

تطور سوق الإصدار المغاربي: الجزائر-المغرب-تونس للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

الدكتورة: نوال بن لكحل

المركز الجامعي تيبازة

ملخص:

يرتبط تطور أسواق الأوراق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، و مع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليين و نمت أسواق الأسهم و السندات. ولتحديد مدى تطور الأسواق المالية وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات التي من شأنها أن تسهل فهم العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والتطور الاقتصادي التي تسمح للاقتصاديين و أصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم و إجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور الأسواق المالية بها. لذلك وفي إطار المقارنة بين تطور الأسواق للأوراق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتونس اعتمدنا مؤشر حجم الإصدار لتحليل الأداء .

الكلمات المفتاح: الأسواق المالية المغاربية، الإصدار، التمويل، المنتجات المالية

Résumé :

Le développement d'un marché financier est lié au développement de l'économie de son pays . L ère passée de développement économique était caractérisée par une domination des banques commerciales sur le secteur financier, et avec le développement économique qui a connu spécialisation de l'intermédiation économique ont progressé les marchés des titres financiers.

Les économistes ont adopté plusieurs indices Pour déterminer le niveau de développement des marchés financiers et sa relation avec les différents indices économiques .ce qui permet aux gouvernements de classer leurs pays par procédure de comparaisons.

ont adopté dans le cadre de comparaison du développement des marchés financiers maghrébins : Algérie-Maroc-Tunisie ,l'indice du volume des émissions afin d'analyser les performances de ces marchés.

Mots clefs : marchés financiers maghrébins, émission, financement, titres financiers.

مقدمة

إن الهدف من وجود البورصة كسوق ثانوي، ليس فقط من أجل التداول وإنما لتشجيع سوق الإصدار، بحيث نرى من خلال سوق الإصدار، تطور التمويل المباشر باللجوء إلى

تطور سوق الإصدار المغاربي: الجزائر-المغرب-تونس

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

السوق المالي، والمتمثل أساسا في الطلب العمومي للادخار والمكون من مجموع عمليات التمويل المباشر، أي العمليات التي تتمكن من خلالها الجهة المصدرة (جهة عمومية أو خاصة) من تجميع رؤوس الأموال من الجمهور على شكل دين (بطرح سندات جديدة)، أو مساهمات في رأس المال (بطرح أسهم جديدة).

يعتبر سوق الإصدار، أحد أهم المؤشرات التي يمكن أن نحكم بها على مدى نمو سوق الأوراق المالية وتطوره. وحتى تتسنى لنا المقارنة، كون أن القيم المقدمة بالعملة الوطنية لكل بلد، ارتأينا أن نقدم قيمة كل عملة بالدولار الأمريكي من أجل توحيد القيم.

الجدول رقم (1): تطور العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي (متوسط الفترة) 2000-2011

الجزائر (دينار جزائري)	المغرب (درهم مغربي)	تونس (دينار تونسي)	
63.266	9.803	1.239	2000
74.796	10.626	1.373	2001
77.215	11.303	1.439	2002
79.682	11.021	1.422	2003
77.395	9.574	1.289	2004
72.061	8.868	1.246	2005
73.276	8.865	1.297	2006
69.292	8.192	1.280	2007
64.583	7.750	1.231	2008
72.647	8.057	1.349	2009
71.780	8.237	1.365	2010
74.707	8.345	1.370	2011

Source; Economic statistics bulletin 2011 P9

كذلك يمكن تقديم مقارنة بين الدول المغاربية، من خلال مستوى الادخار وإقبال المستثمرين من مختلف الشرائح الاجتماعية للاستثمار والتوظيف في القيم المنقولة.

الجدول رقم (2): معدل الادخار المحلي المغاربي من الناتج المحلي الإجمالي (%)

الدول	2001 - 1998	2005 - 2002	2011-2006
الجزائر	36	47	54.5
المغرب	18	19	30.8
تونس	24	21	21

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- تقرير الاتحاد الإفريقي حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا لسنة 2008.

- قاعدة بيانات البنك العالمي <http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS> يتبين من الجدول السابق، أن كلا من المغرب وتونس يتميزان بضعف مستوى الادخار المحلي، بالمقارنة مع الجزائر التي تتوفر على مدخرات مهمة.

1- تقديم الأسواق المالية

أسواق الأوراق المالية هي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولين و المستثمرين، أو المقرضين والمقترضين لبيع أو شراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو ما يطلق عليهم السماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل بدرجة مخاطرة محددة وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وفي نفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية لدى الممولين.

إنّ العمل داخل البورصة يكون بداية بقيام مصدري الأوراق المالية بعرضها على المدخرين للاكتتاب فيها، وهذا اللقاء يمثل الدورة المالية الأولى وهو ما يسمى بالسوق الأولي أو سوق الإصدار، يلي ذلك خطوة ثانية تتمثل في قيام حاملها ببيعها مقابل سيولة نقدية لإعادة استثمارها في استثمارات بديلة وهذا ما يخلق دورة مالية ثانية تسمى بالسوق الثانوية أو سوق التداول.⁽¹⁾

يمثل الدخول للبورصة مرحلة جوهرية وكبيرة في حياة المؤسسة ويمكن أن تُحقق من خلالها العديد من الأهداف:⁽²⁾

1-1 رفع رأس المال: ويعد هذا العامل أهم دافع لعملية الدخول للبورصة مما يجعل من البورصة مصدراً بديلاً للتمويل.

1-2 الرغبة في توسيع قاعدة المساهمين: حيث أنّ قرار الدخول للبورصة يسمح للمساهمين القدامى بالتنازل عن أسهمهم في السوق، وأيضاً تدعيم مركزهم إذا أرادوا، كما يسمح ذلك بدخول مساهمين جدد من مختلف المستثمرين في القطاع الاقتصادي و المالي.

1-3 زيادة شهرة المؤسسة: إنّ دخول المؤسسة للبورصة يدعّم صيت المؤسسة خاصة بزيادة مصداقيتها والثقة فيها وتحسين صورتها على المستوى المحلي والدولي. أن تكون المؤسسة مدرجة بالبورصة فهذا يوفر لها حضوراً إعلامياً مستمراً، ومن شأن تنامي الشهرة و المصداقية تيسير علاقات المؤسسة مع المؤسسات التي تتعامل معها يومياً من بنوك و إدارة، كما أنّ مواردها البشرية ستصبح تنظر إليها على أنّها أكثر صلابة و جاذبية مما يغذي حماسهم وولاءهم لها.

