

واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وآفاقها

من إعداد الدكتور براق محمد

أستاذ محاضر بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر

تعد أسواق رؤوس الأموال ومنها أسواق الأوراق المالية من أبرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية وكذا المساهمة في تغطية العجز الميزاني للدولة.

وبما أن أسواق الأوراق المالية من بين ما يمكن أن تعرف به أنها المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية أحدهما لاحتياجات الآخر -بمراعاة شروط معينة- بهدف تحقيق التنمية الشاملة والمستديمة في أبعادها الاقتصادية والاجتماعية. وبالنظر إلى الأهمية البالغة لمثل هذه الأسواق، فإن السلطات الجزائرية قد رأت ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية عليها تساهم مساهمة إيجابية في جمع المدخرات وصرفها للتمويل متوسط الأجل والطويل نحو المشاريع الاستثمارية المنتجة والمفيدة للمجتمع إضافة إلى إسهامها في تغطية العجز الميزاني للدولة.

وعليه، فإن هذه الدراسة تختص بالنظر إلى سوق الأوراق المالية بالجزائر من حيث الأهمية، الواقع، المعوقات والآفاق من خلال العناصر الموالية:

- تعريف وأهمية سوق الأوراق المالية وتجزئتها؛
- نشأة سوق الأوراق المالية بالجزائر -بورصة الجزائر- والهيئات المنظمة لها؛
- المتدخلون في بورصة الجزائر؛
- الأوراق المالية المقيدة في بورصة الجزائر؛
- معوقات سوق الأوراق المالية بالجزائر وآفاقها.

أولاً: تعريف وأهمية سوق الأوراق المالية وتجزئتها

1 - تعريف سوق الأوراق المالية

هناك العديد من التعاريف التي أعطيت لسوق الأوراق المالية، منها أنها: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي".⁽¹⁾ كما جاء تعريفها بأنها: "شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي".⁽²⁾ وجاء تعريفها أيضاً بأنها "المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر—بمراعاة شروط معينة—لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية".⁽³⁾

وعلى العموم، فإن فكرة الأسواق المالية تركز في الأساس على العلاقة التي تربط ما بين حجم السوق وحجم الإنتاج، ذلك أنه مع كبر حجم المشروعات واتساع نطاقها وكذا إلى بروز ظاهرة انفصال الملكية عن الإدارة إضافة إلى زيادة الحاجة لرؤوس الأموال من قبل المستثمرين والشركات وحتى الدولة وهيئاتها، الأمر الذي أدى إلى ظهور الأوراق المالية حيث صاحب ذلك زيادة الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض والودائع لأجل كأداة للحد من الطلب على الأموال بواسطة تحريك معدل الفائدة زيادة أو نقصاناً.

1- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية ومطبعة جامعة القاهرة—الكتاب الجامعي، 1993، ص: 41.

2 - P. CONSO, La gestion financière de l'entreprise, Tome 2, Dunod, 7 ème édition, 1989,p; 387.

3 - M. BERRAG Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances, Magister es - sciences de gestion, option finance, Ecole supérieure de commerce, Juillet 1993, p:50.

وهناك من يفرق بين سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية باعتبار السوق الأولى مهمتها الرئيسية تتمثل في التمويل طويل الأجل دون تحديد الشكل الذي يتخذه هذا التمويل. أما سوق الأوراق المالية فتكون العلاقة بين طرفي التعامل فيه مباشرة، بحيث تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار صكوك يكتتب فيها الجمهور.⁽⁴⁾

2 - أهمية سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في الاقتصاد، ولعل أهم أوجه فائدة هذه السوق ما يلي:

- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد الوطني ككل.
- من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.
- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.
- تهيئة المناخ اللازم للتداول الأوراق المالية.
- تعتبر الأوراق المالية في هذا السوق الضمانات الجديدة و المقبولة لدى البنوك عند منح القروض لحاملها.
- وتتجلى أهمية سوق الأوراق المالية كذلك فيما يلي:
- تمكين الشركات العمومية والخاصة التي لها شكل شركة مساهمة من فتح رأس مالها أو الرفع منه.

4- عبد الباسط وفاء محمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 1996، ص : 22 - 23.

- تعتبر وسيلة لقياس أصول المؤسسات.
- تعتبر وسيلة للتمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الادخار العمومي.
- تعتبر وسيلة لتوفير سيولة الادخار للمستثمرين في المدى الطويل.
- تعتبر أداة لتسيير المخاطر.

3 - تجزئة سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين أساسيين هما:

3 - 1 - السوق الأولية

هي مكان نشر الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات بمعنى أنها السوق التي تتكون فيها علاقة مباشرة بين مصدر الأسهم و المكتتبين الأوائل لها، أو بين المقترض ومقرضيه من خلال السندات المصدرة وهي بذلك سوق للإصدار يتم التبادل فيها لأول مرة على الأصول المالية من أسهم وسندات. وعليه، فإنها تعتبر وسيلة فعالة تسمح بتوجيه الادخار طويل الأجل نحو مختلف الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم احتياجات تمويلية وذلك قصد ضمان مهمة تمويل الاقتصاد الوطني.

