

فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية

الدكتور جبار محفوظ

أستاذ محاضر بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
جامعة فرحات عباس - سطيف

Résumé

The economic and financial reforms being carried out by the Algerian government, mainly the possibility of privatising all kinds of companies, including strategic ones, open a wide range of investment opportunities in both the real and the financial sectors. In this paper we focus on the investment in the capital market. There are some major factors, which may attract domestic as well as foreign investors. First, there is always more supply than demand for all capital securities traded at the Algiers Stock Exchange. Second, the possibility to diversify the financial instruments, because there are only two kinds traded, although the Algerian legislation allows the issuing of more than ten. Third, and in order to drain international capital, one can practice the "debt-equity swaps" technique. Fourth, the banking and financial sectors are also open to foreign capital, which may widen opportunities. Fifth, tax incentives and low transactions' costs may lead to better resource allocation.

ملخص

إن الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي تقوم بها الحكومة الجزائرية، لاسيما إمكانية خوصصة كافة القطاعات، بما في ذلك المؤسسات الاستراتيجية، قد فتحت العديد من فرص الاستثمار، سواء في القطاع الحقيقي أو القطاع المالي. سنركز في هذه الورقة على فرص الاستثمار في القطاع الثاني، خاصة في بورصة الجزائر. فهناك العديد من العوامل التي يمكن أن تشجع المستثمرين الوطنيين والأجانب على دخول السوق الجزائرية. أولا: نقص السيولة، إذ هناك زيادة دائمة في العرض مقارنة بالطلب على الأوراق المالية المتداولة. ثانيا: إمكانية تنويع الأدوات المالية، حيث لا تتداول حاليا في بورصة الجزائر إلا الأسهم والسندات، بينما أجاز المشرع إصدار حوالي عشرة أنواع منها، والتي من شأنها أن تساعد على جلب الادخار الوطني والأجنبي. ثالثا: ومن أجل جلب رأس المال الأجنبي، يمكن استبدال جزء من الديون الخارجية الجزائرية بمساهمات في الشركات المرشحة للخصوصية (debt-equity swaps). رابعا: إن القطاع البنكي، والقطاع المالي بصفة عامة، مفتوحان أمام رأس المال الأجنبي، الشيء الذي يوسع من فرص الاستثمار. خامسا وأخيرا: الحوافز المتوفرة، خاصة انخفاض تكاليف الصفقات وإعفاء الأرباح المحققة من التوظيف في الأدوات المالية، من الضرائب قد تؤدي إلى توزيع أفضل للموارد المتاحة.

I - مقدمة

بعد فشل النموذج الاشتراكي الذي طبق في الجزائر خلال الستينات والسبعينات، والذي اتسم أساسا بالتخطيط المركزي الجامد، تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، ضعف الأداء الاقتصادي، الارتفاع غير المبرر لقيمة الدينار وتهميش القطاع الخاص وغيرها من

النفاص، قضت السلطات العمومية عشرية كاملة، هي عشرية الثمانينات، في إعادة تنظيم الاقتصاد الوطني ووضع أسس جديدة للتنمية الاقتصادية، مبنية أساسا على نوع من اللامركزية. فقامت خلالها بإعادة هيكلة القطاع العمومي لجعله أكثر فعالية وتنافسية، بما في ذلك إخضاعه لقواعد القانون التجاري، إعطاء أهمية أكبر للقطاع الخاص وتشجيعه ليلعب دوره كاملا.

ومع بداية التسعينات دخلت الجزائر في إصلاحات اقتصادية ومالية شاملة، إلا أنها بطيئة، بغرض استرجاع التوازنات الماكرواقتصادية وإزالة التشنجات المختلفة الموروثة عن العهد السابق، بتطبيق برنامج الإنعاش الاقتصادي. وفي 1994، وبمساعدة المؤسسات المالية الدولية (IMF & WB)، شرعت في تنفيذ برنامج التعديل الهيكلي (PAS). ومع بداية الألفية استطاعت الحكومة أن تحرر التجارة الخارجية، إلى حد ما، (50 % من التجارة الخارجية تابعة للقطاع الخاص في 2000/1999)، حررت الأسعار كليا، وخفضت من المصاريف العامة، الشيء الذي أدى إلى انحصار الضغوط التضخمية، وشرعت في بيع عدد مهم من المؤسسات الوطنية، جزئيا أو كليا، بعرضها للبيع للاستثمار الخاص الوطني والأجنبي. وذلك بغرض جلب التكنولوجيا، كسب أسواق جديدة وتحسين تقنيات التسيير.

وعليه ما هي فرص الاستثمار في الجزائر بصفة عامة؟ ما هي فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال بصفة خاصة؟ وإذا كانت السوق الجزائرية ضيقة ورأس المال الوطني محدودا فما هي الضمانات والامتيازات المقدمة للمستثمرين الأجانب بغرض الظفر بجزء من الادخار العالمي وضخه في الاقتصاد الوطني.

وبغرض التحول نحو اقتصاد السوق تحاول السلطات العمومية توفير مناخ ملائم للاستثمارات الأجنبية، خاصة مع التحسن النسبي الذي تشهده الجزائر اقتصاديا وأمنيا، مما قلل من مخاطر الاستثمار. إذ غيرت التشريعات في هذا الاتجاه وأقرت قانونا جديدا للمنافسة وآخر للاستثمار تميز بأنه أكثر وضوحا واستقرارا في سياسات وأولويات الاستثمار، أساسه تشجيع القطاع الخاص في كافة المجالات وضمن الشفافية والمنافسة النزيهة بين المتعاملين. كما قامت بتوفير المزيد من الحرية في نظام الصرف، مما جعل السعر الرسمي للدينار يقترب من السعر الموازي (الفرق بين السعريين يقل عن 10 % ، في سبتمبر 2000)، استعدادا لإمكانية استبدال الدينار. وسهلت إجراءات الحصول على تراخيص الاستثمار والتعامل مع الجهات الرسمية بإنشاء الشباك الوحيد. وبالموازاة مع إمكانية فتح رأس المال البنوك الوطنية للاستثمار الأجنبي في المستقبل القريب، قامت بفتح سوق مالية ، الشيء الذي يزيد من فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية.

