

تطوير بورصة الجزائر كعامل أساسي للمساهمة في عملية الخصخصة

د. رزيق كمال، أ. بن عمور سمير

أستاذ محاضر جامعة سعد دحلب -البلدية-، أستاذ مساعد المركز الجامعي بالمدينة.

البريد الإلكتروني: rezig_kamel@yahoo.fr

البريد الإلكتروني: samir_be81@yahoo.fr

الملخص:

إن تنفيذ برامج الخصخصة على نطاق واسع و من ثم تحقيق أهدافها بفعالية يستلزم توافر العديد من الشروط الفنية من أهمها تطوير السوق المالية "البورصة"، فمن تجارب بعض الدول يتضح أن الأسواق المالية "البورصة" كانت إما قيداً و إما عاملاً إيجابياً في مواجهة العديد من المشاكل المحتملة لتنفيذ برامج الخصخصة و ساعدت على اتساع نطاقها و زيادة فاعليتها.

الجزائر على غرار الكثير من الدول التي باشرت إصلاحات إقتصادية بغية التحول من نظام الإقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق ، ذلك من خلال سوق الأوراق المالية "البورصة" التي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الإستثمار، و رغم أن هذه السوق في الجزائر حديثة النشأة فقد واجهتها مجموعة من المشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها ، لذلك نطرح الإشكالية التالية:

ماهي سبل تطوير بورصة الجزائر حتى يكون لها دور فعال في تفعيل و تسهيل عملية الخصخصة؟

المقدمة :

تبنت الكثير من دول العالم متقدمة و نامية، صيغا مختلفة من برامج الخصخصة بدوافع و بأساليب تنفيذ مختلفة، كبيع المنشآت كليا أو جزئيا للقطاع الخاص، أو منح عقود إدارة و عقود إيجار، أو الإصلاح المالي للشركات قبل خصصتها ثم تقويمها بواسطة المستثمرين و ذلك في حالة أسلوب المزداد، أو الإصدار المحدد للسعر و تملك العمال و النقابات و صغار المستثمرين للأسهم (أي طرح جزء من أسهم الشركات المراد خصصتها)، هذا الأخير الذي يتم بواسطة السوق المالي (البورصة)

و نظرا للأهمية التي تلعبها البورصة من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز، فهي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الإستثمار لقطاعات الفائض و مصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، فإن تنفيذ الخصخصة على نطاق واسع و من ثم تحقيق أهدافها بفعالية يتطلب توفر وجود بورصة فعالة، فمن تجارب بعض الدول يتضح أن البورصة كانت إما قيداً و إما عاملاً إيجابياً في مواجهة العديد من المشاكل المحتملة لتنفيذ برامج الخصخصة و ساعدت على اتساع نطاقها و زيادة فاعليتها .

الجزائر على غرار الكثير من الدول التي باشرت إصلاحات إقتصادية بغية التحول من نظام الإقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق، وذلك من خلال البورصة التي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الإستثمار، و رغم أنها حديثة النشأة فقد واجهتها مجموعة من المشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك نطرح الإشكالية التالية :

ما هي سبل تطوير بورصة الجزائر حتى يكون لها دور فعال في تفعيل و تسهيل عملية الخصخصة ؟

وللإمام بالموضوع من جوانب مختلفة سنتطرق الى العناصر التالية :

أولاً- البورصة و أهميتها الاقتصادية .

ثانياً- واقع بورصة الجزائر.

ثالثاً- بورصة الجزائر بين المعوقات و سبل تطويرها .

رابعاً- دور البورصة في تسهيل و تفعيل عملية الخصخصة .

أولاً- البورصة و أهميتها الاقتصادية :

إن البورصة تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى، إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الامكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها، ويرجع ذلك لضخامة الإستثمارات المالية التي يتم تداولها في هذه الأسواق (البورصات)، و قد تزايد الدور الاقتصادي لهذه الأسواق و بدرجة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم.

-أ- تعريف البورصة:

تعرف بأنها سوق مستمرة وثابتة في مكان تقام في مراكز التجارة و المال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقا للنظم الثابتة واللوائح المحددة، وتتسم سوق الأوراق

كل صك إسم المنشأة صاحبة الإصدار، ونوع السهم ورقمه، وعدد الأسهم⁽⁰⁶⁾.

2-1- الأسهم الممتازة⁽⁰⁷⁾: وهي أداة ملكية تمول بواسطتها منشآت الأعمال من خلال منح حق الملكية لحاملها مشابهة بذلك الأسهم العادية، إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية في: - يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، وبذلك تقترب الأسهم الممتازة من السندات .

- تكتسب توزيعات الأسهم الممتازة أسبقية أولى مقارنة بتوزيعات الأسهم العادية .
- أولوية حملة الأسهم الممتازة في أموال التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية، ولكن أسبقيتهم تلي حملة السندات في أموال التصفية .
- لا يتمتع حامل السهم الممتاز (إلا في حالات محددة) بحق التصويت في الجمعية العمومية أسوة بحامل السهم العادي .

2- السندات : تمثل السندات صكوك دين لمالكها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض). فالمقترض يتعهد بدفع قيمة الدين كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد، بالإضافة الى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة.

ب- وظائف وأهداف البورصة:

تقوم البورصة بوظيفتين أساسيتين وهما: تعبئة مدخرات المستثمرين، والتخصيص الأمثل للموارد المتاحة .

