

سبل تنمية وتطوير سوق الإصدار في الجزائر

الدكتور: خياطة حسان

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس

سطيف - الجزائر

ملخص:

ظلت مشكلة تمويل استثمارات المؤسسات الاقتصادية الوطنية خاصة كانت أم عمومية من المواضيع المطروحة، حيث لم يتم إيجاد حلول لها مما زادها تفاقمًا مع ازدياد الحاجة إلى رؤوس أموال إضافية لتسريع عملية التنمية، ويمكن إيعاز ذلك إلى غياب آلية حقيقية كفيلة بهذه المهمة، والمتجسدة في سوق رأس المال إجمالًا بخائيه: سوق الإصدار وما يوفره من أدوات مالية طويلة الأجل كافية بتعبئة مدخرات المجتمع لخدمة عملية التنمية، وسوق التداول وقدرته على توفير السيولة الكافية لكافة الأطراف من خلال تداول مخرجات سوق الإصدار.

في هذا الصدد ينصب اهتمام الدراسة على دور سوق الإصدار في إيجاد حل لمشكلة تمويل مختلف الاستثمارات القائمة ضمن المؤسسات الاقتصادية الوطنية وبالتكامل مع سوق التداول، حيث تركز الدراسة على واقع سوق الإصدار في الجزائر، مع عرض مفصل للعراقيل التي تواجه هذه السوق بغية عرض مقترحات علّها تشكل سبيلًا لحل الإشكالات القائمة.

مقدمة:

نما لا شك فيه أن المؤسسات الاقتصادية المعاصرة تحتاج إلى تمويل دائم لأنشطتها القائمة وتوسعاتها الاستثمارية، سواء كانت محلية أم دولية، في سبيل توفير الأصول الإضافية اللازمة للاستثمار، لكن الظروف الاقتصادية المعاصرة بما في ذلك التحولات الاقتصادية السريعة، تقتضي من المؤسسات الاقتصادية من أجل البقاء والاستمرارية تحقيق نمو سريع في أصولها وقوتها الإيرادية الشيء الذي يحتم عليها اللجوء إلى أطراف خارجية طلبا للتمويل، لما تتميز به من خصائص نذكر من بينها: كبر حجمها، اتساع رقعة نشاطها، تبنيها لسياسة التنوع في منتجاتها، وما يتطلبه ذلك من توفير إمكانات مادية ومالية ضخمة للوفاء بتلك المتطلبات.

من هنا جاءت ضرورة التوجه نحو التمويل الخارجي خاصة ما تعلق باللجوء إلى الأسواق المالية عموما، وأسواق رأس المال تحديدا لتحقيق ذلك. ونظرا لما تمثله أسواق رأس المال بما فيها أسواق الإصدار وأسواق التداول من أهمية بالنسبة للاقتصادات المعاصرة، ارتأينا تسليط الضوء على واقع وسبل تنمية وتطوير سوق الإصدار في الجزائر حتى يضطلع بمهمته في إفراز الكم والنوع الكافيين من الأدوات المالية الكفيلة بإحداث نشاط على صعيد سوق التداول في الجزائر، لما خدّين السوقين من ترابط وتكامل في أدوارهما، فوجود سوق التداول مرهون في الأساس بوجود سوق الإصدار، هذا الأخير مرتبط في استمرار نشاطه بمدى كثافة نشاط سوق التداول.

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور سوق رأس المال بشكل عام، وسوق الإصدار بشكل خاص ضمن سوق المال في الجزائر، وتركز الدراسة جزءاً من اهتمامها على تشخيص المعوقات التي اعترضت سوق الإصدار في الجزائر في أداء دوره المتعارف عليه، وانطلاقاً من هذا التشخيص يمكن توفير عوامل نجاح تلك السوق من خلال تجاوز كافة العراقيل. فالدراسة

تهدف في هذا المستوى إلى الخروج بنتائج ودلالات تسمح بعرض مقترحات وحلول تتلاءم مع معطيات الاقتصاد الجزائري.

I- موقع سوق الإصدار من سوق المال:

تعرّف الأسواق المالية (Financial Markets) بأنها مكان التقاء رغبات عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)¹، وظيفتها الرئيسية نقل جزء مهم من مدخرات المجتمع إلى استثمارات ذات جدوى اقتصادية، كما يقصد بها "مجموعة القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع إلى أفراد ومؤسسات وقطاعات أخرى"²، من هذا المنظور يرى البعض أن دور السوق المالية ينحصر في تحقيق ثلاثة جوانب رئيسية³:

- تحقيق التلاقي بين البائعين والمشتريين، وبالتالي تحديد سعر أصل مالي معين.

- خلق آلية للمستثمر لبيع أداة مالية معينة.

- تقليص تكلفة المعاملات في إتمام عمليات البيع والشراء.

للقيام بتلك المهام تنقسم السوق المالية إلى سوقين أساسيين: سوق رأس المال (Capital Market)، وما يدعى بسوق النقد (Money Market) "يشترك كلاهما في صفة وجود مجموعات من طالبي وعارضي الأموال في أية لحظة"⁴. مع الإشارة إلى أن هذا التقسيم

¹ - محمد عبيد محمد مصطفى، تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 1.

² - محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، 1992، ص 15.

³ - Peter S. Rose. Money And Capital Markets, Mc Graw Hill Editions, 7ed. 1999, P12.

⁴ - Frank J Fabozzi, Franco Modigliani, Capital Institutions and Instruments, Prentice Hill Editions, 1992, P11.