قسمنا هذه الورقة إلى خمسة أجزاء بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة. تناولنا في الجزء الأول تطور بورصة الجزائر منذ تأسيسها وحتى الفترة الحالية. وشرحنا في الثاني فرص الاستثمار فيها، محاولين إبراز الفرص المتاحة وتلك التي يمكن أن تستغل مستقبلا، كما هو الحال بالنسبة لإنشاء وتسيير المؤشرات. وعرجنا في الثالث على فرص الاستثمار الأجنبي في القطاع البنكي والمالي بصفة عامة. وبيننا في الرابع والخامس عوامل جذب الاستثمارات، أي الضمانات والامتيازات التي وفرتها السلطات العمومية للمستثمرين الوطنيين

والأجانب على حد سواء، وذلك على مستوى التشريعات والتصرّيات الرسمية والمصادقة على اتفاقيات ضمان الاستثمار.

II- بورصة الجزائر

لقد تأخرت عملية إنشاء بورصة الجزائر كثيرا، على الرغم من أنها من بين مشاريع ومراحل الإصلاحات الاقتصادية التي أقرتها قوانين 1988، وتوفر شركات ضخمة جديدة بالتقييد. إذ يدخل إنشاؤها ضمن إصلاح نظام التمويل بصفة عامة، لاسيما القانون 88-6 الصادر في 12 جانفي 1988، الذي اعتبر إصلاح النظام التمويلي من الإصلاحات الاقتصادية الشاملة.

1- التشريعات المتعلقة ببورصة الجزائر

لقد صدرت التشريعات الأولى الخاصة ببورصة الجزائر في أوائل التسعينات ومن أهمها:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الصادر في 28 ماي 1991 والمتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة. ويلاحظ من هذا المرسوم أن أحكامه مستمدة من القانون 88-04 الصادر في 12 جانفي 1988 المتضمن القانون التجاري، لاسيما القواعد المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية.

حدد المرسوم 91-169 القيم المنقولة وألزم شركات المساهمة بإصدار الأسهم وتكلم عن المنتجات المالية وشروط إصدارها، خاصة موافقة لجنة البورصة ونشر المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الاستثمارية. كما أكد في المادة 13 على الشكل القانوني للبورصة حيث اعتبرها شركة أسهم وحدد الأطراف المتدخلة، بما في ذلك الخزينة العمومية وبنك الجزائر والوسطاء (1).

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الصادر في 28-05-1991، والذي حدد عشرة أنواع من القيم المنقولة وأشكالها، شروط إصدارها من قبل شركات المساهمة، وكذا طرق إصدارها وتداولها وكيفية تحويلها وغيرها من الأمور التفصيلية (1).

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 الصادر في نفس التاريخ والذي يتعلق بلجنة البورصة، حيث شرح مهامها وكيفية تكوينها وعقد اجتماعاتها واتخاذ القرارات فيها وكذا الصلاحيات الواسعة التي أعطيت لها، حماية للادخار والمدخرين من الغش والتلاعب (1).

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23-05-1993 الذي أقر إنشاء بورصة الجزائر باعتبارها الإطار الوحيد الذي تتم فيه الصفقات على الأدوات المالية (2). كما سمح هذا المرسوم للوسطاء بأن يكونوا أطرافا في الصفقات (contrepartistes)، وطالبهم بتوفير الضمانات الكافية لذلك. بالإضافة إلى ذلك تعرض للعديد من الأمور مثل شركة إدارة البورصة، نشر المعلومات والرقابة وغيرها من المواضيع.

2- الهياكل المسيرة والمراقبة لبورصة الجزائر

تتكون الهياكل التي تسهر على تنظيم وتسيير بورصة الجزائر من هيئتين رئيسيتين هما:

- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) ، وتقوم أساسا بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة، تسيير حصص البورصة، القيام بعملية المقاصة ونشر المعلومات، - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وهي شبيهة بمثيلاتها (SEC) و (SIB) في الولايات المتحدة وبريطانيا على التوالي. تقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات، ضمانا للشفافية. كما تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركات التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة.

3- الوضعية الحالية لبورصة الجزائر

منذ 1992 ، أي سنة إنشاء شركة القيم المنقولة، مرت بورصة الجزائر بالعديد من المراحل وعرفت العديد من المشاكل. وبعد تأجيل فتحها لعدة مرات بسبب عدم اكتمال تحضير المؤسسات المرشحة للاكتتاب، فتحت في 13 سبتمبر 1999 لأول مرة. وبالإضافة إلى سندات صوناطراك البالغ عددها 115000 سند، (بقيمة اسمية إجمالية تقدر ب 5 ملايين دينار)، تتداول حاليا في بورصة الجزائر أسهم 3 شركات هي:

- مجمع رياض سطيف (ERDIAD SETIF) المتخصص في تحويل الحبوب وإنتاج وتسويق المواد المشتقة. طرح المجمع 1 مليون سهم للاكتتاب العام بقيمة اسمية تقدر ب 1000 دينار للسهم الواحد.

- مجمع صيدال (SAIDAL) المتخصص في إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية. طرح 2 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250 دينار للسهم الواحد.

- مؤسسة الأوراسي (EGH EI-AURASSI) وهي مؤسسة متخصصة في مجال الخدمات الفندقية والسياحية. طرحت 1.2 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250 دينار للسهم الواحد.

