

## ترويج الأوراق المالية وأثره في تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر

أ. د. محمد براق

أستاذ التعليم العالي بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر، رئيس فرقة بحث بالمخبر.

أ. الطاهر لحرش

أستاذ مساعد مكلف بالدروس بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر، عضو بالمخبر.

فعليةا الترويج له من أجل تشجيع المكتتبين على اقتناء الورقة المالية.

يتناول هذا المقال أساليب ترويج الأوراق المالية في السوقين الأولية والثانوية ومختلف تأثيراته، بالإضافة إلى دراسة عملية ترويج الأوراق المالية التي دخلت بورصة الجزائر وتقييمها في السوقين الأولية والثانوية، مع دراسة واقع وآفاق سوق الأوراق المتداولة بالجزائر.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق

المالية، التسويق، المزيج الترويجي، البورصة، السيولة، كفاءة السوق.

الوسطاء، المستثمرون التأسيسيون.

**ملخص:** تفرض التحديات والرهانات

التي يقوم على أساسها استقرار واستمرار المؤسسات في ظل المتغيرات الحالية، إدخال التسويق على مستوى كل القطاعات وتنفيذه بشكل فعال. ويرتبط القيام بهذه الوظيفة وبنجاحها مجموعة من الإجراءات والإمكانات التي تجعل الزبون دائما في مقدمة اهتماماتها وانشغالاتها انطلاقا من كونه أساسا يركز عليه في تصريف المنتجات والخدمات. وباعتبار أن الورقة المالية المصدرة تمثل بالنسبة للمؤسسة منتوجا

تتطلب عملية النهوض بالاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، توسيع حجم، مجالات وأشكال الاستثمار، وهذا الأخير يتطلب بدوره موارد مالية كبيرة والقيام بخطوات تمكنها من استقطاب رؤوس الأموال. وتماشيا مع هذه التغيرات سعت الجزائر لتطبيق إصلاحات اقتصادية جذرية ومن ثم، وضع سياسات وخطط تتجه في العموم نحو تحرير أكبر للاقتصاد الجزائري معلنة بذلك تبنيها لنظام اقتصاد السوق، حيث أدى هذا التحول إلى النمو التدريجي للقطاع الخاص وقيامه بجزء من الأنشطة التي كانت حكرًا على القطاع العام وكان لذلك أثر وضع حد لمركزية القرارات الادخارية والاستثمارية والاعتماد المتزايد على قانون السوق والحوافز الخاصة

ولم تمض فترة طويلة حتى تبين للساسة والمسؤولين أهمية إيجاد بورصة قيم متداولة التي تعتبر من أهم الآليات التي تربط بين المدخرين والمستثمرين بتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتوفير الموارد المالية للأعوان الاقتصاديين ذوي الحاجة للتمويل من أولئك الأعوان ذوي الفائض المالي.

وقد قامت بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بفتح رأس مالها وإصدار أوراق مالية (أسهم وسندات) والتي تعتبر منتوجا ماليا للمؤسسة يحمل اسمها وبالتالي فهو يحتاج إلى التعريف به قصد بيعه، وهذا يتم عن طريق ترويجه في أوساط المدخرين الحاليين والمحتملين.

ونظرا لحدثة هذه الوسيلة التمويلية فهي مازالت غير معروفة لدى غالبية المجتمع الجزائري. ومن أجل تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتعبئة أكبر طاقة ادخارية ممكنة، وجب على المؤسسات المصدرة للأوراق المالية تطبيق تقنيات ترويجية تمكنهم من جلب أكبر عدد ممكن من المدخرين وإقناعهم بتوظيف فوائضهم المالية في الأصول المالية.

ومن هذا المنطلق، تكمن أهمية ومكانة هذه الورقة البحثية التي يراد منها أن تكون محاولة للبحث في تقنيات وأساليب ترويج الأوراق المالية وكذا دور الترويج في تنشيط سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى دوره في استقطاب أكبر عدد ممكن من المدخرين في ظل انعدام الثقافة البورصية لديهم، مع تقييم عملية دخول المؤسسات إلى بورصة الجزائر وكذا التعرف على معوقات وآفاق هذه الأخيرة.

## أولا- أساليب وتأثيرات ترويج الأوراق المالية في السوق الأولية والثانوية

### 1- تعريف ترويج الأوراق المالية وأهميته

تلجأ المؤسسة في تمويل احتياجاتها المالية أحيانا إلى سوق رؤوس الأموال، وإقناع المستثمرين بالمساهمة في هذه المشاريع يفرض عليها القيام بالترويج، فالأوراق المالية منتوج المؤسسة، ويحمل اسمها، وبالتالي فهي تحتاج إلى اتصال وإعلام العملاء بها.

ويمكن تعريف الاتصال المالي على أنه: " مجموع التقنيات الإعلانية والإعلامية والعلاقاتية الموضوعة من طرف المؤسسة من أجل ترقية صورتها المالية لدى المجموعة المالية، وهذه المجموعة تشتمل المستثمرين التأسيسيين، الوسطاء الماليين، المحللين الماليين، الصحفيين، الجمهور العريض".<sup>1</sup>

ومما سبق يمكن استخلاص أهمية الترويج المالي كما يلي:

- للترويج المالي أهمية كبيرة للمؤسسات إذ أصبح يمثل وظيفة هامة في جهازها الإداري ومن خلالها تستطيع القيام بأعمالها وتحقيق أهداف المؤسسة التوسعية.
- وضع علاقة بين المؤسسة ومحيطها الخارجي من خلال نشر كل المعلومات المالية، الاقتصادية،... إلخ.

- جذب الأفراد والمؤسسات وإقناعهم بالدخول كمساهمين.

## 2- أساليب ترويج الأوراق المالية في السوق الأولية

يتم بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة في السوق الأولية عن طريق البيع المباشر بأن تتصل الشركة المصدرة للأوراق المالية مباشرة بالمستثمرين والمؤسسات المالية، لتبيع لهم الورقة المالية، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني بدعوة المستثمرين للتقدم بطلباتهم محددًا فيها الكمية المطلوب شراؤها من الأوراق المالية وأسعار شرائها.

ويتم بيع وترويج الأوراق المالية المصدرة لأول مرة من خلال ما يلي:<sup>2</sup>

- السوق العامة المفتوحة؛

- السوق المغلقة.

## 2-1- السوق العامة المفتوحة

تخص هذه السوق الشركات كبيرة الحجم، ويتطلب تسويق الأوراق المالية في بورصة القيم المتداولة التأكد من صحة البيانات المدونة في طلب التسجيل والهدف من الإصدار، وسعر بيع الورقة المالية، على أن يرفق بالطلب، الميزانيات العمومية والحسابات الختامية لثلاث سنوات على الأقل إذا كانت الشركة المصدرة للأوراق المالية شركة قائمة لكي يطلع عليها المستثمرون الراغبون في عملية الشراء. ولا يجوز لهذه الشركة المصدرة للأوراق المالية لأول مرة أن تدخل مشترياً لأوراقها المالية خلال فترة التسويق، ولكن يحق للمؤسسة المالية أو الوسيط المالي الذي يقوم بعملية بيع الأوراق المالية بشراء هذه الأوراق لكي يقوم ببيعها مرة أخرى ويحصل على فرق السعر كربح المؤسسة المالية.

## 2-2- السوق المغلقة

تخص الشركات الصغيرة فأوراقها المالية المصدرة والمكتتب فيها لا تتداول في بورصة القيم المنقولة لأنها غير معلنة وغير قابلة للبيع. لذلك فهذه الشركات تجد صعوبة كبيرة في عملية تسويق أوراقها المالية، لذلك تلجأ إلى بيع الأوراق المالية التي تصدرها بسعر منخفض.

ويرجع السبب الرئيس لاتباع هذا الأسلوب إلى أن إدارة الشركة أمامها فرص استثمارية ذات عائد اقتصادي مرتفع، وترغب في استثمار أموال إضافية فيها دون أن تفصح عن هذه الفرص الاستثمارية حتى لا يستفيد منها المنافسون.<sup>3</sup>

### 3- أساليب ترويج الأوراق المالية في السوق الثانوية

مما سبق عرف أن السوق الثانوية هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، وفي هذا الصدد، يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق الثانوية وبالتالي نوعين من أساليب ترويج الأوراق المالية هما:<sup>4</sup>

#### 3-1- أساليب ترويج الأوراق المالية في السوق المنظمة

تتميز السوق المنظمة بوجود مكان يلتقي فيه المتعاملون بالورقة المالية والمسجلة بتلك السوق ويمكن تقسيمها إلى أسواق مركزية وأخرى محلية، إذ تتعامل الأولى في الأوراق المالية المسجلة لدى الجنة المكلفة بمراقبة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمؤسسة المصدرة لتلك الورقة، أما البورصات المحلية فإنها عادة ما تتعامل بنسبة ضئيلة من الأوراق المالية وهي غالباً ما تخص الشركات الصغيرة التي تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمؤسسة أو في المناطق القريبة منه، كما تعد محل تفضيل على البورصات المركزية نظراً لانخفاض عمولة السمسرة من طرف كبار المستثمرين.

