

أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر

بقلم الدكتور براق محمد^{*}

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

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

وعليه، فإن هذه الورقة تختص بالنظر في المفاهيم العامة المتعلقة بأسواق الأوراق المالية وكذا سوق الأوراق المالية بالجزائر. وبغية إتمام مختلف تطلعات هذه الدراسة، فإنه يمكن سرد أبرز الأسئلة التي جاءت هذه الورقة للإجابة عنها كما يلي:

- ما هي سوق الأوراق المالية وماذا عن أهميتها؟ وما هي أهم تقسيماتها؟
- ما هي الهيئات الوصية والمراقبة لسوق الأوراق المالية ومن هم المتدخلون فيها؟
- ما هي عمليات سوق الأوراق المالية، أو امرها وماذا عن نظام التسعيرة بها؟
- كيف نشأت سوق الأوراق المالية بالجزائر - البورصة الجزائرية - وما هي الهيئات المنظمة لها؟
- من هم المتدخلون في بورصة الجزائر؟
- ما هي الأوراق المالية المقيدة في بورصة الجزائر وماذا عن شروطها؟

^{*} كلية الحقوق والعلوم الإدارية

الجزء الأول: مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية

فيما يلي تتم دراسة العناصر التالية :

- تعريف وأهمية سوق الأوراق المالية ؛

- تجزئة سوق الأوراق المالية ؛

- تنظيم وسير سوق الأوراق المالية.

أولا: تعريف وأهمية سوق الأوراق المالية

1 - تعريف سوق الأوراق المالية

هناك العديد من التعاريف التي أعطيت لسوق الأوراق المالية ، يمكن ذكر أبرزها كما يلي :

جاء تعريفها بأنها: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي"⁽¹⁾.

ولقد عرفت بأنها: "شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي"⁽²⁾.

كما جاء تعريفها أيضا بأنها "المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر - بمراعاة شروط معينة - لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"⁽³⁾.

وعلى العموم، فإن فكرة الأسواق المالية تركز في الأساس على العلاقة التي تربط ما بين حجم السوق وحجم الانتاج، ذلك أنه مع كبر حجم المشروعات واتساع نطاقها وكذا

⁽¹⁾ - محمد عثمان اسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية ومطبعة جامعة القاهرة-الكتاب الجامعي، 1993، ص: 41.

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

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

إلى بروز ظاهرة انفصال الملكية عن الإدارة إضافة إلى زيادة الحاجة لرؤوس الأموال من قبل المستثمرين والشركات وحتى الدولة وهيئاتها، الأمر الذي أدى إلى ظهور الأوراق المالية حيث صاحب ذلك زيادة الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض والودائع لأجل كأداة للحد من الطلب على الأموال بواسطة تحريك معدل الفائدة زيادة أو نقصانا.

وهناك من يفرق بين سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية باعتبار السوق الأولى مهمتها الرئيسية تتمثل في التمويل طويل الأجل دون تحديد الشكل الذي يتخذه هذا التمويل. أما سوق الأوراق المالية فتكون العلاقة بين طرفي التعامل فيه مباشرة، بحيث تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار صكوك يكتب فيها الجمهور⁽¹⁾.

2 - أهمية سوق الأوراق المالية :

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

- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد الوطني ككل.

- من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.

- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الانتاجية في مشاريعهم.

- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.

- تهيئة المناخ اللازم للتداول الأوراق المالية.

- تعتبر الأوراق المالية في هذا السوق الضمانات الجديدة والمقبولة لدى البنوك عند منح القروض لحاملها.

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

وتتجلى أهمية سوق الأوراق المالية كذلك فيما يلي :

- تمكين الشركات العمومية والخاصة التي لها شكل شركة مساهمة من فتح رأس مالها أو الرفع منه.
- تعتبر وسيلة لقياس أموال المؤسسات.
- تعتبر وسيلة للتمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الادخار العمومي.
- تعتبر وسيلة لتوفير سيولة الادخار للمستثمرين في المدى الطويل.
- تعتبر أداة لتسيير المخاطر.

ثانيا : تجزئة سوق الأوراق المالية

يمكن تجزئة سوق الأوراق المالية إلى سوقين أساسيتين هما :

- السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة؛
- السوق الثانوية أو سوق التداول.