1-4 الاستفادة من امتيازات جبائية: إنّ الدخول للبورصة يسمح للمؤسسة في الكثير من الأحيان من الاستفادة من وضعية جبائية خاصة وجيدة.

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

1-5 التقييم الدائم للمؤسسة: تخضع أصول المؤسسة المسعرة في البورصة إلى عملية تقييم مستمرة مما يسهل عمل دائئها بمعرفة الوضعية الحقيقية للمؤسسة. و في الأخير يمكن القول أن الإدراج في البورصة يساهم في الوصول إلى مستوى معتبر من النضج، التوسع و النجاح.

2- تطور سوق الإصدار في الجزائر: يتميز سوق الإصدار في الجزائر بالضعف، ويتجلى ذلك من خلال محدودية عدد الشركات المدرجة في البورصة، حيث يمكن تلخيص إجمالي الإصدارات التي عرفها السوق المالي الجزائري في مايلي:

الجدول رقم (3): القروض السندية المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2005)

السعر	(%)	الاستحقاق	السنوات	مليار دج	البيان
102.43	3.5	2011/12/27	7	1.8	مؤسسة سونغاز
99.16	4.0	2014/03/31	9	3.3	الشرط الأول (إعادة فتح)
96.65	4.2	2016/03/31	11	4.9	الشرط الثاني الشرط الثالث
100	3.5 3.75 4.00 4.25 5.00 7.00	2011/05/22	6	15.9	سونلغاز(الجمهور الواسع)
98.91	4.00	2011/05/18	6	12.32	مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية
102.23	2.75	2010/07/20	5	5	المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية
99.92	2.75	2007/11/13	2	6.5	مؤسسة اتصالات الجزائر
99.75	3.00	2008/11/13	3	3.35 3.15	الشرط الأول الشرط الثاني
100.09	2.75	2007/11/13	5	8 4.08	المؤسسة الوطنية للحفر
100.12	3.00	2008/11/13	6	3.92	الشرط الأول الشرط الثاني
100.34	3.75	2011/11/18	5	5 2.93	مؤسسة سفيتال
100.05	4.00	2012/11/18	6	2.07	الشرط الأول الشرط الثاني

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

المجموع	62.72 مليار د ج
---------	-----------------

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقرير السنوي للجنة مراقبة و تنظيم البورصة، 2005 ص 21-

24

كانت أول عملية إصدار لشركة سوناطراك وشركة رياض سطيف عام 1998، ليتبعه بعد ذلك إصدار لشركتي صايدال والأوراسي في عام 1999، لتشهد بعد ذلك البورصة توقفا لعمليات الإصدار إلى غاية 2003، عندما أصدرت شركة إعادة تمويل الرهن العقاري سندات دين مؤسستي، وفي سنة 2004 قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية وشركة سونلغاز، بتدعيم سوق السندات عن طريق تسجيل إصدار سندات دين كليهما، وفي سنة 2005 شهد سوق السندات إصدارات لسبع (07) قروض سنديه بمبلغ 62.72 مليار دينار، مقابل مبلغ 44.89 مليار دينار في سنة 2004، أي تسجيل ارتفاع نسبته 39.7%³.

شهد سوق السندات في سنة 2006 إصدار أربعة قروض سنديه أخرى⁴. وهي كما يوضحها الجدول التالي:

الجدول رقم (4): القروض السنديه المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2006)

البيان	مليار د ج	السنوات	الاستحقاق	(%)	السعر
مؤسسة سونلغاز	11.65	9	2015/05/16	4.65	100
الشرط الأول	6	11	2017/05/16	4.85	100
الشرط الثاني	5.65				
المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية	8	5	2011/06/14	3.30	99.33
الشرط الأول	4.45	6	2012/06/14	3.50	99.2
الشرط الثاني	3.55				
المؤسسة العربية للإيجار المالي	3.65	5	2011/07/19	3.85	99.76
الشرط الأول		6	2012/07/19	4.00	100
الشرط الثاني					
اتصالات الجزائر	21.59	5	2011/10/17	4.00	100
المجموع	44.89 مليار د ج				

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2006

تم سحب سند رأسمال الرياض سطيف من البورصة بتاريخ 6 ديسمبر 2006 بطلب من المصدر، الذي قدم ملف عرض علني للانسحاب، طبقا للتشريع المعمول به، وجاء هذا الطلب إثر قرار مجلس مساهمات الدولة سحب الشركة من البورصة قصد التنازل عنها للقطاع الخاص.

تطور سوق الإصدار المغاربي: الجزائر-المغرب-تونس

للمنتوجات المالية خلال الفترة 2000-2011

على غرار سنة 2005 وسنة 2006 فقد دعم سوق السندات سنة 2007 بإصدار ثلاثة قروض سنديّة أخرى، رغم انخفاض قيمتها بالمقارنة مع سنتي 2005 و 2006. وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (5): القروض السندية المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2007)

السعر	(%)	الاستحقاق	(السنوات)	(مليار د ج)	البيان
99.63	3.85	2012/01/11	5	3.3	الشركة العربية للإيجار
100	4.20	2009/06/3	2	0.5	شركة التعليم المهني عن بعد و التزويد بخدمات الانترنت
110	4.80	2011/06/3	4	0.3	
				0.2	
100.41	3.85	2012/12/6	5	4	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار
7.8 مليار د ج					المجموع

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2007

لم يسجل سنة 2008 أي إصدار جديد فيما يتعلق ببيع رأس المال، حيث أصبح قسم بورصة الجزائر يضم سهمين اثنين: مؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة صايدال. ينبغي التذكير بأن سهم رياض سطيف سبق أن كان موضوع طلب علني للانسحاب سنة 2006، وقد تحقق هذا الطلب.

