 (104 مليون دولار) و2015 (181 مليون دولار)، قبل تراجع آخر في 2016. ومنذ سنة 2017، بدأ الاتجاه الصاعد تدريجياً مع إدراج أسهم بيوفارم وAOM Invest، ليصل الإجمالي إلى 323 مليون دولار في 2018 (زيادة 482% مقارنة بـ 2010)، ثم تأثر سلباً بجائحة كورونا لينخفض إلى 243 مليون دولار بحلول 2021. انقلبت الصورة جذرياً منذ 2022، حيث قفزت التداولات إلى 677 مليون دولار، ثم 1,39 مليار في 2023، وصولاً إلى رقم قياسي تاريخي بلغ 2,56

مليار دولار في 2024، مدفوعاً بشكل أساسي بإدراج بنك القرض الشعبي في مارس وبنك التنمية المحلي في نوفمبر، اللذين شكلا نحو 70% من النشاط، إلى جانب إصلاحات تنظيمية من COSOB مثل الرقمنة وتسهيل دخول المستثمرين الأجانب. رغم بقاء القيمة السوقية تمثل 1,5% فقط من الناتج المحلي الإجمالي، يُعد عام 2024 "عام التحول الجذري" الذي نقل البورصة من حالة ركود إلى ديناميكية حقيقية. (التقرير السنوي للبورصة الجزائر، 2025)شهدت حجم المعاملات في بورصة الجزائر نسبة نمو طفيفة جدا مقارنة بالبورصات المجاورة، هناك عدة عوامل يمكن أن تسبب هذه الحالة، بما في ذلك نظام التسعير المعتمد في بورصة الجزائر، وإجراءات إدارة وكفاءة هيئات الرقابة المالية.

5. مناقشة النتائج:

وبناء على هذا التشخيص، فإن البورصة المصرية هي الأفضل أداء، تليها بورصة تونس بفضل التطور الإيجابي لمؤشراتها. وفي الأخير، تُكافح بورصة الجزائر لترسيخ مكانتها ودورها في اقتصادها. فالأمور لا تسير بالوتيرة المرجوة. يهدف هذا التشخيص إلى تسليط الضوء على العقبات التي تُشكل المأزق الحقيقي الذي قد يُحطم أي طموح لتطوير نشاط السوق. في الواقع، قد يُعزى ضعف المشاركة في تمويل الاقتصاد إلى عدة عوامل:

1.5. عوامل متعلقة بالدولة:

تُعد سياسة خصخصة الشركات العامة، خاصة البنوك العمومية، خطوة أساسية لإثراء بورصة الجزائر وزيادة سيولتها وعمقها، كما حدث في دول أخرى مثل تونس التي أعادت تنشيط بورصتها منذ 1987 عبر الخصخصة حتى أصبحت الشركات المخصخصة تمثل أكثر من نصف الشركات المدرجة.

في الجزائر، بدأت محاولات الخصخصة في نهاية التسعينيات عبر إدراج شركات مثل الرياض سطيف، صيدال وأوراسي، لكن التجربة توقفت بسبب تغير التوجهات السياسية والاقتصادية.

كما يُشكل الصندوق الوطني للاستثمار منافساً مباشراً للسوق المالية، إذ يمول الاستثمارات الوطنية مباشرة من ميزانية الدولة، مما يحد من تطور البورصة ويقلل من حاجة الشركات للجوء إلى السوق لتمويل مشاريعها.

2.5. عوامل متعلقة بمؤسسات سوق الأوراق المالية:

تتلخص مسؤولية لجنة الإشراف على عمليات البورصة وتنظيمها (COSOB)في شروط الإدراج في البورصة. هذه الشروط أكثر تقييدًا من تلك المعمول بها في بورصات المغرب العربي، مما يُثني الشركات عن استخدام هذا النوع من التمويل، وفقًا لنظام الإدراج الذي اعتمدته شركة تسيير بورصة القيم يحدد سعر الإدراج بثلاث جلسات أسبوعيا وهي الأحد والثلاثاء والخميس. يُسهم هذا الإيقاع في تقليص السيولة في الأوراق المالية، وبالتالي يُسهم في انخفاض أسعارها، مما يُؤدي إلى انخفاض تقييم الشركة (بورصة الجزائر، 2025).

3.5. العوامل المتعلقة بالجهات المصدرة:

بالإضافة إلى غياب ثقافة سوق الأوراق المالية لدى أغلب قادة الأعمال، فإن أغلب الشركات الجزائرية لا تتوفر فيها شروط الأهلية للإدراج في بورصة الجزائر، وخاصة المعايير المتعلقة بالحجم والشفافية المحاسبية والضريبية، علاوة على ذلك، تُشكّل الطبيعة العائلية للشركات الجزائرية الخاصة وإدارتها الغامضة العائق الرئيسي أمام طرحها للاكتتاب العام.

