

القرض السندي وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر

-دراسة حدود التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2019-

Bond loans and revitalization of the financial market in Algeria - Study of investment limits on the Algiers Stock Exchange over the period 1999-2019

L'emprunt obligataire et la revitalisation le marché financier en Algérie - Etude des limites de placements à la Bourse d'Alger pendant la période 1999-2019

الطالبة/ بلقيرة عبلة* & أ. د./ بن حمودة محبوب**

تاريخ قبول النشر: 2019/11/25

تاريخ استلام المقال: 2019/11/04

Abstract:

Many Algerian companies, especially the largest, have resorted to bond financing with the expansion of the financial market in Algeria, in particular in view of the growing financing needs for investments and the insufficiency of bank loans to meet those needs. In this paper, we discuss the Algiers Stock Exchange revitalization bond during the period 1999-2019.

Key words: Stock market, Algiers stock exchange, Bonds, Bonds loans.

* طالبة دكتوراه ل م د - جامعة الجزائر 3

مخبر الصناعات التقليدية (LITA)

** أستاذ - جامعة الجزائر 3

مدير مخبر الصناعات التقليدية (LITA)

Abstract:

De nombreuses entreprises algériennes, notamment les plus grandes, ont recouru au financement par l'emprunt obligataire avec l'expansion du marché financier en Algérie, compte tenu en particulier des besoins de financements croissants en investissements et l'insuffisance des prêts bancaires pour répondre à ces besoins. Dans ce papier, nous discutons l'emprunt obligataire de la revitalisation la Bourse d'Alger au cours de la période 1999-2019.

Mots clés: Marchés financiers, Bourse d'Alger, Obligations, Emprunt obligataire.

ملخص:

لجأت العديد من الشركات الجزائرية، خاصة الكبرى منها، للتمويل بالقرض السندي مع توسع السوق المالية، لا سيما بالنظر إلى الاحتياجات التمويلية المتزايدة للاستثمارات وعدم كفاية القروض المصرفية لتلبية لتلك الاحتياجات. في هذه الورقة، نناقش أهمية القرض السندي في تنشيط بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2019.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، بورصة الجزائر، السندات، القرض السندي.

مخطط المقال:

مقدمة

1) مدخل تعريفي لسوق القرض السندي

1-1) ماهية سوق الأوراق المالية

2-1) ماهية القرض السندي

2) دراسة سوق القروض السندية في الجزائر

1-2) القروض السندية المصدرة في سوق الجزائر للقيم المنقولة

2-2) تقييم سوق السندات في الجزائر

خاتمة

مقدمة:

سعت معظم الدول النامية، ومن بينها الجزائر إلى تحديث وتقوية قطاعاتها المالية بما فيها إنشاء أسواق مالية من أجل الاستغلال الأمثل للفوائض المالية بطريقة تنعكس على جذب ونمو الاستثمارات المحلية والأجنبية، حيث قامت الجزائر بإنشاء سوق القيم المنقولة سنة 1993 في إطار توجيهها نحو خصوصية الشركات العمومية وبغرض خلق مصدر تمويلي جديد للشركات الاقتصادية. وفي هذا الشأن، لجأت العديد من الشركات الاقتصادية إلى تمويل استثماراتها عن طريق إصدار قروض سندية تم تداول العديد منها في بورصة الجزائر للأوراق المالية.

ترتكز إشكالية الموضوع في السؤال: إلى أي مدى ساهمت سوق القروض السندية في الجزائر في تنشيط التداول في بورصة الأوراق المالية؟

تقوم الدراسة على فرضية مفادها، أن التداول في بورصة الجزائر بقي محدودا وضعيفا منذ نشأتها إلى يومنا هذا، رغم تسعير العديد من القروض السندية الهامة في هذه البورصة.

1) مدخل تعريفي لسوق القرض السندي:

تمثل الأسواق المالية قاعدة رئيسية ومحركا للنمو الاقتصادي المعاصر من خلال ما توفر من مصادر التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية¹، إذ تلجأ الشركات الناشطة في محيط اقتصادي يتميز بأسواق مالية فعالة وكفاء إلى الاستدانة عن طريق إصدار قروض سندية عبر سوق الأوراق المالية من أجل الحصول على تمويل لمشاريعها الاستثمارية في حالة عدم كفاية التمويل الذاتي أو لعدم قدرتها على الاقتراض من المصارف والمؤسسات المالية².

1-1) ماهية سوق الأوراق المالية:

من أهم مميزات النظام الاقتصادي الحديث هو تنامي دور الأسواق المالية على الساحة الدولية، والتي أصبحت تلعب دورا أساسيا وحساسا في تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي المنشود وبمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال التي تشكل جانبا هاما من جوانب النشاط في السوق المالي³.

تعريف وخصائص سوق الأوراق المالية:

- في الاقتصاديات الحديثة، أصبحت سوق الأوراق المالية شرطا ضروريا لعمليات التنمية الاقتصادية الشاملة، وإن كان تعريفها تختلف من مؤلف لآخر⁴. ومن تعاريفها نلخص منها:
- "منظومة تجارية منظمة مضبوطة نظاميا بقواعد محكمة، يتم فيها التقاء راغبي استثمار أموالهم في الأوراق المالية والشركات الباحثة عن التمويل المالي"⁵؛
 - سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل في البيع والشراء للأوراق المالية وتتوفر فيها شروط محددة وفقا لقواعد ونظم معينة، تهدف إلى وضع التعامل على أسس سليمة⁶؛
 - تلك الأماكن المنظمة التي يلتقي فيها الممولون والمستثمرون أو المقرضون والمقترضون لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو ما يطلق عليهم السماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل بدرجة مخاطرة محددة وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وبنفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية لدى الممولين⁷.