سلّمت اللجنة أثناء سنة 2008 ثلاث تأشيرات لثلاث قروض سنديّة (نفس العدد من التأشيرات في سنة 2007)، غير أن مبلغ الأموال التي تم رفعها، وصلت إلى 36 مليار دينار مقابل 7.8 مليار دينار سنة 2007، وأخذت مجموعة سونلغاز حصة الأسد بمبلغ 30 مليار دينار. من ضمن التأشيرات التي سلمتها اللجنة في سنة 2008، التأشيرة الممنوحة للمذكرة الإعلامية عن القرض السندي للشركة المساهمة دحلي، ودخلت هذه الشركة للمرة الأولى إلى هذه السوق. كما يجدر التذكير بأنها كانت أول شركة من القطاع الخاص تقوم بإصدار قروضا موجهة للجمهور الواسع، وكانت القروض السنديّة السابقة الصادرة عن القطاع الخاص توجه للمستثمرين المؤسسين⁽⁵⁾

الجدول رقم (6): القروض السندية المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2008)

السعر	(%)	تاريخ الاستحقاق	سنوات	(مليار د ج)	البيان
100	7	2014/07/28	06	30	مؤسسة سونلغاز 14
100	4	2016/01/11	07	8.3	دحلي
38.3 مليار دينار د ج					المجموع

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2008

قررت اللجنة العامة للخرينة العمومية القيام بتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة ببورصة الجزائر، وتمثل هذه السندات مبلغا قدره 145 مليار دينار، وبلغ عدد السندات التي تم إدخالها ستة عشر (16) سندا، تتوزع على ثلاث فترات إنضاج، مدتها سبع (7) سنوات وعشر (10) وخمسة عشر (15) سنة. و جرت أول جلسة لتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة يوم 11 فبراير سنة 2008.

تصدر الدولة سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة، عن طريق المناقصة في السوق الأولي لقيم

الخرينة

بهدف إعادة تفعيل سوق البورصة الوطنية، عبر تزويدها بسندات سيادية على المدين المتوسط والطويل، كذلك إعداد منحى مردودية يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة، كما أن إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة إلى البورصة، سوف يسمح للمستثمرين بالحصول على سندات سائلة ومأمونة، ويعطي عمقا لسوق قيم الدولة، والمساهمة في إضفاء حركية جديدة على البورصة .

يندرج إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة في البورصة ضمن إطار الإصلاحات المالية، التي بادرت بها وزارة المالية، بهدف تطوير السوق المالي التي تمثل موردا مكملا ضروريا للتمويل المصرفي.

سلمت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة خلال سنة 2009، تأشيرتين بناء على مذكرتين إعلاميتين تتعلقان بمبلغ قدره 31 مليار دج، حيث تم تسليم التأشير الأولى لمؤسسة سونلغاز على مبلغ إصدار قدره 25 مليار دج؛ وأما التأشير الثانية فقد تم تسليمها لمجموعة مؤسسة الأشغال العمومية "حداد" التي دخلت للمرة الأولى إلى سوق القروض السنديّة لرفع مبلغ قدره ستة (06) ملايين دينار (6).

الجدول رقم (32): القروض السنديّة المصدرة في السوق الجزائري خلال سنة (2009)

البيان	المبلغ (مليار د ج)	المدة	تاريخ الاستحقاق	(%)
مؤسسة سونلغاز	25	09		3.75
الشرط الأول	10	11		4
الشرط الثاني	15			
مؤسسة حداد	6	5	2014/12/14	4.10
المجموع	31 مليار د ج			

للمنتوجات المالية خلال الفترة 2000-2011

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2009

كما سجّلت السنة المالية 2009 ثلاثة (03) إصدارات جديدة لسندات استحقاق شبيهة للخبزينة بأجال 7 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة الممثلة في الجدول التالي:

الجدول رقم (7): سندات استحقاق شبيهة للخبزينة المصدرة سنة 2009

صنف السندات	العدد	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق
07 سنوات	01	2009/01/21	2016/01/24
10 سنوات	01	2009/02/18	2019/02/20
15 سنة	01	2009/03/18	2024/03/18

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2009، ص 39

تميزت سنة 2010 بإدراج سهم جديد لشركة أليانس للتأمينات، بتاريخ 02 نوفمبر 2010، ويجدر بنا الإشارة هنا أنه يعتبر أول إدراج لسهم منذ سنة 1999 (وهو تاريخ إدراج سهم صايدال).

نتائج العملية كالاتي: 1.338.346 سهم يملكهم 5374 شخص طبيعي

181.625 سهم تملكهم 04 هيئات

276.248 سهم يملكهم أشخاص معنويون

3.635 سهم يملكهم 16 عون عام

4.657 سهم يملكهم 56 عامل.

سعر الإصدار: 830 دج.

كما سلّمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، خلال سنة 2010، تأشيرة واحدة تتعلق بملياري دينار تخص المؤسسة المالية " الائتمان الإيجاري المغاربي بالجزائر "، مدة إنضاجه خمس (05) سنوات، إضافة إلى أنها سجّلت ثلاثة إصدارات جديدة متعلقة بسندات استحقاق شبيهة للخبزينة بأجال 7 - 10 - 15 سنة، بقيمة إجمالية 19.9 مليار. نقدم هذا الإصدار حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (8): سندات استحقاق شبيهة للخبزينة المصدرة سنة 2010

صنف السندات	العدد	القيمة (دج)	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق
07 سنوات	01	5000.000	2010/11/03	2017/03/05

تطور سوق الإصدار المغاربي: الجزائر-المغرب-تونس

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

2020/03/18	2010/03/17	5000.000	01	10 سنوات
2025/04/07	2010/04/07	4990.000	01	15 سنة

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2010

شهدت سنة 2011 إصدار واحد: الخزينة العمومية التي قامت بإصدار 3 خطوط بقيمة 15

مليار دج.

الجدول رقم (9): سندات استحقاق شبيهة للخزينة المصدرة سنة 2011

صنف السندات	القيمة (مليون دج)	العدد	تاريخ الإصدار
07 سنوات	5000.000	01	11/04/06
10 سنوات	5.000.000	01	11/05/04
15 سنة	5.000.000	01	11/06/01

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2011

يمكن تلخيص تطورات سوق الإصدار في الجزائر خلال الفترة (2000-2011) حسب

الجدول التالي:

الجدول رقم (10): تطور سوق الإصدار في الجزائر خلال الفترة (1998-2011) (الوحدة:

مليار دج)

2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
----	-----	----	----	----	1.5	4.8	الأسهم
49.29	2.18	----	----	----	---	12	السندات
----	2.18	00	00	00	1.5	16.8	المجموع
2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
----	1.433	----	----	----	----	----	الأسهم
----	02	31	44.3	7.8	44.89	62.72	السندات
15	19.9	226.245	145	----	----	----	س إ ش خ
15	23.333	257.245	149.3	7.8	44.89	62.72	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة

للمنتوجات المالية خلال الفترة 2000-2011

الجدول رقم (11): معدل تطور سوق الإصدار في الجزائر خلال الفترة (1998-2011)

(%)

2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
2161+	----	----	----	----	91 -	----	∑ الإصدارات
2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
36 -	90 -	72+	1814+	83 -	29-	27.24+	∑ الإصدارات

المصدر : من إعداد الباحثة

عرف سوق السندات في الجزائر تراجعاً "معتبراً" سنة 2011، حيث بلغ قيمة إجمالية قدرها 32.36 مليار دج، مقابل 69.85 مليار دج سنة 2010 (6.53 %)، كما أن هذا التراجع يعود إلى غياب عمليات تجديد وتمويل السوق عقب انتهاء أجل 3 قروض من ضمن القروض السندية الخمسة المؤشرة في البورصة.