لقد تخلت كل من الشركات المساهمة الثلاثة على 20 % من رأسمالها للاستثمار الخاص وذلك لأن القانون يحتم عليها تلك النسبة على الأقل حتى تتمكن من الدخول إلى البورصة. إن الرسملة الإجمالية لهذه الشركات هي 290.33 مليون دولار أمريكي، أما الجزء المتخلى عليه للجمهور فهو 58 مليون دولار، أي 20 % (3).

يتم التعامل في بورصة الجزائر بمعدل حصة أسبوعيا وذلك كل يوم اثنين ابتداء من الساعة التاسعة صباحا، ولمدة ساعة كاملة. التعامل فيها آلي ويتم بين الوسطاء المعتمدين لديها وعددهم لحد الآن 5 : 4 منهم تابعين للبنوك الوطنية ووسيط واحد من الخواص هو البنك المتحد (UNION BANK). وصل معدل الدوران (turnover rate) للفترة المدروسة 1999/2000 إلى 5.32 %، ومعدل عائد على الاستثمار يساوي 7.95 %.

وشأنها في ذلك شأن أية بورصة منشأة حديثا، تعرف بورصة الجزائر مشاكل مثل ضعف الطلب ونقص السيولة، والتي ترجع أساسا إلى نقص الإعلام، انعدام الثقافة الادخارية والاستثمارية لشرائح واسعة من المواطنين وضعف الادخار لشرائح أخرى. كما زاد تأخر مسار الخصخصة من هذه المشاكل، بسبب قلة الشركات المقيدة في البورصة. أدت هذه المشاكل بتلك الشركات إلى إمضاء عقود سيولة - contrats de liquidité - في حدود

حزمتين اثنتين فقط (2 blocks) (4)، بالنسبة لشركة الرياض على سبيل المثال، وذلك تدعيما لأسعار أسهمها وخوفا من انهيارها، وضمنا لإتمام الصفقات في ظروف معقولة.

III- فرص الاستثمار في بورصة الجزائر

لأشك أن فرص الاستثمار تكون متوفرة في البورصات الحديثة النشأة، لاسيما عند انطلاقها، أكثر من تلك التي انطلقت منذ فترة طويلة نسبيا. وتوجد في بورصة الجزائر العديد من تلك الفرص للمستثمرين الأجانب، نذكر أهمها فيما يلي:

1- الاستثمار في المحافظ المالية

بالإمكان شراء الأدوات المالية المتاحة في بورصة الجزائر والتي تتمثل في أسهم وسندات الشركات المسجلة. وما يبرز فرص الاستثمار في هذا المجال هو ما نلاحظه من اختلال التوازن بين العرض والطلب على تلك الأدوات. إذ اتضح من التعامل في بورصة الجزائر لمدة سنة أن العرض يفوق دائما الطلب، على الرغم من قلة الأوراق المالية المتداولة، أي يمكن الاستثمار في المحافظ المالية الجزائرية بأسعار وتكاليف جد معقولة. (انظر الجدول رقم 1).

جدول رقم (1) معلومات إجمالية خاصة بالأربع أوراق مالية المقيدة في بورصة الجزائر (للمدة الممتدة من سبتمبر 1999 إلى سبتمبر 2000)

البيان	الإجمالي
عدد الأوراق المتداولة (ورقة)	267925
مبالغ الصفقات (د.ج)	706125285
عدد الصفقات (صفقة)	4458
العرض (ورقة)	1098044
الطلب (ورقة)	300035

المصدر: الوثائق الداخلية، لشركة تسيير بورصة الأوراق المالية، الجزائر.

ويلاحظ جليا من الجدول السابق أن العرض يفوق الطلب بعدة مرات، حيث شكلت الكمية المعروضة من الأدوات المالية الأربعة في بورصة الجزائر 3.66 مرة الكمية المطلوبة في الفترة المدروسة. وهذا يعني تعدد فرص الاستثمار في المحافظ المالية الجزائرية.

ولو دققنا أكثر في أسهم وسندات الشركات المسجلة لوجدنا أن الأسهم (أدوات رأس المال) هي المسؤولة عن هذا الاختلال بين العرض والطلب، (انظر الجدول رقم 2)، بينما سجل العكس في السندات (أدوات الدين)، حيث تجاوز الطلب العرض بحوالي 39.5% في تلك الفترة.

جدول رقم (2) الاختلال بين العرض والطلب على الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر (سبتمبر 1999 - سبتمبر 2000)

الشركة	مجمع صيدال	مجمع رياض سطيف	مؤسسة الأوراسي
العرض / الطلب	4.5	2.926	2.327

وهذا يعني أن العرض الخاص بأسهم صيدال قد شكل 4.5 مرات الطلب وبالنسبة إلى رياض سطيف ومؤسسة الأوراسي 2.926 و 2.327 مرة على التوالي، مما

فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية
يبين فرص الاستثمار في هذه الأسهم. وفي الأخير، وضمن الاستثمار في المحافظ المالية،
يمكن التوظيف في السوق النقدية التي انطلقت منذ مدة بتسويق سندات الخزينة بأجال 13،
26 و 52 أسبوعا.

2- إصدار أدوات مالية جديدة

فكما سبق وأن ذكرنا، فإنه لا يتداول في بورصة الجزائر إلا نوعين من
الأوراق المالية هما الأسهم والسندات، على الرغم من أن المشرع الجزائري قد سمح بإصدار
حوالي عشرة أنواع منها، هي (5):

- ☐ الأسهم العادية،
- ☐ الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة مع الحق في التصويت،
- ☐ الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون الحق في التصويت،
- ☐ شهادات الاستثمار مع الحق في التصويت،
- ☐ شهادات الاستثمار دون الحق في التصويت،
- ☐ سندات عادية،
- ☐ سندات المساهمة،
- ☐ سندات مرفقة بقسيمات اكتتاب في الأسهم،
- ☐ سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، و
- ☐ سندات قابلة للتبديل مقابل أسهم.