مما سبق، يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها مكان للالتقاء بين عارضي وطالي الأوراق المالية.

وبهذا، تمتلك سوق الأوراق المالية خصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، والتي نذكر منها⁸:

- جهاز تمويلي للاقتصاد لتنظيم سيولة الادخار الموظف؛
- تتسم بكونها أكثر تنظيماً عن باقي الأسواق الأخرى؛
- يتم التداول في السوق بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد أسعار عادلة على أساس العرض والطلب؛
- تتميز بإمكانية استفادتها من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات؛
- ترتبط بوجود أوراق مالية طويلة الأجل لتمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

❖ أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية:

تساهم أسواق الأوراق المالية في إحداث ديناميكية اقتصادية وبالتالي تحريك عجلة التنمية من خلال خلق جو المنافسة بين القطاع الخاص الذي ينصب هدفه على تحقيق وتعظيم الأرباح، وتبرز هذه الأهمية من خلال⁹:

- المساهمة في إيجاد أفراد أسلوباً منظماً لتوظيف أموالهم ومدخراتهم مهما بلغ حجمها بما يحقق لهم عائداً يفوق الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات؛
- مساعدة الشركات التي تتاح لها فرص أكبر لاستقطاب المستثمرين على إصدار المزيد من القيم؛
- والتسريع والرفع من مستوى الناتج الوطني، وذلك لأن هذه السوق تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى عوائد ممكنة.
- وتسعى أسواق الأوراق المالية لتحسين الأداء العام للاقتصاد من خلال تنفيذ خمسة وظائف أساسية تتمثل في¹⁰:

- تعبئة المدخرات بمطابقة أفضل لمشاريع الادخار والمشاريع الاستثمارية؛
- جمع ومعالجة كمية كبيرة من المعلومات عن الشركات المقترضة؛
- مراقبة منظمات الأعمال ومديريها؛
- تنويع المخاطر وتقديم الخدمات التي تسهل التبادل؛
- وضمان سيولة السوق التي تؤثر على النشاط الاقتصادي من خلال تقليل المخاطر المرتبطة بالأصول المالية فهي تسمح للمستثمرين ببيع وشراء الأصول المالية بسرعة وبتكلفة زهيدة.

1-2) ماهية القرض السندي:

يقدم القرض السندي الشركات والحكومات الحصول على بدائل تمويلية متاحة لتعويض اللجوء للمصارف، وذلك عن طريق إصدار سندات تمثل التزام بالدين¹¹. وبهذا، يمارس القرض السندي تأثيرا على أهداف جميع الأطراف سواء كانوا ملاكاً أو مسيرين أو دائنين¹².

✦ تعريف وخصائص القرض السندي:

- القرض السندي شكل تمويلي يصدر من قبل الدولة أو شركة أو مصرف التمويل كأحد بدائل التمويل في شكل سندات¹³، يمكن تعريفه بصيغ مختلفة منها:
 - "عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض (مصدر القرض) أن يدفع قيمة السندات المكونة للقرض مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحاملها، ويحمل هذا السند قيمة اسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد"¹⁴؛
 - التزام، وعقد قابل للتحويل (التداول) يتعهد من خلاله المصدر ذي الشخصية المعنوية (شركة تجارية أو بنك أو شركة عامة أو سلطة محلية أو دولة أو ما إلى ذلك) بدفع لحاملي السندات مجموعة من التدفقات المحددة بدقة في الأصل والموضحة في المستندات (نشرة الإصدار)، ويتم التعبير عن هذه التدفقات كنسبة مئوية من مقدار وحدة السند¹⁵؛
- ويمكن أن نستنتج أن القرض السندي هو قرض طويل الأجل يصدر من طرف الحكومات أو الشركات بغرض تمويل احتياجاتها، ويتم تجزئة هذا القرض إلى سندات متساوية القيمة، يتم دفع قيمتها الاسمية إلى حامليها مع فوائد محددة في تواريخ محددة.
- وبناء على التعاريف السالفة الذكر، للقرض السندي بنود محددة تختلف عن باقي أنواع العقود، وهذه البنود يجب أن يلتزم بها الطرفان وهما الجهة المصدرة وحاملي السندات، وتتمثل أهم خصائصه فيما يلي¹⁶:
 - الجهة المصدرة: هناك العديد من الجهات التي لها الحق في إصدار القروض السندية مثل: الحكومات، والشركات المساهمة، ولذلك يجب أن يدون في عقد الإصدار الجهة المصدرة لهذه القروض السندية؛
 - شروط تداول السندات: إن شروط تداول السند تحدد بدرجة كبيرة مدى سيولة السند وإمكانية تداوله في سوق الأوراق المالية، وغالبا ما يسعى المستثمر إلى امتلاك السند الأكثر سيولة نظرا لسهولة الحصول عليه أو التصرف فيه؛