يستند إلى عامل الزمن حيث يرتبط نشاط سوق رأس المال بالآجال الطويلة، ويرتبط نشاط سوق النقد بالآجال القصيرة. وتنقسم سوق رأس المال ضمن سوق المال إلى سوقين: سوق الإصدار أو السوق الأولي (Primary Market)، وسوق التداول أو السوق الثانوي (Secondary Market).

1-1 مكونات سوق رأس المال:

نظرا لما تشهده المؤسسات الاقتصادية المعاصرة من كبر في حجمها، وتوسع في استثماراتها وتنوع هائل في منتجاتها، جعلها في بحث دائم عن مصادر تمويل لأنشطتها الحالية والمستقبلية، باستخدام أدوات مالية طويلة الأجل، وهو الأمر الذي لا يمكن لأي مؤسسة الحصول عليه إلا في ظل توفر الاقتصاد على ما يسمى بسوق رأس المال وبالتحديد سوق الإصدارات الجديدة، في هذا الإطار تعرف سوق رأس المال بأنها "تلك السوق التي تتكفل بإيجاد الأدوات المالية التي ترتبط بآجال تفوق السنة الواحدة"¹.

إن سوق رأس المال إجمالا وسوق الإصدار تحديدا هي تلك السوق التي تلجأ إليها المؤسسات بحثا عن مصادر تمويل طويل الأجل، إما بعرض كل أو جزء من رأس مالها للاكتتاب العام، وتسمى بذلك شركات مساهمة، أو من خلال تحملها لدين يمثل القيمة النقدية للسندات التي تطرحها للاكتتاب. ويتم العملية من خلال السوق الأولي ليتم في مرحلة ثانية تداول تلك الأوراق ضمن السوق الثانوي على اعتبار أن سوق رأس المال تضم مكونتين: سوق الإصدار وسوق التداول نفصلهما فيما يلي.

1-1-1 سوق الإصدار أو السوق الأولي (Primary Market):

هي تلك السوق التي تتكفل بإيجادها مؤسسات متخصصة في مجال التمويل، تعرض من خلالها أوراقاً مالية أصدرت للمرة الأولى لحساب شركات خاصة أو حكومية، وعادة ما

¹ - Lu'ary Minwer Al Rimaoui, Capital Markets, the Arab Review, Vol 3, N°2, Oct 2001, P34.

تطلق على تلك المؤسسات تسمية بنوك الاستثمار (Investment Bank)، ويعرفها أحد الباحثين بأنها "السوق حيث يكون بائع الورقة المالية هو مُصدرها"¹.

إن بنوك الاستثمار كمنظمات مالية متخصصة في تغطية الإصدارات، كثيرة الانتشار في الاقتصادات المتقدمة، وتغيب في الاقتصادات النامية ليتم تعويضها ببعض البنوك التجارية، للقيام بدورها الذي ينحصر في كونها مؤطر لعملية الإصدار، وتقديم المساعدة اللازمة لمجموع الشركات الراغبة في إصدار أوراق مالية من خلال تقديم النصيح والاستشارة بشأن عملية الإصدار من حيث حجمها الأمثل، توقيتها المناسب، عرض بدائل تمويل أخرى على الجهة المصدرة. كما تتكفل بنوك الاستثمار بكافة الإجراءات التنفيذية ذات الصلة بعملية الإصدار، مع حرصها على إتمام عملية الاكتتاب من خلال إعلام الجمهور عن طريق تكثيف الإعلام بمجرد الاتفاق مع الجهة الراغبة في الإصدار، وإبرام عقد يضمن حقوق الطرفين.

I-2 سوق التداول أو السوق الثانوي (Secondary Market):

هي تلك السوق التي تتداول فيها كافة الأوراق المالية المصدرة وتعرف بأنها "السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة"²، وتطلق عليها تسمية الأسواق المنظمة (Organised Securities Exchanges)، تتواجد في مكان معلوم تتلقى فيه جميع رغبات العرض والطلب بخصوص الأوراق المالية.

إن تواجد سوق التداول يعني في الحقيقة توفير إمكانية ثانية لتوظيف مدخرات المجتمع التي لم تتح لها فرصة الاستثمار في أوراق مالية طرحت للاكتتاب ضمن سوق الإصدار، من

¹- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 21.

²- محمد عبده محمد مصطفى، المصدر السابق، ص 5.

مسبل تنمية وتطوير سوق الإصدار في الجزائر ----- أ. عناية حسان
هنا فإن لبورصة الأوراق المالية مجموعة وظائف أهمها: "التمويل، التسعير، وإعادة توزيع رأس
المال الاجتماعي للمؤسسات"¹.

II- نشأة سوق الإصدار في الجزائر:

شكل استحداث صناديق المساهمة من خلال القانون رقم 88-01 المؤرخ في 12
جانفي من عام 1988 النواة الأولى لبروز ملامح سوق رأس المال في الجزائر عموما وسوق
الإصدار تحديدا، حيث تضمن التشريع سالف الذكر القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية
الاقتصادية؛ ففي مادته الحادية عشرة نص القانون على أن "تمارس الدولة، والجماعات المحلية
المساهمة في المؤسسات العمومية الاقتصادية حقها على الملكية بواسطة صناديق المساهمة التي
يسند إليها تسيير حافظة الأسهم الحصرية التي تصدرها المؤسسات العمومية الاقتصادية مقابل
دفع رأس المال"².

بفعل هذا التحول أصبحت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية شركات مساهمة، يفترض
فيها إمكانية تداول أسهمها، غير أن التشريع في هذه الفترة لم يطرح فكرة إيجاد سوق لتداول
الخصص في شكل متوجات مالية.