وأعتقد أن إصدار أي من هذه الأدوات بمساعدة التقنيين وبيوت السمسة
العالمية من الفرص الجذابة للاستثمار الأجنبي، على أساس أن هذه العمليات تعتبر جديدة في
الجزائر وأن المستثمرين الأجانب لهم تجربة طويلة في هذا الميدان. كما يعتبر تنويعا لأوجه
استعمال الموارد المتاحة، مما يقلل من المخاطر في هذا النوع من التوظيف.

3- الخدمات المالية

إن عدد الوسطاء المعتمدين من قبل السلطات المالية الجزائرية هو 5 وسطاء
فقط وبتجربة محدودة. حيث ينتمي أربعة منهم إلى البنوك الوطنية ووسيط واحد تابع للقطاع
الخاص هو (UNION BANK). لهذا فإن فتح شركات الوساطة والاستشارات والخدمات
المالية مكاتب لها في الجزائر، يعتبر من فرص الاستثمار الجيدة، خاصة إذا ما نظرنا إلى
الوساطة بمفهومها الواسع الذي قد يصل إلى التعامل في الأوراق المالية لصالح الوسيط
والقيام بإجراء تحاليل الأسواق وتقديم الإرشادات للمستثمرين والعمل على تحسين طرق
الإفصاح المالي في المؤسسات، مما يرفع من كفاءة السوق المالية ... إلخ.

فالقانون الجزائري يسمح للوسطاء أن يكونوا أطرافا في الصفقات التي تعقد في
البورصة (market makers)، وبإمكانهم تكوين محافظهم المالية من الأسهم والسندات
المتداولة، كما سمح لهم بامضاء عقود السيولة مع الشركات المسجلة في البورصة، كما سبقت
الإشارة إلى ذلك، مقابل عمولة (6).

ولبيوت السمسة العالمية تجربة كبيرة في هذا الميدان، حيث بدأت تستقر في

العديد من المراكز المالية الناشئة، كما هو الحال بالنسبة لـ (Merrill Lynch)، التي فتحت مكاتب لها في الدار البيضاء والقاهرة وغيرهما من الأسواق المالية لتقديم الخدمات المالية للمستثمرين في تلك الأسواق. وبالنسبة للجزائر فإن قدوم مثل هؤلاء الوسطاء يعتبر ضرورة لتنشيط الحياة المالية في أسواقا ويكون بمثابة فرص للاستثمار بالنسبة لتلك البيوت.

ومن فرص الاستثمار المتاحة لتلك البيوت في الوقت الحاضر، في ميدان الخدمات المالية، نسجل عمليات تقييم أصول الشركات المرشحة للخصوصية عن طريق بورصة الجزائر. فمكاتب الخبرة الجزائرية المتخصصة في هذا الميدان تفقر، على قلتها، إلى التجربة والفعالية، مما يجعل هذا الميدان مجالا خصبا للاستثمار الأجنبي. إذ هناك العشرات من المؤسسات العمومية تنتظر هذه المرحلة الهامة من خصوصتها، أي مرحلة التقييم تمهيدا لإدخالها إلى البورصة في السنوات القادمة. كما يمكن لدور السمسة وشركات الوساطة أن تستثمر في العديد من مجالات الخدمات المالية الأخرى كتسيير المحافظ المالية وعمليات المقاصة والتسويات ونقل شهادات الملكية، بالإضافة إلى إمكانية مساعدة السلطات المالية على وضع نظام لامادية الأوراق المالية (dématérialisation).

4- استبدال الديون الخارجية بمساهمات في الشركات المخصوصة

من جهة فقد بلغت ديون الجزائر سنة 2000 حوالي 25 مليار دولار ومن جهة أخرى فإن الحكومة مستعدة لخصوصية العديد من المؤسسات العمومية، كما سبق وأن أشرنا، وهذا يعطي فرصة ثمينة لاستبدال جزء من تلك الديون بمساهمات أجنبية في رأسمال تلك المؤسسات (debt-equity swaps). وبذلك تتمكن هذه الأخيرة من جلب التكنولوجيا الضرورية لاستمرارها وزيادة فعاليتها وتخفيض تكلفة رأسمالها وتحسين تقنيات تسييرها. ومن جانب الحكومة فإنها تتمكن من تخفيض أعباء الديون الخارجية التي أثقلت كاهل الاقتصاد الوطني، ولو جزئيا، كما تتمكن من تخفيض المساعدات التي تقدمها الخزينة العمومية سنويا لتلك المؤسسات.

فخدمات الديون الخارجية تكون أكثر من 50 % من الدخل الوطني الإجمالي، وثلاثهم خدماتها أكثر من 60 % من إيرادات الصادرات بالعملة الصعبة. ولهذا فآلية طريقة يمكن أن تخفف من هذا العبء، على السلطات العمومية انتهاجها، ومن بينها طريقة استبدال الديون بمساهمات في المؤسسات المخصوصة.

بالإضافة إلى ذلك، وعلى الرغم من أن هذه الطريقة قد ثبتت محدوديتها في بعض المناطق من العالم النامي مثل أمريكا اللاتينية، إلا أن جلب جزء، ولو يسير، من الاستثمار الخاص الأجنبي يعتبر بمثابة الأكسجين الذي يضخ في الاقتصاد الجزائري، والذي اعتقد أن يكون له الأثر الحسن.

5- إنشاء وتسيير المؤشرات

لا يمكن التكلم في الوقت الحاضر عن مؤشرات بورصة الجزائر، نظرا لعدم وجود عينة من الشركات المقيدة والتي يمكن أن تعكس -إلى حد ما- نشاط مختلف قطاعات الاقتصاد الجزائري بصدق. أما على المدى المتوسط، فإنه من المنطقي جدا أن ينشأ مؤشر أو أكثر لبورصة الجزائر، ليهتدي به المستثمرون في اتخاذ قراراتهم. وعليه فبإمكان المؤسسات

المالية المتخصصة والمستثمرين الخواص، الوطنيين والأجانب، إنشاء وتسيير مؤشرات بورصة الجزائر وما يتبع ذلك من دراسات وتحاليل للسوق المالية الجزائرية، وتسويق المعلومات بصفة عامة.