- ضمانات السند: نظرا لكون السندات تمثل القرض فيجب أن يكون هناك ضمان لهذا القرض، ولذلك فالجهة المصدرة للقرض قد تحدد أصولا بعينها كضمان لسداد السندات المصدرة لتحفيز المقرضين على شراء السند؛
 - القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة بالسند بغض النظر عن القيمة التي دفعت فعلا، فقد تزيد أو تقل القيمة التي يدفعها المقرض عند شرائه للسند عن القيمة الاسمية وذلك إذا قامت الجهة المصدرة بتحديد نسبة معينة كعلاوة إصدار أو خصم إصدار على القيمة الاسمية؛
 - معدل الفائدة: ينبغي أن يدون في السند قيمة الكوبون الدوري الذي يحصل عليه المستثمر حامل السند، وغالبا ما يتساوى معدل الكوبون للسند مع معدل الفائدة السائد في السوق بالنسبة للسندات المماثلة وقت إصدار السند، ولا يمكن أن يتغير هذا المعدل إلا إذا تم اشتراط ذلك في عقد السند؛
 - تاريخ السداد: وهو التاريخ الذي ينبغي أن تقوم فيه الجهة المصدرة للقرض السندي برد قيمة السندات للمقرض حامل هذه السندات.
- وهناك بعض البنود الإضافية التي تقوم الجهة المصدرة بتدوينها في عقد السند لكي تمنحها بعض المزايا حتى تكون قادرة على الوفاء بمتطلبات القرض، ومن بين هذه البنود ما يلي:
- حق الاستدعاء: قد تشترط الجهة المصدرة للسند إمكانية سداد القرض في أي وقت بعد تاريخ الإصدار، وذلك بشرط إخطار حملة السندات قبل استخدام هذا الحق بفترة مناسبة؛
 - حق التحويل: قد تشترط الجهة المصدرة للقرض السندي إمكانية تحويل سندات إلى ورقة مالية أخرى بصفة إجبارية أو اختيارية بناء على رغبة حملة السندات؛

✦ مبررات التمويل عن طريق القرض السندي:

- يعد اللجوء لإصدار قروض سنديّة من المصادر الرئيسية التي تمكن الشركات من الحصول على الأموال الدائمة، وتتمثل أهم الأسباب التي تدفع بالشركات إلى تفضيل هذه التقنية لتمويل احتياجاتها التمويلية فيما يلي¹⁷:
- المتاجرة بالملكية: يكون إصدار السندات عملية مربحة لو استطاعت الشركة المصدرة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها، مما يؤدي إلى زيادة معدل الأرباح التي يمكن توزيعها على ملاك الشركة؛
 - التكلفة: عادة تكون السندات أقل تكلفة من الأسهم، فالمستثمرون لا يقدمون على شراء الأسهم إلا إذا كان احتمال الربح أكبر بكثير من الفائدة بالسندات؛

- الميزة الضريبية: ينطوي إصدار السندات على ميزة ضريبية نظرا لأن سعر الفائدة على السندات يعتبر من النفقات التي تؤخذ في الحسبان قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعها توزيعا للأرباح وليست من نفقات الشركة؛
- استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة: إن إصدار قروض سنديّة يمكن الشركة من الحصول على ما تحتاجه من أموال لازمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية من الغير دون إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التصويت أو الاشتراك في إدارة الشركة؛
- زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة: حيث يعتبر إصدار القروض السندية وسيلة هامة للوصول إلى طبقات معينة من المستثمرين؛
- وتوفير الضمانات اللازمة لاستقطاب المستثمرين: حيث يكمن سر قوة السندات وتفضيلها عن أي نوع آخر من الأوراق المالية، في التزام الجهة المصدرة بتقديم الضمان اللازم لتسديد قيمتها، سواء من منشآت الشركة أو أي أصول أخرى.

✦ إجراءات التعامل في السندات في كل من السوق الأولية والثانوية:

تعتبر المصارف والشركات المالية في العادة حلقة الوصل بين كل من المقترضين والمستثمرين (الوسطاء) في سوق السندات الأولية. وعندما يقرر المقترض التقدم للسوق، يقوم بتعيين بنك لإدارة إصداره يسمى البنك المدير حيث يقوم بدوره بتنظيم تجمع من عدة مصارف استثمار يسمى "النقابة" ليقوم بترتيب الإصدار وبيعها، ويتم تقسيم المصارف الأخرى إلى "المصارف المشاركة"، "متعهدى التغطية" و "المجموعة البائعة"، وعموما هناك توارخ مهمة في مجال إصدار السندات تتمثل فيما يلي¹⁸:

▪ يوم الإعلان:

وهو اليوم الذي يتم فيه دعوة كل من المدراء المشاركين ومتعهدي التغطية والمصارف البائعة من قبل البنك المدير، ومتى تم ذلك تستطيع المصارف سواء دعيت للمشاركة أم لم تدع إعلام عملائها بالإصدار وشروطه، ويستطيع المتعاملون بعدها بدء التعامل المسبق بالسندات حيث يسمى هذا السوق بسوق التفاوض وهو سوق غير منظم أو مراقب كليا.

■ يوم العرض:

وهو يوم بدء التعامل الرسمي حيث أن العقود التي تم الاتفاق عليها قبل هذا اليوم لا تصبح رسمية وفعالة إلا بعده، وغالبا ما يكون العرض موافقا تماما لما ورد في يوم الإعلان إلا أن أي اختلاف يتم الحكم فيه يوم العرض.

■ ويوم الإغلاق:

وهو يوم دفع قيمة السندات من قبل المجموعة لمصدر هذه السندات ويوم دفع قيمة السندات من قبل المستثمر للمجموعة، وبالتالي فإن يوم الإغلاق هو يوم التسوية. أما في السوق الثانوية فيبدأ التعامل به فوراً بعد إغلاق الإصدار وهو يختلف عن سوق التفاوض في أنه منظم ومراقب تماما، ويعتبر وجود المتعاملين في السوق الثانوية مهما جدا لإعطاء ميزة السيولة للسندات.