وهذه السوق تتولى إصدار القيم المتداولة بأشكال مختلفة:

- إصدارات الأسهم بغرض تدعيم الأموال الخاصة للمؤسسات.
- إصدارات السندات التقليدية الموجهة لتوفير الأموال للقطاع العام (الدولة ومؤسساتها الاقتصادية) أو الخاص.
- إصدارات القيم المهجنة: من سندات قابلة للتحويل، وشهادات استثمار وأوراق مساهمة وغيرها والتي يكون الغرض من ورائها الإسهام في تخفيف العبء على الأموال الدائمة.

3 - 2 - السوق الثانوية - سوق التداول أو بورصة القيم المتداولة -

وهي المكان المخصص لتداول الأوراق المالية المصدرة فيما مضى. والسوق الثانوية الفعالة تعتبر شرطاً أساسياً لأن تكون السوق الأولية حيوية ونشطة. ومن ثم، فإن السوق الثانوية هي سوق الإصدارات القديمة حيث تسمح بتعبئة الادخار المستثمر في القيم المتداولة بمعنى تحقيق حركية وسيولة الأموال المستثمرة. وبالتالي، فإنها وسيلة تسمح بحسن سير السوق الأولية.

كما أن سوق البورصة تختص بدور تقييم القيمة الجوهرية للأوراق وذلك بواسطة تقنيات العرض والطلب.

مما سبق، فإن هذه السوق تعتبر وسيلة مراقبة دائمة لوضعية المؤسسة وتسييرها، وهي تلعب بالتالي دوراً في السياسة المالية للمؤسسة المقيدة بالبورصة. كما أنها تتيح الفرصة لتقييم مختلف مكونات المحفظة المالية في أي وقت.

ثانياً: نشأة سوق الأوراق المالية بالجزائر "بورصة الجزائر" والهيئات المنظمة لها

1 - إنشاء بورصة الجزائر

لقد وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر لأول مرة سنة 1993 من خلال المرسومين التشريعيين الموالين:
- المرسوم التشريعي رقم 93 - 08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.

المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.

وبمقتضى المرسومين التشريعيين أعلاه، فإنه تم التأسيس القانوني لعملية انطلاق بورصة الجزائر حيث تم بموجب المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 إحداث هيئة ممثلة

للسلطات العمومية تقوم بمهمة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وقد منحت لها صلاحية مراقبة أي نشاط بورصي.

نشير أن القانون رقم 03 - 04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 جاء ليعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المذكور أعلاه والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

2 - الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

وتتمثل الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر فيما يلي:

2 - 1 - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تم تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المذكور أعلاه حيث تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء غير دائمين. يعين الرئيس لمدة أربع سنوات بمقتضى مرسوم تنفيذي يتخذ بمجلس الحكومة باقتراح من الوزير المكلف بالمالية.

وجاء تحديد الأعضاء الستة الباقيين حسب القانون رقم 03 - 04 في مادته 13 المعدلة والمتممة للمادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 كما يلي: قاض يقترحه وزير العدل، عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية، أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي، عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر، عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة وعضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

وهذه اللجنة موضوعة تحت وصاية الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم ومراقبة أسواق القيم المتداولة وذلك بغية حماية المستثمرين في الأوراق المالية وضمان الشفافية والسير الحسن لسوق رؤوس الأموال.

وبمقتضى النصوص التشريعية والتنظيمية سارية العمل في الوقت الراهن، فإن لجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لها ممارسة

ثلاث سلطات أساسية تتمثل في سلطة تنظيمية، سلطة التحقيق وسلطة تأديبية وتحكيمية.

2 - 2 - شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تتخذ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شكل شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة وهي تعمل تحت وصاية اللجنة وتقوم أساسا بالتسيير العملي واليومي للمعاملات التي تجرى حول الأوراق المالية المتداولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها. وعليه، فإن هذه الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها، بمعنى شرعية العمليات التي يقوم بها الوسطاء في عمليات البورصة.

نشير أن المادة 9 من القانون 03-04 المذكور أعلاه المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93.10 المذكور أعلاه بالمادة 19 مكرر، أنه يجب أن يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وبناء على تقرير معلل من طرف هذه اللجنة وبشكل احترازي يمكن للوزير المكلف بالمالية عزل المدير العام و/أو المسيرين الرئيسيين للشركة واستخلافهم في انتظار تعيين مدير عام جديد و/أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة.

وتبرز أهمية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة فيما يلي:

- دعم الاقتصاد الوطني، فهي تعكس مكانته، صورته وبعده الجهوي وذلك من خلال وضع كل الإجراءات الضرورية للتفاوض على القيم المتداولة.

- القيام بالتسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المتداولة المقبولة في البورصة وكذا القيام بنشر كافة المعلومات الخاصة بها. إضافة إلى أنها تتأكد من شرعية العمليات التي يقوم بها الوسطاء في عمليات البورصة أو من طرف أولئك الأشخاص المفوضين للتصرف لحساب الشركة.