يتعلق الأمر بالقرض السندي لشركة الخطوط الجوية الجزائرية المقدر بـ 14.1 مليار دج، الذي انتهى أجله في ديسمبر 2010، والقرض السندي سونلغاز المقدر بـ 15.9 مليار دج، الذي انتهى أجله في ماي 2010، والقرض السندي لاتصالات الجزائر المقدر بـ 21.5 مليار دج الذي انتهى أجله في أكتوبر 2011.

كما تم تعويض بين سنتي 2009 و 2011 أكثر من 50 مليار دج، دون أن تكون هناك عملية واحدة لتمويل هذه السوق.

يتميز سوق الإصدار في الجزائر بالعشوائية، بحيث نلتبس أن كل الإصدارات التي شهدتها بورصة الجزائر، لا تندرج تحت أي خطة إقتصادية أو مالية، فأمام عزوف الشركات العمومية والخاصة عن الانضمام للتعامل على مستوى السوق، بقي السوق يجرى بشكل أساسي من طرف الخزينة بإصدارها لسندات استحقاق شبيهة للخزينة، إذ تهدف السلطات الحكومية من خلال هذا الإجراء إعادة تفعيل سوق البورصة الوطني، عبر تزويده بسندات سيادية على المدين المتوسط والطويل، ومن خلال التمكين أيضا بإعداد منحى مردودية يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة، كما يسمح إدخال سندات استحقاق شبيهة للخزينة إلى البورصة، للمستثمرين بالحصول على سندات سائلة ومأمونة، بحيث يكون الهدف المنشود من خلال هذه العملية إعطاء عمقا لسوق قيم الدولة والمساهمة في إضفاء حركية جديدة على مستوى بورصة الجزائر (7).

للمنتوجات المالية خلال الفترة 2000-2011

2- تطور سوق الإصدار في المغرب: عرف سوق الإصدار سنة 1999، إصدارات مقدرة بـ 3.8 مليار درهم، مسجلا انخفاضا بنسبة 11% مقارنة بسنة 1998، في حين سجّلت الأسهم مضاعفتها بثلاث مرات، نتيجة لعمليات الدمج والامتصاص. بينما بقيت إصدارات السندات الخاصة جد محدودة وإصدارات سندات الخزينة باتجاه الانخفاض، بينما القروض العمومية تقلصت بـ 50% أين انتقلت من 2 مليار درهم سنة 1998 إلى 791 مليون درهم لسنة 1999⁽⁸⁾.
تميزت سنة 2000 بارتفاع إصدارات السندات بنسبة 211% مقارنة بالسنة السابقة، ويرجع هذا أساسا إلى:

- أول إصدار لسندات قابلة للتحويل إلى أسهم والمتعلقة بالشركات المغفلة بقيمة 400 مليون درهم.

- إصدار CIH إصدارين بقيمة 291 و 50 مليون درهم على التوالي، من أجل تمويل السكن الاجتماعي⁽⁹⁾.

تبقى الإصدارات السنوية سنة 2001، بمعناها طلب القرض باللجوء إلى السوق المالي، جد ضعيفة (6.5% من المخصص الإجمالي لرأس المال الثابت)، مقارنة باستعمال القروض البنكية، غير أنه عرف ارتفاعا نسبته 70% هذه السنة مقارنة بالسنة الماضية.

يعتبر القرض المصدر من طرف ONA أهم إصدار سندي مّيز سنة 2001، الذي مجمله موجه للمستثمرين المؤسسين، أين حملت العملية سندات مدتها 5 سنوات بقيمة مليار درهم، وتعتبر عملية استثنائية، إذ أنها أول عملية طلب عمومي للادخار بهذا الحجم. بينما يقدر إصدار BNDE بـ 600 مليون درهم⁽¹⁰⁾.
عرف سوق إصدار الأسهم سنة 2002، ركودا لصالح سوق إصدار السندات الذي عرف انتعاشا، حيث ارتفع بنسبة 141% مقارنة بالسنة السابقة، فقد عرفت سنة 2002 تسعة (09) إصدارات مقابل إصدارين (2001).⁽¹¹⁾

شهد سوق إصدارا لأسهم لسنة 2003، ارتفاعين لرأس المال لقيمة إجمالية تقدر بـ 251 مليون درهم لمؤسستين مسعرتين :

- La Marocaine Vie: من خلال رفع رأس مالها بقيمة 151 مليون درهم؛

- Sofac CREDIT: من خلال رفع رأس مالها بقيمة 100 مليون درهم؛

ليرتفع إصدار الأسهم لسنة 2003 بنسبة 257% مقارنة بسنة 2002.⁽¹²⁾

عرف سوق الإصدار سنة 2004، تطورا كبيرا ليبلغ قيمة تفوق 12 مليار درهم مقارنة بـ 7.5 مليار درهم سنة 2003 أي نمو بنسبة 60%.

سجّلت سنة 2004 ارتفاعا مهما في إصدار السندات الخاصة المقدرة بـ 4.230 مليون درهم، كذلك قدّرت سندات الخزينة لهذه السنة 4.384 مليون درهم مقابل 642 مليون سنة 2003، ويرجع هذا الارتفاع أساسا إلى زيادة أسعار الفائدة المرافقة للسندات.