2) دراسة سوق القروض السندية في الجزائر:

تتكون سوق السندات في سوق الجزائر للقيم المنقولة من سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم، وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتعد القروض أحد أهم هذه السندات لتمويل استثمارات المؤسسات وتداولها لاحقا في بوصة القيم، إذ أن أول دخول للقروض السندي سوناطراك لبورصة الجزائر¹⁹.

2-1) القروض السندية المصدرة في سوق الجزائر للقيم المنقولة:

شكلت احتياجات الشركات العمومية الاقتصادية عبئا ثقيلا على خزينة الدولة الجزائرية، لذا تم إنشاء سوق الجزائر للقيم المنقولة بغرض توفير بديل تمويلي جديد لسد احتياجات الشركات الجزائرية. ويعد سوق السندات أكبر وأهم من سوق الأسهم في الجزائر، لحد الحاجات الاستثمارية لهذه الشركات²⁰.

✦ نشأة سوق السندات في الجزائر:

برزت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في الجزائر في إطار برامج التحول إلى اقتصاد السوق الذي أعلن عنه سنة 1987 والذي دخل حيز التنفيذ سنة 1988، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه السوق فكان مع بداية سنوات التسعينات من القرن الماضي، ولقد تأسست سوق القيم المنقولة في الجزائر رسميا في 23 ماي 1993²¹. بدأ الإصدار مع القروض السندية في سوق الأوراق المالية الجزائرية بأول إصدار من شركة سوناطراك والذي تم بموجب اتفاق بين الشركة المعنية ولجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة بتاريخ 07 ديسمبر 1997. أما نشأة سوق سندات الخزينة العمومية فبدأ مع قرار الخزينة العمومية إصدار سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة وتسعيها ببورصة الجزائر وتمثلت قيمتها ما يقدر بـ 145 مليار دينار تتوزع على ثلاث فترات استحقاق مدتها 7 سنوات، 10 سنوات و15 سنة. ولقد جرت أول جلسة لتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة يوم 11 فيفري 2008 والتي تم إصدارها عن طريق المناقصة في السوق الأولية لقيم الخزينة²².

❖ أهم الإصدارات في سوق القرض السندي الجزائري:

مرت بسوق السندات الجزائرية العديد من الشركات الاقتصادية من شركة "سوناطراك"، شركة "سونغاز"، شركة النقل الجوي الجزائرية، شركة "دجلي"، الجزائرية للاتصالات، المؤسسة المالية "الائتمان الإيجاري المغاربي الجزائر"، فندق "الرياض"²³، ونظرا لحلول آجال استحقاق سندات جميع هذه الشركات المصدرة في هذه السوق، استوجب الأمر خروجها خروجها من هذه السوق ومن بين أهم القروض السندية التي تم تسعيرها في بورصة الجزائر²⁴:

▪ القرض السندي لمجمع سوناطراك:

منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التأشير 01 بتاريخ 18-11-1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف مجمع سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار بسعر فائدة مقداره 13% مدته خمس سنوات، وكانت أهم خصائص هذا القرض أنه تميز بالأمان والمردودية، الشيء الذي أكسبه سيولة عالية ترجمت بطلب يفوق بكثير مبلغ القرض، الأمر الذي تطلب تعديل المذكرة الإعلامية أعلاه لتشتمل بذلك على الخصائص التالية:

- ✓ مبلغ القرض النهائي قدر بحوالي 12,126 مليار دينار؛
- ✓ علاوة الإصدار تقدر بنسبة 2,5% من القيمة الاسمية؛
- ✓ ومدة القرض 5 سنوات انطلاقا من 04 جانفي 1998، وتم طرح ثلاث فئات من السندات.

وتمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999، أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 03-01-2003.

ويشكل القرض السندي الذي أصدرته شركة سوناطراك الانطلاقة الفعلية لسوق الجزائر للقيم المنقولة، وقد تم إعداده بن شهرتي نوفمبر وديسمبر 1997، وانطلق أثناء السداسي الأول 1998، ولقد لقي هذا القرض إقبالا كبيرا لدى الجمهور، مما يفسر رفع مبلغه إلى 12 مليار دينار، وأيضاً السبب في نجاح هذا القرض هو معدل الفائدة المستعمل 13% والوسيلة الجبائية المرتبطة به أي الدخل غير الخاضع للضريبة.

▪ القرض السندي للخطوط الجوية الجزائرية:

قامت الشركة في نوفمبر 2004 بإصدار قرض سندي للجمهور بقيمة 14,18 مليار دينار ويتميز بالخصائص التالية:

- ✓ البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري؛

- ✓ نوع السندات: عادية؛
 - ✓ طريقة الاستهلاك: إلى نهاية المدة (يسدد كاملا عند تاريخ استحقاقه)؛
 - ✓ مدة القرض: 6 سنوات؛
 - ✓ القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000 دينار؛
 - ✓ معدل الفائدة: تصاعدي 3,75%، 4,5%، ثم 6%؛
 - ✓ والإعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات.
- وتهدف هذه العملية إلى تمويل شراء 4 طائرات من نوع A330-200، محركات وقطع غيار، أما الفائض من العملية تم وضعه في حساب خاص لدى البنك الوطني الجزائري ليخصص لدفع تكلفة الطائرات عند استلامها مع بداية 2005.