يبقى أن نشير إلى أن الاستثمار في بورصة الجزائر، ومهما كان شكله، لا يخلو من المخاطر، شأنه في ذلك شأن الاستثمار في أية بورصة حديثة النشأة. وأعتقد أن للمستثمرين الأجانب، على العموم، تجربة في ذلك ويمكنهم اتباع استراتيجيات التحوط، التنويع وتقاسم المخاطر، مما يحفزهم على استغلال فرص الاستثمار المتاحة.

IV- فرص الاستثمار في القطاع البنكي

أدركت السلطات العمومية منذ الوهلة الأولى أن إصلاح وتحديث القطاع المصرفي يشكل حجر الزاوية في الإصلاحات الاقتصادية. إذ تطلب البدء في تنفيذ تلك الإصلاحات ميكانيزمات تمويل حديثة ومرنة في انتظار إعادة هيكلة القطاع المالي برمته. فمنذ الاستقلال وحتى منتصف الثمانينات كان دور البنوك الجزائرية هو الوساطة بين الخزينة العمومية والمؤسسات الوطنية وليس ممارسة الوساطة المالية وغيرها من الأنشطة المصرفية المعروفة.

في هذا الإطار أعطي بنك الجزائر دوره المعهود في تنظيم ومراقبة القروض، طبقت إجراءات تحفيز البنوك التجارية لرفع المنافسة بينها، كما تمت إعادة توزيع المصادر التي تتوفر عليها الخزينة العمومية على مؤسسات الإقراض (7). كما دعت كافة البنوك لتحسين خدماتها والرفع من قدرات موظفيها بتكوينهم وتدريبهم بما يتماشى والمناخ الاقتصادي والمالي الجديد.

ولتجسيد ذلك أعطيت الاستقلالية لتلك البنوك في اتخاذ العديد من القرارات واعتبرت مؤسسات عمومية اقتصادية، أي تخضع للقانون التجاري تبعا للقانون 86-12 الصادر في 19 أوت 1986 المعدل والمتمم بالقانون 88-06 الصادر في 12 جانفي 1988. ولعل أهم ما جاءت به هذه القوانين الإصلاحية هو إمكانية لجوء البنوك والمؤسسات المالية الجزائرية إلى أسواق رأس المال الأجنبية لجلب الادخار الأجنبي بإصدار الأدوات المالية مثل السندات. وتعتبر هذه الإشارة أول محاولة لربط سوق رأس المال الجزائرية بالأسواق العالمية.

تلا ذلك صدور القانون 90-10 في 14 أفريل 1990 المتعلق بالنقد والقروض، والذي نظم عملية تمويل الاقتصاد الوطني وأبرز دور البنوك والمؤسسات المالية، لاسيما البنك المركزي، والذي أصبح يعرف ببنك الجزائر، وذلك ضمن الإصلاحات الاقتصادية التي تقوم بها الحكومة الجزائرية.

وانطلاقا من هذه القوانين المتعلقة بالقطاع المصرفي وغيرها من قوانين الإصلاحات، فإن الطابع الاحتكاري الذي كان يميز القطاع العام على حساب القطاع الخاص في جميع المجالات، خاصة في الوصول إلى مصادر التمويل، هذا من جهة، والفرقة بين المستثمرين الوطنيين والأجانب من جهة أخرى، قد ألغي. فهذا يزيد من فرص الاستثمار في هذا القطاع الحيوي وعليه يمكن للاستثمار الخاص الأجنبي أن ينشئ بنوكا في الجزائر أو

يفتح فروعاً لبنوك موجودة في بلدان أجنبية، كما يمكنه إنشاء مؤسسات مالية وممارسة الأنشطة المصرفية المعروفة.

ولقد سمح للمستثمرين الأجانب بهذه الأنشطة في إطار التنظيم رقم 93-10 الصادر في 3 جانفي 1993 والذي حدد شروط تأسيس البنوك والمؤسسات المالية الخاصة الوطنية والأجنبية وفروعها(8). ومنذ ذلك الوقت أنشئت العديد من البنوك والفروع مثل فرع البركة السعودي و(Citi Bank) الأمريكي والبنك العربي البحريني (ABC) و(Banque Générale d'Algérie) وغيرها من فروع البنوك الأجنبية. ولعل آخر بنك جزائري تابع للقطاع الخاص يفتح هو بنك آل خليفة. بالإضافة إلى ذلك، يمكن للمستثمرين الأجانب أن يقوموا بـ:

- تأسيس بنوك (Off-shore)، كما هو الحال بالنسبة للبنك الجزائري الليبي الذي يشبه إلى حد ما هذا النوع من البنوك، وقد مول العديد من المشاريع في البلدين، على الرغم من أن التشريعات ليست واضحة بالنسبة لنشاطها في الدولتين(9).
- شراء أسهم البنوك العمومية الجزائرية التي تنوي الحكومة التخلي عن جزء من رأسمالها في إطار برنامج الخصخصة، مما يتيح لهم توظيف جزء من أموالهم في قطاع ما زال يستوعب الكثير من رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية.
- لا تغادر القطاع المالي دون الإشارة إلى أن هناك فرصاً ثمينة للاستثمار في قطاع التأمينات، حيث يتوفر على سوق تفوق قيمتها 23 مليار دينار لا يستغل منها إلا 16 مليار فقط. وأحسن مثال على الاستثمار الخاص الأجنبي في هذا الميدان إنشاء فرع شركة التأمين وإعادة التأمين تراست الجزائر (Trust Algeria)، الذي حقق نجاحاً معتبراً منذ فتحه في منتصف نوفمبر 1997 (10).