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

يبقى ارتفاع إصدار الأسهم جد متواضعا، إذ يقدر بحوالي 5% من مجموع الإصدارات، إلا أنه ارتفع مقارنة بسنة 2004 بنسبة 100%⁽¹³⁾.
قدّرت إصدارات سنة 2005 بـ 12.2 مليار درهم، وهو تقريبا نفس قيمة إصدار سنة 2004. وهو ناتج عن تطورين باتجاهين متعاكسين:
- ارتفاع هام لزيادة رأسمال Afriqua Gaz بـ (01) مليار درهم و CIH بـ 1.850 مليار درهم؛

- انخفاض الإصدار السندي مقارنة بسنة 2004 بنسبة 21%؛
كذلك من أهم ما تميزت به سنة 2005 هو إصدار سندي من طرف La SFI من مجموعة البنك العالمية، لقيمة تقدر بـ (01) مليار درهم، حيث تعد هذه العملية أول إصدار سندي يطرح من قبل مصدر غير مقيم.⁽¹⁴⁾

بلغت الإصدارات الإجمالية لسنة 2006 قيمة 10.7 مليار درهم، أي تراجع بالنسبة لقيمة إصدارات السنة السابقة بنسبة 12%. ويرجع هذا نتيجة للانخفاض الملحوظ والهام المشهود في إصدارات الأسهم لهذه السنة، كذلك إصدارات سندات الخزينة قصيرة الأجل، ورغم ارتفاع الإصدارات للسندات المتوسطة والطويلة، غير أنها لم تكن قادرة للتعويض⁽¹⁵⁾.

عرفت سنة 2007 ارتفاعا غير مسبوق للإصدارات التي فاقت في مجملها قيمة 26.5 مليار درهم، ويسجل هذا كتطور كبير بالنسبة للسنة السابقة أي بنسبة نحو 147%.

يرجع هذا الارتفاع أساسا في اللجوء المكثف للبنوك وإلى الإصدار على مستوى سوق شهادات الإيداع، من أجل تمويلهم على المدى المتوسط والطويل، بحيث قدّرت قيمة هذه الإصدارات بقيمة 14.6 مليار درهم سنة 2007 مقابل 3.5 مليار درهم سنة 2006.

كذلك لا بد من تسجيل التطور الكبير الذي عرفه سوق إصدار الأسهم لسنة 2007 مقارنة بـ 2006 (+750%)، ويرجع الفضل في هذا أساسا للشركات العقارية الرأسمالية، التي طلبت إدراجها في البورصة (2007)، التي نذكر منها La CGI برأسمال قدره 2.1 مليار درهم، بينما الإصدارات الأخرى حققت ارتفاعا في رأس المال بقيمة 2.3 مليار درهم، نذكر منها شركة Douja Promotion Groupe Addoha التي حققت ارتفاعا في رأس المال النقدي بـ 2.1 مليار درهم.⁽¹⁶⁾
إن ارتفاع الإصدارات سنة 2008 إلى ما يقارب 53 مليار درهم، أكثر من مرتين إصدارات السنة السابقة، ويعود ذلك إلى الاحتياجات الهامة للبنوك والتي لجأت بشكل واسع إلى إصدار السندات وشهادات الإيداع.⁽¹⁷⁾

انخفض إجمالي الإصدارات من 52.68 مليار درهم سنة 2008 إلى 44.17 مليار درهم سنة 2009 أي بنسبة (- 16%)، يرجع سبب هذا الانخفاض إلى تراجع الإصدارات على مستوى إصدارات السوق

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

المتوسط وطويل الأجل (- 6.6%)، والتراجع على مستوى إصدارات السوق قصيرة الأجل (- 58.6%)، حيث بعد الديناميكية التي شهدتها السوق منذ سنة 2004 والمتعلقة بالإدراجات للقيم الجديدة في البورصة، عرفت سنة 2008 قلة عدد الإدراجات، لتتعدم في سنة 2009، والتي لم تشهد أي طلب دخول لأي مؤسسة جديدة. غير أن السوق شهد عمليات الرفع في رأس المال للمؤسسات المسعرة مسبقا من خلال خمس (05) جهات مصدرة من خلال طلب عمومي للدخار، ثلاث منها تحققت من خلال تحويل الأرباح إلى أسهم، واحدة بالاكتتاب العددي، وواحدة بالتقديم العيني.⁽¹⁸⁾

عرف سوق الإصدار المغربي تطورا كبيرا ومهما خلال سنة 2010، ليرقى إلى قيمة إجمالية تفوق 71 مليار درهم مغربي، أي ارتفاع بنسبة 73.1% مقارنة بالسنة السابقة.

يرجع هذا الارتفاع أساسا إلى زيادة الإصدارات على مستوى السوق المتوسط وطويل الأجل (+71.8%)، الذي عوّض انخفاض إصدار السوق قصيرة الأجل من سندات الخزينة (-1.7%).

على غرار سنة 2009، لم يشهد السوق المالي المغربي خلال سنة 2010 أي عملية إدراج لأسهم جديدة.⁽¹⁹⁾

ارتفعت إصدارات السوق الإجمالية سنة 2011 إلى قيمة تفوق 75 مليار درهم، أي ارتفاعا بنسبة (6.4%) مقارنة بسنة 2010. من أهم عوامل هذا الارتفاع نذكر:

- ارتفاع الإصدارات على مستوى السوق المتوسط وطويل الأجل (+4.1%)، إضافة إلى ارتفاع إصدارات

شهادات الإيداع (+1.7 مليار درهم)، وإلى إصدار سندات مؤسسات التمويل (+1.6 مليار درهم)؛

- ارتفاع الإصدارات على مستوى السوق القصير الأجل (+60.9%)، من خلال إصدار سندات الخزينة (+2.1 مليار درهم)؛

- كل هذا مع ثبات ارتفاع إصدار الأسهم عند القيمة 7.3 مليار درهم.⁽²⁰⁾

الجدول رقم (12): تطور سوق الإصدار في المغرب خلال الفترة (1999-2011)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
إصدار الأسهم (مليار درهم)	2.74	2.1	0.67	0.07	0.25	0.52	3.06	0.56
%	72	42	11	1	4	5	25	6
إصدار السندات (مليار درهم)	1.06	3.3	5.21	7.8	7.25	11.56	9.16	10.14
%	28	58	89	99	96	95	75	94
مجموع الإصدارات	3.8	5.4	5.8	7.9	7.5	12.08	12.2	10.7

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011
إصدار الأسهم (مليار درهم)	4.76	3.77	2.5	7.34	7.33
%	18	8	6	11	10
إصدار السندات (مليار درهم)	21.72	48.91	41.67	63.8	68.39
%	82	92	94	89	90
مجموع الإصدارات	26.48	52.68	44.17	71.14	75.72