من هذا المنطلق وابتداءً من عام 1990 بدأ التفكير الجدي في توفير مناخ تشريعي
لإصدار وتداول المتوجات المالية المرتبطة بالمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، ففي هذا التاريخ
دخلت المؤسسات فعليا مرحلة الاستقلالية، ومارست أنشطتها في ظل وجود صناديق
المساهمة، حيث قررت السلطة في الثلاثي الأخير من عام 1990 إنشاء سوق لهذا الغرض، وتم
بالفعل إنشاء ما يسمى بشركة القيم المتقولة (Société Des Valeurs Mobilières)،

¹ - مصطفى رشدي شبيحة، النقود والمصارف والائتمان، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر،
1999، ص 162.

² - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02، 1988، ص 32.

سبل تنمية وتطوير سوق الإصدار في الجزائر -----، حماية حسان

لتشهد هذه الأخيرة تحولا تعلق بتغيير التسمية لتصبح بورصة القيم المنقولة، بفعل القرار الصادر عن الجمعية الاستثنائية لها، لتتبع هذه العملية بتحول آخر أعمق من سابقه بفعل صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993 والذي كرس بالفعل إنشاء سوق رأس المال في الجزائر، وحدد نظامه العام وشروط التعامل فيه.

لقد حاول المشرع من خلال نص المادة الثالثة من القانون رقم 93-10 المعدلة بنص المادة الثانية من القانون رقم 03-04¹ المؤرخ في 17 فبراير من العام 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، إبراز التنظيم العام لسوق رأس المال في الجزائر من خلال ثلاث هيئات: ما يدعى في صلب النص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، وما يطلق عليه شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، إلى جانب ما يسميه القانون بالمؤمن المركزي على السندات. مهمتها تسهيل إصدار وتداول مختلف الأدوات المالية ضمن سوق رأس المال، ولعل ما يهمنا في هذا الإطار ما تعلق بسوق الإصدار تحديداً، وهو الجانب الذي ركز عليه المشرع من خلال تحديد الشروط العامة الواجب توافرها في القيم المنقولة حتى تكتسب حق التداول في البورصة، وهو ما تناوله الفصل الثاني من القرار رقم 97-03² المؤرخ في 18 نوفمبر من العام 1997، حيث حدد بوضوح شروط قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، وأوكل في ذلك المهمة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من خلال نص المادة السادسة عشرة حيث "ألزم الشركات التي ترغب في قبول قيمها المالية للتداول في البورصة على تعيين وسيط يتكفل بمتابعة كل إجراءات القبول والإدخال"³.

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، بتاريخ 2003، ص21.

² - المرجع نفسه، العدد 87، 1997، ص8.

³ - المرجع نفسه.

في هذا السياق وردت جملة من الشروط الواجب تلبثها من قبل كل جهة مصدرة، وكانت نقطة الانطلاق فيها: وجوب أن تكون الصفة القانونية للجهة المصدرة شركة مساهمة حسب القانون التجاري، حتى يكون طلبها محل دراسة من قبل اللجنة حسب ما نصت عليه المادة الثلاثون من القرار رقم 97-03 السالف الذكر، كما يشترط حسب نص المادة الواحدة والثلاثين على الشركات الراغبة في الحصول على قبول قيمها في التداول بأن "تكون قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للمستين الماليين السابقين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول ما لم تقرر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خلاف ذلك"¹، إلى جانب جملة من الشروط المهمة نوردها من خلال النقاط التالية²:

1- أن تقوم الشركة بإعداد تقرير تقييمي لأصولها عن طريق عضو من المنظمة الوطنية لمحترفي المحاسبين غير منسوب الحسابات للشركة، أو أي خبير تعترف اللجنة بتقييمه عدا أحد أعضائها، والذي يمثل جانباً مهماً للغاية يعكس حقيقة الجهة المصدرة، أو الرغبة في الدخول إلى البورصة باعتبار العملية سوف تعكس القيمة الحقيقية لأوراقها المالية.

2. يشترط في جميع الشركات أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة المالية التي تسبق إيداع طلب القبول في البورصة، وبإمكان اللجنة أن ترى خلاف ذلك بما يتناسب والظرف السائد.

3- أن يكون قسط رأس المال المكتتب فيه لا يقل عن مئة مليون دينار، وأن يمثل الاكتتاب الإجمالي 20% من رأس المال، مع التذكير في هذا الإطار أن القانون يميز في إطار عملية التخصيص لشركات المساهمة المتنازل عن 20% مع فسخ المجال لتلك الشركات في رفع النسبة بما يتلاءم ووضعتها.

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 87، 1997، ص 9.

² - المرجع نفسه، العدد 87، 1997، القرار رقم 97-03: المواد (32، 34، 43، 46).

سبل تنمية وتطوير سوق الإصدار في الجزائر ----- أ. حجابة حسان

4- يجب أن يصل عدد المكتتبين إلى 300 مكتتب على الأقل، وأن يملكوا فرادى 5% من رأس مال الشركة كحد أقصى.

5- بالنسبة لسندات الدين يجب أن لا يقل ثمنها عن مئة مليون دينار يوم الإدخال، يكتب فيها على الأقل 100 مكتتب.

إن استحابة الشركات المصدرة للشروط السابقة التي لم تكن جميعها وإنما أهمها، يمكنها من الحصول على موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بقبول تداول قيمها في البورصة، بعد عملية إدخال رسمية حتى تكون مقيدة بمجدول التسعيرة، وفي هذا الصدد نصت المادة الخمسون من القرار رقم 97-03 على أنه: يتم إدخال سندات رأس المال التي قررت اللجنة قبولها في البورصة وفق أحد الإجراءات الآتية¹:

- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

- إجراء العرض للبيع بسعر محدود.