إن البورصة في أداؤها للوظيفة الأولى تعمل على جلب الفوائض المختلفة للأعوان الاقتصاديين بطرق وكيفيات متنوعة على نحو تحقق لكل مستثمر استثمار أو توظيف مدخراته من حيث حجم المبلغ أو من حيث المدة، إذن فهي تعمل على توفير عائدات مغرية للمستثمرين من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة أو تقديم ضمانات حول أسهم الشركات، كما أن قيمة المدخرات التي يمكن تعبئتها تعتمد أساسا على مركز المؤسسة في البورصة، ولهذا تعمل على تحقيق الشفافية في التعاملات من خلال إلزام الشركات المدرجة فيها على توفير تقارير دورية حول أنشطتها ومركزها المالي ومحاربة الإشاعات التي من شأنها أن تؤثر في قرارات المستثمر .

المالية بحساسيتها الشديدة، فهي أول من يتأثر بالكساد أو الرواج، ويتحدد سعر الأوراق المالية فيها عن طريق العرض والطلب شأنها شأن أي سلعة أخرى⁽⁰¹⁾.

وتعرف بأنها سوق مالية طويلة الأجل تتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الجديدة أو التوظيف في المشروعات القائمة، وهي تساعد على انتقال رأس المال من المدخر إلى المستثمر⁽⁰²⁾.

ويتم التداول في البورصة على صورتين، العمليات العاجلة ويلتزم فيها المتعامل بأن يسدد فورا ثمن الأسهم المشتراة، وأن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة مع استلامه ثمنها، أما الصورة الثانية وهي العمليات الآجلة التي لا يتم عقدها مباشرة بل تؤجل تصفيتها لموعد لاحق، كما لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في هذه السوق لدى عقد الصفقة، ولكن بعد مدة معينة وحسب الاتفاق المبرم بين الطرفين .

وتوجد ثلاثة أنواع للبورصات وهي بورصة الأوراق المالية، بورصة البضائع وبورصة العملة الصعبة، النوع الأول الذي يتواجد حاليا في الجزائر يكون موضوع تداوله الورقة المالية التي تعتبر التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة سلفا⁽⁰³⁾.

وتختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة من حيث السعر السوقي، وتوقيت الحصول على العائد ومقداره ودرجة تذبذبه من فترة لأخرى، ويتطلب ذلك قيام المستثمر بالمفاضلة بين الأوراق المالية على أساس أخذ تلك العوامل بعين الاعتبار، والتي يمكن إجمالها في متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة⁽⁰⁴⁾ . وعلى العموم فإن الأسواق المتداولة في البورصة تتكون من:

1-1- السهم: يمكن تعريفه بأنه قيمة منقولة ممثلة بسند ملكية يمتلكها شخص ويقوم بتبادلها، وبموجبها يصبح شريك أو مساهم في المؤسسة، وهو ما يعطيه الحق في الأرباح وفي التسيير وامتلاك حصة معينة في حالة تصفية المؤسسة⁽⁰⁵⁾. ونجد فيه نوعين:

1-1- الأسهم العادية: وتمثل وثيقة ملكية أو صك ملكية، وتعد منشآت الأعمال مصدر لخلق الأسهم، إذ يتكون رأس مال المنشآت المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية، يوضح

مرور حوالي عشر سنوات من هذه الانطلاقة إلى أن الشركات المدرجة فيها تعد على أصابع اليد.

أ- مراحل إنشاء بورصة الجزائر :

برزت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من عام 1990، ومنذ ذلك الحين إلى وقتنا الحالي مرت هذه العملية بالمراحل التالية :

1- المرحلة الأولى (المرحلة التمهيدية 1990-1992) : إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر ظهرت للوجود عام 1990، وبهذا نص المرسوم رقم 101/90 المؤرخ في 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط . كما أن المرسوم رقم 102/90 المؤرخ في 27 مارس 1990 وضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن للشركات العمومية الاقتصادية أن تصدرها وكذا شروط مفاوضتها، إذ سمح لها باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي شهر أكتوبر من نفس السنة ومن خلال الجمعية العامة. لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء " شركة القيم المتداولة" وفي 09 نوفمبر 1990 قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم " شركة القيم المتداولة S.V.M " برأس مال يقدر ب 320.000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة⁽⁹⁾، لكن هذه الشركة بقيت بدون تشغيل نظرا لجملة من العوائق التنظيمية وقلة رأسمالها، الشيء الذي أدى إلى تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها وكذا رأسمالها، إذ أصبحت تسمى رسميا ببورصة القيم المنقولة، ورفع رأسمالها في فيفري 1992 إلى 9.320.000,00 دج⁽¹⁰⁾. وبالرغم من هذه الجهود وأمام المحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد بقيت بعيدة عن الدور الذي كان من المفروض أن تلعبه .

2- المرحلة الثانية (المرحلة الابتدائية 1993 - 1996) : تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منح القانون رقم 04/88 المؤرخ في 12 فيفري 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير الشركات العمومية، لهذا الغرض

أما بالنسبة للوظيفة الثانية، فهناك بعض المؤسسات تكون بحاجة إلى أموال إضافية عندما تريد توسيع أنشطتها، فتلجأ إلى هذا النوع من التمويل (عن طريق البورصة)، وهنا تأتي وظيفة البورصة وهي توجيه مدخرات المستثمرين إلى المشاريع المنتجة بما يكفل لها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي، مما يؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية .

ج- الأهمية الاقتصادية للبورصة :

وتتجسد هذه الأهمية في النقاط الرئيسية التالية (08):

1- تمويل خط التنمية الاقتصادية : حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من لجوء الدولة إلى الاقتراض الخارجي الذي يثقل كاهل الدولة بالديون، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها .

2- تساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة، وبتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

3- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة .

4- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم، بشرائهم لهذه الأوراق وبما يعود عليهم بأرباح عالية وبمخاطر قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة .

5- أن التعامل في الأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر أو عناء .

ثانيا : واقع بورصة الجزائر :

لقد مرت البورصة بمراحل متتابعة لتصل إلى الانطلاقة الفعلية بعد سنة 1996، وبالرغم من

- تم تنصيب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في 13 فيفري 1996 وتتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء (14).

حيث يعين الرئيس لمدة أربع سنوات بموجب مرسوم تنفيذي يتخذه مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية، أما الأعضاء الستة غير الدائمين هم: قاض يقترحه وزير العدل، عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر، ممثلان لشخصين معنويين مصدرين للأوراق المالية، وعضوان يختاران بالنظر لخبرتهما في الشؤون المالية

ومع بداية عام 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، كما قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طول هذا العام بتهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية عام 1997، وتم إصدار أول قيمة منقولة في 2 جانفي 1998، والمتعلقة بالقرض السندي لسوناطراك، لتكون شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يبدش سوق رأس المال في الجزائر، بعد ذلك تبعها شركة رياض سطيف، ثم مجمع صيدال وفندق الأوراسي، هاته المؤسسات تم فتح رأس مالها بنسبة 20 %، أما عن حركة أسعار هذه القيم وحجم الرسملة البورصية فلم تشهد تطورا كبيرا نظرا للانطلاقة الحديثة للبورصة، وكذا عدم انتشار الثقافة البورصية، ... الخ .

ب- الشركات المدرجة ببورصة الجزائر:

إن عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر قليلة مقارنة بالبورصات العالمية وبالأخص العربية منها، وعلى العموم تتمثل هذه الشركات في:

1- القرض السندي لسوناطراك

:منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 01 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار جزائري بسعر فائدة مقداره 13 % مدته خمس سنوات (15)، وكانت أهم خصائص هذا القرض أنه تميز بالأمان والمردودية الشيء الذي اكسبه سيولة عالية ترجمت بطلب يفوق بكثير مبلغ القرض، ليعدل فيما بعد مبلغ القرض ليصل في النهاية إلى 12 مليار دينار جزائري وهذا بعد استيفاء الشروط المتعلقة بالدخول في البورصة، وقد

وبموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال تعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة عن إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأس مالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000,00 دج إلى (11):

- خمسة ملايين دينار جزائري في حالة إجراء العرض العمومي للادخار .

- مليون دينار جزائري عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار .

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة، فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات : السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب .

تعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة وشركات الأسهم، ويكون مقر البورصة في الجزائر العاصمة وتشمل على الهيئتين التاليتين (12):

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) : وهي تشكل سلطة السوق، إذ تتمثل مهمتها في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة وذلك من أجل ضمان الأمن في المعاملات وحماية المدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية، وتقوم كذلك باعتماد ومراقبة وسطاء عمليات البورصة والسهر على حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها (13).

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV): عبارة عن شركة أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، تتكفل بضمان سير المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة المتداولة في البورصة.

3- المرحلة الثالثة: (مرحلة الانطلاقة الفعلية من 1996 إلى وقتنا الحالي):

مع نهاية عام 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة، كما أصبح لها مكان مادي بغرفة التجارة.

3- مجمع صيدال : اتخذ قرار دخول مجمع صيدال بورصة الجزائر من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة يوم 18 جوان 1998، و اتبع بقرار الجمعية العامة غير العادية لمساهمي الشركة العمومية الوطنية صيدال بتاريخ 22 جوان 1998، و الذي تم من خلاله فتح رأس مال صيدال عن طريق العرض العمومي للبيع (OPV) بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، و بسعر معلوم يتم تحديده مسبقا . حددت قيمة العرض ب 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2000.000 سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250 دج للسهم، أما باقي رأس مال المجمع المقدر ب 80 % فبقي ملكا للشركة القابضة العمومية كيمياء وصيدلة (للمجمع)، وتم إصدار السهم ب 800 دج خلال فترة الاكتتاب من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999 و تاريخ التمتع بها أو الانتفاع يكون ابتداء من 15 فيفري 1999. رقم التأشيرة المحصل عليها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة هي 98/04 بتاريخ 24 ديسمبر 1998 (18). و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي :

الجدول رقم (02) : نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال .

| النسبة % | عدد الأسهم | الفئات |
|----------|------------|---------------------------|
| 5,13 | 102658 | المؤسسات المالية |
| 4,48 | 89615 | الأشخاص المعنويين الآخرين |
| 0,83 | 16514 | عمال مجمع صيدال |
| 89,56 | 1791213 | الأشخاص الطبيعيين الآخرين |
| 100 | 2000.000 | المجموع |

Source : la notice d'information, Groupe Saidal, 1998, p08

4- فندق الأوراسي : مثل شركة رياض سطيف و مجمع صيدال، يدخل قرار إدخال الأوراسي إلى البورصة في إطار قرارات المجلس الوطني

تم طرح ثلاث فئات من السندات بدون اسم⁽¹⁶⁾، والمقسمة كما يلي :

- 25000 سند بقيمة 100.000 دج للسند الواحد.