المصدر: من إعداد الباحثة

الجدول رقم (13): معدل تطور سوق الإصدار في المغرب خلال الفترة (1999-2011) (%)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004
إصدار الأسهم	---	24-%	71-%	90-%	257+%	108+%
إصدار السندات	---	211+%	67+%	40+%	8-%	59+%
مجموع الإصدارات	11-%	47+%	10+%	27+%	6-%	61+%

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
إصدار الأسهم	488+%	82-%	750+%	21-%	34-%	193+%	0%
إصدار السندات	21-%	10+%	114+%	125+%	15-%	53+%	7+%
مجموع الإصدارات	1+%	13-%	147+%	98+%	17-%	61+%	6+%

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول أعلاه، يظهر جليا هيمنة سوق إصدار السندات مقارنة بسوق إصدار الأسهم. كذلك تطور إصدار السندات يتضاعف وبحجم كبير من سنة لأخرى، مقارنة بالتطور البطيء الذي يعرفه سوق إصدار الأسهم، الذي انتقلت قيمته خلال الفترة (2001-2011) من 0.67 مليار درهم إلى 7.33 مليار درهم، أي ارتفاع خلال الفترة بنسبة (994%)، في حين عرف سوق إصدار السندات ارتفاعا خلال نفس الفترة من 5.54 مليار إلى 68.39 مليار درهم، أي بنسبة (1134%)، كل هذه الارتفاعات كان لها الأثر الإيجابي على تطور سوق الإصدار إجمالا، والذي انتقل خلال نفس الفترة من 6.2 مليار درهم إلى 75.72 مليار درهم، أي تطور بنسبة (1121%).

3- تطور سوق الإصدار في تونس: يتضمن سوق الإصدار في تونس على مجموعة مختلفة من الشركات، وإن كانت تتميز نوعا ما بقلّة عددها مقارنة ببعض البورصات العالمية أو حتى العربية، حيث يبلغ عدد الشركات المقيدة 57 شركة عام 2011. كما يتميز عدد الشركات المقيدة بالتقلب وعدم الثبات من سنة لأخرى، ما جعل إجمالي قيمة الإصدارات الأولية يتقلب هو الآخر من سنة لأخرى،

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

حيث وبعد تسجيل ما قيمته 279 مليون دينار من الإصدارات الأولية عام 2002 تراجعت هذه القيمة إلى 182 مليون دينار عام 2003، لتعاود الارتفاع إلى 204 مليون دينار عام 2004، لتتخفف مرة أخرى إلى 188 مليون دينار عام 2005 لتحقق فيما بعد وفي سنة 2006 ما قيمته 463 مليون دينار مع إدراج ثلاث (03) شركات جديدة في البورصة، إلا أن هذه القيمة تراجعت سنة 2007 إلى 394 مليون دينار، رغم إدراج ثلاث شركات أخرى جديدة، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (14): تطور سوق الإصدار في تونس خلال الفترة (2002-2011)

2007	2006	2005	2004	2003	2002		
140	235	88	93	57	46	القيمة (مليون دينار)	الأسهم
36	51	47	46	31	16	النسبة (%)	
254	228	100	111	125	233	القيمة (مليون دينار)	السندات
64	49	53	54	69	84	النسبة (%)	
394	463	188	204	182	279	القيمة (مليون دينار)	المجموع

2011	2010	2009	2008		
154	290	404	311	القيمة (مليون دينار)	الأسهم
46	43	38	45	النسبة (%)	
180	615	656	374	القيمة (مليون دينار)	السندات
54	67	62	55	النسبة (%)	
334	905	1060	685	القيمة (مليون دينار)	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة

يتبين من خلال الجدول أعلاه، أن حصة إصدارات سندات الدين تمثل النصيب الأكبر من مجموع الإصدارات خلال الفترة، وذلك رغم تسجيله لبعض التراجع سنة 2006 عندما بلغت قيمة إصدارات سندات الدين 228 مليون دينار، أي بنسبة 49% من مجموع الإصدارات مقابل 69% و84% في سنتي 2003 و 2002 على التوالي. إلا أن هذا التراجع تم تداركه سنة 2007 بتسجيل ما نسبته 64% من مجموع الإصدارات بقيمة 254 مليون دينار، مقابل 140 مليون دينار إصدارات في شكل أوراق رأس المال، هذه الأخيرة سجلت تراجعاً بنسبة 40.4% بالمقارنة مع سنة 2006 عندما سجل ما قيمته 235 مليون دينار.

بلغت قيمة إصدارات الشركات التونسية عن طريق المساهمة العامة، باعتبار عمليات رفع في رأس المال بإدماج الاحتياطي، 685 مليون دينار مقابل 394 مليون دينار سنة 2007 مسجلة

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

بذلك تطورا بنسبة 73.9%. يرجع التطور المسجل إلى ارتفاع قيمة الإصدارات المتعلقة برفع رأس المال وبنسبة 122.4%²¹.

بلغت حصة إصدارات سندات الدين المؤشر عليها 55% من مجموع الإصدارات خلال سنة 2008 مقابل 64% سنة 2007.

بلغ حجم إصدارات أوراق رأس المال، 311 مليون دينار مقابل 140 مليون دينار سنة 2007، مسجلا بذلك تطورا بنسبة 122.4%.

بعد الإدراج الأول بالبورصة لشركة الإنتاج الفالحي، في السوق البديل لتسعيرة البورصة في شهر نوفمبر 2007، تم الإدراج الثاني في هذا السوق في شهر جوان 2009، يخص هذا الإدراج شركة سرفيكوم التي تم قيدها على إثر زيادة في رأس مالها بواسطة عرض عمومي للاكتتاب بقيمة 3.25 مليون دينار، وقد بلغت نسبة الاستجابة لهذا العرض 140%.

كما تدعم السوق الرئيسي لتسعيرة البورصة في شهر أكتوبر 2009 بدخول شركة جديدة، هي شركة إسمنت بترت، التي دخلت البورصة بعدما قامت بتعبئة مبلغا قدره 101.3 مليون دينار بواسطة عرض عمومي للاكتتاب. يعتبر هذا المبلغ الأعلى الذي تم تعبئته في السوق من مستثمرين تونسيين، وقد شهدت هذه العملية نسبة استجابة تزيد عن 100%.