- الإجراء العادي.

ما أطلق عليه القانون إجراءات تُعد طرقاً تُستخدم عادة في إدخال القيم المنقولة في جدول التسعيرة لتكون محل أول جلسة تداول، وتلتزم وفق القانون شركة تسير بورصة القيم بالتبليغ بافتتاح إدخال قيمة منقولة عن طريق إعلان في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، موضحة بذلك مجموعة بيانات مفصلة تخص هوية الشركة المصدرة، الوسطاء المتابعين لعملية القبول والإدخال، عدد الأوراق أو ما يسمى وفق القانون بالسندات وطبيعتها وخصائصها إلى جانب السعر المقترح من قبل المدخلين، بالإضافة إلى الإجراء المقرر للتسعيرة الأولى، ويكون هذا الإعلان محل نشر رسمي بأسبوعين على الأقل قبل أول تسعيرة، وعلى ذكر الإجراء المقرر للتسعيرة من الجدير التذكير بطبيعة تلك الإجراءات وكيفيةها.

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 87، 1997، ص 8.

III- نتائج سوق الإصدار في الجزائر:

اقتصر الأمر في الجزائر على الشركات الآتي بياناها:

01- مؤسسة الرياض سطيف التي تنشط في مجال الصناعات الغذائية (مطاحن- مسا مد)، والتي يقدر رأس مالها بعد الإصدار الجديد بخمسة ملايين دينار وبعدد أسهم إجمالي يبلغ خمسة ملايين سهم بقيمة اسمية هي 1000 دج للسهم الواحد، وقد تم طرح مليون سهم للاكتتاب العام بسعر إصدار قدره 2300 دج، والتي تمثل 20 % من إجمالي رأس مال الشركة، وتم الاكتتاب فيها في الفترة ما بين الثاني من شهر نوفمبر من عام 1998 والخامس عشر ديسمبر من نفس السنة عبر شبائيك البنوك التجارية التي لعبت دورا هاما في تصريف كافة عمليات الإصدار، وقد شهدت أسهم مؤسسة الرياض سطيف أول تسعيرة في البورصة بتاريخ 13-09-1999 وهي الجلسة الأولى لبورصة الجزائر.

02- مؤسسة التسبير الفندقية الأوراسي التي طرحت للاكتتاب العام أسهما بلغ عددها 1200000 سهم جديد، تمثل 20 % من إجمالي رأس مالها المقدر ب 1.5 مليار دينار بعد عملية الإصدار، مقسم على عدد أسهم إجمالي مقدار بستة ملايين سهم بقيمة اسمية مقدارها 250 دج للسهم الواحد، سغرت لأول مرة بالبورصة بتاريخ 14 فبراير من العام 2000.

03- مجمع صيدال المتخصص في الصناعات الدوائية، من المؤسسات الرائدة في هذا المجال، والتي يبلغ رأس مالها 2.5 مليار دينار، مقسم على عدد أسهم بلغ العشرة ملايين سهم بعد الإصدار الجديد، طرحت للاكتتاب ما نسبته 20 % من إجمالي رأس المال أي ما يعادل المليون سهم، وبقيمة اسمية قدرها 250 دج للسهم الواحد، تم تسعيرها بالبورصة في أول جلسة لها بتاريخ 20 سبتمبر من العام 1999.

04- سندات دين تتعلق بمؤسسة سونا طراك، تم قيدها بالبورصة بتاريخ 18-10-1999 وبأجل استحقاق في 03-01-2003، بقيمة إجمالية قدرها 12.126 مليار دينار.

سبل تنمية وتطوير سوق الإصدار في الجزائر ----- أ. حياية حسان

05- سندات دين لمؤسسة اتصالات الجزائر، تم طرحها في شهر سبتمبر من العام 2006، وبأجل استحقاق في 17-11-2011، وبقيمة اسمية قدرها 10000 دينار، لتكون قيمتها الإجمالية 20 مليار دينار.

06- سندات دين لشركة الخطوط الجوية الجزائرية، تم طرحها في 02-11-2004 وبأجل استحقاق في 01-12-2010، وبقيمة اسمية قدرها 10000 دينار، لتكون قيمتها الإجمالية 14.18 مليار دينار.

07- سندات دين لشركة المساهمة - داخلي - (DAHLI)، تم طرحها في 11-01-2009 لمدة سبع سنوات وبقيمة اسمية قدرها 10000 دينار، لتكون قيمتها الإجمالية 8.3 مليار دينار.

08- سندات دين لشركة سونا لغاز، تم طرحها في 22-05-2005 وبأجل استحقاق في 22-05-2011، وبقيمة إجمالية قدرها 15 مليار دينار. وفيما يلي تلخيص للبيانات السابقة من خلال الجدول الموالي:

الجدول (01): إصدارات السوق الأولي في الجزائر في الفترة 1998-2009

الجهة المصدرة	طبيعة الورقة المالية	تاريخ الإصدار	أجل الاستحقاق	القيمة الاسمية	عدد الأوراق المصدرة
الرياض سطيف	سهم عادي	1998-11-12	/	1000 دج	1000000
صيدال	سهم عادي	1998-02-15	/	250 دج	2000000
الأوراسي	سهم عادي	1999-06-15	/	250 دج	1200000
سوناطراك	سندات دين	/	01-03-2003	/	/
اتصالات الجزائر	سندات دين	سبتمبر 2006	10-17-2011	10000 دج	2000000
الخطوط الجوية الجزائرية	سندات دين	2004-11-02	12-01-2010	10000 دج	1418000
مؤسسة داخلية	سندات دين	2009-01-11	01-11-2015	10000 دج	830000
سونلغاز	سندات دين	2005-05-22	05-22-2011	10000 دج	1500000

المصدر: تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

فبالتمعن في النتائج السابقة نجد أن السوق حققت ما معدله إصدار واحد خلال السنة من تاريخ أول إصدار، وهو ما لا يتوافق مع معطيات واحتياجات الاقتصاد الوطني في جانبه التمويلي.