بالإضافة إلى كل ما سبق، فإن هذه الأخيرة تتولى اقتطاع عمولة على كافة العمليات التي تم إبرامها في البورصة.

وتتمثل المهام الأساسية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدخال الأوراق المالية في البورصة.

- التنظيم المادي لجلسات البورصة.

- تنظيم عمليات المقاصة المتعلقة بالصفقات حول القيم المتداولة.

- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديداتها.

- نشر المعلومات الخاصة بالصفقات في البورصة.

- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة.

2 - 3 - المؤتمر المركزي على السندات

بمقتضى القانون رقم 03 - 04 المؤرخ في 17 / 02 / 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 / 05 / 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، وبموجب المادة 2 من هذا القانون المعدلة للمادة 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 تم استحداث ما يسمى بالمؤتمر المركزي على السندات.

تمارس وظائف المؤتمر المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم ويخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للمؤتمر المركزي على السندات إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

وبناء على تقرير مسبب من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبصفة احتياطية، يمكن للوزير المكلف بالمالية، عزل المدير العام للمؤتمر المركزي على السندات و/أو المسيرين الرئيسيين واستخلافهم، في انتظار تعيين مدير عام جديد و/أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة.

وتتمثل مهام المؤتمر المركزي على السندات، التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، على وجه الخصوص في حفظ

السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين، متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر، إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها، الترقيم القانوني للسندات ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويتكون رأسمال المؤتمن المركزي على السندات والمقدر مبلغه بخمسة وستين (65) مليون دينار، من مساهمات مؤسسيه وهم: البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط / بنك، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، مؤسسة إرياض - سطيف.

ولا يفتح رأسمال شركة المؤتمن المركزي على السندات إلا لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الشركة المصدرة للسندات، الوسيط في عمليات البورصة. وتعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما.

ويخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال المؤتمن المركزي على السندات، إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات.

ثالثا : المتدخلون في بورصة الجزائر

1 - الوسيط في عمليات البورصة

1 - 1 - أنواع الوسيط في عمليات البورصة

لا تتم العمليات المنجزة في البورصة كما لا يتم التفاوض على الأوراق المالية إلا من طرف الوسيط، حيث يمكن التمييز بين نوعين من الوسيط هما كما يلي:

- **الوسطاء ذوو النشاط المحدود:** في هذه الحالة يضيق نشاط الوسيط حيث يتمثل في الوساطة والتفاوض على القيم المتداولة في البورصة لحساب الغير دون القيام بنشاط آخر.

- **الوسطاء ذوو النشاط غير المحدود:** بالإضافة إلى مهمة التفاوض في الأوراق المالية، فالوسيط يقوم بإحدى أو كل الوظائف المتمثلة في توظيف الأوراق المالية لحساب الغير، تسير المحافظ المالية بموجب توكيل، القيام بالسعي المصفاقي المتمثل في عملية اقتراح الاكتتاب، الشراء، البيع أو التبادل في الأماكن العمومية والقيام بأي نشاط آخر تحدده اللجنة.

1 - 2 - الشروط الواجب توافرها في الوسطاء⁽⁵⁾

حتى يتم اعتماد الوسطاء، فإنه ينبغي أن تتوفر فيهم جملة من الشروط كما يلي:

- **الشروط الواجب توافرها في الوسيط إذا كان شخصا طبيعيا:** وتتمثل في

أن يكون جزائري الجنسية وعمره لا يقل عن 25 سنة، التمتع بالأخلاق والنزاهة اللازمة لضمان حماية المدخرين، تقديم اكتتاب كفالة تقدر بمبلغ خمسمائة ألف دينار جزائري ويمكن أن يكون أكبر من ذلك على أن يتم تحديده من قبل اللجنة حسب طبيعة النشاط الممارس، حيازة محل ملائم لممارسة النشاط إضافة إلى تحقيق شروط الكفاءة المهنية وهي أن يكون حائزا على شهادة الليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها وأن يكون قد تابع تكوينا في تجارة وتسيير الأوراق المالية وكسب تجربة.

5- المواد 5 إلى 7 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ 3 جويلية 1996 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وبواجباتهم ومراقبتهم .

- **الشروط الواجب توفرها في الوسيط إذا كان شخصا معنويا:** يجب أن يأخذ هذا الشخص شكل شركة مساهمة، وأن يمتلك رأس مال مقداره الأدنى مليون دينار جزائري، كما أن تحديد رأس المال يخضع لمقاييس خاصة تحددها اللجنة حسب نشاطات خاصة، وتتكون رؤوس الأموال من رأسمال اجتماعي والاحتياطات والحاصل المنقول من جديد ونتيجة نهاية الدورة، وأن يكون لديها على الأقل مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة وتتوفر فيه شروط التأهيل للشخص الطبيعي المذكورة أعلاه. كما يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين تقديم طلب لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وذلك بغية اعتمادهم.