■ القرض السندي لمجمع سونلغاز:

- يعتبر المجمع مصدرا منتظما للقروض السندية بسوق الجزائر للقيم المنقولة حيث قامت بأول إصدار لها في ماي 2005 بإصدار قرض سندي للجمهور العام بقيمة 10 مليار دينار يمكن رفعه إلى 15 مليار دينار، وتميز الإصدار بالخصائص التالية:
- ✓ البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري بمرافقة المؤتمن المركزي للسندات؛
 - ✓ نوع السندات: عادية لحاملها؛
 - ✓ قيمة القرض: 10 مليار دينار يمكن رفعه إلى 15 مليار دينار؛
 - ✓ طريقة الاستهلاك: إلى نهاية المدة (يسدد كاملا عند تاريخ استحقاقه)؛
 - ✓ مدة القرض: 6 سنوات؛
 - ✓ القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000 دينار؛
 - ✓ معدل الفائدة: تصاعدي من 3,75%، 4,25%، 5%، 7%؛
 - ✓ والإعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات.
- وتهدف هذه العملية إلى تمويل جزء من برنامج استثمار الشركة لـ 3 سنوات قادمة، والذي يتضمن انجاز منشآت لإنتاج الكهرباء، نقل الكهرباء ونقل الغاز. ولقد قامت الشركة بهذه المبادرة بـ 10 قروض سندية بمبلغ إجمالي قدر بـ 87,55 مليار دينار.

■ القرض السندي الخاص بالشركة العربية للإيجار:

- وهي المؤسسة المالية الأولى من القطاع الخاص التي تلجأ إلى القروض السندية من أجل تمويل عملياتها في مجال الإيجار، ولقد تم هذا الإصدار في جوان 2006، واشتمل الاقتراض الذي تم إصداره بمبلغ 3,65 مليار دينار، على حصتين:

1. حصة أولى مبلغها 2,55 مليار دينار مع قسيمة 3,85% وفترة إنضاج مدتها خمس سنوات؛
 2. وحصة ثانية مبلغها 1,1 مليار دينار مع قسيمة 4% وفترة إنضاج مدتها ست سنوات.
- وتتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات طبقاً للمادة 26 من قانون المالية 2004*.

2-2) تقييم سوق السندات في الجزائر:

يعد تطوير سوق الأوراق المالية -بشكل عام- ضرورة للجزائر لجعلها مصدراً بديلاً لتمويل متطلبات تنميتها الاقتصادية، نتيجة تراجع أسعار النفط منذ منتصف سنة 2014 وانخفاض مستوى إيراداتها النفطية²⁵.

❖ تقييم أداء سوق الجزائر للقيم المنقولة:

يمكن دراسة وتحليل أداء سوق الجزائر للقيم المنقولة منذ نشأتها إلى يومنا هذا من خلال التطرق إلى عدة مؤشرات يمكن توضيحها في الجداول التالية:

الجدول 01 - تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الجزائر للقيم المنقولة في الفترة 1999-2019

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
عدد الشركات	3	4	4	4	4	3	3	5	5
السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات	5	6	6	6	5	6	6	5	6
السنة	2017	2018	2019						
عدد الشركات	5	6	6						

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات من بورصة الجزائر،

<http://www.sgbv.dz>

* القانون 22-03 المؤرخ في 04 ذي القعدة 1424 هـ الموافق لـ 28 ديسمبر 2003م المتضمن قانون المالية لسنة 2004 (الجريدة الرسمية، العدد 83-2003م).

من خلال الجدول، نلاحظ ضعف عدد الشركات المدرجة في سوق الجزائر للقيم المنقولة منذ نشأتها، ومن ثم ضعف حجم السوق وعدم كفاءتها، فلقد بقي عدد الشركات المدرجة يتراوح بين ثلاثة وستة شركات تتوزع بين سوقى الأسهم والسندات.

ويمثل الجدول الموالي تطور قيمة وحجم التداول في بورصة الجزائر منذ نشأتها

الجدول 02 - تطور نشاط التداول في بورصة الجزائر في الفترة بين 1999-2018
القيمة المتداولة (مليون دينار)

السنة	عدد الأوراق	حجم الأوراق	الحجم المتداول	القيمة المتداولة	عدد الصفقات
1999	2 568	286 664	35 348	108	1056
2000	10513	1 896 140	323 490	720	4 559
2001	13 639	2 275 426	361 445	533	2 898
2002	7 328	876 337	80 161	112	2 071
2003	1 546	393 525	39 693	17	393
2004	826	412 076	22 183	8	141
2005	226	229 369	13 487	4	64
2006	1 235	767 643	76 010	149	234
2007	3 948	1 365 861	130 443	960	410
2008	2 481	2 146 054	184 110	1 219	545
2009	3 354	1 397 279	143 563	898	488
2010	2 632	1 081 971	117 729	670	361
2011	2 343	1 370 054	252 954	321	520
2012	5 078	2 779 493	167 827	673	277
2013	4 271	2 673 065	127 589	101	177
2014	3 706	2 964 522	101 950	149	300
2015	2 971	7 536 609	2 213 901	1 260	278
2016	2 037	3 063 954	788 860	805	339
2017	3 150	3 700 972	468 145	302	438
2018	3 758	10 996 467	226 505	206	444