4.5. العوامل المتعلقة بالمدخرين:

- غياب ثقافة البورصة لدى المواطنين الجزائريين، حيث إنهم لا يدركون أن بإمكانهم الاستثمار في سوق الأوراق المالية وبالتالي زيادة مدخراتهم.
- يُشبه العامل الديني إلى حد ما عامل ثقافة سوق الأسهم، إذ تُفضّل بعض الأسر المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. يُضاف إلى ذلك غياب أي أداة مالية في النظام المالي الجزائري تتلاءم مع القيم الدينية للمدّخرين، مثل الصكوك.

6. الخاتمة:

في ظل وضع يتسم بجفاف نسبي للسيولة، تجد الجزائر نفسها مضطرة إلى التحرك نحو نموذج جديد للنمو الاقتصادي يهدف إلى تعزيز النمو والاستثمار خارج قطاع المحروقات. في الواقع، فإن تمويل الاقتصاد من خلال السوق المالية يجب أن يكون أحد المعالم البارزة لهذا التوجه الاقتصادي، مما يثير اهتمام الشركات العامة والخاصة على حد سواء. نتيجةً لذلك، تُعدّ بورصة الجزائر أحد عناصر النهضة الاقتصادية الهادفة إلى إعادة تنظيم منظومتها الاقتصادية، بما في ذلك تمويل الجهات الفاعلة الاقتصادية التي تُشكّلها، لا سيما الشركات العامة والخاصة. ويُطلب من بورصة الجزائر أن تلعب دورًا أساسيًا في هذا النموذج الجديد من خلال قدرتها على نشر وتعبئة المدخرات الوطنية لدعم النمو الاقتصادي. ورغم الإصلاحات التي أُجريت، لا يستطيع السوق المالي تجاوز المرحلة التطور الأولية ولتحقيق ذلك، يجب على هذه البورصة بذل المزيد من الجهود لزيادة العرض والطلب على الأوراق المالية، لا سيما:

- تشجيع الإدارة الجيدة والحوكمة الرشيدة للشركات؛
- تحديث البنية التحتية التقنية، وخاصة أنظمة المعلومات للبنوك الدولية والبورصات؛
- تحسين الخدمات التي تقدمها البورصة والوسطاء، على سبيل المثال، وضع المواصفات؛
- إرساء أسس ثقافة سوق الأوراق المالية بين الفاعلين الاقتصاديين؛
- زيادة عدد الشركات المحلية في الجزائر كماً ونوعاً بهدف تحسين تركيز وأداء سوق الأوراق المالية؛
- مراجعة شروط الأهلية للاكتتابات العامة الأولية لجعلها متاحة بشكل متزايد؛

7. قائمة المراجع:

أولا: المراجع باللغة العربية

الأطروحات:

1. يحي سعاد. (2019). دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وأفاق تطويرها : دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)، ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ،أطروحة دكتوراه.

المقالات:

1. سعيدة حمادي ،(2021)، واقع ومعوقات أداء البورصات العربية -دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، 07(02)، 485-502.
2. كروش نوردين، (2021). تطور السوق المالية والنمو :دراسة قياسية على الجزائر وتونس، مجلة الأفاق للبحوث والدراسات، 04(02)، 259-276.

مو اقع الأنترنت:

1. موقع بورصة الجزائر: https://www.sgbv.dz/ar/ .
2. موقع البورصة المصرية: https://www.egx.com.eg/ar
3. بورصة تونس: https://www.bvmt.com.tn/ar.
4. التقرير السنوي لبورصة تونس: https://www.bvmt.com.tn/ar/rapports-activites
5. التقارير السنوية لبورصة الجزائر: https://cosob.dz/ar/
6. التقارير السنوية للبورصة المصرية: https://www.egx.com.eg/ar/Services_Reports.as
7. الديوان الوطني للاحصائيات: https://www.ons.dz/
8. البنك الدولي : https://data.worldbank.org/

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Antoine. (2007). *Titres et bourse* (éd. 2 éme , Vol2. tome 1). Bruxelle.
2. Desbarriers. (2018). *La bourse et ses back-offices.* Economica.
3. Kyle. (2021). *Market structure ,information, futures markets,and price formation* (éd. 9). (Pearson, Éd.) Paris.
4. Levine, & Zervos. (1998). Stock Markets ,Banks, and Economic Growth. *the American Economic Review, 88*, 537-558.
5. Stigltz. (2015). Credit Market and the control of capital. (Economica, Éd.) *Economic journal* , 771-782.
6. Zervos. (2019, juin). Stock market Development and Finacial Intermediary Growth. *World Bank Policy Research Working Paper*(1159), 33-42.
7. Gillet,(2006) , L'éfficience des marchés financière , 9 ème édition Economica,Paris.