أما الأوراق المالية غير النشطة، فيتم التعامل فيها في ملحق داخل مبنى البورصة. ويتوفر داخل البورصة العديد من أكشاك الهاتف لتيسير سبل الاتصال بين مكاتب السمسرة بالخارج وبين الأعضاء المتواجدين في مكان البورصة، وهو أمر من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على حجم التعامل في الأوراق المسجلة. كما أن تسجيل الأوراق المالية في البورصة في حد ذاته، يعد إعلاناً مجانياً للمؤسسة يتوقع أن يكون له أثره الإيجابي على المبيعات. إذ يعطي انطباعاً عن المركز المالي السليم للمؤسسة مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة، إلى جانب أن هذا التسجيل يشجع المستثمرين على التعامل فيها لأنها تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة من خلال بعض وسائل الإعلام عن المؤسسة المصدرة لها وحجم التعامل على أوراقها المالية وأسعار الإقفال والافتتاح.<sup>5</sup>

على المؤسسة أن تختار طرح أسهمها للتداول العام أو الخاص إذ لكل منهما مزاياه، فيفضل المستثمرون الأسهم ذات الطرح العام نظرا لسهولة التصرف فيها عند الحاجة وهذا لانخفاض تكلفة الحصول على الأموال ولعدم وجود عمولة سمسرة. وللطرح الخاص أيضا مزاياه وهو عدم وجود التزام بنشر المعلومات التي تطلبها اللجنة المكلفة بمراقبة البورصة مما يضيفى السرية على أنشطة المؤسسة مع توفير تكاليف نشرها. كما قد لا يكون من صالح المؤسسة صغيرة الحجم طرح أسهمها للتداول العام لأنه لا يتوقع أن تحظى أسهمها باهتمام كاف من السماسرة مما يجعل أسهمها صعبة التسويق. وبالتالي تكون القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، وكذلك التكاليف التي تعتبر ثابتة ولا ترتبط بحجم المؤسسة المصاحبة للتداول العام مما يفضل الطرح الخاص على العام، وكذا فيما يخص تكاليف الإصدار التي عادة ما تكون أقل في حالة الطرح الخاص.

### 3-2- أساليب ترويج الأوراق المالية في السوق غير المنظمة

وتعني المعاملات التي تجري خارج البورصات ويطلق عليها المعاملات على المنضدة والتي تتولاها بيوت السمسرة. وتتم المعاملات من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط هاتفية أو أطراف للحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، إذ يمكن للمستثمر أن يتصل بالسماسرة والتجار ليختار من بينهم من يقدم أفضل سعر.

وتتم التعاملات في هذه الحالة بالبنوك المحلية خاصة بالأوراق غير المدرجة بجدول أسعار البورصة أي التعامل بالسوق الموازية.

ووفقا لتعريف السوق غير المنظمة، فإن كل تاجر يعتبر صانع سوق للأوراق المالية التي يرغب في التعامل فيها، حيث يقوم بالاحتفاظ بمخزون منها يتيح للراغبين في شرائها مركزاً دائماً لبيعها، كما يتيح أيضا للراغبين في بيعها وجود مركز دائم للشراء. وعادة ما توجد شبكة قوية من أطراف الحاسب الآلي تمكن من توفير الأسعار لكل ورقة مالية متعامل فيها في كل لحظة، وينشر سعر بيع وشراء الورقة المتداولة في السوق غير المنظمة في مجموعات حسب حجم التعامل فيها.<sup>6</sup>

### 4-التأثيرات المختلفة لترويج الأوراق المالية

يعتبر دخول المؤسسة إلى البورصة حدثا استثنائيا في حياتها ودخولها هذا يعطيها بعدا خاصا، حيث أنه يغير استراتيجيتها وتصرفاتها ويخضعها لقانون السوق. فإذا كانت للمؤسسة آفاق للنمو وكان تسييرها يتم وفق معايير دقيقة وواضحة، فالسوق يوفر لها إمكانيات التمويل المعروضة وبصفة واسعة وما عليها إلا إصدار الأوراق المالية، وعلى العكس من ذلك إذا كانت آفاق النمو محدودة أو منعدمة فإنه يؤثر على تداول أسهمها وتخفض الأسعار ويؤدي ذلك إلى حالة الإفلاس.

#### 4-1- أثر الترويج على الاستثمار

يعتبر الاستثمار حجر الزاوية في تحقيق التنمية، لذلك تلجأ المؤسسات ذات الحاجة التمويلية إلى إصدار أوراق مالية بغية تعبئة الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات. ولكي يتحقق هذا لا بد للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية استخدام كافة الأساليب لإقناع المستثمرين وحثهم على اقتناء الأوراق المالية ويتم ذلك بالاعتماد على الترويج.

#### 4-2- أثر الترويج على كفاءة السوق

الكفاءة أداة ضرورية لضبط حركة الأسعار، هذه الأخيرة تمثل الوجه الخارجي إما صعودا أو هبوطا ذلك لأن ليس لها توقيت محدد، كما أنها قد تحمل في ثناياها أخبارا سارة أو العكس من ذلك حيث تؤثر على العرض والطلب للأوراق المالية.

#### 4-3- أثر الترويج على السيولة

السيولة أداة ضرورية ومهمة لجعل حركة السوق نشطة، حيث تلعب دورا مهما للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية أو المستثمرين بشكل عام. فارتفاع سيولة الورقة يعني زيادة إقبال المستثمرين على تداول هذه الأوراق، الأمر الذي يزيد في قيمة المؤسسة ويكسب ثقة المتعاملين.

كما يلاحظ أن زيادة تكاليف الأوراق المالية يؤدي إلى صعوبة اقتنائها. وبالتالي يقل التداول عليها لأنها تكون غير مطلوبة من قبل المستثمرين وهنا يبرز دور الترويج جليا إذ يؤدي القيام بحملة ترويجية ناجحة للورقة المالية على شرائها من قبل عدد كبير من المستثمرين، مما يؤدي إلى تقسيم الأعباء والتكاليف على أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية وبالتالي ينخفض سعر الورقة المالية مما يؤدي إلى زيادة الإقبال عليها.

#### ثانيا- وسائل ترويج الأوراق المالية بالجزائر<sup>7</sup>

يتناول هذا العنصر تجربة ترويج الأوراق المالية بالجزائر من خلال تجربة سندات سوناطراك وكذا أسهم كل من إرياض سطيف ومجمع صيدال وفندق الأوراسي. شركة الخطوط الجوية الجزائرية، الشركة الوطنية للكهرباء والغاز سونلغاز، واتصالات الجزائر، وتم استثناء الشركات الأخرى التي قدمت سندات وجهت إلى المستثمرين التأسيسيين دون سواهم.

#### 1-لمحة عن إجراءات دخول المؤسسات المسعرة ببورصة الجزائر

##### 1-1- مؤسسة سوناطراك

سوناطراك، الشركة الوطنية للبحث والاستكشاف والإنتاج والنقل وتحويل المحروقات تتولى المهام الاستراتيجية المركزة على البحث، الإنتاج، النقل ومعالجة وتوزيع الغاز

الطبيعي وتموين السوق الوطنية، وتوزيع المحروقات السائلة والغازية في السوق الخارجية، وتعد سوناطراك أهم شركة على المستوى الوطني، حيث قام المجلس الوطني للطاقة برئاسة رئيس الجمهورية بالمصادقة بتاريخ 23 جانفي 1998 على الملف المتعلق بالقانون الأساسي لسوناطراك وإعادة تنظيم قطاع البترول. وبمقتضاه تحولت سوناطراك إلى شركة مساهمة تمتلك الدولة الجزائرية وحدها رأسمالها. وذلك بهدف تزويد الجزائر بمجموعة بترولية ذات مستوى عالمي قادرة على مواجهة المنافسة الدولية والتكيف مع المعطيات الجديدة للسوق النفطية العالمية.<sup>8</sup>

وبعد استيفاء سوناطراك للشروط المتعلقة بالدخول في البورصة تم منحها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة تأشيرة رقم 001 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 على المذكورة الإعلامية المقدمة من طرف الشركة والمتعلقة بالقرض السندي بمبلغ خمسة ملايين دينار وبسعر فائدة اسمي 13 بالمائة و لمدة 5 سنوات. وفيما بعد تم تعديل مبلغ القرض ليصل في النهاية إلى 12 مليار دينار جزائري، وذلك نتيجة للطلب الكبير على هذا السند، وتم طرح ثلاث فئات من السندات بدون اسم.

### 1-2- مؤسسه إرياض سطييف<sup>9</sup>

أنشئت شركة إرياض . سطييف سنة 1983 على إثر إعادة هيكلة " المؤسسة الوطنية للسמיד والمطاحن وصناعة العجائن الغذائية والكسكس" لتصبح شركة ذات أسهم في 12 أفريل 1990 تحت اسم " مؤسسة الصناعات الغذائية للحبوب ومشقاتها ل سطييف.

قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة بتاريخ 05 فيفري 1998، إدخال الشركة العمومية الاقتصادية المسماة إرياض سطييف ببورصة القيم المنقولة بالجزائر عن طريق زيادة رأس مالها الاجتماعي، ثم تبعتها بعد ذلك مداوات الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة إرياض سطييف المنعقدة بتاريخ 29 أفريل 1998، التي حددت الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار وقبول الأسهم في التسعيرة. وبعد إطلاع لجنة مراقبة ومتابعة عمليات البورصة، وتطبيقا للمواد 41، 42 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، فإن اللجنة قد أشرت على المذكرة بتأشيرة رقم 01/98 بتاريخ 27 جوان 1998.

عرض على الجمهور 1.000.000 سهم اسمي بقيمة 1.000 دج يمثل 20 بالمائة من رأس المال الاجتماعي بعد الزيادة. وحتى يمكن القبول بالتسعيرة يستوجب أن تكتتب هذه الأوراق من طرف 300 مشارك على الأقل. وتم تحديد سعر الإصدار للسهم بقيمة 2.300 دج بما فيها المصاريف والعمولات والرسوم. كما تحديد فترة الاكتتاب من 2 نوفمبر 1998 إلى غاية 15 ديسمبر 1998.

### 1-3- مؤسسه صيدال<sup>10</sup>

يعتبر المجمع الصناعي - صيدال - الرائد في صناعة الأدوية وتسويقها على مستوى السوق الوطنية، ويعود هذا إلى خبرته الواسعة في الإنتاج والبحوث الصيدلانية وتسويق الأدوية. وقد انبثق مجمع صيدال عن إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية لصناعة المواد الصيدلانية بتاريخ 02 فيفري 1998 وحولت إلى شركة ذات أسهم.

اتخذ قرار دخول صيدال للبورصة من طرف اللجنة الوطنية لمساهمة الدولة، بتاريخ 18 جوان 1998، وتم تخصيص 20 بالمائة من رأس مالها الاجتماعي حيث يتم إدماجها في التسعيرة، أي ما يعادل 2.000.000 سهم وحدد ثمن العرض بمبلغ 800 د.ج للسهم الواحد. وبعد استيفاء جميع الشروط حصلت صيدال على التأشيرة رقم 04-98 بتاريخ 24 ديسمبر 1999. واكتتبت جملة الأسهم المعروضة من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999م.

#### 1-4- مؤسسه الأوراسي<sup>11</sup>

يمارس فندق الأوراسي ذو الخمس نجوم نشاطه منذ 02 ماي 1975 حيث خضع لعملية تصحيح وإعادة تجهيز سنة 1988. كما تم تحويله إلى شركة ذات أسهم في 21 فيفري 1991، وتم تحويل أسهم فندق الأوراسي لفائدة الشركة القابضة للخدمات وذلك بغية زيادة قدراته المالية.

طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال انعقاده في 05 فيفري 1998، في إطار الخوصصة والأمر رقم 95-22 بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية وبالتحديد النصين 25 و26، أقرت الجمعية العامة غير العادية بتاريخ 21 جوان 1998 لفندق الأوراسي وبعد اقتراح مجلس إدارة للفندق بإدماج جزء من رأسمال هذا الأخير في البورصة. وكانت حصة رأس المال المقرر إدماجها هي 20 بالمائة والتي تمثل 1.200.000 سهم بقيمة اسمية تبلغ 400 د.ج، وبذلك تصبح مساهمة الدولة محددة بنسبة 80 بالمائة. وحددت فترة عرض هذه الأسهم من 01 جوان 1999 إلى غاية 30 جوان 1999.

#### 1-5- شركة الخطوط الجوية الجزائرية

تعد شركة الخطوط الجوية الجزائرية الرائدة في مجال النقل الجوي بالجزائر داخل وخارج الوطن وقد قامت هذه الأخيرة بإصدار قرضين سنديين، تم القرض الأول في شهر مارس سنة 2004 وتم الثاني في شهر نوفمبر سنة 2004 وكان هذان القرضان يستهدفان تمويل عملية اقتناء طائرات جديدة في إطار عملية تجديد الأسطول الجوي لهذه الشركة. وانصب القرض السندي الأول على مبلغ 4.4 ملايين دج، واشتمل هذا القرض الموجه للبنوك والمستثمرين المؤسسين قانونا دون سواهم على جزئين اثنين:



- جزء بنسبة فائدة تقدر 3 بالمائة ومدة إنضاج تتراوح بين سنة وثلاث سنوات.
  - جزء بفائدة اسمية نسبتها 3.75 بالمائة ومدة إنضاج خمس سنوات.
- وانصب القرض السندي الثاني على مبلغ 89.24 مليار دج، واشتمل هذا القرض أيضا على جزئين اثنين:
- الجزء الأول الموجه للجمهور الواسع، وانصب على مبلغ 18.14 مليار دج مع مدة إنضاج قدرها ستة سنوات ومعدل فائدة تدرجي كل سنتين 3 بالمائة و3.75 بالمائة و6 بالمائة.
  - انصب الجزء الثاني الموجه للبنوك والمستثمرين المؤسسين قانونا على مبلغ 10.71 مليار دج مع مدة إنضاج تتراوح بين سنتين وخمس سنوات وفائدة اسمية تتراوح نسبتها بين 3 و3.75 بالمائة.

### 1-6- شركة سونلغاز

من أجل تكريس مبدأ تنويع مصادرها في مجال التمويل قصد تلبية حاجات برنامجها الاستثماري الواسع في ميدان إنتاج الكهرباء وتوزيعها، قامت سونلغاز بإنجاز العملية الرابعة للإصدار ( عملية واحدة في سنة 2004 وعملياتين في سنة 2005 ) وأصبحت مصدرا منتظما في سوق السندات وهي الشركة الوحيدة التي لديها سندات ذات آجال استحقاق مدتها تسع سنوات وإحدى عشرة سنة.

واشتمل القرض السندي الذي أنجز في ماي 2006 على مبلغ 11.65 مليار دج. ويتضمن هذا الاقتراض الموجه إلى البنوك والمستثمرين المؤسسين دون سواهم، حصتين اثنتين:

- حصة أولى مبلغها 06 ملايين دج بنسبة ربح 4.65 بالمائة لمدة 09 سنوات.
- حصة ثانية مبلغها 05 ملايين دج بنسبة فائدة تقدر 5.65 بالمائة لمدة 11 سنة.

### 1-7- شركة إتصالات الجزائر

تقدمت شركة اتصالات الجزائر إلى السوق المالية للمرة الثانية. فلقد سبق لها أن أصدرت في سنة 2005 قرضا سنديا في صالح البنوك والمؤسسات المالية مبلغه 6.50 ملايين دج.

وأصدرت شركة اتصالات الجزائر في سنة 2006 قرضا سنديا مشتركا، عموميا ومؤسسيا بلغت الأموال المرفوعة منه 21.59 مليار دج. وخصصت الموارد المالية المحصلة من هذا القرض لاقتناء تجهيزات وجهت لتطوير شبكة الهاتف النقال التابع

الفرع موبيليس وإنجاز استثمارات في صالح الشركة الأم. وتم قبول سند اتصالات الجزائر للتداول في البورصة بتاريخ 22 نوفمبر 2006 مع سعر قدره 100.70 بالمائة.

## 2- الوسائل المستعملة لترويج الأوراق المالية في السوق الأولية

لقد استعملت المؤسسات التي دخلت بورصة الجزائر عدة وسائل منها ما يلي:

### 2-1- الوسائل المكتوبة

تنقسم هذه الوسائل إلى الآتي:

#### 2-1-1- المذكرة الإعلامية

قامت كل المؤسسات التي دخلت البورصة بتحضير مذكرة إعلامية تتضمن المعلومات التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية، وتحتوي هذه المذكرة على المعلومات المتعلقة بنشاطات المؤسسة، نتائجها، وضعيتها المالية، تطور نشاطها، موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها، والأهداف المرجوة منها، بالإضافة إلى بعض البيانات التمهيدية والتي تعتبر إلزامية وتضم معلومات عن الشركة (رأس مالها الاجتماعي، المقر،... الخ)، المبلغ الإجمالي للعرض، عدد وقيمة الأوراق المصدرة، تاريخ الاكتتاب وتاريخ الاختتام، فائدة ومدة القرض (في حالة السندات)، قرار الإصدار وأهدافه، التكاليف الإجمالية للعملية.

#### 2-1-2- الملصقات

وهي عبارة عن لافتات وملصقات حائطية مختلفة الأحجام، تكتب باللغتين العربية والفرنسية وتلصق في الأماكن والمساحات العمومية والأماكن التجارية والأحياء، بهدف إيصال جميع المعلومات إلى جميع فئات المجتمع. حيث احتوت هذه الملصقات على المعلومات التي تخص نوع العملية واسم الشركة، مدة الاكتتاب، مدة العرض، وسطاء العملية، نسبة التخفيض، قيمة العرض.