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات من بورصة الجزائر،

<http://www.sgbv.dz>

- وبتحليل المعطيات الواردة في الجدول السابق يتضح لنا ما يلي:
- أدى إدراج أسهم شركة الأوراسي سنة 2000 إلى انتعاش البورصة نوعا ما، حيث قفزت قيمة التداول من 108 إلى 720 مليون دينار؛
 - شهد حجم الأوامر في بورصة الجزائر ارتفاعا كبيرا، فمنذ بداية نشاط البورصة بلغ ما يقدر بـ 286 ألف سنة 1999 بما يعادل 2568 أمر، ليصل سنة 2018 ما يقارب 11 مليون بمقدار 3758 أمر، ويعود ذلك لارتفاع حجم الأوامر سنة 2018 في سوق رأس المال خاصة على أسهم كل من شركة "بيوفارم" بنسبة مئوية تقدر بـ 16% ولأسهم شركة "أن س أ الروبية" بنسبة تقدر بـ 75% من مجموع حجم الأوامر، ومع ذلك فإن هذا الحجم الكبير للأوامر لا يعكس أبدا حجم التداول على هذه الأسهم؛
 - وبلغ حجم التداول في بورصة الجزائر أقصاه سنة 2015 بأكثر من مليونين ورقة مالية متداولة وبقيمة تداول تقدر بـ 1251 مليون دينار تمثل منها أسهم شركة "اليناس للتأمينات" ما يقدر بـ 96% من مجموع القيمة المتداولة في بورصة الجزائر.

الجدول 03 - تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة الجزائر في الفترة 2005-2018 (مليون دينار)

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
القيمة السوقية	10400	6700	6440	6500	6 550	7900	14967
السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة السوقية	13028	13820	14793	15429	45778	40587	43935

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات من بورصة الجزائر،

<http://www.sgbv.dz>

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر الرسملة السوقية في بورصة الجزائر في ارتفع من 10400 مليون دينار سنة 2005، إلى 14967 مليون دينار سنة 2011 ثم إلى 45778 مليون دينار سنة 2016، لينخفض سنة 2018 إلى ما يقارب 43935 مليون دينار. ويعود الارتفاع في مؤشر الرسملة السوقية سنة 2011 إلى دخول سهم شركة اليناس للتأمينات حيز التداول حيث شكلت القيمة السوقية لسهم هذه الأخيرة ما يقارب 4817 مليون دينار أي ما يعادل 32,20% من مجموع الرسملة السوقية ويسعر 830 دينار للسهم الواحد، وبلغ سهم صيدال قيمة سوقية تقدر بـ 6200 مليون دينار أي بنسبة مئوية تقدر بـ 41,42% من مجموع رسملة السوق، وذلك نظرا لارتفاع سعر السهم من صيدال إلى أعلى قيمة له بـ 720 دينار للسهم الواحد.

كما ويعود الارتفاع في مؤشر الرسملة السوقية سنة 2016 إلى دخول سهم شركة بيوفارم حيز التداول حيث شكلت القيمة السوقية لسهم هذه الأخيرة ما يقارب 31264 مليون دينار أي ما يعادل 68% من مجموع الرسملة السوقية، ورغم ما سبق فإن رأسمال بورصة الجزائر (الرسملة السوقية) يعتبر ضعيفا جدا مقارنة بالناتج الداخلي الخام، وهذا ما يعبر عن ضعف البورصة في تمويل الاقتصاد الوطني.

❖ تقييم حجم ونشاط سوق السندات في بورصة الجزائر:

يمكن تقييم حجم سوق السندات من خلال دراسة تطور عدد الشركات المصدرة للسندات في بورصة الجزائر وكذا تطور حجم وقيمة التداول عليها منذ نشأتها إلى غاية نهاية استحقاق آخر سند، وفيما يلي الجدول 04 يوضح ذلك:

الجدول 04 - تطور عدد الشركات المصدرة للسندات وقيم التداول عليها في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2016

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
عدد السندات المدرجة	1	1	1	1	0	0	0	0	3
القيمة المتداولة (مليار دينار)	65,08	369,11	281,37	76,12	0	0	0	125,63	945,92
السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد السندات المدرجة	4	5	5	4	2	2	2	1	1
القيمة المتداولة (مليار دينار)	1197	882,75	658,08	136,10	637,14	51,91	107,53	7,58	0

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات من بورصة الجزائر،

<http://www.sgbv.dz>

من خلال الجدول، يتضح أن سوق السندات في الجزائر شهدت عددا قليلا من الشركات المصدرة طوال فترة 18 سنة، حيث بدأت هذه السوق نشاطها للتداول سنة 1999 بسند شركة سوناطراك وقيمة تداول بلغت 65,08 مليار دينار في نفس السنة، وقد عرفت سنة 2008 أعلى قيمة للتداول حيث بلغت 1197 مليار دينار، بسندات أربعة شركات اقتصادية تتمثل في سند شركة الخطوط الجوية الجزائرية، شركة اتصالات الجزائر، وسنتين لشركة سونلغاز. ويمكن ملاحظة ضعف أداء وحركية سوق السندات في الجزائر، من خلال قلة عدد الشركات المصدرة والذي لم يتعدى أقصاه 5 شركات سنة 2010، وكذا ضعف حجم التداول على هذه

السندات، وهو ما يعكس ضعف بورصة الجزائر للأوراق المالية مقارنة بنظيراتها العربية، فعلى سبيل المثال بلغ عدد السندات المصدرة سنة 2016 في بورصة المغرب للأوراق المالية ما يقدر بـ 51 سند، مقابل سند شركة واحدة في بورصة الجزائر، انتهت آجال استحقاقه في نفس السنة²⁶.