- 40000 سند بقيمة 50.000 دج للسند الواحد.

- 5000 سند بقيمة 10.000 دج للسند الواحد.

وتمت بذلك أولى تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999. أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 03 جانفي 2003 .

2- مجمع رياض سطيف : تحدد دخول رياض سطيف إلى البورصة طبقا لبرنامج الخوصصة المتعلقة بالمؤسسات للمساهمات العمومية والذي حدد من طرف المجلس الوطني (CNEP) . وذلك من خلال اجتماعه الذي كان في 05 فيفري 1998 والذي ترتب عليه اجتماع الجمعية غير العادية لشركة رياض سطيف في 29 أبريل 1998 وتقرر رفع رأس مال رياض سطيف عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني، وقدرت قيمة الارتفاع ب 1000000000 دج ، وذلك بإصدار مليون سهم بقيمة اسمية 1000 دج للسهم⁽¹⁷⁾، وتم تحديد سعر الإصدار بقيمة 2300 دج للسهم بما فيها المصاريف والعمولات والرسوم، أما فترة الاكتتاب فامتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى غاية 15 ديسمبر 1998، وقد جاءت نتائج عملية اللجوء العلني للادخار على النحو التالي :

الجدول رقم (01) : نتائج اللجوء العلني للادخار.

| عدد المكتتبين | عدد المكتتبين | عدد الأسهم |
|--------------------------|---------------|------------|
| الأشخاص المعنويين الخواص | 68 | 63082 |
| الأشخاص الطبيعيين | 5106 | 395844 |
| المؤسسات المالية | 06 | 541074 |
| المجموع | 5180 | 1000.000 |

المصدر : فاطمة الزهراء سعدي، مرجع سابق، ص 194 .

النتائج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة، ويتميز المؤشر الثاني بكبر عدد الشركات المدرجة في البورصة بسبب العديد من العوامل أهمها: خوصصة المؤسسات العمومية، و تسهيل إجراءات الإدراج في البورصة، و لإلقاء نظرة على أداء بورصة الجزائر اعتمادا على مؤشر الحجم ممثلا في القيمة السوقية نستعرض الجدول التالي :

الجدول رقم (04)؛ القيمة السوقية نسبة الى الناتج المحلي الخام في بورصة الجزائر (1999-2003)

| السنوات | رسملة البورصة | الناتج المحلي الخام PIB | رسملة البورصة / الناتج المحلي الخام % |
|---------|---------------|-------------------------|---------------------------------------|
| 1999 | 19,18 | 3238,20 | 0,59 |
| 2000 | 21,50 | 4098,80 | 0,52 |
| 2001 | 14,72 | 4241,80 | 0,35 |
| 2002 | 10,99 | 4455,40 | 0,25 |
| 2003 | 11,10 | 5124,00 | 0,22 |

المصدر: سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل حالة الجزائر والدول النامية، كلية الاقتصاد، جامعة بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006، ص 11 .

من خلال الجدول نلاحظ أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد محتشم جدا من خلال نسبة رسملة البورصة إلى الناتج الداخلي الخام (القيمة السوقية)، حيث سجلت هذه النسبة 0,59 % عام 1999، ثم عرفت انخفاضا متواصلا إلى غاية عام 2003 أين بلغت 0,22 % ، و يعود هذا التراجع إلى ضعف التداول فضلا عن قلة الشركات المدرجة في البورصة منذ افتتاحها .

لمساهمات الدولة الخاصة بالخصوصية الجزئية للمؤسسات العمومية، و ذلك في اجتماعه المنعقد يوم 05 فيفري 1998، و على اثر انعقاد الجمعية العامة غير العادية في 21 جوان 1998 أقر مجلس إدارة فندق الأوراسي إدماج 20 % من رأس ماله في البورصة و التي تمثل 1.200.000 سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250 دج للسهم، و تتم عملية الاكتتاب خلال الفترة 01 جوان 1998 إلى غاية 30 جوان 1998 . و بالنسبة لنوعية القيم المنقولة المعروضة فهي أسهم عادية في شكل أسهم اسمية محررة كليا من الالتزامات ولصاحبها الحق في التصويت، و فيما يخص سعر العرض فقد كانت القيمة الاقتصادية المتوسطة هي 497,24 دج و الناتجة عن متوسط قيمة السهم (الحد الأعلى) المقدر ب 515,93 دج و قيمة السهم (الحد الأدنى) المقدر ب 487,55 دج⁽¹⁹⁾. و قد أسفرت عملية الإصدار عن النتائج التالية :

الجدول رقم (03): نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي .

| الفئات | عدد الأسهم | النسبة % |
|----------------------------|------------|----------|
| بنوك، شركات تأمين والوسطاء | 180000 | 15 |
| شركات معنوية و تجار | 240000 | 20 |
| أجراء فندق الأوراسي | 60000 | 05 |
| أشخاص فيزيائيين | 720000 | 60 |
| المجموع | 1200000 | 100 |

Source : Marché prémaire, analyse de l'OPV.EGH.El Aourassi , SGBV,1997, p05

ومن بين المؤسسات التي دخلت مؤخرا إلى البورصة نجد مؤسسة سونلغاز التي دخلت البورصة في 29 ماي 2006 بقدر سندي يقدر ب 15,9 مليار دج، في انتظار دخول مؤسسة اتصالات الجزائر بقرض سندي يقدر ب 20 مليار دج .