1 - 3 - الوسطاء المعتمدون في بورصة القيم المتداولة في الجزائر⁽⁶⁾

وتتمثل شركات الوساطة حاليا فيما يلي:

- الرشاد المالي والتي تم تكوينها ما بين البنك الخارجي الجزائري، الصندوق الوطني للتضامن الفلاحي والصندوق التكميلي للتقاعد.
- الشركة العامة للتمويل: والمكونة ما بين القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
- الشركة المالية للتوظيفات والمكونة من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.
- شركة التوظيف في القيم المنقولة والتي تتكون من بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.

2 - المتعاملون⁽⁷⁾

يستطيع المستثمر في القيم المتداولة تسيير محفظة أوراقه المالية بشكل مباشر أو يتم تسييرها من طرف الوسيط في عمليات البورصة عن طريق الوكالة، كما يمكن المساهمة والاستثمار في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتداولة. وفي هذا الصدد، فإن المشرع قد أحدث وسيلتين للتوظيف الجماعي هما شركة الاستثمار المالي ذات رأس المال المتغير وكذا الصندوق الجماعي للتوظيف، حيث إن اختيار هذين الوسيلتين للمستثمر تسمح له من تحقيق الأمان، العائد، السيولة والمردود.

رابعاً: الأوراق المالية المقيدة في بورصة الجزائر

1 - الشروط المتعلقة بالأوراق المالية المصدرة في الجزائر⁽⁸⁾

1 - 1 - القيم المرتبطة بحق الملكية

وتتمثل في الأسهم العادية، أسهم التمتع، أسهم ذات الأولوية في توزيعات الأرباح وأسهم ذات الأذن للاكتتاب في الأسهم والسهم الخصوصي. كما ينبغي أن يتم إصدار هذه الأسهم من طرف شركة ذات أسهم ومتوفرة على رأس مال لا يقل عن مائة (100) مليون دينار جزائري، ويتوجب توزيع ما نسبته 20 المائة من رأس المال الكلي للشركة على الأقل على الجمهور على أن توزع الأسهم على عدد لا يقل عن 300 مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإصدار.

7 - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، جويلية 1999، ص: 282-283.

8 - محمد براق، جويلية 1999، مرجع سابق، ص: 384.

1 - 2 - القيم المرتبطة بالدين

وهي السندات ذات المعدل الثابت والسندات ذات المعدل المتغير وأنواع أخرى نصت عليها التشريعات الصادرة بهذا الشأن. وينبغي أن تعادل قيمة القرض على الأقل 100 مليون دج مع توزيع السندات على عدد لا يقل على 100 شخص. أما القروض المصدرة من قبل الدولة فهي غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد الحاملين.

1 - 3 - القيم المهجنة

تتمثل القيم المهجنة في شهادات الاستثمار، سند ذو قيمة اكتتاب في الأسهم وأنواع أخرى نص عليها المشرع.

2 - عمليات قيد الشركات في بورصة الجزائر

سيتم التعرض هاهنا إلى تجارب كل من القرض السندي لسوناطراك، رفع رأس مال (رياض - سطيف)، فتح رأس مال مجمع صيدال وفي الأخير تجربة فندق الأوراسي.

2 - 1 - تجربة القرض السندي لشركة سوناطراك⁹

سوناطراك، الشركة الوطنية للبحث والاكتشاف والإنتاج والنقل وتحويل المحروقات، برأس مال يقدر بمبلغ 40 000 000 00 دج، وتتولى المهام الاستراتيجية المركزة على البحث، الإنتاج النقل، المعالجة وتجميع الغاز الطبيعي وتمويل السوق الوطنية، وتوزيع المحروقات السائلة والغازية في السوق الخارجية.

9- محمد براق، جويلية 1999، مرجع سابق، ص: 399 - 401.

وتعد سوناطراك أهم شركة على المستوى الوطني، حيث قام المجلس الوطني للطاقة برئاسة رئيس الجمهورية بالمصادقة بتاريخ 23 جانفي 1998 على الملف المتعلق بالقانون الأساس لسوناطراك وإعادة تنظيم قطاع البترول. وبمقتضاه تحولت سوناطراك إلى شركة مساهمة تمتلك الدولة وحدها رأس مالها. وذلك بهدف تزويد الجزائر بمجموعة بترولية ذات مستوى عالمي قادرة على مواجهة المنافسة الدولية والتكيف مع المعطيات الجديدة للسوق النفطية العالمية.

لقد كانت سوناطراك أول من قام بإصدار قروض سنديّة في سوق الأوراق المالية الوطنية، وكان ذلك بهدف تغطية الاحتياجات المالية لشركة سوناطراك والتي سطرته في برنامج استثماري. غير أن هناك أهدافا أخرى تتمثل في إعطاء انطلاقة لسوق رؤوس الأموال في الجزائر وفتح المجال أمام الشركات العامة والخاصة وكذا التعرف على رد فعل الجمهور تجاه العملية. من ثم، فقد تم توفير كافة الشروط لإنجاح عملية الاكتتاب والتي من أهمها الشهرة والسمعة الواسعة لسوناطراك محليا ودوليا.