#### 2-1-3- الإعلانات في الجرائد والمجلات

قامت المؤسسات طوال فترة العرض بالإعلان في الجرائد والمجلات العربية والفرنسية خاصة ذات السحب الكبير، إذ تم شغل صفحات كاملة لجلب الانتباه أكثر، وقد غيرت طريقة الإعلان وتصميمه أكثر من مرة مع استعمال الألوان نظرا لأهميتها.

#### 2-1-4- المطويات

تضم معلومات مبسطة على شكل سؤال وجواب، موجهة إلى العامة لفهم عملية دخول المؤسسات إلى البورصة باعتبارها تجربة جديدة في السوق المالية الجزائرية. بالإضافة إلى طباعة العديد من الكراسيات *Brochures*، والورقيات الإعلانية الصغيرة باللغتين الوطنية الفرنسية التي وزعت مجانا عبر العديد من القنوات مثل الرسائل الموجهة

من إدارة البريد وشركة الاتصالات ككشوفات الحسابات البريدية الجارية وفاتورات الهاتف... الخ.

## 2-2- الواسائل السمعية والبصرية

نظرا لأهمية الواسائل السمعية والبصرية في الترويج تم استعمال الواسائل الموالية:

### 2-2-1- التلفزيون

باعتبار التلفزيون من أهم الواسائل لنقل المعلومات، التي تغطي أكبر عدد ممكن من الجمهور عبر الوطن تم بث إعلانات في التلفزيون الوطني باللغة الوطنية، وفي القناة الفضائية باللغة الأجنبية (الفرنسية) من أجل المغتربين في الخارج حيث تم اختيار أوقات مناسبة لذلك من خلال بث الرسالة الإعلانية قبل نشرة الأخبار لضمان مشاهدتها من طرف أكبر عدد ممكن من المشاهدين مع إعادة رسالة تذكيرية بعد نهاية النشرة كذلك الأمر بالأمازيغية إذ أن وقت بث الرسالة كان قبل وبعد نشرة الأخبار الناطقة بالأمازيغية. كما عمدوا على اختيار بعض الحصص الرياضية التي تجلب أكبر عدد من الجمهور مثل ملاعب العالم، من المرمى، وكل الرياضات... الخ.

### 2-2-2- المذيع

أما فيما يخص الإذاعة فقد كانت الرسائل الإعلانية تبث على جميع القنوات الإذاعية الوطنية والجهوية وبلهجات مختلفة وذلك لتغطية جميع فئات المجتمع. كما تم بث حصص في عدة قنوات حول عمليات الاكتتاب من أجل التعريف بها، وتشجيع المساهمين على الدخول في البورصة.

### 2-3- وسائل ترويجية أخرى

بالإضافة إلى الواسائل السابقة التي تم استعمالها من طرف المؤسسات التي دخلت البورصة كانت هناك وسائل أخرى للترويج انفردت بها كل مؤسسة على حدى من ذلك ما يلي:

### 2-3-1- أساليب وتقنيات إرياض سطيف

قامت مؤسسة إرياض سطيف بالعديد من الملتقيات التحسيسية للمستثمرين الخواص، وذلك لتعبئة

أكبر طاقة ادخارية ممكنة إذ نشطت ملتقيات على مدى فترة الاكتتاب وعلى نطاق واسع على المستوى الوطني. كما كونت المؤسسة مكتبا للاتصال بالجزائر العاصمة، وذلك كأداة ربط بين البورصة والمؤسسة، ولتسهيل الاتصال بالجهات الرسمية في العاصمة، وقد لعب هذا المكتب دوراً كبيراً في تعبئة الجماهير لشراء أسهم إرياض سطيف وكان له دور هام في العلاقات العامة.

## 2-3-2- أساليب وتقنيات صيدال<sup>12</sup>

قامت صيدال بالعديد من الإجراءات من أجل ضمان حسن سير العملية، و من بينها قافلة البورصة إذ نظمت صيدال أياما ترويجية وتعليمية في شكل قافلة أطلق عليها اسم "قافلة البورصة" تنقلت هذه الأخيرة لمسافة 6500 كلم عبر مختلف أنحاء الوطن لتحسيس المواطنين والمستثمرين بأهمية هذه العملية والفرصة التي يضعها صيدال أمامهم. واشترك في هذه القافلة عدد من إدارات صيدال الذين قاموا بالتحضير لعملية الدخول للبورصة. كما قررت صيدال أن تضع مكاتب على مستوى فروعها ووحداتها لتسهيل مهمة شراء الأسهم لعمالها، تتكفل هذه المكاتب بعملية جمع الأوامر بالشراء و نقلها إلى الوسطاء في عمليات البورصة. بالإضافة إلى ذلك وضعت صيدال تحت تصرف الجمهور مكتبا للبورصة مكلفا بشرح العملية وتقديم النصح لمن يريد الاطلاع على كيفية المساهمة أو أي معلومات أخرى. وكان عنوان هذا المكتب فندق الأوراسي، المستوى (ج) المكتب رقم 01 شارع فرانز فانون. الجزائر العاصمة.

بالإضافة إلى التقنيات السابقة، قامت صيدال بالعديد من الإجراءات لضمان حسن سير العملية، ومن بينها:

- اختيار فترة عرض مناسبة قدرت بشهر واحد من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999.
- ضمان حسن نهاية العملية، إذ قامت صيدال بالتعاقد مع مجموعة من البنوك والوسطاء الماليين بالتكفل بشراء الأسهم إذا لم يتم بيعها بعد انتهاء فترة العرض.
- من أجل ضمان السيولة قامت صيدال بإبرام عقد بينها وبين بنك القرض الشعبي الجزائري وحده أو مع مجموعة من البنوك حيث سيقوم هذا البنك بتعويض كل متنازل عن الأسهم بقيمتها في أي وقت شاء هذا المدخر الحامل لأسهم صيدال.<sup>13</sup>
- ولقد كان تحديد السعر أثر كبير لترويج أسهم صيدال حيث كانت التقديرات الأولية لقيمة السهم حسب المكتب الكندي " آرثر أندرسن " \* الذي قدر قيمة السهم بمبلغ 3445 دج حيث كان عدد الأسهم آنذاك مقدراً بخمسمائة ألف (500.000) سهم. وقد قام صيدال بتخفيض قدره 8 بالمائة لقيمة السهم فأصبح يقدر بمبلغ 3200 دج. وبعد متابعة صيدال لعملية دخول شركة إرياض سطيف إلى البورصة والتي كانت قيمة السهم فيها تقدر بمبلغ 2300 دج وجدت صيدال أنه من الصعب على الجمهور العريض اقتناء الأسهم بهذا السعر، فقامت بعملية اشتقاق لأسهمها حيث ضاعفت عدد الأسهم أربع مرات ليصبح مليوني (2.000.000) سهم بعد أن كان خمسمائة ألف (500.000) سهم، و قامت بقسمة قيمة السهم ليصبح بقيمة 800 دج بعد أن كان 3200 دج إذ وجدت أن مبلغ 800 دج للسهم قيمة مناسبة تسمح للمدخر البسيط باقتناء هذه الأسهم. كما تجدر الإشارة إلى أن قيمة السهم الحقيقية كانت تقدر بمبلغ 861,2 دج للسهم،

ولكنها قامت بتخفيض قدره 61,2 دج لتصبح قيمة السهم 800 دج من أجل تشجيع المدخرين على شراء أسهمها.

### 2-3-3- أساليب وتقنيات فندق الأوراسي

قام فندق الأوراسي بالعديد من التقنيات الترويجية الأخرى مثل:

□ قامت مؤسسة الأوراسي بإنجاز 3000 وريقة في شكل فراشات وزعت داخل الفندق إذ وجهت فقط لزبائنه، حيث وضعت على طاولات المطعم، والغرف.

□ تخفيض سعر السهم حيث قامت مؤسسة فندق الأوراسي بتخفيض سعر السهم الحقيقية التي تساوي 500 د.ج إلى قيمة 400 د.ج وهدفت من خلال هذا التخفيض إلى استقطاب أكبر عدد ممكن من المساهمين.

□ نظرا لاحتياجات الاتصال عمدت مؤسسة فندق الأوراسي إلى إشراك عدة مؤسسات وطنية في عملية ترويج أسهمها وأهمها شركة الخطوط الجوية الجزائرية التي عملت على تعليق ملصقات إعلانية داخل وكالاتها وفي المطارات، بالموازاة مع توزيع كراسات دعائية على زبائنها للتعريف بالعملية وبتفاصيلها، كما قامت مؤسسات النقل البحري للمسافرين بنفس المهمة. وكان الهدف من هذه العملية الوصول إلى الجزائريين داخل البلد وخارجها.

### 2-3-4- أساليب وتقنيات شركة الخطوط الجوية الجزائرية

لقد استغلت شركة الخطوط الجوية الجزائرية أثناء عرضها فرصة تواجد المسافرين عبر رحلاتها في الطائرات وفي وكالاتها التجارية وقدمت لهم كراسات مطبوعة باللغتين الوطنية والأجنبية تشرح فيها العرض المقدم. كما قامت بالتعاون مع البنك الوطني الجزائري بطرح خط هاتفي أخضر (مجاني) برقم 1598 من أجل تقديم كل الإجابات الضرورية عن الاستفسارات.