- تقييم حجم ونشاط سوق سندات الخزينة الجزائرية:

تحصي حاليا سوق كتل الخزينة العمومية (OAT) 27 سند للخزينة العمومية يتم التداول عليها في البورصة، وتتنوع فترات استحقاقها بين 7، 10 و 15 سنة، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع²⁷.
وفيما يلي جدول يوضح تطور التداول في السوق الثانوية لسندات الخزينة العمومية منذ أول إصدار لها (الجدول 05).

الجدول 05 - تطور التداول في السوق الثانوية لسندات الخزينة العمومية خلال الفترة 2008-2018

السنوات	عدد الأوامر	حجم الأوامر	الحجم المتداول	القيمة المتداولة (مليون دينار)	عدد الصفقات
2008	227	10 976	1 585	1 760	23
2009	18	10 004	5 002	5 101	10
2010	19	8 456	3 764	4 314	6
2011	4	6 000	3 000	3 512	2
2012	2	1 000	500	502	1
2013	0	0	0	0	0
2014	34	16 430	8 215	8 246	17
2015	58	33 644	16 822	16 978	29
2016	52	23 670	11 835	11 604	26
2017	92	52 526	26 263	23 746	46
2018	112	73 124	40 972	37 504	56

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات من بورصة الجزائر،

<http://www.sgbv.dz>

من خلال الجدول، نلاحظ أن سوق سندات الخزينة العمومية عرف تذبذبا في التداول، حيث لم يسجل أي تداول سنة 2013 لانعدام أي أوامر شراء، ثم أخذ التداول في التحسن ليبلغ أقصاه سنة 2018 بحجم تداول قدر بـ 972 40 صفقة وبقيمة متدولة قدرت بـ 37 مليار و 500 مليون دينار. كما ويمكن ملاحظة أن مؤشرات التداول في سوق سندات الخزينة العمومية تمثل 90% من قيمة وحجم التداول الإجمالي لأسواق بورصة الجزائر، ويعود السبب لكون هذه السندات مضمونة من طرف الدولة أي لا ينطوي الاستثمار فيها على أي مخاطر، وكذا بسبب ارتفاع معدلات الفائدة عليها حيث تصل حتى 6,5% للسندات التي يمتد تاريخ استحقاقها على 15 سنة.

خاتمة:

أنشأت سوق الأوراق المالية في الجزائر بهدف إيجاد مصدر تمويل جديد للشركات الاقتصادية التي كانت تعاني من مشاكل مادية هائلة. ولقد قامت العديد من الشركات الاقتصادية بالجوء إلى هذه السوق عن طريق إصدارها قروض سندية بمبالغ مالية هامة لتمويل مشاريعها الاستثمارية الضخمة والتي وجدت هذه الشركات صعوبة في توفيرها من القطاع المصرفي، وكذا لغرض تشجيع التداول ببورصة الجزائر للقيم المنقولة.

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة نتائج:

- أنشأت سوق الجزائر للأوراق المالية من أجل تعبئة المدخرات المحلية واستثمار الموارد الفائضة، وكذا لتعزيز قيمة الشركات المدرجة وضمان استدامتها؛
- لجأت العديد من الشركات الجزائرية للتمويل بالقروض السندية نظرا لما توفره هذه التقنية من مبالغ مالية هامة، الإعفاء من مشاركة المستثمرين في رأس مالها الاجتماعي، تمويل المشاريع الاستثمارية الإستراتيجية بسهولة تامة، وتكلفة أقل؛
- وتعاني بورصة الجزائر بصفة عامة وسوق القروض السندية بصفة خاصة من ضعف في الحجم والأداء وذلك من خلال قلة عدد الشركات المدرجة وضعف المبالغ المالية المتداولة فيها.

وبناء على نتائج التحليل، هناك مجموعة من التوصيات التي يمكن أن نأخذ بها لتطوير سوق القرض السندي الجزائرية والمتمثلة فيما يلي:

- ضرورة تبني نظام اقتصادي حر بجميع مبادئه المشجعة على المنافسة والابتكار والتخلي تدريجيا عن تحكم الدولة في جميع القرارات الاقتصادية ومحاربة البيروقراطية والفساد الإداري والسياسي؛
- إعطاء الأولوية القصوى لتطوير سوق الأوراق المالية وتفعيل دورها في الاقتصاد الوطني في برامج الحكومة الجديدة باعتبارها أداة مساهمة في خلق الاستثمار؛
- تخفيف القيود على الاستثمار والعمل بنظام الحوافز والامتيازات لصالح الشركات الراغبة في الاستثمار في هذه السوق؛
- إعادة النظر في التشريعات والقوانين المنظمة لسوق الأوراق المالية وخاصة المتعلقة بتخفيف القيود والشروط اللازم توفرها في الشركات الراغبة في الدخول إليها؛
- القيام بحملة إعلامية كبيرة للترويج لسوق الأوراق المالية عن طريق التنسيق مع باقي القطاعات المعنية بالأمر (قطاع التجارة، الضرائب، الوكالة الوطنية بدعم الاستثمار وغيرها)؛
- مرافقة الشركات والأفراد المستثمرين في سوق الأوراق المالية من خلال توفير المعلومات اللازمة عن الإجراءات المتبعة وبدون تكلفة.