٧- الضمانات الممنوحة للمستثمرين

منذ أن قررت تحسين مناخ الاستثمار وفتح الاقتصاد للمنافسة الأجنبية، قامت السلطات العمومية بتوفير أكبر قدر ممكن من الضمانات والتسهيلات قصد طمأنة المستثمرين الأجانب وتمكينهم من تغطية المخاطر في هذا البلد، وذلك على مستويين اثنين على الأقل، هما: المستوى التشريعي وتصريحات المسؤولين على أعلى المستويات.

١- على المستوى التشريعي:

- لقد جاءت كافة التشريعات المتعلقة بالإصلاحات مطمئنة للمستثمرين، سواء كانوا جزائريين أو أجانب. وتشجيعاً للاستثمار الأجنبي بصورة خاصة صدرت قوانين ومراسيم عديدة قدمت بموجبها الضمانات التالية:
- المصادقة على اتفاقية تسوية المنازعات المتعلقة بالاستثمارات بين الدول ورعايا الدول الأخرى، وذلك في المرسوم الرئاسي رقم 95-346 المؤرخ في 30-10-1995 (11).
- المصادقة على الاتفاقية المتضمنة إحداث الوكالة الدولية لضمان الاستثمار، وذلك في المرسوم الرئاسي رقم 95-345 المؤرخ في 30-10-1995 (12).
- المصادقة على انضمام الجزائر إلى الشركة العربية للاستثمار، وذلك في المرسوم

الرئاسي رقم 98-334 الصادر في 26-10-1998 (13).

- المصادقة على الاتفاقية الموحدة لاستثمار رؤوس الأموال العربية في الدول العربية، بالمرسوم الرئاسي رقم 95-306 المؤرخ في 7-10-1995 (14).
- المصادقة على اتفاقية تشجيع وضمان الاستثمار بين دول اتحاد المغرب العربي، بالمرسوم الرئاسي رقم 90-420 المؤرخ في 22-12-1990 (15).
- الترخيص للشريك الأجنبي بتحويل مبلغ أصل استثماراته وأرباحه، وذلك في المرسوم التنفيذي رقم 95-93 المؤرخ في 25-3-1995 (16).
- التوصية بدعم كافة المستثمرين وإزالة الصعوبات التي تعيق تدفق الاستثمار وذلك بإنشاء "الشباك الوحيد". جاء ذلك في المرسومين التنفيذيين رقم 97-319 و 97-320 الصادرين في 24-8-1997 (17).

- إصدار العديد من القوانين والمراسيم الخاصة بالاستثمار الوطني والأجنبي، مثل المرسوم التشريعي 93-12 الصادر في 5/10/1993 والمتعلق بترقية الاستثمار والمراسيم التنفيذية 97-319، 97-320، و 97-321 الصادرة في 24/08/1997 والمتعلقة بصلاحيات وتنظيم وسير الوكالة الوطنية لترقية وتدعيم الاستثمار، ترقية الاستثمار وتكفل الدولة بنفقات المنشآت القاعدية المرتبطة بإنجاز الاستثمارات (الجريدة الرسمية، العدد 57 لسنة 1997).

- تنظيم المنافسة الحرة وترقيتها وحمايتها ومعاينة كل من يعيقها في كافة الأنشطة بما في ذلك الخدمات، وذلك بواسطة مجلس المنافسة (الأمر رقم 95-06 المؤرخ في 25 جانفي 1995 والمتعلق بالمنافسة) (18).

- اعتبار السوق المالية طريقة من طرق خصوصية المؤسسات العمومية وتشجيع مساهمة الجمهور العريض في رأسمالها، (الأمر رقم 97-12 المؤرخ في 19 مارس 1997 والمتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية) (19).

ويبدو من استعراض هذه التشريعات أن الحكومات الجزائرية المتعاقبة تحاول إعطاء ضمانات كافية للمستثمرين الوطنيين والأجانب وتوفير مناخ استثماري حر وشفاف أساسه المصلحة المتبادلة.

2- على مستوى التصريحات الرسمية:

لقد طمأن المسؤولون الجزائريون من أعلى الهرم السلطوي المستثمرين الأجانب وتعهدوا بحماية استثماراتهم وتوفير الشفافية وتذليل المعوقات التي تعترض تدفق رؤوس الأموال نحو الجزائر وذلك في العديد من المناسبات.

إذ أكد رئيس الجمهورية أمام رجال الأعمال الفرنسيين في جوان 2000 على فتح الاقتصاد الوطني أمام الاستثمار الأجنبي وبأن كافة القطاعات الاقتصادية مفتوحة أمام الراغبين في الشراكة والاستثمار ولا يوجد هناك قطاع استراتيجي محظور على الأجانب (20). كما أكد رئيس الحكومة في الملتقى الدولي لفرص الاستثمار والأعمال الذي عقد بالجزائر، للمستثمرين الأجانب استعداد حكومته التام لتقديم التسهيلات والمحفزات، بما في

ذلك تحويل أموالهم وأرباحهم دون صعوبة، مع إمكانية اللجوء إلى التحكيم الدولي في حالة النزاعات (21). بالإضافة إلى ذلك طمأن كل من وزير المساهمة وتنسيق الإصلاحات ووزير الصناعات الصغيرة والمتوسطة ووزير التجارة المستثمرين الأجانب الذين حضروا نفس الملتقى ووعدوا بتذليل العراقيل وتقديم التسهيلات وتخفيض الضغوط الجبائية والجمركية وإصلاح المنظومة التشريعية وكذا تنظيم العقار الصناعي والقضاء على البيروقراطية وتحسين مناخ الاستثمار بصفة عامة (22). كما دعا رئيس جمعية البنوك والمؤسسات المالية الجزائري (ABEF) المستثمرين الأجانب إلى إنشاء بنوك خاصة أو المساهمة في تلك الموجودة حالياً. وهذه دعوة صريحة للاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية، بعد فتحها أمام المنافسة الأجنبية ورفع الصبغة الاحتكارية عنها.