### 2-3-5- أساليب وتقنيات سونلغاز

قامت سونلغاز بنشر العديد من المقالات في بعض المجالات المتخصصة من أجل شرح وتحفيز الاككتاب في أوراقها المالية، بالإضافة إلى الاستعانة بأحد الوجوه الرياضية المعروفة والتعاقد معه ليظهر في صور الإعلانات من أجل الاستفادة من تأثير قادة الرأي (*Leader d'opinion*) على سلوك المكتتبين.

### 2-3-6- أساليب وتقنيات اتصالات الجزائر

عمدت اتصالات الجزائر على الاستفادة من شبكتها التوزيعية الواسعة في الترويج لأوراقها المالية، بالإضافة إلى تعاقدتها مع مؤسسة بريد الجزائر من أجل نشر وتوزيع كل

ما يتعلق بوسائلها الترويجية معتمدة على الانتشار الواسع للمكاتب البريدية عبر كل أرجاء الوطن.

### 3- تقييم عملية ترويج الأوراق المالية بالجزائر في السوق الأولية والثانوية

#### 3-1- تقييم عملية ترويج الأوراق المالية في السوق الأولية

سيتم فيما يلي تقييم لعملية ترويج الأوراق المالية من خلال النقاط الموالية:<sup>14</sup>

#### 3-1-1- تقييم عملية إصدار القرض السندي لسوناطراك في السوق الأولية

لم تلق سندات سوناطراك في البداية إقبالا من قبل الجمهور، وذلك لمصادفة هذه العملية شهر رمضان الكريم مما قلل من مبيعاتها، بالإضافة إلى قلة معرفة الجمهور لهذا المجال وتخوفه من الإقبال كونها أول تجربة في الجزائر، وهذا ما دفع مؤسسة سوناطراك لتمديد الفترة المقررة للاكتتاب لشهرين، وذلك لإيتاح الفرصة للجمهور مما جعل الطلب يفوق العرض بحوالي 160 بالمائة، حيث كان من المقرر البيع بقيمة 5 ملايين د.ج، إلا أنه بلغ البيع 13 مليار دينار جزائري مما يدل على نجاح العملية بنسبة 260 بالمائة.

#### 3-1-2- تقييم عملية بيع أسهم إرياض سطيف في السوق الأولية

مكنت عملية الاكتتاب التي قامت بها مؤسسة إرياض سطيف من الحصول على نسبة للمكنتبين بلغت 46 بالمائة من إجمالي الأسهم المطروحة للاكتتاب إذ بلغ عدد الأسهم المكتتبه من طرف الأشخاص الطبيعيين والمعنويين 459.926، أما الباقي فقد قامت بنوك مجمع التوظيف باقتنائها، وبلغ عدد المكنتبين من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين 5180.

كما يلاحظ أنه باستثناء بنك الفلاحة والتنمية الريفية الذي قام ببيع جميع الأسهم التي كانت بحوزته، فإن أغلب البنوك التي كانت في مجمع التوظيف لم تتعد نسبة مبيعاتها 77 بالمائة إذ لم تلق عملية إصدار أسهم إرياض سطيف إقبالا واستجابة واسعة خاصة من طرف الأفراد، وهذا راجع لنقص المعلومات عنها لدى الجمهور وعن مكانتها في السوق وكذا مصادفة العملية مع محاكمة بعض مدراءها الجهويين وهو ما قلل من ثقة الجمهور في قدراتها التسييرية والمالية، كما أن هناك فكرة ترددت في تلك الفترة على البعض مفادها أن المؤسسة لجأت إلى اللجوء العلني للادخار لتمويل احتياجات دورة الاستغلال.

وقد كلفت أعباء عملية الإصدار المؤسسة مبلغ 148.085.000 د.ج كانت مصاريف الدعاية والترويج منها ما يلي:

- مصاريف تأشيرة المذكرة الإعلامية:  $1.725.000 = 0,75 \times 2.300.000.000$

د.ج.

- مصاريف التسويق:  $0,05 \times 2.300.000.000 = 115.000.000$  د.ج.
- مصاريف طبع الأسهم حيث طبع حوالي أربعمئة ألف شهادة بمبلغ 15 د.ج. للوحدة، أي ما يعادل  $15 \times 400.000 = 6.000.000$  د.ج.
- أما باقي المصاريف فكانت أجرة الوسطاء الماليين وكذا الاستشارات القانونية والإدارية.

### 3-1-3- تقييم عملية بيع أسهم صيدال في السوق الأولية

لقد كان من المقرر أن تتبع الشركة 2.000.000 سهم إلا أن الطلب فاق العرض، حيث وصل عدد الأسهم المباعة إلى 2.800.000 سهم أي نسبة نجاح تقدر بحوالي 143 بالمائة. وكان عدد الأسهم المقبولة في التسعيرة حسب أنواع أوامر الشراء كالاتي:

- أمر (أ): مؤسسة عمومية، 717.500 سهم.
  - أمر (ب): الأشخاص المعنويون، 308.715 سهم.
  - أمر (ج): عمال صيدال، 16.514 سهم.
  - أمر (د): الأشخاص الطبيعيون، 1.791.989 سهم.
- وقد بلغت تكاليف دخول صيدال للبورصة 78 مليون دينار جزائري وتوزعت هذه التكلفة على النحو الموالي:
- تكاليف متعلقة بالعرض وتتنقسم إلى مصاريف ما يلي:
  - ملف البيان الإعلامي مدفوعة إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والمحددة بنسبة 0.075 بالمائة من مبلغ العرض أي ما عادل 1.2 مليون دينار جزائري.
  - مصاريف عمولة القبول في المفاوضات والمحددة بنسبة 0.05 بالمائة أي ما عادل 1 مليون دينار جزائري.
  - مصاريف عمولة التوظيف ووسطاء عمليات البورصة بنسبة 1.5 بالمائة من مبلغ العرض أي ما يعادل 7.5 مليون دينار جزائري.
  - حقوق التسجيل في البورصة بقيمة 0.3 مليون دينار جزائري.
  - مصاريف متعلقة بالاتصال والتسويق وتتمثل في تكاليف الإعلان في الصحافة والتلفزيون والراديو ومختلف القنوات الإعلانية وقدرت هذه التكاليف بمبلغ 20 مليون دينار جزائري.

- مصاريف الطباعة قدرت بمبلغ 12 دينارا جزائريا للوحدة والتكاليف الكلية للطباعة بلغت 30 مليون دينار جزائري.

- مصاريف متعلقة بالتقييم حيث بلغت تكلفة التقييم الاقتصادي لمجمع صيدال من خلال التعاقد مع مكتب الدراسات الدولي 18 مليون دينار جزائري.

### 3-1-4- تقييم عملية بيع أسهم فندق الأوراسي في السوق الأولية

أفرزت عملية بيع أسهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إقبالا كبيرا، إذ حسب النتائج المعلن عنها من طرف الفريق المسير فإن العرض العمومي للبيع قد فاق بشكل واسع عدد الأسهم المعروضة للبيع والمقدرة بعدد 1.200.000 سهم، فقد قدرت نسبة البيع بنسبة 167 بالمائة.

وقد تحصلت الفئة التي خصص لها 2000 سهم على أغلبية الأسهم إذ بلغت 1.341.076 سهم، أي بنسبة 186.3 بالمائة أما بالنسبة للأسهم المخصصة للمؤسسات فقد بلغت 276.500 سهم أي بنسبة 149 بالمائة. وفيما يخص الأشخاص المعنويين فقد حازوا على 350.591 سهم، وأخيرا عمال الفندق فقد تمكنوا من شراء 2070 سهم.

ويمكن القول أن مؤسسة تسيير فندق الأوراسي قد استفادت من التجارب السابقة لكل من سوناطراك وإرياض سطيف وصيدال، إذ أملت بجميع الوسائل التي استعملتها هذه المؤسسات مضيئة إليها وسائل أخرى جديدة كإسهام الفنادق ومؤسسات النقل بجميع أنواعها (البري، البحري، الجوي) وبذلك تمكنت من توسيع دائرة ترويج أسهمها. كما تجدر الإشارة إلى أنه قد تم تسجيل طلبات هامة من طرف مستثمرين أجنبية بهدف الحيازة على مجموع 20 بالمائة من رأس مال مؤسسة تسيير فندق الأوراسي المعروض للبيع إلا أنه تم رفض هذه الطلبات.

### 3-1-5- تقييم عملية بيع سندات الخطوط الجوية الجزائرية في السوق الأولية

نظرا للسمعة الكبيرة التي تتمتع بها المؤسسة فقد تم اكتتاب جميع أوراقها المالية بسبب وجود اتفاقية مسبقة تقضي بشراء المستثمرين التأسيسيين كل السندات التي تبقى بدون اكتتاب.