كذلك وافق مجلس إدارة بورصة تونس المجتمع يوم 29 ديسمبر 2009 على إدراج شركة تأمينات سليم، عن طريق عرض عمومي للاكتتاب في إطار زيادة في رأس مال يبلغ 3.3 مليون دينار، حيث أصبح رأس مالها في حدود 13.3 مليون دينار، وقد أنجزت هذه العملية في نهاية الربع الأول من سنة 2010. وانتقل عدد الشركات المدرجة إلى 52 شركة في نهاية 2009، علما بأنه تم طرح عرض عمومي للسحب بخصوص أسهم شركة بالم بيتش في شهر ديسمبر 2009.

بلغ عدد الإصدارات الجديدة لمختلف أنواع سندات الشركات المدرجة سنة 2010، والحاصلة على تأشيرة هيئة السوق المالية 33 عملية بقيمة بلغت 905 مليون دينار مقابل 34 عملية بقيمة 1060 مليون دينار سنة 2009.²²

شملت إصدارات سندات رأس المال 18 عملية بقيمة بلغت 290.2 مليون دينار، وهو ما يعادل إصدار 115 مليون سهم، وبلغت عمليات الرفع في رأس المال نقدا ست (06) عمليات بقيمة 238.7 مليون دينار مقابل إحدى عشرة (11) عملية عن طريق إدماج الاحتياطي بقيمة 50.7 مليون دينار. ونشير أيضا في هذا الباب حصول الاتحاد الدولي للصناعة والتجارة في نهاية سنة 2010 على

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

ترخيص هيئة السوق المالية لتحقيق عملية دمج عن طريق امتصاص أربعة من فروعها بقيمة 0.759 مليون دينار تم إنجازها خلال شهر مارس 2011.

شملت الإصدارات السنديّة خمسة عشر (15) قرضا سندي بقيمة 615 مليون دينار مقابل 16 إصدار و655 مليون دينار سنة 2009، كما هو موضح في الجدول رقم 39.

تم إصدار القروض السنديّة بصفة شبه كلية من طرف مؤسسات القرض، حيث بلغت حصة البنوك 46% من مجموع الإصدارات السنديّة سنة 2010، أي ما يعادل 280 مليون دينار، أما شركات الإيجار المالي فقد تمكنت من تعبئة ما قيمته 335 مليون دينار.

3-1 – الإصدارات في ظل الأزمة: اتسم السوق المالي الأولي خلال سنة 2011 بتدعيم إصدارات الخزينة، تبعا لتفاقم عجز الميزانية وازدياد الحاجيات من السيولة. في المقابل، واجهت الشركات التي تلجأ إلى التمويل المباشر صعوبات في تعبئة الأموال من السوق جراء تقلص السيولة ومناخ الحذر السائد، فضلا عن تردّي شروط الإصدار الذي تم تسجيله في بعض الحالات⁽²³⁾.

3-2 – إصدارات الدولة: تضاعفت سحبوات الخزينة في سنة 2011 حيث انتقلت من 635 مليون دينار في سنة 2010 إلى 1335 مليون دينار، منها 72.1% في شكل سندات خزينة قابلة للتنظير، أي بحجم يماثل تقريبا المبلغ المتوقع للإصدارات.

بعد أن اضطرت إلى اللجوء للتمويل قصير الأجل في بداية السنة، توجهت الخزينة فيما بعد نحو إستراتيجية تمويل ذات أجل أطول، مع تركيز السحبوات على خطوط التمويل متوسط الأجل، التي أثارت اهتمام المكتبيين، نظرا للفارق الضعيف بين المردود الذي توفره هذه التوظيفات وتلك ذات أجل استحقاق أطول.

تجدر الإشارة كذلك إلى أن حاجيات الخزينة المتزايدة من السيولة، قد أسفرت عن ضغوطات على النسب الوسطية المرجحة عند إصدار سندات الخزينة القابلة للتنظير، التي اتبعت مسارا تصاعديا إلى غاية شهر سبتمبر 2011. أدى فتح خطين جديدين من سندات الخزينة القابلة للتنظير خلال شهر أكتوبر 2011، بنسب وسطية مرجحة تمت مراجعتها نحو التخفيض قياسا بمنحنى النسب، إلى التخفيف بشكل طفيف من هذه الضغوطات، بيد أنه تم تسجيل رجوعا نحو الارتفاع للنسب الوسطية المرجحة عند الإصدار في نهاية سنة 2011.

3-3 إصدارات الشركات بطرح أوراقها للمساهمة العامة: اتسم السوق الأولي خلال سنة 2011 بشبه غياب إصدارات سندات رأس المال من قبل الشركات، في حين كانت الإصدارات في القسم السندي التي احتكرتها مؤسسات القرض غير منتظمة، ومركزة بشكل خاص على نهاية السنة.

للمنتوجات المالية خلال الفترة 2000-2011

تعكس هذه الوضعية الصعوبات بشأن تعبئة الأموال عبر طرح الأوراق للمساهمة العامة، في ظل مناخ متسم بحالة ترقب راجعة إلى عدم وضوح الرؤية وتقلص السيولة. وظلت مساهمة السوق المالية في تمويل الاقتصاد هامشية قياسا بالتمويل المصرفي، إذ اقتصرت الأموال المعبأة على مبلغ 293 مليون مقابل 989 مليون في 2010.

في هذا الإطار، بلغ حجم الأموال الجديدة التي تم ضخها في شكل ترفيع رأس المال ستة (06) ملايين دينار؛ منها 4.8 مليون دينار متعلقة بزيادة رأس مال شركة " تلتنا القابضة"، العاملة في مجال تكنولوجيات الإعلام والاتصال، المدرجة حديثا بالبورصة. كما اتسم القسم السندي، من ناحية أخرى، بتركز الإصدارات على شهر ديسمبر 2011 الذي سجل منح تأشيرة هيئة السوق المالي لستة (06) قروض، بحجم إجمالي قدره 260 مليون دينار، علما أن المبلغ السنوي الإجمالي للقروض المؤشر عليها يساوي 440 مليون دينار. بلغت بذلك الأموال المعبأة في هذا القسم 287 مليون دينار خلال سنة 2011، منها 110 ملايين تتعلق بقروض مؤشرا عليها في سنة 2010.