وشرح الوزراء المجالات الاقتصادية التي يمكن للمستثمرين توظيف أموالهم فيها، استثماراً أو شراكة، وهي على الخصوص: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الفلاحة، السكن، الخدمات المالية، المواصلات، الكيمياء والصيدلة، الميكانيك والإلكترونيك، بالإضافة إلى قطاع المحروقات الذي فتح أمام الاستثمار الأجنبي منذ سنة 1992. كما أكد وزير المالية في الملتقى الدولي "الشراكة الخاصة والعمومية" الذي انعقد في الجزائر في 19 سبتمبر 2000 أن قطاعات الهياكل القاعدية، الخدمات العمومية، الطرق، المطارات، الكهرباء، البريد والمواصلات مفتوحة أمام الشركاء الأجانب تمويلاً وتسييراً. ويلاحظ من هذه القائمة المقترحة أهمية وتنوع القطاعات والمجالات التي تنتمي إليها من الصناعة والزراعة والخدمات، مما يعكس تنوع فرص الاستثمار، بما في ذلك الاستثمار في سوق رؤوس الأموال.

وعليه قام المسؤولون الجزائريون في العديد من الملتقيات والمناسبات بتبديد مخاوف المستثمرين الأجانب وحثهم على دخول السوق الجزائرية ووعدوا بتوفير كافة الضمانات اللازمة لتغطية مخاطر استثماراتهم، لاسيما، تحويل أموالهم بكل حرية، ضمان الشفافية في المعاملات، اللجوء إلى التحكيم الدولي في حالة المنازعات وتوفير مناخ أفضل لاستثماراتهم، خاصة مع التحسن النسبي في الوضع السياسي والاقتصادي.

VI - الحوافز والامتيازات

تشجيعاً للتوظيفات بصفة عامة والتوظيفات في سوق رؤوس الأموال بصفة خاصة قدمت السلطات المالية الامتيازات التالية للمستثمرين، وذلك ضمن قانون المالية لسنة 1998 (23):

- إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب،
- إعفاء الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية من الضرائب، سواء كانت لصالح أفراد أو شركات،
- إعفاء الفوائد المحققة من التوظيف في السندات وغيرها من الأوراق المالية التي تمثل ديناً من الضرائب،
- إعفاء العمليات التي تجرى على الأوراق المالية من حقوق التسجيل،
- يقدر العائد على الاستثمار في المتوسط في بورصة الجزائر بـ 7.95 %، مع العلم أن أسعار الفائدة السائدة على المدخرات تقدر بحوالي 7 % وأن معدل التضخم هو 1 % في 2000 حسب التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي لهذه السنة، وتصريح محافظ بنك

الجزائر أمام البرلمان في يوم 06 / 11 / 2000.

بالإضافة إلى ذلك يمكن للمستثمرين الأجانب أن يستفيدوا من الامتيازات التي تمنحها الوكالة الوطنية لتطوير وتدعيم الاستثمارات (APSI). فخلال سنة 1998 استثمر الأجانب في هذا الإطار ما مقداره 70 مليار دينار (حوالي 1 مليار دولار) في قطاع المحروقات واستثمروا في القطاعات الأخرى 85.9 مليار دينار (حوالي 1.22 مليار دولار) (24). كما استثمروا في قطاع الخدمات (عدى السياحة، الصحة والتجارة) أكثر من 34 مليار دينار (حوالي 486 مليون دولار) (25). وأعتقد أن الاستثمار في القطاع المالي قد استحوذ على جزء هام من هذا المبلغ الأخير، لإنشاء البنوك الخاصة والفروع المشار إليها آنفا. وعليه استفادت من الامتيازات التي تمنحها الوكالة والمتمثلة في (26):

أ- أثناء الإنجاز:

- الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة (TVA) على السلع والخدمات التي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار،
- الإعفاء من الضريبة العقارية،
- الإعفاء من رسوم التحويل عند شراء العقارات،
- تطبيق نسبة مخفضة مقدارها 0.5 % من حقوق التسجيل على العقود عند تأسيس الشركات وفي حالة الرفع من رأسمالها،
- تطبيق نسبة مخفضة مقدارها 5 % من الرسوم الجمركية على العتاد والمواد الأولية المستوردة،

ب- أثناء الاستغلال (لمدة تتراوح بين 5 و 7 سنوات)

- الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات (IBS)،
- الإعفاء من الرسم على النشاط الصناعي والتجاري (TAIC)،
- الإعفاء من الدفع الجزافي على أجور العمال (V F)،
- تخفيض نسبة مساهمة أرباب العمل في الضمان الاجتماعي إلى 7 % بدلا من 26 %،
- تطبيق النسبة المخفضة من الضريبة على أرباح الشركات المعاد استثمارها وهذا على مدى حياة المؤسسة،

□ تشجيعا للمصدرين، تم إعفاؤهم من الضريبة على أرباح الشركات والدفع الجزافي على أجور العمال والرسوم على النشاط الصناعي والتجاري بنسبة ما تحققه الشركة من رقم الأعمال من التصدير، وهذا على مدى حياة الشركة أيضا.