وقد قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمنح سوناطراك تأشيرة رقم 01 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 على المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار جزائري بسعر فائدة اسمي مقداره 13% مدته خمس سنوات وتم تعديل المبلغ ليصبح 12 مليار دينار.

وحتى تجسده في الواقع، اتخذت سوناطراك عدة خطوات إذ قامت بالتحضير للعملية قبل سنة بالتعاون مع وزارة المالية والبنك الجزائري، وبعد استيفاء كافة الشروط للقبول في البورصة حصلت على تأشيرة اللجنة. وقد اختارت البنك الخارجي الجزائري للقيام بالعملية والإشراف على تحقيقها واستعان البنك بنقابة ضمان والتي أوكلت لها مهمة توظيف الأوراق المالية بصفتها مجموعة توظيف تتكون من مجموعة من البنوك وعدة مؤسسات تأمين وضمان.

ووضع تحت تصرف المستثمرين ثلاثة أصناف من الأوراق والتي كانت بمبالغ عشرة آلاف دينار جزائري، خمسين ألف دينار جزائري ومائة ألف دينار جزائري. وينبغي التنبيه أنه في البداية، لم تلق العملية صدى كبيرا لدى الجمهور ذلك أنها صادفت شهر رمضان مما قلل من مبيعاتها إضافة إلى أنها كانت أول تجربة في الجزائر. لذا، فإنه قد تم تمديد العملية مدة شهرين آخرين مما جعل الطلب يفوق العرض وكان نجاح العملية يقدر بنسبة 260% .

2-2 - تجربة (رياض) - سطيف⁽¹⁰⁾

أنشئت شركة (رياض) - سطيف - سنة 1983 على إثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية للسميد والمطاحن وصناعة العجائن الغذائية والكسكس (SN- SEMPAC) لتصبح شركة ذات أسهم في 12 أبريل 1990 تحت اسم مؤسسة الصناعات الغذائية للحبوب ومشتقاتها لسطيف وبرأس مال يقدر بمبلغ 100 مليون دينار جزائري. وتتمثل أبرز النشاطات التي تقوم بها شركة (رياض) - سطيف - في تحويل الحبوب من قمح لين وصلب، تصنيع وبيع مختلف المنتجات من سميد، فرينة، عجائن غذائية، كسكس. ولقد كانت إرياض - سطيف - تهدف من وراء عملية إصدار أسهمها إلى تمويل وتنمية القدرات الإنتاجية، عصنة التجهيزات المحيطة بسيرورة التصنيع وكذا زيادة الأرباح على المدى الطويل والمتوسط.

وبما أن السوق التي تنتمي إليها تشهد نموا مرتفعا، فإن شركة إرياض - سطيف قد شرعت بالتحضير لعملية الإصدار بتسليم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رسالة بغرض قبولها في البورصة وكان ذلك بتاريخ 02 أبريل 1998. وبعد أن حصلت على الموافقة، فإن هذه الشركة قد شرعت في الفترة الممتدة ما بين 15 أكتوبر إلى غاية 15

10 - Notice d'information, Eriad - Sétif, 1998, pp: 4 -7.

ديسمبر 1998 في الدعوى العمومية للاذخار وذلك بطرحها في السوق حوالي مليون سهم بمبلغ 2300 دج للسهم الواحد وبمبلغ إجمالي يقدر بمبلغ 2.3 مليار دينار جزائري من أجل رفع رأس مالها. وقد اختارت شركة إرياض - سطيف شركة الرشاد المالي للقيام بهذه العملية.

2-3 - تجربة المجمع الصناعي صيدال⁽¹¹⁾

يعتبر المجمع الصناعي صيدال الرائد في صناعة الأدوية وتسويقها على مستوى السوق الجزائرية، وهذا يعود لخبرته الواسعة في الإنتاج والبحوث الصيدلانية وتسويق الأدوية. وقد انبثق هذا المجمع عن إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية لصناعة المواد الصيدلانية بتاريخ 02 فيفري 1998، وحولت إلى شركة ذات أسهم يقدر رأس مالها بحوالي 2500 مليون دينار.

وتضم صيدال ثلاث شركات ملحقة وهي " أنتيبيوتيكال " ومقرها الاجتماعي بالمدية، " ببيوتيك " ومقرها الاجتماعي بالمحمدية الحراش و " فارمال " ومقرها بواد السمار دار البيضاء.

كما تضم وحدتين للخدمات هما الوحدة التجارية للوسط ومقرها بالمحمدية - الحراش - ووحدة البحث وتطوير الأدوية والتقنيات الصيدلانية بالمحمدية - الحراش - .

ويهدف المجمع الصناعي صيدال على المدى الطويل إلى تعزيز مكانته في السوق الجزائرية وهذا لتغطية 50 % من سوق الأدوية الجزائرية وذلك من خلال توسيع شبكة منتوجاته من الأدوية، توفير أدوية تنافسية في مجال الجودة والسعر وكذا الرفع من طاقاته في ميدان التسويق، الإعلام الطبي والميدان التجاري.

11 - Bulletin de comission, N° 1, COSOB , 1999, p. 28.