### 3-1-6- تقييم عملية بيع سندات سونلغاز في السوق الأولية

تم بيع كل السندات المصدرة من قبل سونلغاز بسبب شهرة المؤسسة من ناحية ووجود اتفاقية تقضي بشراء كل السندات المصدرة من قبل البنك الوطني الجزائري بصفته البنك المصاحب للعملية (Chef de file).

### 3-1-7- تقييم عملية بيع سندات اتصالات الجزائر في السوق الأولية



عملا على ضمان نجاح عملية التوظيف التي جرت من 17 سبتمبر إلى 31 أكتوبر 2007 عمدت اتصالات الجزائر إلى تأسيس نقابة قبض ثابت تتألف من البنك الوطني الجزائري وبنك الجزائر الخارجي والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والقرض الشعبي الجزائري وبنك الفلاحة والتنمية الريفية. وكان توزيع المكتتبين حسب الفئة، عند اختتام عملية الاكتتاب، كما يلي:

–الأشخاص الطبيعيون: 44 بالمائة

–أعضاء نقابة القبض الثابت: 30 بالمائة

–الأشخاص المعنويون: 24 بالمائة

–المؤسسات المالية: 02 بالمائة

ويوافق هذا الاقتراض الذي تبلغ مدة إنضاجه خمس سنوات بنسبة تدريجية 04 بالمائة في السنتين الأوليين و 4.5 بالمائة في السنتين الموالتين و 7.90 بالمائة في السنة الأخيرة.

### 3-2- تقييم عملية ترويج الأوراق المالية في السوق الثانوية

لقد سمحت عملية إدخال سوناطراك في البورصة بتحصيل 12.5 مليار دينار جزائري أي ما يعادل 150 مليون دولار أمريكي، ورغم التكلفة الباهضة لهذه العملية بمعدل فائدة يعادل 13 بالمائة إلا أنها أسدت خدمة ثمينة لسوق الأوراق المالية بفضل سوناطراك انطلقت أول عملية إصدار للسندات في الجزائر وكانت تمثل 60 بالمائة من المعاملات البورصية. وقد انتهى التعامل بهذه السندات بتاريخ 04 جانفي 2003.

في بداية دخول إرياض سطيف بتاريخ 13 سبتمبر 1999 تراوح سعر السهم ما بين 2300 و 2340 دينار جزائري، ونتيجة تحسن حالته وضعيته المالية بسبب تحقيقه رقم أعمال مقدر بقيمة 22.226849.521 دينار جزائري وبنتيجة صافية مقدرة بقيمة 2.279 مليون دينار جزائري في شهر جويلية عام 2000 كان عائد السهم مقدر بقيمة 230 دينار جزائري. ومع نهاية عام 2001 وبداية 2002 عرفت أسهم إرياض سطيف بعض الانخفاضات ففي جلسة التسعيرة المنعقدة بتاريخ 24 ديسمبر 2001 كان سعر الإغلاق 1600 دينار جزائري وبالتالي فقد السهم قيمة 700 دينار جزائري من قيمته الأولية عند الاكتتاب. وفي الجلسة المنعقدة بتاريخ 14 جانفي 2002 كان سعر الإغلاق 1560 دينار جزائري للسهم وبذلك فقد السهم قيمة 740 دينار جزائري من قيمته عند الاكتتاب، وقد استمر التدهور في سعر أسهم المؤسسة إلى أن تم خروجها نهائيا من بورصة

الجزائر وذلك بعد تقديم عرض علني لسحب سندها بتاريخ 30 جويلية 2006 وذلك فيما يخص الفترة الممتدة من 30 جويلية إلى 31 أكتوبر 2006. وحدد العرض العلني للسحب بسعر 1.500 دج للسهم الواحد وانصب على مليون سهم يطابق 20 بالمائة من رأسمال الرياض-سطيف التي كان يحوزها خمسة آلاف ومائتي مساهم يتألفون من مستثمرين ومؤسسين ومن أشخاص معنويين ومن خواص. وبلغ الحجم الإجمالي للأسهم المسحوبة 4.491.620 سهما: أي ما يمثل نسبة إنجاز قدرها 94.28 بالمائة. ويعكس الجدول الموالي تطور أسعار سهم إرياض سطيف:

الجدول رقم 01 : تطور أسعار سهم إرياض سطيف

السعر/السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
أعلى سعر	2340	2325	2300	1645	1045	1050	غير مسجل	غير مسجل
أدنى سعر	2300	2325	1560	1050	945	1000	غير مسجل	غير مسجل

المصدر: La COSOB , Rapport annuel, 2006, p : 43

أما بالنسبة لصيدال فبالرغم من تسجيله لنتائج مالية جيدة إلا أن أسعار أسهمها سجلت انخفاضات متعددة إذ انهارت قيمتها أحيانا بنسبة 50 بالمائة حيث بلغ سعر السهم 400 دينار جزائري مما أدى بالرئيس المدير العام بطلب تجميد حصة صيدال مؤقتا في البورصة لتفادي استمرار المفارقة التي تجعل قيمة سهم صيدال يتدنى في الوقت الذي تحقق فيه الشركة أرباحا معتبرة.<sup>15</sup>

ويمكن رصد تطور أسعار سهم صيدال من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم 02 : تطور أسعار سهم صيدال

السعر/السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
أعلى سعر	825	800	795	585	470	360	360	440
أدنى سعر	765	710	510	510	395	345	345	360

المصدر: La COSOB, Op-cit, 2006, p : 43

أما فيما يخص فندق الأوراسي فبعد دخوله البورصة في فيفري عام 2000 حقق نتائج إيجابية حيث بلغ رقم الأعمال في عام 2001 قيمة 945.6 مليون دينار جزائري، وفي عام 2002 حقق نتيجة مقدره بقيمة 1.1 مليار دينار جزائري حيث قدرت عوائد الأسهم

بمبلغ 132 مليون دينار جزائري أي حقق كل سهم عائد قدره 22 دينار جزائري، وبلغ معدل سعر سهم فندق الأوراسي 400 دج سنة 2007.<sup>16</sup>

الجدول رقم 03 : أسعار سهم الأوراسي

السعر/السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
أعلى سعر	405	380	275	270	280	300	415
أدنى سعر	365	260	210	250	260	260	300

المصدر : La COSOB Op.cit, 2006, p : 43

فيما يخص المؤسسات الثلاثة ، الخطوط الجوية الجزائرية، سونلغاز ، واتصالات الجزائر فقد تمت عمليات تداولها بصفة عادية نظرا لطبيعة ورقتها المالية المتمثلة في السندات وما تحمله هذه الأخيرة من وضوح عوائدها المالية المحددة بفوائد مسبقا، مما أدى بهذه المؤسسات على إصدار سندات أخرى وإن لم توجه كلها إلى الاكتتاب للجمهور إنما اقتصرت على المستثمرين التأسيسيين دون سواهم.

### ثالثا - معوقات وآفاق ترويج الأوراق المالية

أظهرت تجارب المؤسسات المقيدة بالبورصة الكثير من الأمور التي يجب إثارتها وخاصة تلك المتعلقة بالعوائق التي تقف في وجه تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر، لذلك سوف يتم التعرض في هذا العنصر لمعوقات وآفاق البورصة في الجزائر من خلال ما يلي:

- معوقات بورصة الجزائر؛

- آفاق بورصة الجزائر.

#### 1-معوقات بورصة القيم في الجزائر

هناك العديد من العوائق متعددة الجوانب تحول دون وجود بورصة قيم متداولة فعالة في الجزائر من أبرزها:<sup>17</sup>

#### 1-1- العوائق السياسية

رغم أن الوضع الأمني تحسن كثيرا في الآونة الأخيرة، إلى أنه لم يصل بعد إلى المرتبة التي تمكنه من إيجاد سوق فعالة لأوراق المالية، كذلك الغموض الملاحظ في بعض النصوص القانونية . دخول المستثمرين الأجانب في سوق رؤوس الأموال

بالجزائر، يضاف إلى ذلك سيطرة الحكومة على مؤسسات المساهمة التي تهتم بها البورصة.

### 1-2- العوائق الاقتصادية

تتمثل العوائق الاقتصادية في بعض العوامل أهمها باختصار:

#### 1-2-1- نمط التسيير في المؤسسة الجزائرية

تعتبر البورصة آلية من آليات اقتصاد السوق التي تتميز بهيمنة القطاع الخاص، الشيء الذي يتعارض مع واقع الاقتصاد الجزائري. كما أن تأخر عمليات الخصخصة أثر كثيرا في تنشيط البورصة.

#### 1-2-2- التضخم و معدل الفائدة

يؤثر التضخم على قيمة النقد، وبالتالي يؤثر على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية، ورغم تطور معدل التضخم في السنوات الأخيرة، فلا يوجد هناك ضمان للاحتفاظ بهذه النسبة مع معالم الاقتصاد الجزائري التي تبدو هشة لاعتماده على سياسة القطاع الواحد المتمثل في المحروقات.