VII - خاتمة

من الدراسة السابقة لسوق رؤوس الأموال الجزائرية، ولمناخ الاستثمار بصفة عامة، اتضح أن:

1. الجزائر قد فتحت، وإلى حد ما، اقتصادها للمنافسة الأجنبية،
2. السلطات العمومية وفرت مناخا مقبولا للاستثمار الأجنبي بترسانة قانونية متكاملة، خاصة مع تحسن الوضع السياسي والاقتصادي،

3. هناك تعدد وتنوع فرص الاستثمار في الكثير من المجالات، لاسيما في بورصة الجزائر، في القطاع البنكي والمالي وفي قطاع التأمين، الشيء الذي يزيد من كفاءة توزيع الموارد،
4. إن قطاع الخدمات المالية غير متطور، خاصة من جانب الوساطة وتحاليل السوق، مما يشكل فرصا ثمينة للاستثمار،
5. الشروع في خوصصة العديد من المؤسسات العمومية عبر البورصة يفتح فرصا جيدة للاستثمار الأجنبي، لاسيما مع ضيق السوق المالية الجزائرية. ويبقى على السلطات المالية أن تستفيد من التقنيات الحديثة مثل استبدال الديون الخارجية مقابل مساهمات في تلك المؤسسات (debt-equity swaps).
6. قدمت السلطات العمومية الضمانات القانونية وطمأن المسؤولين الجزائريون من أعلى المناصب المستثمرين الأجانب، بما في ذلك ضمان تحويل أصل رأس المال المستثمر والأرباح المحققة، اللجوء إلى التحكيم الدولي في حالة النزاعات والمصادقة على اتفاقيات ضمان الاستثمار بين الدول والمستثمرين الأجانب.
7. وفرت الحكومة الجزائرية للاستثمار الأجنبي العديد من المزايا الجمركية والضريبية التي قد تمتد من 5 إلى 7 سنوات، كما قد تكون على مدى حياة الشركة.
- وفي الأخير نعتقد أن هذه الضمانات والحوافز كفيلة بجلب العديد من الاستثمارات الأجنبية للجزائر في العشرة الأولى من هذه الألفية، خاصة مع توفر المناخ الملائم لذلك، وعودة الاستقرار السياسي والاقتصادي، ولو نسبيا.

الحواشي

- (1) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 26، لسنة 1991.
- (2) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، لسنة 1993.
- (3) شركة تسيير بورصة القيم، الوثائق الداخلية لبورصة الجزائر.
- (4) تتكون الحزمة من 1500 سهم.
- (5) المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الصادر في 28 ماي 1991 ويتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 26، لسنة 1991.
- (6) القانون التجاري، المواد 715 مكرر و 715 مكرر 1، و المرسوم التشريعي رقم 93-08 الصادر في 25 أفريل 1993.
- (7) Benisad, M., La réforme économique en Algérie, 2eme éd., OPU, 1991, pp. 128-9.
- (8) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 17، 1993.
- (9) Boukrami, S.A., Les questions financières et de change au cours de la transition dans les économies du Maghreb, Annales de l'IEDF, Alger, 1995, p. 239.
- (10) جريدة الخبر، 28-12-1997، ص. 5.
- (11) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 66، لسنة 1995.

- (12) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 66، لسنة 1995.
- (13) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 80، لسنة 1998.
- (14) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 59، لسنة 1995.
- (15) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 6، لسنة 1990.
- (16) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 18، لسنة 1995.
- (17) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 57، لسنة 1997.
- (18) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 9، لسنة 1995.
- (19) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 15، لسنة 1997.
- (20) جريدة الخبر، 17 جوان 2000، ص. 4.
- (21) El WATAN, 12 Juin 2000, p. 3.
- (22) الجرائد الوطنية ليوم 12-06-2000.
- (23) قانون المالية 1998، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 89 الصادر في 31 ديسمبر 1997.
- (24) وبذلك كونت الاستثمارات الأجنبية نسبة 17 % من مجموع المشاريع التي مرت على الوكالة الوطنية لتطوير وتدعيم الاستثمار.
- (25) Conjoncture, N° 57, Août, 1999.
- (26) وثائق الوكالة الوطنية لتطوير وتدعيم الاستثمار (APSI)، المرسوم التنفيذي رقم 97-320 والمتعلق بترقية الاستثمار والقرار الصادر في 2 / 8 / 1995 والمتعلق بتنظيم وتسيير تلك الوكالة.

المراجع الأخرى

- Ahmed , M., & Cooter, S., les Investissements de portefeuille dans les pays en développement, Finance & Développement, Mars 1993.
- Benachenhou, M., Réformes Economiques : dette et démocratie, ed. Ech'rifa, sans date.
- Boukrami, S.A., la Mondialisation de l'économie algérienne, Annales de l'IEDF, 1999.
- Boyd, J.H., and Smith, B. D., The co-evolution of the real and financial sectors in the growth process, W.B. conference, February 16 and 17, 1995.
- Chaufour et al , Growth and financial stability in the Middle east and North Africa, Finance & Development, March 1996.
- COSOB, Guide de l'investisseur, Novembre 1997.
- Djebbar, M., La Privatisation des entreprises publiques: rôle du marché financier, Revue Algérienne des Sciences Juridiques Economiques et Politiques, Volume XXXIV, N° 3, 1996.
- Djebbar, M., Les Marchés financiers émergents: cas de la bourse de Casablanca, Les Cahiers du CREAD N°41, 3eme trimestre 1997.
- Djebbar, M., Stock market indexes. Creation and management, Sook El-mal, Nov/ Dec. 1999.

- Djebbar, M., Financial globalisation and its Impact on developing countries, International Conference, Constantine University, Nov. 1999. [to be published].
 - EL-Erian, M.A., Emerging equity markets in middle eastern countries, W.B. conference, February 16 and 17, 1995.
 - Henry, C.M., the Mediterranean debt crescent, U.P. of Florida, 1996.
 - Internal documents of listed companies (ERIAD, SAIDAL, AURASSI and SONATRACH).
 - Mussa et al., Moderating fluctuations in capital flows to emerging market economies, Finance & Developments,
 - Najar, F., Stock exchange and financial engineering, chabab djamia, Alexandria, 1999.
 - Secrétariat Général du gouvernement (Algeria), Législation de la réforme économique, Avril 1990.
 - Tabatoni, P., & Roure, F., la dynamique Financière, les ed., d'Organisation, 1988.
- September 1999.
- World Bank, Stock markets and economic growth, W.B. Bulletin, Vol. 6, N° 2, March-April 1995.