الهوامش والمراجع:

- 1 مشري فريد & عتروس صبرينة، «السوق المالية الإسلامية - المفهوم والأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)»، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، جامعة بسكرة، المجلد 08، العدد 11، مارس 2011، ص ص 89-109.
- 2 DELAHAYE-DUPRAT Florence & DELAHAYE Jacqueline, «DCG 6 Finance d'entreprise -Manuel», Dunod (7° ed), Paris, 2018, pp. 352-353.
- 3 بن امر بن حاسي، «فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-» أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2013، ص 19.
- 4 غالم عبد الله & خزان عبد الحفيظ، أسواق الأوراق المالية (نشأتها، وظائف الاقتصادية، خصائصها، أقسامها)، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، جامعة بسكرة، المجلد 08، العدد 11، مارس 2011، ص ص 69-88.
- 5 طارق عفيفي صادق، «الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقا للنظام السعودي»، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2015، ص 34.
- 6 بن امر بن حاسي، مرجع سبق ذكره، ص 20.
- 7 مصطفى يوسف كافي، «بورصة الأوراق المالية»، دار رسلان للنشر والتوزيع، دمشق، 2009، ص 17.
- 8 ارجع إلى:
- Petite-Entreprise.net, «Les caractéristiques d'une économie de marchés financiers», 03/10/2018,
<https://www.petite-entreprise.net/P-2242-88-G1-les-caracteristiques-d-une-economie-de-marches-financiers.html>
- الجوزي غنية، «أهمية اعتماد البورصة كوسيلة مردودية المؤسسة وتمويل تطور ها-دراسة حالة مجمع صيدال-»، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 26؛
- بن امر بن حاسي، مرجع سبق ذكره، ص 20.
- 9 ارجع إلى:
- حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج، «دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر»، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، الزقازيق، محافظة الشرقية، 2002، ص ص 33-36؛
- غالم عبد الله & خزان عبد الحفيظ، مرجع سبق ذكره.

10 ارجع إلى:

- AKA BROU Emmanuel, «Le rôle des marchés de capitaux dans la croissance et le développement économiques», Thèse pour le doctorat en sciences économiques, Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand I, 2005, pp. 44-45.

- مشري فريد & عتروس صبرينة، مرجع سبق ذكره.

11 حشماوي محمد & لاغا تغريد، «أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"»، مجلة "المؤسسة، مخبر التغيير، جامعة الجزائر 3، المجلد 01، العدد 01، 2012، ص ص 36-54.

12 باي مريم، «السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز»-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007، ص 144.

13 Dictionnaire économique et financier, «Emprunt obligataire: Définition et calcul», 02/02/2019,

<https://www.journaldunet.fr/business/dictionnaire-economique-et-financier/1198719-emprunt-obligataire-definition-et-calcul/>

14 محمد عبد الله شاهين محمد، «تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية»، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، 2017 ص 192.

15 CHROILLET Eric, SALVAT Marc & TOURNYOL DU CLOS Henri, «L'essentiel des marchés financiers Front office, post-marché et gestion des risques», Eyrolles, Paris, 2010, p. 175.

16 علاء إبراهيم عبد المعطي، «أذون وسندات الخزانة العامة: دراسة مقارنة»، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، الدقهلية، 2016، ص ص 27-29.

17 ارجع إلى:

- محمد الفاتح محمود بشير المغربي، «التمويل والاستثمار في الإسلام»، المنهل للنشر والتوزيع، عمان، 2018 ص 46؛

- حريزي رابح، «سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها»، رسالة ماجستير في قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قسنطينة، 2010، ص 97.

18 ارجع إلى:

- ماهر كنج شكري & ممران عوض، «المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية)»، دار حامد للنشر والتوزيع عمان، 2004، ص ص 117-119؛

- غالم عبد الله & خزان عبد الحفيظ، مرجع سبق ذكره.

19 Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, «Éléments de réflexions sur le marché obligataire algérien», Hôtel EL Aurassi, 16 Février 2006, p. 5.

<https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/03/Lemarchobligatairealg.pdf>

20 AKSIL Kayssa, «Le financement des investissements par l'emprunt obligataire: Cas d'Air Algérie», Faculté des sciences économiques, sciences commerciales et des sciences de gestion, Université de Tizi-Ouzou, Mémoire du diplôme de Magister en Sciences Economiques, Option Monnaie-Finance-Banque, 2013, pp. 103-104.

21 المرسوم التشريعي 10-93 المؤرخ في 02 ذي الحجة 1413هـ الموافق لـ 23 ماي 1993م المتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية، العدد 34-1993م).

22 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2008، الجزائر، 30 أبريل 2009، ص 36.

23 الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر،

<http://www.sgbv.dz>

24 ارجع إلى:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، المذكرة الإعلامية الخاصة بإصدار القرض السندي لشركة سوناطراك،

<https://www.cosob.org>

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنوات 2006، 2007 و2008،

<https://www.cosob.org>

25 زودة عمار & بوكفة حمزة، «سوق الأوراق المالية في الجزائر: طبيعتها، معوقات نموها ومتطلبات تنشيطها دراسة تحليلية للفترة (2007-2015)»، مجلة اقتصاد المال والأعمال، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المجلد 02، العدد 01، مارس 2018، ص ص 335-361

26 الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء،

<http://www.casablanca-bourse.com>

27 شمام عبد الوهاب & زودة عمار، «الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور»، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي ميلة، العدد 04، ديسمبر 2016، ص 13.