#### 1-2-3- سوق الاقتصاد الموازية

تشكل هذه السوق قطب اجتذاب للمستثمرين والمدخرين، حيث توفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون مخاطرة أو عناء و كذا الحصول على ريع مضاربة خصوصا أن هناك إفراطا في حجم الكتلة النقدية المتداولة في السوق و نسبة معتبرة منها تتداول خارج الكتلة النقدية.

#### 1-2-4- ضعف الحوافز الجبائية

يتضح ذلك في الضغط الجبائي الذي يمارس على الأعوان الاقتصادية الخاضعة والمصرحة، فيغيرون من سلوكهم الادخاري والاستثمار، مما يؤدي إلى التقليل من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.

#### 1-2-5- ضعف القدرة الشرائية

كانت للإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر منذ بداية التسعينيات آثار كبيرة على الطبقات الضعيفة والمتوسطة فمنذ أواسط التسعينيات الشيء الملاحظ على الادخار الوطني هو اتجاهه نحو الانخفاض يضاف إليه الانخفاض المستمر للقدرة الشرائية مما يؤدي إلى ندرة الموارد المالية التي توظف لتأثر الطبقات الوسطى والضعيفة التي تشكل قاعدة عريضة للمساهمين من هذه الوضعية.

#### 1-2-6- الشفافية

إن اتخاذ أي قرار استثماري في الأوراق المالية يتطلب توفر معلومات خاصة المالية والمحاسبية منها و التي تسمح باتخاذ القرار المناسب من خلال إجراء عمليات المقارنة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة. هذا من جهة فمن جهة أخرى تلعب المعلومات دورا هاما في تحديد كفاءة الأسواق المالية، حيث أن أسعار الأوراق المالية المعروضة تعتبر انعكاسا للمعلومات المتداولة في السوق.

في حالة بورصة الجزائر، لا يوجد نظام معلومات يضمن الشفافية اللازمة لمستعملي هذه المعلومات لا من ناحية نوعية هذه المعلومات ولا من ناحية الوقت اللازم لوصول هذه المعلومات. إضافة إلى ذلك عدم وجود هيئات ومجلات متخصصة في ميدان المال والأعمال تعنى بتحليل تلك المعلومات المنشورة.

كما تجدر الإشارة إلى أحد أهم الأسباب المخلة بكفاءة السوق وهو حصول بعض المستثمرين بفضل علاقاتهم ومكانتهم على معلومات غير متاحة لبقية المستثمرين مما يؤدي إلى إضفاء عدم الشفافية.

### 1-2-7- منافسة البدائل المتاحة

يعتمد الاقتصاد الجزائري على التمويل غير المباشر، حيث تلعب القروض البنكية دورا مهما في المؤسسات تعودت على الاقتراض من البنوك بدل اللجوء إلى التمويل عن طريق البورصة (إصدار السندات مثلا) خصوصا أن هذه الصيغة تعد حديثة بالنسبة لها، هذا بالإضافة إلى تساهل البنوك في منح القروض وكذا الإعانات التي تقدمها الدولة للمؤسسات مثل التطهير المالي.

### 1-3-3- عوائق تتعلق بالبورصة

تتمثل هذه العوائق فيما يلي:

### 1-3-1- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة

من أسباب نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هو أنها تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ليختاروا منها ما يلائم إمكانياتهم، أهدافهم، ميولاتهم الشخصية، ... إلخ. وبالنسبة لبورصة الجزائر لا تتداول فيها إلا عدد قليل من الأوراق المالية.

### 1-3-2- الشكل القانوني للمؤسسة

تجدر الإشارة إلى أن أغلب المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات المسؤولية المحدودة، أو الشركة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة، أو على شكل شركات تضامن، الأمر الذي يتعارض مع قوانين البورصة التي تشترط أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة شركة ذات أسهم.

بالإضافة إلى ذلك، شرط مرور ثلاث سنوات على الأقل منذ نشأة المؤسسة لقبولها في بورصة الجزائر.

### 1-3-3-1 غياب محيط الترويج المالي

تتكون عملية الترويج بصفة عامة من عناصر حتى تنقل الرسالة من المرسل إلى المستقبل ووجود أي عائق في أي عنصر من عناصرها يؤثر على فعالية الترويج والترويج المالي.

والملاحظ في الجزائر غياب أهم أطراف الترويج المالي من صحافة مالية واقتصادية متخصصة وكذا مكاتب الاستشارة للمحللين الماليين، إضافة إلى ذلك فإن المؤسسة نفسها عليها أن تتكيف عند دخولها البورصة مع هذا الوضع الجديد من خلال قيامها بالإجراءات التنظيمية اللازمة قصد تحقيق أهدافها المتعلقة بترسيخ صورتها وسمعتها لدى الجماهير.

### 1-3-4-1 نقص كفاءة السوق

لا يمكن الحديث عن ترويج فعال للأوراق المالية في غياب سوق رأس مال كفاء، وكفاءة السوق كما سبق ذكره تتحدد من خلال توفر المنافسة التامة داخل السوق، وحيث أن سعر السهم يعكس بدرجة كبيرة المعلومات التي وصلت السوق إضافة إلى فرضية الكفاءة الاقتصادية التي تعني رشادة المتعاملين في البورصة في اتخاذ القرار المناسب.

### 1-4-1 العوائق الاجتماعية

إضافة إلى ما سبق، فإن البورصة في الجزائر تعاني من عوائق أخرى ذات طابع اجتماعي وثقافي، و يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

### 1-4-1-1 العوامل التاريخية

يشكل انتشار الأمية بشكل واسع في الدول النامية عائقا حقيقيا أمام تطور البورصة، مما أدى إلى تخوف الكثيرين من الاستثمار في القيم المتداولة و كذا نتيجة لعدم الثقة في مصداقية فعالية البورصة والتخوف من مصالح الجباية. كما أن النظام المصرفي الذي تبنته الجزائر عقب الاستقلال لم يعطي الانطباع الحسن في نفوس المواطنين من حيث انعدام الثقة والبيروقراطية واعتماد النظام المصرفي على الخزينة العمومية في عمليات التمويل، هذه الأسباب لم تسمح بتنشيط قنوات تعبئة مدخرات الأفراد.

### 3-2-2 غياب الثقافة البورصية

أثناء فترة التخطيط المركزي، رسخت الدولة ثقافتها المالية الخاصة بها والتي أثرت على المؤسسات حيث أصبحت هذه المؤسسات لا تقوم إلا بتنفيذ القرارات التي تأتيها من السلطات المركزية وهو الشيء الذي انعكس على طرق التسيير في قبول مخاطر

الاستثمار وروح المبادرة لدى المسؤولين في هذه المؤسسات. يضاف إلى ذلك حداثة البورصة في الجزائر كآلية من آليات اقتصاد السوق والتي تحتاج إلى عاملي الوقت وتوفير المحيط الملائم حتى تكون ذات كفاءة في تنشيط تداول الأوراق المالية للمؤسسات المقيدة بها.<sup>18</sup>

### 3-3- العامل الديني

يرفض عدد ليس بالقليل الادخار بسبب الفوائد، و التي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام خاصة حين يتعلق الأمر بالسندات التي تدر عائدا ثابتا و محددا مسبقا.

### 3-4- العامل النفسي

لقد نتج عن هشاشة النظام المصرفي الجزائري عدم الثقة به مما أدى إلى وجود كتلة نقدية هائلة تتداول خارج القنوات المصرفية، هذه النظرة التي اكتسبها المستثمر يمكن أن تعطيه نفس الشعور تجاه التعامل في البورصة و ما يزيد الأمر صعوبة، هو تعقد عملية الاستثمار في البورصة و هياب المستثمر منها في ظل غياب ثقافة بورصية، هذه الأسباب تجعل المستثمر يعزف عن الاستثمار في البورصة و يلجأ للاستثمار في البدائل المتاحة كالاستثمار في العقارات و السوق الموازية باعتبارها سوقا ذات مردودية عالية و ببعدها عن أعين الإدارة الجبائية.

## 2- آفاق ترويج الأوراق المالية بالجزائر

يمكن تقديم بعض الاقتراحات التي تساهم في وجود ترويج فعال للأوراق المالية وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر كما يلي:

- الإسراع بإدخال آليات تمويل جديدة للمؤسسات لتجاوز العزوف كأصدار سندات للخرينة محددة زمنيا إذ تسمح هذه الآلية بضمان سيولة نقدية فورية فضلا عن إمكانية للتمويل لسد العجز المالي الذي تعاني منه المؤسسات الجزائرية.<sup>19</sup>

- العمل على إحداث قنوات جديدة لاسترجاع جزء من السيولة النقدية التي تظل خارج نطاق الدوائر الرسمية.<sup>20</sup>

- العمل على ربط علاقة مباشرة بين الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي بترجمة النتائج المسجلة على مستوى التوازنات الكبرى لتمس المؤسسات الوطنية.