- Notice d'information, SAIDAL, 1999 p 9.

- Saidal infos, groupe SAIDAL, N° 07, 1^{ère} T, 1998, plusieurs pages.

وبعد أن قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بدراسة المذكرة الإعلامية المقدمة من قبل المجمع الصناعي صيدال، وبعد التأكد من أنها تحقق كافة الشروط، فإنها قد منحت له تأشيرة بتاريخ 24 سبتمبر 1998 تحت رقم 04/1998. والتي تمثل قيمة 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع الصناعي صيدال. وقد طرح هذا الأخير للبيع اثنين (02) مليون سهم فاتحا بذلك رأسماله، وامتدت عملية العرض من 15 فيفري إلى غاية 15 مارس 1999. وقد استعان المجمع بمجموعة من الوسطاء لإتمام العملية.

ويلاحظ أن عملية بيع أسهم المجمع قد لاقت نجاحا كبيرا تقدر بنسبة 143 %، إذ ارتفع عدد الأسهم إلى 2 800 000 سهم بعد أن كان من المقرر بيع 2 000 000 سهم فقط.

2- 4 - تجربة شركة إدارة فندق الأوراسي⁽¹²⁾

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 برأس مال 40 مليون دج. ثم تم تحويل أسهم فندق الأوراسي لفائدة الشركة القابضة للخدمات وذلك بغية زيادة قدراته المالية.

لقد طرح فندق الأوراسي جزء من رأس ماله في السوق بهدف تحقيق مخططة التنموي وتحقيق إنجاز هياكل سياحية في منطقة حاسي مسعود، أين تقل مثل هذه الهياكل، وإتمام إنجاز فندق أزمور ببجاية والذي توقفت أشغاله وكذا إنشاء علامة محلية للرفاهية. وعلى إثر الجمعية العامة غير العادية المنعقدة في 21 جوان 1998، فإن مجلس إدارة فندق الأوراسي قد أقر إدخال 20 % من رأس ماله في البورصة. و اتخذ هذا القرار طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال انعقاده في 05 فيفري 1998 في إطار الخصخصة.

12 - Notice d'information, Hôtel EL AURASSI, 1999, p 05.

وقد تمت عملية العرض العمومي للبيع على 1 200 000 سهم وذلك طيلة الفترة الممتدة ما بين 01 جوان 1999 إلى غاية 30 جوان 1999. وقد لاقت عملية بيع أسهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إقبالا كبيرا نظرا لكونها استفادت من تجربة كل من إرياض - سطيف ومجمع صيدال، حيث فاقت الأسهم المطلوبة المعروضة وكانت مبيعاتها تقدر بنسبة 167%.

ملاحظة: ينبغي التنبيه إلى أن القرض السندي الخاص بسوناطراك قد خرج من التداول ببورصة الجزائر شهر جانفي 2003 بعد خمس سنوات المحددة من تاريخ إصداره. وما يمكن ملاحظته بشأن أسعار أسهم كل من إرياض - سطيف، مجمع صيدال وفندق الأوراسي، والتي كانت قيمتها عند الإصدار تباعا 2300 دج، 800 دج و 400 دج، فإنها كانت تأخذ اتجاهها نزوليا حيث وصلت القيمة المتوسطة الخاصة بشهر مارس 2004 لهذه الأسهم على التوالي 1000 دج، 365 دج و 266.67 دج. وبتتبع 341 جلسة بورصية (بمعدل جلسة واحدة كل أسبوع) وذلك من 13 سبتمبر 1999 إلى غاية 29 مارس 2004، يلاحظ أن أكثر من 240 جلسة منها ما لم يتم فيها التداول كلية، ومنها ما لم يتعد القيمة الواحدة أو الإثنين على جميع القيم موضوع التعامل ببورصة الجزائر.

خامسا: معوقات سوق الأوراق المالية بالجزائر وآفاقها

1 - معوقات سوق الأوراق المالية بالجزائر⁽¹³⁾

يمكن ذكر أهم هذه العوائق حسب طابعها كما يلي:

1 - 1. العوائق السياسية

رغم أن الوضع السياسي بدأ يتحسن في الآونة الأخيرة، إلا أنه لم يصل إلى المرتبة التي تمكنه من إيجاد سوق أوراق مالية فعالة أي لم يستطع بعد تحقيق الفعالية المرجو

13 - محمد براق، جويلية 1999، مرجع سابق، ص: 406 وما بعدها.

تحقيقها من وراء إيجاد مثل هذه المؤسسة المالية. بالإضافة إلى هذا، فإن الوضع السياسي الحالي مازال يمنع جذب الاستثمارات الأجنبية ولم يتمكن من أن يكون قطب جذب لها بعد.