ج- أداء بورصة الجزائر :

لدراسة أداء البورصة بشكل عام وبورصة الجزائر بشكل خاص نعتمد على المؤشرات التالية:

1- مؤشرات الحجم : إن حجم السوق يعتبر من أهم مؤشرات تطور البورصة، و يمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى

التداول أصبح منعهما في بورصة الجزائر مع تسجيل قيام عدد كبير من المستثمرين بعملية البيع، مما أدى إلى انخفاض متوالي في أسعار أسهم الشركات المدرجة، أضف إلى ذلك انتهاء مدة القرض السندي لسوناطراك بحلول عام 2003.

ثالثا- بورصة الجزائر بين المعوقات و سبل تطويرها:

إن بورصة الجزائر كأى بورصة ناشئة عرفت الكثير من الصعوبات حالت دون أصولها إلى الفعالية المرجوة، لهذا كان لزاما البحث عن الإجراءات المتنوعة الكفيلة برفع أدائها حتى تساهم في عملية الخصخصة بشكل خاص، و في التنمية الاقتصادية بشكل عام .

أ- معوقات تطور بورصة الجزائر:

إن بورصة الجزائر كبورصة ناشئة تمثل واقعا ملموسا من الناحية المؤسسية، و هذا يعتبر انجازا في سبيل المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية، إلا أنه و من خلال دراسة أدائها الذي أشرنا إليه سابقا، نجد أن هناك معوقات حالت دون وصولها إلى الفعالية المرجوة منها، و بصفة عامة تتمثل هذه المعوقات في:

1- المعوقات التي تتعلق بالبورصة: إذ تتميز بعدم تنوع الأدوات المالية المعروضة، فبورصة الجزائر لا تتداول فيها إلا ثلاثة أوراق مالية بالإضافة إلى حيازتها من طرف أعوان اقتصاديين محددين بسقف معين، و تتميز بعدم نجاعة نظام المعلومات، إذ لا يسمح هذا النظام للمستثمر أن يحصل على المعلومات اللازمة لاتخاذ قراره الاستثماري، بالإضافة إلى افتقار بورصة الجزائر إلى المؤسسات الصانعة لها، فطبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم (21). إلا أن معظم مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد .

2- المعوقات التي تتعلق بمحيط البورصة: ونجد فيها الاقتصادية و الدينية و الثقافية والاجتماعية .

1-2- المعوقات الاقتصادية : و تتمثل أهمها في:

* التضخم : و ذلك من خلال تأثيره على الادخار، فالارتفاع المتواصل في الأسعار يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، مما يؤدي

2- مؤشرات السيولة : إن سيولة البورصة تعكس سهولة تداول الأوراق المالية بعبء أو شراء، فهي مؤشر لاغراء المستثمرين للتعامل في البورصة من جهة . و أيضا تسمح بتقليل المخاطر و تحقيق جاذبية أكثر للأموال من جهة أخرى، و من بين مؤشرات السيولة نجد مؤشر معدل التداول الذي يعكس قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التعاملات أو التداول) خلال فترة زمنية معينة بالنسبة إلى الناتج المحلي الخام أي مستوى السيولة في الاقتصاد، و يعتبر مؤشر التداول مكملا لمؤشر القيمة السوقية، فلا بد من الاعتماد على المؤشرين معا حتى يكون التحليل أكثر دقة(20)، بالإضافة إلى هذا المؤشر نجد مؤشر معدل الدوران الذي يقيس قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة، و هذا المعدل بدوره يعتبر مكملا لمعدل التداول، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، و أيضا مكملا لمعدل القيمة السوقية فقد تكون البورصة ذات حجم كبير و تتسم بالركود أي أنه بالرغم من ارتفاع قيمتها السوقية نجد معدل دورانها ضعيف، و الجدول الموالي يوضح أداء البورصة اعتماد على مؤشر السيولة ممثلا في معدل التداول.

الجدول رقم (05): تطور حجم التداول في بورصة الجزائر (1999-2004) .

| السنوات | عدد المعاملات | حجم المعاملات | قيمة المعاملات |
|---------|---------------|---------------|----------------|
| 1999 | 1056 | 35348 | 108079690 |
| 2000 | 4559 | 323990 | 720039160 |
| 2001 | 2898 | 361445 | 533217905 |
| 2002 | 2071 | 80161 | 112060345 |
| 2003 | 393 | 39693 | 17257700 |
| 2004 | 30 | 5710 | 3368560 |

المصدر: زيدان محمد و نورين بومدين، مرجع سابق، ص12 نقلا عن إدارة شركة بورصة الجزائر .

على ضوء الأرقام الواردة في الجدول أعلاه نجد أن هناك ارتفاعا في عدد المعاملات المبرمة في بورصة الجزائر من عام 1999 إلى عام 2000، و يعزى ذلك إلى الإقبال الكبير للمستثمرين على سندات سوناطراك، و كذا الإدراج الجديد لأسهم فندق الأوراسي، لكن بعد هذا العام عرف عدد المعاملات انخفاضا حادا أي أن حجم

1- الإجراءات المتعلقة بالبورصة : و تتضمن العناصر التالية :

1-1 - مكننة أنظمة التداول : إذ لابد من تحديث أنظمة التداول، و استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، و ذلك من أجل رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأوراق المالية و زيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الأنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية و ذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق (22).