- فتح أو رفع رأس مال المؤسسة إلى أكثر من نسبة 20 بالمائة لتشجيع المستثمرين للاكتتاب في البورصة. إجبار المؤسسات على العمل في شفافية وحث المستثمرين الأجانب والوطنيين خاصة لدعم تطور البورصة لا سيما شركات التأمين.

- إصلاح الجبائية على نحو يدعم الاستثمار المالي.<sup>21</sup>

- حث القطاع الخاص على الاكتتاب من خلال تقديم الحوافز.

- قصد تجسيد شفافية السوق بشكل كبير ينبغي على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إجبار المستثمر على تقديم ما يعرف بما يسمى " تصريح النية " أي ما ينوي القيام به من وراء شرائه للأسهم وأن يبلغ بقية المستثمرين المكتتبين في نفس الشركة عن نواياه الحقيقية.

- توسيع وتشديد العقوبات ضد من يدلي بمعلومات خاطئة وكذا عقوبات ضد من يلجأ إلى أسلوب المناورة في تعاملاته في عمليات البورصة.

- اعتماد المعايير والقواعد الدولية للتعاملات البورصية خاصة وأن الجزائر عضو في المنظمة العالمية لهيئات الأوراق المالية وتقليص مدة تسليم الأوراق المالية إلى نفس المستوى المعمول به حسب المعايير الدولية والتي تقل عن ثلاثة أيام.<sup>22</sup>

- تحديث وتنشيط سوق الأوراق المالية وتكوين كل من لهم صلة بعمليات البورصة خاصة الوسطاء.

- تحسين وتطوير وسائل الاتصال المالي باعتباره أهم ركائز الترويج المالي والعمل على نشر ثقافة مالية وبورصية.<sup>23</sup>

- إشراك البنوك في البورصة والتخلي عن فكرة التنافس بل التكامل بينهما باعتبار أنه على الأولى الاكتتاب في الثانية لتوفير السيولة اللازمة لسوق الأوراق المالية.

- العمل على تعزيز الثقة بين سوق الأوراق المالية والمتعاملين معها، مع ضرورة توفير الشروط التقنية والاقتصادية في هذا الصدد.

- العمل على تغيير ذهنيات المؤسسات التي تعودت على التمويل من طرف البنوك أو من الصناديق الخاصة وعليها أن تفرق اليوم بين التمويل عن طريق القروض البنكية وبين التمويل عن طريق البورصة.

### الخاتمة

لقد تعرضت هذه الورقة إلى ترويج الأوراق المالية وأثره في تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال ثلاثة عناصر أساسية، اختص الأول منها بدراسة أساليب ترويج الأوراق المالية في السوقين الأولية والثانوية ومختلف تأثيراته، حيث تم التطرق إلى مفهوم ترويج الأوراق المالية في السوقين الأولية بنوعيهما السوق العامة المفتوحة والمخصصة لكبرى الشركات، والسوق المغلقة والتي تخص الشركات الصغيرة. ووجد أن لترويج الأوراق المالية تأثيرات على الاستثمار من خلال حث وإقناع المكتتبين على اقتناء الأوراق المالية، وله أثر على كفاءة السوق باعتبارها أداة ضرورية لضبط حركة الأسعار، كما أن له أثر على سيولة الورقة المالية من خلال إقبال المكتتبين على اقتناء الورقة المالية.



أما العنصر الثاني فاهتم بدراسة عملية ترويج الأوراق المالية التي دخلت بورصة الجزائر وتقييمها في السوقين الأولية والثانوية من خلال دراسة تجربة كل من أسهم إرياض سطيف، صيدال، فندق الأوراسي، وسندات كل من سوناطراك، الخطوط الجوية الجزائرية، سونغاز، واتصالات الجزائر، ووجد أنها نجحت إلى حد بعيد في تصريف أوراقها المالية في السوق الأولية خاصة وقد استفادت كل مؤسسة من تجربة المؤسسة أو المؤسسات التي سبقتها، وقد استعملوا في أغلب الأحيان وسائل ترويج متشابهة مع انفراد كل مؤسسة بتقنيات خاصة بها. أما في السوق الثانوية فقد عانت المؤسسات التي دخلت بالأسهم من انهيار قيمة أسهمها مما أدى بمؤسسة إرياض سطيف بطلب الخروج من البورصة وتم ذلك، في حين استقرت قيمة أسهم كل من صيدال والأوراسي تحت القيمة الاسمية للسهم.

وعلى العكس من ذلك مرت . ولا تزال . عمليات إصدار السندات بصفة عادية نظرا لقلّة المخاطر التي تحملها والمعرفة المسبقة بنتائجها.

كما جاء العنصر الثالث بدراسة واقع وآفاق سوق الأوراق المتداولة بالجزائر، ووجد أن لبورصة الجزائر العديد من المعوقات منها السياسية كعدم الاستقرار الأمني، ومنها الاقتصادي كضعف الادخار بسبب تدهور القوة الشرائية للمجتمع ونقص الحوافز الجبائية، واتساع السوق الموازية، بالإضافة إلى العوائق الخاصة بالبورصة نفسها كانهدام الكفاءة وقلّة المنافسة بسبب قلّة عدد العارضين ووجود شروط قانونية عديدة، مع انعدام شبه تام لمحيط الترويج المالي من وسائل اتصال ومختصين. كما أن هناك العديد من العوائق الاجتماعية والثقافية كالوازع الديني وغياب الثقافة المالية بصفة عامة والبورصية منها بصفة خاصة، وانعدام الثقة في هذه الوسيلة التمويلية التي تعتبر جديدة على المجتمع الجزائري.

وقد تم إدراج بعض آفاق سوق الأوراق المالية بالجزائر من أجل القضاء على المعوقات سابقة الذكر،

ونشير أنه قد تم تجاهل العديد من عناصر التحليل ليس لعدم أهميتها ولكن للمنحى الخاص الذي انتهجته هذه الدراسة .

## المراجع والمصادر:

---

<sup>1</sup>M.H. Westphalen, La Communication externe de l'entreprise, Dunod.France. 1997. P:

<sup>2</sup> محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 1999، ص: 199.

<sup>3</sup> محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي، التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية - الأوروبية متوسطة المنعقد خلال الفترة 08-09 ماي 2004، ص ص: 602-605.

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص ص: 95-100.

<sup>5</sup> محمد براق، سوق الأوراق المالية وعصرنة النشاط البنكي بالجزائر، ملتقى دولي إصلاح النظام البنكي بالجزائر بين العصرنة والتحديث، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، المركز الجامعي مصطفى اسطنبولي، معسكر، 17-18 ماي 2003، ص ص: 02-04.

<sup>6</sup> محمد براق، " مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية " دراسات اقتصادية، العدد السابع، 2006، ص: 04.

<sup>7</sup> الطاهر لحرش، ترويج الأوراق المالية ودوره في تنشيط سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص ص: 114-130.

<sup>8</sup> محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 399.

<sup>9</sup> Notice d information, Eriad Setif, 1998, pp: 4-7.

<sup>10</sup> Notice d information, Saidal, 1999, p:09.

<sup>11</sup> Notice d information, HOTEL EL-AURASSI, 1999, p: 05.

<sup>12</sup> صيدال الجديدة، 1999، ص: 02.

<sup>13</sup> كراسة صيدال، العرض العمومي للبيع،

□ مكتب للدراسات والتقديرات المالية الكندي مقره متواجد بباريس . فرنسا.

<sup>14</sup> M.BERRAG , S. RAHMOUNI, 'La privatisation des entreprises économiques par le biais de la bourse cas Algérie ' , Colloque international du 03-05 Octobre 2004, faculté des sciences économique et de gestion, Université Ferhat Abbas –Setif –Algérie, pp : 54-58.

<sup>15</sup> تجميد تسعيرة سهم صيدال، جريدة الخبر، 06 نوفمبر 2002.

<sup>16</sup> Bulletin officiel de la cote, la séance N 717 , Date de negociation 05/11/2007.

<sup>17</sup> محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 406 و ما بعدها.

<sup>18</sup> محمد براق، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية - حالة الجزائر، المؤتمر الدولي العالمي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 14-15 ماي 2004، ص ص: 22-24.

<sup>19</sup> آليات تمويل جديدة للمؤسسات عبر سندات الخزينة، جريدة الخبر، 03 فيفري 2003، ص: 03.

<sup>20</sup> M. BERRAG. ‘ Marche financier : fonctions économiques et conditions de création ‘, Revue des Reformes Economique et Intégration en Economie Mondiale, N° 01/2006, pp : 42-45.

<sup>21</sup> Une nouvelle politique pour redynamiser la bourse est en voie, entretien avec le directeur generale de la bourse d’Alger, ECONOMIA.N° 01 Juin 2007, p : 21.

<sup>22</sup> محمد براق، الطاهر لجرش، تسويق الأوراق المالية عبر الانترنت، الملتقى الدولي حول التجارة الإلكترونية، جامعة ورقلة وجامعة التكوين المتواصل، 15-17 مارس، 2004، ص: 05.

<sup>23</sup> Publicité légal: Qui s’en soucie? Liberté économie, du 15 au 21 Janvier 2003, p: 13.