تجدر الإشارة إلى أن الشركات واجهت بعض الصعوبات في تعبئة الموارد طويلة الأجل في السوق السندي، و تظهر هذه الصعوبات، من خلال التمديد في الفترة الزمنية اللازمة لتعبئة بعض القروض السنديّة أو التعبئة الجزئية للمبالغ المؤشر عليها، وقيام بعض المصدرين بالتفريع في مستوى تأجير قروضهم، نظرا بالخصوص للظرف الاقتصادي السائد والضغط المسلطة على نسب الفائدة طويلة الأجل المطبقة على سندات الخزينة.

الجدول رقم (15): معدل تطور سوق الإصدار في تونس خلال الفترة (2002-2011)

(%)

2006	2005	2004	2003	2002	
%167+	%6-	%63+	%23+	---	إصدار الأسهم
%10-	%12-	%48+	%47-	---	إصدار السندات
%146+	%8-	%12+	%54-	---	المجموع
2011	2010	2009	2008	2007	
%47-	%29-	%29+	%122+	%41-	إصدار الأسهم
%71-	%75+	%47+	%11+	%128+	إصدار السندات
%64-	%15-	%54+	%73+	%15-	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة

للمنتجات المالية خلال الفترة 2000-2011

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة السندات المصدرة خلال الفترة (2002-2011) على العموم أكبر من قيمة الأسهم المطروحة — بدون وجود فرق كبير — كما نلاحظ تأثير الأزمة السياسية على نشاط السوق المالي الذي تدهور بشكل كبير خلال سنة 2011، من أجل ذلك سوف نستثني سنة 2011 من تحليل تطور النشاط، كون الظرف السائدة استثنائية، إذ تطور سوق إصدار الأسهم خلال الفترة (2002-2010) منتقلا من 46 مليون دينار إلى 290 مليون دينار، أي حقق نسبة ارتفاع 530%.

ارتفعت قيمة السندات المصدرة خلال فترة الدراسة من 233 مليون دينار إلى 615 مليون دينار أي تحقيق نمو نسبته 136%، كما عرف تطور سوق الإصدار للفترة بارتفاع قيمته من 279 مليون دينار إلى 905 مليون دينار أي تحقيق نسبة نمو 224%.

خلاصة

يعد مؤشر إصدارات السوق، من أهم المؤشرات التي تبين مدى حيوية السوق، كون أن وفود قيم جديدة إليه يسمح بتجديده وتنويعه.

يعتبر حجم الإصدار في البلدان المغاربية متواضعا مقارنة بالأسواق العالمية المتطورة، غير أنه يبدو جليا أن سوق الإصدار المغربي في مرتبة أحسن من سوق الإصدار التونسي، من حيث التنوع والنمو السريع للإصدارات من سنة لأخرى، وكونه حقق خلال عشر سنوات من انطلاقه، تضاعفا كبيرا يفوق 1100%. في حين نجد سوق الإصدار التونسي، في تقدم من سنة لأخرى بشكل بطيء، ليعرف تدهورا كبيرا نتيجة الأزمة السياسية التي تعرضت إليها البلاد. أما سوق الإصدار في الجزائر يتميز بالركود وذلك منذ انطلاقه الفعلي في أواخر سنة 1999 حتى سنة 2003، بعدها بقي دائما ضعيفا، إلا أنه عرف بعضا من الحركة ليحقق زيادة بمعدل 2161% سنة 2004 بقيمة 49.29 مليار دينار جزائري، ليحقق بعد ذلك قيمة أكبر من الإصدارات الجديدة عام 2005 بقيمة 62.72 مليار دج، ثم عرفت سنة 2007 تراجعا وتدهورا بنسبة 83% لتتكمش قيمة الإصدارات إلى 7.8 مليار دج.

يجب ذكر كذلك انعدام إصدارات جديدة لقيم الأسهم، أي أنه ومنذ سنة 1998 إلى سنة 2008 لم يشهد السوق المالي الجزائري إلا ثلاث إصدارات للأسهم، ثم انسحاب سهم الرياض سطيف وبقاء تداول سهمين فقط، ليتم إصدار سهمين جديدا لأليانس للتأمينات. كما تجدر الإشارة إلى هيمنة إصدارات سندات استحقاق شبيهة للخزينة والسندات العادية مقارنة بإصدارات الأسهم.

كما تمت ملاحظة العناصر المشتركة التالية على مستوى كل من الأسواق الثلاثة كما يلي:

تطور سوق الإصدار المغاربي: الجزائر-المغرب-تونس

للمنتوجات المالية خلال الفترة 2000-2011

- هيمنة سندات الدين في السوق مقارنة بسندات رأس المال، فالسوق المالي في كل من دول المغرب العربي، يعتبر جذابا من أجل تمويلات على شكل قروض بدرجة أكبر من انجذاب المستثمرين نحو رفع رأس المال.

- اللجوء إلى السوق المالي أقل وضعيف بالنسبة إلى التمويل البنكي.

- تعتبر خزينة الدولة أهم مصدر في السوق، حتى أنها في المغرب سنداها تمثل 90 % من مجموع الديون المطروحة للجمهور المغربي.

المراجع و الهوامش

1- عنايات النجار، "دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية-بحوث ودراسات- مصر 2009، ص10

2- ريجان الشريف، بومود إيمان، التمويل عن طريق بورصة الجزائر- هل هو قراراً صائباً أم لا؟ دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات، مقال منشور

3- كوسوب، التقرير السنوي 2006، ص 41

4-Rapport COSOB 2005, P21

5تقرير كوسوب، 2008

6تقرير كوسوب، 2009

7-Abdelkrim Salhi, rapport de la COSOB:La Bourse d'Alger déconnectée du monde économique, p51

8-RAPPORT CDVM 1999, P21

9-RAPPORT CDVM 2000, P19

10-RAPPORT CDVM 2001, P24

11-RAPPORT CDVM 2002, P 36

12-RAPPORT CDVM 2003, P39

13-RAPPORT CDVM 2004, P45

14-RAPPORT CDVM 2005, P43

15-RAPPORT CDVM 2006, P24

16-RAPPORT CDVM 2007, P21

17-RAPPORT CDVM 2008, P23

18-RAPPORT CDVM 2009, P 22

19-RAPPORT CDVM 2010, P25

20-RAPPORT CDVM 2011, P24

21-Rapport BVMT 2007

22- أنظر:تقرير بورصة القيم المنقولة التونسية، 2009

23-Rapport annuel banque centrale Tunisie , n° 53, 2011, P123