IV- سوق الإصدار في الجزائر: (مشاكل تواجه سوق الإصدار في الجزائر)

إن النتائج السابقة كانت بمثابة مؤشرات قوية عكست الأداء العام لسوق الإصدار في الجزائر الذي هو بحاجة ماسة إلى إقلاع، ولعل تحديد أسباب هذا الإقلاع يستحق قدراً من التفصيل بهدف استخلاص نتائج دقيقة تقودنا إلى تحديد مواطن الضعف ووصف الحلول المناسبة، وتعلق تلك الأسباب في الأساس بالجوانب التالية:

IV-1 منظومة الخصوصية:

الجزائر اليوم أمامها فرصة حقيقية لتنشيط سوق الإصدار، وتفعيل نشاط سوق التداول، بما يؤهلها مستقبلا للعب دور أكثر أهمية على صعيد تنمية الاقتصاد الوطني، فتكون بذلك آلية كفيلة باستقطاب مدخرات المجتمع لخدمة التنمية، ويجعلها كفيلة باستقطاب الرأسمال الأجنبي، وإتاحة فرصة أكثر أمام تفعيل مشاريع الشراكة الجزائرية الأجنبية.

IV-2 تفعيل ثقافة الاستثمار المالي:

أثبت واقع التعاملات في بورصة الجزائر ميول المستثمرين للربح دون تحمل المخاطرة، جعلت من الدولة المبادر بالاستثمار والفرد فيها عاملا، و مستهلكا لا يعد مشاركا في عملية البناء الاقتصادي من خلال عملية الاستثمار وتحمل تبعاته السلبية والإيجابية، ولعل الفترة السابقة أقصت بالفعل مبادرات القطاع الخاص وأعطت الأولوية للقطاع العام مما أفقد الخواص روح المبادرة والتطوير، وبالتالي افتقارهم للوعي الاستثماري المنتشر عبر الأقطار الليبرالية. وما يؤكد رأينا بهذا الخصوص التوجه المتسارع للمستثمرين نحو التخلص من الأوراق المالية التي يحوزهم دون إبداء رغبة شراء تقابلها، مما خلق فجوة واسعة بين إجمالي عروض البيع وطلبات الشراء والتي خلقت احتلالا في السوق، وانعكست على الأسعار الجارية للأوراق المتداولة. أضف إلى ذلك الميول المفرطة للمستثمرين نحو تمكك السندات دون الأسهم وهو ما يعكس نقص الخبرة والمعرفة في ميدان التعامل بالأوراق المالية. في سيادة هذا الوضع فإن إنشاء سوق رأس المال لم يجد إقبالا وقبولا عاما لدى جميع الأطراف.

IV-3 إبراز ثقافة الإعلام الاقتصادي:

جانب في غاية الأهمية خاصة في غياب الوعي الاستثماري الحقيقي كونه جانبا تحسيسيا كان بإمكانه أن يشكل دفعة قوية لسوق الإصدار خاصة في الفترة التي سبقت دخولها في النشاط الفعلي، وهي المدة التي قاربت الست سنوات، فتجاهل المحيط الخارجي فالدولة أثر سلبا على نشاط سوق رأس المال بصفة عامة.

إضافة إلى ذلك لا يد على القائمين على شؤون سوق رأس المال بما فيها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، أن تراعي هذا الجانب وتعطيه أهميته القصوى، وتبني برامج تحسيسية وإعلامية واسعة النطاق بغية نشر وعي استثماري لدى الفرد الجزائري، وحثه أكثر على الاستثمار في القيم المصدرة قصد إبعاده عن منافذ الاستثمار الأخرى التي لا تخدم في كثير من الأحيان ما تسطره الدولة وتسعى إلى تحقيقه.

فالسؤال المطروح: كيف يمكن تصور نشاط فعلي لسوق الإصدار في ظل جهل غالبية مفردات المجتمع لوجوده أصلا؟ وإن وجد فهم يجهلون دوره وأهدافه، وفرص الاستثمار التي ي طرحها. ولا ينتظر قطعا بأي حال من الأحوال تفعيل نشاطه في ظل مثل هذا الوضع الذي يستدعي تحركا سريعا وهادفا علّه يحافظ على ما بقي من هذا الجهاز.