1-2 - تعزيز الشفافية و الإفصاح : إن نجاح البورصة يتطلب نشر البيانات و المعلومات عن الشركات القائمة و الحديثة و بيان أسعار أوراقها المدرجة، لهذا يتوجب على شركة إدارة البورصة إصدار نشرات يومية و أسبوعية و شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق و قرارات مجلس الإدارة، و معلومات عن أحجام التداول و مؤشرات الأسعار .

ووضوح المعاملات و دقتها : إذ لابد من تفعيل عمل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، من خلال وضع شروط لإدراج الشركات و الأشخاص و حل الخلافات، ووضوح المعاملات و دقتها و انتظامها، كإلزام الشركات بنشر تقارير مالية سنوية مدققة غير مظلمة ... الخ.

2- الإجراءات المتعلقة بمحيط البورصة : بالإضافة إلى الإجراءات السابقة نجد إجراءات أخرى تتعلق بمحيط البورصة .

1-2 - الإجراءات المتعلقة بالجانب الاقتصادي: و هي تتمثل في :

محااربة الاقتصاد الموازي :إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية و انتشار للرشوة و الفساد، و هذا من خلال تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم و تسيير النشاط الاقتصادي .

إصلاح النظام الضريبي : حتى و إن عرف النظام الضريبي آخر إصلاح سنة 1991 فما زال نجاحه إلى حلقة جديدة من الإصلاحات حتى يصبح نظاما مرنا و غير مغالي في أسعاره. وبالتالي يساهم في تطوير بورصة الجزائر، فيمكن زيادة عدد المستثمرين في البورصة إذ قمنا بإعفاء العوائد من الأسهم و السندات من الضريبة مثلا .

إلى تقلص الطاقة الادخارية للعائلات، باعتبارهم سوف يتجهون إلى اقتطاع جزء من مدخراتهم لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها، و في هذه الحالة من الصعب أن يقبل الأفراد للاستثمار في الأوراق المالية التي تحتاج إلى أموال للتعامل بها

* السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق تعتبر مغرية جدا بالنسبة للأفراد، مما لا يشجع هؤلاء الأفراد على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في الأوراق المالية في ظل وجود هذه السوق.

* الضغط الضريبي: يتميز النظام الضريبي الجزائري بتعدد و تنوع الضرائب و ارتفاع معدلاتها، مما يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية.

2-2 المعوقات السياسية :إن الاستقرار السياسي في أي بلد يعد الضمان الأول للاستثمار بكل أشكاله خاصة في البورصة، و من المعروف أن انطلاقة بورصة الجزائر كانت في ظروف سياسية غير مستقرة، مما ساهم في عرقلة نشاطها الفعلي و بالتالي عدم نموها و تطورها.

3-2 المعوقات الثقافية: باعتبار أن الجزائر انتهجت النهج الاشتراكي فقد أبعدت أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الاقتصادي، وقد جرت العادة على تمويل جزء كبير من الاستثمارات من طرف الدولة، و بهذا فإن مثل هذه السوق بالجزائر تواجه بالتأكيد صعوبات خاصة بتقبل الجمهور لها، و كل هذا يرجع إلى انعدام الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع الجزائري، و ذلك لجهل الفئات العريضة في المجتمع بماهية البورصة و أهميتها.

4-2 المعوقات الدينية : إن التعامل في البورصة من طرف المجتمعات العربية و الإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات، إذ تعد الفوائد المحصلة من السندات بمثابة ربا والتي هي محرمة في الدين الإسلامي، الشيء الذي يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لابد أن تصب في خانة الكسب الحلال .

ب- سبل تطوير بورصة الجزائر : يقتضي نجاح البورصة و زيادة نشاطها اتخاذ إجراءات تتعلق إما بالبورصة أو بمحيطها.

الإصدار(25)، لهذا لا بد أن تكون البورصة قوية و فعالة حتى تحقق الخوصصة أهدافها . صعوبات تنفيذ الخوصصة في ظل بورصة عديمة الفعالية :

من المتوقع أن يصاحب تنفيذ الخوصصة في ظل بورصة عديمة الفعالية العديد من المشاكل سواء التي تتعلق بتحريك الموارد الاقتصادية، أو التي تتعلق بالقدرة على التسويق و الكفاءة، وأخيرا التي تتعلق بشفافية السياسة المنتهجة في البورصة للقيام بعملية الخوصصة .

صعوبات تتعلق بالقدرة على تحريك الموارد الاقتصادية : من الوظائف الأساسية للبورصة، تحقيق آلية فعالة لتحريك الموارد الاقتصادية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، لكن في ظل بورصة ضعيفة الأداء يكون من الصعب تحريك الموارد الاقتصادية من وحدات الفائض لشراء إصدارات التخصيص بسبب ضعف القدرة على تقييم الأصول و إصدارات التخصيص، بما يتماشى مع القيمة الحقيقية لها، فقد تكون القيم المقدرة أكبر بكثير من قيمتها الحقيقية و في هذه الحالة يفر الأفراد من شراء و اقتناء أصول و إصدارات التخصيص ، وتفشل في بيع المشروعات المدرجة للخوصصة .