1-2 - العوائق الاقتصادية

تتمثل هذه العوائق فيما يلي:

- معوقات متعلقة بالجباية، حيث رغم أن المشرع الجزائري قد أعطى إعفاءات على الإيرادات الجارية للأوراق المالية، وكذا على الأرباح الرأسمالية إلا أن هناك الكثير من الغموض من ذلك عدم وضوح التشريعات الجبائية التي ظهرت بهذا الصدد وعدم اطلاع فئة كبيرة من المستثمرين عليها، من بينها الضريبة المتعلقة بالتداول على سبيل المثال، إضافة إلى غياب ثقافة جبائية أي عدم اطلاع المستثمرين على النظام الجبائي المتعلق بالإعفاءات و التخفيضات المتعلقة بهذا الجانب مما يؤدي تغيير سلوكياتهم الاستثمارية. يضاف إليه كثرة الضرائب على المؤسسات المقيدة في البورصة مما يؤثر على حجم أرباحها الموزعة، الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى الاتجاه إلى السوق الموازية حيث تتميز بغياب الرقابة الجبائية هذا يؤدي إلى عدم تشجيع المؤسسات للانضمام للبورصة مما يجعل السوق ضيقة.

هذه العناصر من شأنها التأثير على حجم التداول في السوق البورصة وكذا تسويق الأوراق المالية لكن رغم حدوث آثار غير مرغوب بها على التداول الناجم عن فرض الضريبة، إلا أن هذه الآثار لا ترجع فقط للضريبة وأنها تشترك فيها عوامل أخرى.

- السوق الموازية، إذ تعمل على جذب عدد كبير من المستثمرين لأنها توفر لهم عوائد استثنائية وأرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة بشكل أسرع من استثمارها في الأصول المالية بالإضافة إلى عدم دفع الضرائب.

- ضعف القدرة الشرائية للمجتمع، حيث يعود تدهور القدرة الشرائية إلى انخفاض قيمة الدينار، تجميد الأجور، رفع الدعم عن الأسعار وتسريح العمال، مما يدفع الأفراد إلى تفضيل الادخار في الأصول الحقيقية وإحجامهم عن توجيه مدخراتهم نحو الأصول المالية.

- عدم وجود سوق كفاءة، إذ أنها لا تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية، بالإضافة إلى عدم امكانية الحصول على المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية بشكل عادل بين المستثمرين.

كما أن الجزائر لا تتوفر على نظام معلومات يمتاز بالشفافية وكذا صعوبة الحصول على المعلومات الكمية والنوعية المرغوب فيها بشكل يسمح باستعمالها بشكل مناسب.

1 - 3 - العوائق الاجتماعية والثقافية

يتمثل غياب الثقافة البورصية في غموض مفهوم البورصة بالنسبة للأفراد بسبب الجهل والامية التي يتخبط فيها معظم فئات المجتمع من جهة وعدم الثقة في مصداقية بورصة القيم من جهة أخرى. كما أن للعامل الديني كبير الأثر في توجيه عملية الاستثمار في القيم المنقولة، فالاعتقاد السائد لدى الكثير من أفراد المجتمع أن الفائدة محرمة في الاسلام باعتبارها ربا، وبالرغم من أن للسهم ربحا وليس فائدة ألا أن المستثمرين يحجمون عن التعامل به لاعتبار أن المؤسسة التي تصدره تعمل مع البنوك أي أنها تعمل بنظام الفائدة.

2 - آفاق سوق الأوراق المالية بالجزائر

يمكن إدراج أهم الاقتراحات التي نراها مهمة خاصة في الجوانب الموالية:

2 - 1 - الجانب السياسي

إن تحسين الوضعية السياسية والأمنية للبلاد واستقرار القوانين بها تعمل على تشجيع وتنشيط الاستثمار في الأوراق المالية وحتى في جذب الاستثمارات الأجنبية بمستويات أفضل.

2 - 2 - الجانب الاقتصادي

- المقترحات المتعلقة بالجباية، حيث يتعين وضع الآليات التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالنظام الجبائي وتوضيحه في قالب يسمح من تحفيز وتنشيط البورصة وحماية

المستثمرين الصغار، بحيث هذا النظام يكون متدرجا بمعنى إعطاء إعفاء كلي في مرحلة الانطلاق أو إعفاء جزئي، إذ من شأنه أن يقلص من تكاليف المعاملات وهو ما يدعم إمكانية اجتذاب المتدخلين من مصدرين ومستثمرين ووسطاء، وبالتالي تشجيع المؤسسات للدخول في البورصة مما يسمح بتوسيع رقعة السوق.

كما ينبغي تقليل الضريبة على أرباح الشركات للقضاء على الكثير من فرص التهرب الضريبي فقد تلجأ المؤسسات إلى الحد من توزيع أرباحها على الشركاء بترحيل الجزء الأكبر منها إلى الاحتياطي للتهرب من دفع الضريبة، لكن تراكم هذه الاحتياطات يؤدي في نهاية المطاف إلى ارتفاع قيمة الأسهم في البورصة مما يشجع بعض المضاربين من التعامل بها بغية الحصول على الربح من الفرق بين ثمن شراء وبيع هذه الأوراق وهو الأمر الذي يؤدي إلى حدوث اضطرابات في البورصة.

- العمل على محو السوق الموازية، وذلك بمراقبة المؤسسات التي تعمل في الخفاء والسعي لإخراجها إلى العلن بالتالي القضاء على تلك الأرباح السهلة ومنه العمل على توجيه لاستثمارات نحو سوق الأوراق المالية.