IV-4 توقيت إطلاق المشروع:

شكّل إنشاء سوق رأس المال في عام 1993 حدثا بارزا على الصعيد الاقتصادي، وتطلب الأمر في ذلك مرور قرابة الست سنوات حتى تسجل السوق نشاطا فعليا، لعدم توفر الأدوات المالية الممكن تداولها إلا بعد صدور قانون الخوصصة، كسياسة اقتصادية جديدة انتهجتها الجزائر في الثلاثي الأخير من عام 1995، لتكفل العملية بتسييم أول شركة دخلت بورصة الجزائر فعليا في أول جلسة تسعيرة بتاريخ 13-09-1999، وقد مثلت الفترة السابقة فراغا كبيرا جعل من هذا الجهاز بالنسبة للعارفين بأهميته مجرد نصوص قانونية لا أكثر ليصبح بعد ذلك كيانا ماديا بدون أي نشاط يذكر، مما أفقده، - إن صح التعبير - بريقه وأحاطه بحجج من الشك من حيث قدرته على القيام بدوره التمويلي المتعارف عليه. هذا من جهة، ومن جهة أخرى تزامن ذلك مع مواجهة الدولة لظرف مالي خائف ساهم بقدر كبير في فشل هذه السوق الناشئة قبل أن تبدأ نشاطها، ويعود الأمر حسب نظرنا إلى خطأ في توقيت إطلاق مثل هذا الجهاز، وعدم توخي الدقة والحذر المطلوبين دائما في اختيار القرصة المناسبة لذلك،

سبل تنمية وتطوير سوق الإصدار في الجزائر ----- أ. خديجة حسان

وتحضر الظروف الاقتصادية والمالية، والهيكلية التي يفترض أن تتعامل معها هذه السوق بشكل إيجابي، وإقبال جمهور المستثمرين على التعامل معها بأقل قدر من التحفظات.

IV-5 أسلوب التمويل التقليدي:

تأصل لدى الوحدات الاقتصادية والمستثمرين بشكل عام سلوك التمويل بالأسلوب التقليدي في وجود وساطة مالية لا ترقى في تنظيمها وأدائها إلى المستوى المطلوب، ففي الوقت الذي تقلص فيه دور الوساطة المالية في التمويل طويل الأجل في الاقتصادات المتطورة، يشهد الاقتصاد الجزائري تأصل فكرة التمويل عن طريق البنوك وما يميزها من ارتفاع في كلفتها، مقارنة بالتمويل عن طريق سوق رأس المال باستخدام إصدارات السوق الأولي، وتفعيل التداول على مستوى السوق الثانوي. إن غياب آلية التمويل عن طريق سوق رأس المال يحرم الاقتصاد الجزائري من عدة مزايا توفرها تلك السوق، كما أنها تنفر المستثمرين الأجانب من إتمام مشاريع شراكة على المستوى الوطني، لذلك فإن الوضع الراهن يدفع بالوحدات الاقتصادية للتعامل مع البنوك التي لا توفر الخدمات التي تعرضها مثيلاتها في الاقتصادات المتقدمة.

من هذا المنطلق فإن الاقتصاد الجزائري في جانبه التمويلي يعاني اليوم مشكلة مزدوجة، تتمثل من جهة في غياب سوق أولي وسوق ثانوي على درجة مقبولة من النشاط والكفاءة، ومن جهة ثانية في وجود وساطة مالية تحتاج إلى تفعيل حتى تقوم بالدور المنوط بها، وتكون عامل دفع للاقتصاد من خلال قيامها بدور أساسي وفعال في تنشيط سوق المال على مستوياته المختلفة.

IV-6 نشاط سوق التداول:

إن استمرار وتطور نشاط سوق الإصدار يتوقف بدرجة كبيرة على مدى نمو وتطور نشاط التداول في السوق الثانوي، ولعل نتائج بورصة الجزائر شكّلت عاملا حاسما في تراجع سوق الإصدار في الجزائر، كون ما أصدر من أوراق مالية لم يلق الإقبال الكافي وكذلك

سبل تنمية وتطوير سوق الإصدار في الجزائر ----- أ. حياية حسان

شطب سندات الدين لشركة سوناطراك لوصول أجل استحقاقها، ودخول مؤسسة الرياض سطيف في عملية عرض عمومي للسحب يتعلق بقيمتها المنقولة وفق ما كفله القانون في مادته الثالثة والسبعين من القرار رقم 97-03 السالف الذكر.

إن التمتع في الظروف والأسباب الواردة سابقا، يدرك أنه ينبغي الأخذ بعين الاعتبار متغيرات محيطه سواء تعلق الأمر بالمستثمرين، أو الشركات وكل طرف ذي علاقة بنشاط السوق، ولذلك لا بد من تفعيل ثقافة استثمار حقيقية وتمكين البورصة على الساحة الاقتصادية عموما والمالية بشكل خاص، نتيجة ضعف عمليات الاتصال والإعلام. إلى جانب ذلك وجوب إدراك المشرفين على شؤون شركات القطاع العام والقطاع الخاص لأهمية التمويل عن طريق أسواق رأس المال.

٧- سبل تطوير سوق الإصدار في الجزائر:

* يعد تفعيل سياسة الخصوصية وفق أسلوب السوق المالية، من الحلول الأساسية في دفع سوق الإصدار إلى الأمام، فمما لا شك فيه أن هذه الطريقة شكّلت عامل دفع قوي لكثير من أسواق الإصدار في العالم، غير أن الماضي في تطبيقها في الجزائر يستدعي من الجهات المكلفة بعملية الخصوصية التحضير المسبق لها، وبشكل جيد ودقيق، يجنب الشركات المخوصصة مواجهة مصير الشركات التي خضعت لنفس الطريقة في السنوات السابقة والمدرجة حاليا بالبورصة، كون هذه الأخيرة بحاجة إلى إصلاح حتى تضمن لنفسها البقاء، وتضمن لكافة الشركات الممكن إدراجها تجنّب الفشل.