صعوبات تتعلق بالقابلية للتداول و الكفاءة : إن تحريك الموارد الاقتصادية تتعلق بالبيع الأولي للأصول و التي تتحقق في السوق الأولي، و إذا كان هذا الأخير ضعيفا فسوف ينعكس بآثار سلبية على السوق الثانوي كإخفاض القدرة على مبادلة إصدارات التخصيص بسهولة وبالتالي كفاءة عملية الخوصصة .

صعوبات تتعلق بمدى وضوح وشفافية السياسة:إن تنفيذ عملية الخوصصة من خلال الإصدارات العامة في البورصة يستلزم قيام الحكومة بوضع مجموعة من القواعد و الإجراءات المنظمة لعملية الإصدار، و التي تشكل في مجموعها سياسة تستهدف تحقيق الفعالية و النجاح لعملية الخوصصة، و هذه السياسة يتعين أن تتسم بالشفافية و الوضوح حتى تكون فعالة، و ذلك لن يكون في ظل بورصة عديمة الفعالية .

البورصة الفعالة ودورها في عملية الخوصصة :

تتركز الوظائف الأساسية للبورصة في توفير السيولة للمستثمرين بصورة تمكنهم من إنشاء مشروعات جديدة أو توسيع مشروعات قائمة، بما

رفع عدد البنوك الوطنية و الأجنبية وشركات الاستثمار من جهة، و تحسين و رفع مستوى الخدمات المقدمة من طرفها إلى المستثمرين . 2-2- الإجراءات المتعلقة بالجانب السياسي و تنحصر في :

العمل على ضمان الاستقرار السياسي والتشريعي: إذ لا بد من توفير حد أدنى من الاستقرار السياسي، و تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال و تحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، و إذا كان هذا العامل مهما بالنسبة للمواطن العادي المقيم في دولته فهو أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين من خارج الدولة (23).

إعادة النظر في الإطار التشريعي والتنظيمي: إن نجاح البورصة في الجزائر، يقتضي التكيف مع المستجدات السياسية و الأمنية و الاجتماعية والثقافية، لهذا لا بد أن تكون التشريعات و التنظيمات واضحة و مرنة حتى تبعث الثقة في المستثمرين للاستثمار في البورصة.

3-2- الإجراءات المتعلقة بالجانب الديني والثقافي: و نتناولها على النحو التالي :

الجانب الديني : بغية رفع الحرج عن التعامل في البورصة يتعين إنشاء و إدراج أسهم البنوك الإسلامية و دخولها و عملاتها كمتعاملين في البورصة، و كذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة و التداول التي أنشأتها و جربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية (24).

الجانب الثقافي: انه من الضروري التعاون مع وسائل الإعلام لتوجيه عمليات نشر المعرفة والتوعية في أوساط مختلف الأعوان الاقتصاديين، و ذلك بغية تعريفهم بأهمية البورصة في تمويل مختلف الاستثمارات و بالتالي تمويل الاقتصاد الوطني .

رابعا : دور البورصة في تسهيل و تفعيل عملية الخوصصة :

إن وجود سوق مالية (البورصة) محدودة وضعيفة، تحد من مقدرة الحكومة في الاختيار والمفاضلة بين الطرق المتنوعة لتنفيذ عملية الخوصصة، و ذلك إما بسبب صعوبات تحريك الموارد الاقتصادية من الأفراد و المؤسسات لشراء إصدارات الخوصصة، أو بسبب صعوبات تتعلق بالقابلية للتداول و الكفاءة، و أخيرا صعوبات تتعلق بمدى وضوح سياسة الدولة الخاصة بعملية

سعي المستثمرين إلى تعظيم الربح من القطاع الخاص بدل تغطية المنفعة .

الخاتمة :

إن البورصة ذات أهمية خاصة في مختلف الاقتصاديات باعتبارها تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة، كما تلعب دورا هاما في إتمام عمليات الخوصصة بفعالية، و انطلاقا من هذه الأهمية سارعت الجزائر في سياق الإصلاحات التي باشرتها في الثمانينات إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة، و التي دخلت حيز التنفيذ بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، لكن و رغم مرور أكثر من عشر سنوات من إنشائها، فإن أداءها لم يرق إلى التطلعات المرجوة استنادا إلى مؤشرات الحجم و السيولة، فمجمل الإصدارات التي تمت في بورصة الجزائر اقتصرت على أنواع محدودة من الأسهم و السندات لثلاث شركات مسعرة فقط، و هو عدد ضئيل إذا ما قورن بحجم المعاملات في البورصات المتطورة .

ويمكن إرجاع هذا الأداء الضعيف إلى العديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي لها أو ما يتعلق بالمعوقات السياسية و الثقافية والدينية، لهذا لا بد من تطوير بورصة الجزائر حتى تلعب الدور اللازم في تسهيل عملية الخوصصة و تحقيق التنمية الاقتصادية .

و من التوصيات التي يمكن اقتراحها في هذا

الصدد:

العمل على تطوير البورصة من الناحيتين الفنية و التنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها و قدرتها الاستيعابية . و تعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية .

العمل على إرساء الثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع عن طريق مختلف وسائل الإعلام حول أهمية هذا الأسلوب في تمويل المشاريع المختلفة. توسيع قاعدة الشركات التي من المحتمل أن تدرج في البورصة من خلال التسهيلات الضرورية لعملية الإدراج .