- العمل على تحسين القدرة الشرائية، يجب تبني سياسة سعر صرف لحماية الدينار من أي تدهور، والعمل على القضاء على تسرب رؤوس الأموال إلى الخارج، والسهر على توجيه مدخرات الأفراد إلى الأصول المالية بدلا من الأصول الحقيقية، مما يسمح بتنشيط سوق البورصة، وتوفير المعلومات بكفاية وشفافية للمستثمرين.

2-3 - الجانب الاجتماعي والثقافي

ينبغي العمل على توعية مختلف فئات المجتمع بأهمية البورصة ودورها في التمويل مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى كل فئة، وذلك بحملات توعية من خلال جميع وسائل الإعلام والاتصال.

وبما أن العامل الديني يلعب دورا هاما في انصراف المستثمرين عن الاستثمار في القيم المتداولة ذات معدل الفائدة، ومن ثم فإنه يصير من الضروري استحداث أدوات مالية لا تتعارض مع قيم ومبادئ العوائل الجزائرية.

الخاتمة

لقد تعرضت هذه الورقة إلى دراسة واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وآفاقها من خلال خمسة عناصر أساسية، اختص الأول منها بدراسة المفاهيم العامة حول سوق الأوراق المالية حيث تبينت مهمتها في جمع المدخرات من أصحاب الفوائض ثم توجيهها إلى أصحاب العجز. كما برزت أهمية هذه السوق في تمكين الشركات العمومية والخاصة التي لها شكل شركة مساهمة من فتح رأس مالها أو الرفع منه، كما أنها وسيلة لقياس أصول المؤسسات ووسيلة للتمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الادخار العمومي، كما أنها وسيلة لتوفير سيولة الادخار للمستثمرين في المدى الطويل وهي أيضا أداة لتسيير المخاطر. وقد أمكن تجزئة سوق الأوراق المالية إلى قسمين أساسيين أولاهما السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة، أما القسم الثاني فهو السوق الثانوية أو سوق التداول.

أما العنصر الثاني من هذه الورقة، فقد اختص بدراسة نشأة سوق الأوراق المالية بالجزائر والهيئات المنظمة لها حيث إن إنشاء هذه السوق المعروفة باسم بورصة الجزائر، حسب السلطات العمومية الجزائرية، يعتبر ضرورة بالنظر لما يمكن أن تساهم به في تمويل الاقتصاد. ومن ثم، تم النظر إلى نشأة البورصة في الجزائر والهيئات المنظمة لها والمتمثلة في كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم إضافة إلى المؤتمن المركزي على السندات.

كما جاء كل من العنصر الثالث والرابع للنظر إلى المتدخلين في بورصة الجزائر من متعاملين ووسطاء، الأوراق المالية المقيدة في بورصة الجزائر وشروطها. وفي الأخير، تم التعرض إلى مختلف المؤسسات التي دخلت قيد البورصة والتي كانت ممثلة تحديدا في كل من سوناطراك، إرياض سطيف، مجمع صيدال وكذا فندق الأوراسي وذلك من خلال تتبع مراحل دخولها وأهداف إصدارها للأوراق المالية. كما لوحظ خروج القرض السندي الخاص بسوناطراك من التداول شهر جانفي 2003. أما بخصوص أسهم كل من إرياض-

سطيف، مجمع صيدال وفندق الأوراسي، فإن أسعارها قد أخذت اتجاهها نزوليا حيث حققت بآخر شهر مارس 2004 خسائر رأسمالية تفوق 50% من قيمة إصدارها. ويلاحظ أن من مجموع 341 جلسة هناك أكثر من 240 جلسة لم يتم في بعضها التداول بالجملة وفي بعضها الآخر إما بقيمة واحدة أو قيمتين إلى جميع القيم موضوع التعامل ببورصة الجزائر.

وجاء العنصر الخامس والأخير لتتبع معوقات سوق الأوراق المالية بالجزائر وآفاقها، حيث تم التعرف على أبرز العوائق والتي في عمومها لها الطابع إما السياسي المتمثل أساسا في الاضطراب السياسي والوضع الأمني عدم استقرار القوانين. أما العوائق الاقتصادية، فمنها المرتبطة بالجباية وأهمية السوق الموازية وما تمنحه من عوائد استثنائية، وكذا ضعف القدرة الشرائية للمجتمع يضاف إليه عدم وجود سوق كفاءة. أما العوائق الاجتماعية والثقافية فتتمثل أساسا في غياب الثقافة البورصية والعامل الديني. وقد أمكن إجمال آفاق سوق الأوراق المالية بالجزائر من السعي الحثيث للقضاء على جملة المعوقات سالفة الذكر. ونشير في هذا المقام إلى أنه قد تم تجاهل عدد من عناصر التحليل ليس لعدم أهميتها ولكن لضيق المساحة المخصصة لهذه الورقة والتي لا محالة أنها ستثري من خلال المناقشة.

والله الموفق وهو يهدي السبيل.