من بين الأمور التي نراها مهمة في خصوصية المؤسسات العمومية عبر السوق المالية، نؤكد على ضرورة فتح رأس مال الشركات المعنية بنسبة تتفوق 50%، حتى تكون مساهمة الأطراف الخارجية أكبر من مساهمة الدولة، وبالتالي ترك زمام الإدارة بجهات يُفترض فيها السعي لتحقيق وتعظيم العائد، وينبغي في هذا الإطار عدم ربط مسألة بقاء الدولة كميّمين على النشاط الاقتصادي من خلال ما تملكه في مؤسسات القطاع العام، فبقاء هذا الوضع

معناه إبقاء الذهنات السابقة في إدارة المؤسسات الاقتصادية، وإقصاء كل مبادرة بإمكانها دفع الاقتصاد الوطني إلى تحقيق الكفاءة، والفعالية.

في نفس السياق، ولأجل دفع الخصوصية عبر السوق المالية، يمكن لمتخذي القرار إحلال هذه الطريقة في الخصوصية محل الخصوصية وفق إجراءات المزايدة، إذا ما تعلق الأمر بمؤسسات ذات أهمية استراتيجية سواء من حيث نوعية المنتج الذي تقدمه، أو القطاع الذي تنشط فيه، أو بالنظر لحجم موجوداتها، مثل شركات الإسمت التي خضعت في مرحلة سابقة لعملية تنازل كلي وفق إجراء المزايدة، لكن دون جدوى، ويستحسن أن تقوم الدولة على تحضير هذه المؤسسات من خلال تأهيلها لعملية التنازل، لتعرض أسهمها للاكتتاب العام. بما يحقق عدة أهداف، من بينها المساهمة في جمع مدخرات المجتمع لخدمة التنمية المحلية، مع إمكانية اجتذاب رؤوس أموال أجنبية، والمهم في هذا الصدد تنشيط دور سوق الإصدار من خلال إفراز أدوات مالية تنشط التداول في السوق الثانوي.

من الجوانب المهمة أيضا في الخصوصية عبر السوق المالية، مسألة تقييم أصول المؤسسات المعنية بالعملية، فقد ثبت ميدانيا كما بينت الدراسة أن سوء عملية التقييم ينعكس سلبا على بعض عمليات الخصوصية التي تمت وفق هذه الطريقة، وعليه نؤكد على أهمية المسألة، وأن يؤخذ بعين الاعتبار: أن الأمر يتطلب في الواقع إمكانات بشرية مؤهلة للقيام بذلك، وتتطلب العملية معلومات دقيقة تعكس حقيقة الشركات الخاضعة للتقييم، وبالتالي تتصور أن المهمة حساسة وبحاجة إلى الاستعانة بمكاتب خبرة أجنبية لها تجربة في هذا المجال.

* الاهتمام أكثر بالجانب الإعلامي لدور سوق الإصدار، من خلال الحملات الإعلامية للتعريف بها، والمزايا التي تحققها للاقتصاد الوطني، وتستهدف تلك الحملات جمهور المستثمرين سواء كانوا أفرادا، أم بنوكا تجارية، أو شركات تأمين، بالإضافة إلى القائمين على شؤون المؤسسات الاقتصادية، تابعة للقطاع العام أو الخاص والممكن أن تكون في الفترة المقبلة معنية بإصدارات جديدة، ولإنجاح هذه العملية على الدولة توفير الدعم الكامل والوقت

الكافي لها، وذلك بإشراك المتخصصين في المجال المالي، وبإشراف كل من شركة تسيير بورصة القيم، ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ونؤكد على ضرورة تنويع الاتجاهات التي تنظم فيها تلك الحملات بين الملتقيات الخاصة بذوي الاهتمام بالموضوع، وكذا الأوساط الجامعية، ومنظمات أرباب العمل، إلى جانب الحملات الإعلامية على الصعيد السمعي البصري، والمكتوب أيضا.

في هذا السياق نؤكد على ضرورة التركيز على الجانب التحسيسي للشركات، عمومية كانت أم خاصة، من حيث عرض المزايا الإيجابية التي يتيحها التمويل باللائوسطة المالية، وعرض الفروق الموجودة في الواقع على صعيد تكلفة هيكل رأس المال بين التمويل بالوساطة المالية، والتمويل عن طريق اللأوسطة المالية، فالأمر في تصورنا يستدعي عرض حالات عملية، لتتضح الصورة أكثر لدى القارئ على إدارة شؤون تلك الشركات، إذ بات واضحا لنا من خلال الزيارات الميدانية للعديد من الشركات والمؤسسات الاقتصادية والمقابلات الشخصية عدم إدراك ذلك من قبل الكثير من الميسرين لها، خاصة على مستوى مؤسسات القطاع الخاص.

* ينبغي الحرص عند القيام بإصدارات جديدة على طرح أوراق مالية بأسعار إصدار في متناول أكبر عدد من المكتتبين، بهدف تجميع أكبر قدر من المدخرات وتوجيهها لخدمة التنمية الاقتصادية.

* لضمان دور فعال لسوق الإصدار نؤكد على أهمية عملية اختيار المؤسسات المرشحة للخصوصية، والتي يفترض فيها توفر عامل الجذب للمستثمرين المحليين والأجانب، على عكس ما ثبت في الميدان إذ تبين أن عملية الخصوصية في الفترة السابقة استهدفت في أغلب الأحيان شركات مفلسة أو على وشك الإفلاس، وفي أحسن الحالات شركات تعاني من متاعب مالية.