الإسراع في عملية الخوصصة من خلال فتح رأس مال الشركات أمام المتعاملين في البورصة .

يساعد على رفع معدل الاستثمار الذي يعد المحرك الأكثر أهمية للنمو الاقتصادي، كذلك تقوم البورصة بدور مهم في توفير السيولة للحكومات أيضا، من خلال ما تطرحه من سندات و أدونات للخزانة فيها، كما اعتمدت الكثير من الحكومات التي اتجهت لخصوصية القطاع العام على البورصة في تنفيذ برنامج الخوصصة أو قسم كبير منه على الأقل .

و كما سبق الإشارة إليه فإن الخوصصة يشوبها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول القطاع العام المراد خوصصتها، و من هنا تأتي أهمية الأسواق المالية، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصوصية القطاع العام و بين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق(26). هذا من جهة، و من جهة أخرى فإن نمو و تطور عملية الوساطة المالية في البورصة يتوقف على مقدار و طبيعة الأصول المالية التي تتدفق إلى السوق، و حجم و نوعية ودقة واستمرارية البيانات والمعلومات المتوفرة عنها، بالإضافة التي يدير بها السوق (البورصة) عملية الوساطة المالية وتوزيع المخاطر، فيمكن لبرامج الخوصصة أن تمارس دورا مهما في هذا المجال من خلال نظام البيوع غير المباشر الذي سوف يؤثر على حجم و طبيعة الأصول المصدرة و المتداولة، و على حجم و طبيعة المخاطر التي تواجه تلك الأصول ومستوى الكفاءة التي يديرها السوق لتلك الأصول (27) .

لهذا لا بد أن يصاحب الخوصصة تطوير لسوق المال، بمعنى محاولة إعمال كفاءة السوق، ووضع الضوابط التي تمنح الثقة للمستثمرين، وتسهل عملية التداول و تتيح المعلومات للمهتمين، و أن يكون هناك تدرج في عملية الخوصصة حتى يستوعب السوق المالي ذلك، كذلك أخذ حجم السيولة المتاحة للمستثمرين في الحسبان(28). فبرامج الخوصصة الناجحة في العديد من الدول كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة و كبيرة، مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خوصصتها، و من هنا تلعب الأوراق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخوصصة بنجاح، و من أبرز مزايا اللجوء إلى البورصة في عملية الخوصصة ما يلي :

توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين ؛

الشفافية في عملية بيع أصول القطاع العام ؛

growth, world bank working paper N° 1582, washington 1996, P 07
(21)- J.O.R.D.P. N° 87 du 29/12/1997, Arrêté du 06/12/1997 portant approbation du règlement de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse n° 97/03 du 18/11/1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières, p06 .

- (22)- زيدان، مرجع سابق، ص 19
(23)- حسني علي خربوش، مرجع سابق، ص 22
(24)- زيدان محمد، مرجع سابق، ص 20 .
(25)- فاطمة الزهراء سعدي، مرجع سابق، ص 103-104 .
(26)- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004، ص 08
(27)- سعيد عبد العزيز عثمان، اقتصاديات الخدمات و المشروعات العامة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 354 .
(28)- عبد الله بن علي عسيري، الخصخصة في إطارها الفكري و دور المحاسبة في تحقيقها مع عرض التجربة السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الإدارة، العدد 02، المجلد 14، 2000، ص 223 .

قائمة الهوامش و المراجع :

- (1)- صلاح الدين حسن السيتي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب، 2003، ص 15
(2)- فؤاد مرسي، التمويل المصرفي للتنمية الاقتصادية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1980، ص 264.
(3)- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 1997، ص 05 .
(4)- صلاح الدين حسن السيتي، مرجع سابق، ص 16-17 .
Ceneco, dixeco de l'entreprise, dunod, bordas, (paris, 1980, p 04)
(6)- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، عمان، 2005، ص 88.
(7)- نفس المرجع، ص 100 .
(8)- حسني علي خربوش و آخرون، الأسواق المالية، دار زهران، عمان، 1998، ص 17 .
(9)- زيدان محمد و نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات "حالة الجزائر و الدول النامية"، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بكر محمد خيضر- بسكرة- 22/21 نوفمبر 2006، ص 06 .
(10)- نفس المرجع، ص 07 .
(11)- J.O.R.D.P, N° 28, Décret législatif N°93/08 du 25/04/1993 modifiant et complétant l'ordonnance n°75/59 du 26/09/1975 portant code de commerce
(12)- J.O.R.D.P , N° 34, décret législatif N° 93/10 du 23 Mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières, P 03
(13)- C.O.S.O.B, guide de l'investisseur , les guides C.O.S.O.B, impression . ANEP - Algérie ,1997.P-P 10-11.
(14)- J.O.R.D.P,N° 34,décret législatif N°93/10,OPCIT.
(15)- محمد براق، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه ج2، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999-2000، ص 399 .
(16)- نفس المرجع، ص 399
(17)- فاطمة الزهراء سعدي، آليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخصخصة حالة الجزائر 2000-2004، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، رسالة ماجستير غير منشورة، 2006، ص 193 .
(18)- نفس المرجع، ص 195 .
(19)- la notice d'information, Hôtel .El AWRASSI ,Année 1999,P-P 05 – 06
(20)- Ross LEVINE et Sara .ZERVOS, Stock . Market. Developement. And long Run