* تفيد الأدبيات ذات العلاقة بأسواق رأس المال أن الأسهم العادية المضمونة شكّلت ملاذا للمشروعات الجديدة المدرجة في البورصة، والشركات غير المعروفة، كما شكّلت هذه الأسهم عامل ضمان بالنسبة للمستثمر، ونعتقد أن سوق الإصدار في الجزائر في أمس الحاجة إلى توفير عامل الضمان المفقود لدى المستثمر، وذلك عن طريق تسهيم بعض مؤسسات القطاع العام وعرضها للاكتتاب العام في شكل أسهم عادية مضمونة، وتمثل كويونات التعويض المرفقة بالأسهم العادية المضمونة عامل الضمان للمستثمر مقابل إمكانية انخفاض قيمتها في السوق عند بداية التداول.

* تشجيع المؤسسات الاقتصادية عمومية أم خاصة، والتي لا ترغب في التمويل بالملكية (طرح رأس مالها للاكتتاب العام)، على الإقبال على التمويل بالدين في شكل سندات، والابتعاد ما أمكن عن التمويل عن طريق البنوك التجارية، ويمكن في هذا الإطار إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو إصدار سندات ذات فائدة متغيرة.

* يمكن للخرينة العمومية المساهمة في تنويع الأوراق المالية بالبورصة، عن طريق إصدار سندات خزينة تطرح للتداول، وباعتبارها صادرة عن جهة مضمونة الدفع، فإنه يمكنها جذب المستثمرين على حيازتها بكتافة، بالشكل الذي يضمن لسوق الإصدار نشاطا إضافيا، وذلك في ظل مبول المستثمرين في الجزائر إلى تلك السندات على حساب الأسهم.

* بالنظر لحجم الديون المستحقة على مؤسسات القطاع العام تجاه الخزينة، يمكن للمؤسسات العمومية المعنية بتلك الديون إصدار سندات تطرح للاكتتاب، بما يضمن تحصيل الخزينة لديونها المستحقة من جهة، ومن جهة أخرى تمكين السوق من إصدار كم هائل من الأوراق المالية تسمح بتنويع المحافظ المالية للمستثمرين، ولأجل ضمان الإقبال على حيازتها يمكن إصدار سندات مكفولة بضمانات.

* تتطلّب المرحلة المقبلة إعادة النظر وبصفة شاملة في الكوادر البشرية المؤطرة لنشاط كل من شركة تسيير بورصة القيم، ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فبالنظر لحدثة

التجربة في الجزائر، ونقص الإدراك بأهميتها والدقة التي تطبعها، من الضروري إعطاء أهمية أكبر للعنصر البشري المرتبط بنشاط السوق، من حيث استيفائه للشروط التي حددها القانون، مع التركيز على نوعية التكوين المطلوب، والتخصص في المجال، وإخضاع جميع العناصر البشرية لدورات تكوين متخصصة تمكنهم من الإلمام بكافة جوانب السوق.

خاتمة:

إن الحديث عن نشاط كثيف لسوق رأس المال عموما وسوق الإصدار تحديدا على صعيد الدول النامية، لا يمكن أن يتم إلا عن طريق ضمان كم وتنوع هائل في الأوراق المالية. لقد أثبتت أدبيات الموضوع من جهة، وتجارب الدول المتقدمة من جهة أخرى قوة الترابط والتلاحم بين كل من سوق الإصدار وسوق التداول، وهو الأمر الذي وجد فيه الباحث موضوعا جديرا بالبحث نظرا للأهمية التي يشكلها هذا الموضوع خاصة على مستوى الاقتصادات النامية بشكل عام وعلى مستوى الاقتصاد الجزائري بشكل خاص، حيث انصب الاهتمام على تشخيص وضعية سوق الإصدار في الجزائر وماله من انعكاسات سلبية على صعيد إتمام دوره في تمويل الاستثمارات الجارية والمستحدثة على مستوى المؤسسات الاقتصادية الوطنية خاصة كانت أم عمومية.

لقد بينت الدراسة مستدلة بنتائج التجربة الحديثة لسوق الإصدار في الجزائر والتي تجاوزت عشرينيتها الأولى وجود قصور في أداء تلك السوق وعلى كافة الأصعدة: سواء من حيث قدرته على استقطاب شركات القطاع الخاص، أو مساهمته في تسهيم المؤسسات الاقتصادية العمومية ضمن سياسة الخصوصية، أو من حيث عدد الإصدارات المحققة في الميدان خلال هذه الفترة والتي لا ترقى إلى أدنى المستويات المسجلة على صعيد الكثير من الأسواق الناشئة. وقد بات واضحا استنادا إلى هذا التقييم أن سوق الإصدار بوضعه الراهن بعيد كل

البعد عن تبوأ دوره ومكانته في الاقتصاد الوطني، كما استنتجت الدراسة من خلال وصف وتحليل معطيات السوق أن الوضعية الحالية ما هي إلا نتاج عوامل كثيرة منها ما هو داخلي ويتعلق بالأجهزة المشرفة على نشاط السوق، ومنها ما يرجع إلى العوامل المحيطة والتي لم تخضع لعملية تقييم وتأهيل. كما توصلت الدراسة إلى عرض حلول من شأنها تشكيل مخرج لبعض المعوقات التي تواجه سوق الإصدار في الجزائر، إذا وجدت الاهتمام والتطبيق في الميدان، مع الإشارة إلى أن الدراسة عاجلت جوانب مهمة من الإشكالية المطروحة وتبقى إشكالات كثيرة أخرى ذات الصلة بهذا الموضوع جديرة بالتناول بالبحث والدراسة المعمقة لكي تتكامل الجهود في حل إشكالية تمويل عمليات الاستثمار القائمة ضمن المؤسسات الاقتصادية الوطنية والمساهمة بشكل إيجابي وفعال في تحقيق نهضة اقتصادية حقيقية.