1 - السوق الأولية :

هي تلك السوق التي تختص بالإصدارات الجديدة للأوراق المالية من أسهم وسندات حيث يتم فيها تبادل هذه الأوراق لأول مرة. ومن ثم، فإنها تعتبر القناة الأساسية التي تسمح بتوجيه الادخار طويل الأجل نحو مختلف الأعوان الاقتصاديين الذين هم بحاجة إلى تمويل توسعهم أو عجزهم.

2 - السوق الثانوية :

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها وهي التي تعرف باسم البورصة. وقد عرفت بأنها "سوق ثابتة المكان وتقوم باستمرار في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال

وسماسة محترفون ومختصون في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة لأسعار المتفق عليها من كل نوع⁽¹⁾.

وتنقسم هذه السوق إلى عدة أسواق هي:

2 - 1 - السوق الرسمية

تمثل السوق الرسمية مكانا يتم التفاوض فيه حول الأوراق المالية للمؤسسات الكبيرة المسجلة في قيد البورصة، وعادة ما تحكم مثل هذه السوق قوانين صارمة جدا وتخضع لمراقبة شديدة كما أنها منظمة تنظيما جيدا.

وهذه السوق لا تفتح إلا للمؤسسات التي تستجيب لجملة من الشروط منها:⁽²⁾

- أن يتوافر لديها مبلغ من رأس المال الجماعي محدد من طرف لجنة البورصة.
- أن تصدر عددا معينا من الأوراق المالية
- وتحقق المؤسسات المسجلة في قيد البورصة مجموعة من المزايا يمكن ذكر أبرزها كما يلي:
- احتلال المؤسسة مكانة هامة في الاقتصاد.
- إمكانية تطوير المؤسسة، ذلك لأن المؤسسات العائلية يمكن أن تتحول إلى شركات ذات أسهم.

2 - 2 - السوق الثانية :

تعتبر هذه السوق بمثابة هيكل لقبول الشركات التي لم تتوافر فيها الشروط التي تسمح لها من أجل الانضمام للسوق الرسمية حيث تهتم أساسا باستقطاب الشركات الصغيرة والمتوسطة. كما أنها تستقبل تلك الشركات التي لا تريد الانضمام إلى السوق

⁽¹⁾ - محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، 1992، ص 271.

⁽²⁾ - M. BERRAG, juillet 1993, op-cit, p: 30.

الرسمية بتحرير جزء كبير من رأس مالها والراغبة في فتح رأسمالها للمدخرين العموميين بصورة محدودة وذلك ضمانا لتطورها ونموها.

وعادة ما يشترط في الشركات التي تريد الدخول لهذا النوع من الأسواق وضع 10% من أسهمها تحت تصرف الجمهور وتقديم المعلومات اللازمة عن نشاطها⁽¹⁾.

ويمكن الإشارة في هذا المقام إلى أن النصوص القانونية المنظمة للسوق الثانية عادة ما تكون مرنة بدرجة كافية على نحو تكون فيه هذه السوق أكثر حركية ونشاط.

2 - 3 - السوق الثالثة :

تعتبر هذه السوق مغرية وجذابة، فهي وإن اتحدت في التسمية فإنها في الولايات المتحدة الأمريكية تختلف عنها في لندن، ذلك أن السوق الثالثة في لندن هي هيكله موجهة للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة التي لا تستطيع الانضمام إلى السوق الثانية. ومن ثم، فإنها تقترب من الهيكل المعروف في فرنسا باسم السوق الموازية. أما في الولايات المتحدة، فإن السوق الثالثة هي سوق تختص بتبادل السندات بشكل خاص، وأهم المتدخلين في هذه السوق المستثمرون التأسيسيون من ذلك صناديق التقاعد، التأمين، الضمان الاجتماعي... الخ.

2 - 4 - السوق الرابعة :

لقد تأسست هذه السوق في الولايات المتحدة الأمريكية حيث من أبرز مميزاتها غياب الوسطاء. كما يعتبر المستثمرون التأسيسيون من أهم المتدخلين في هذه السوق. إضافة لذلك، فإن التحويلات تتم داخل هذه السوق على القيم المسجلة في قيد البورصات الوطنية وكذا تلك القيم المسجلة خارجها.

⁽¹⁾ G. DEFOSSE & P. BALLEY, La bourse des valeurs, Editions Bouchène, Alger, 16ème édition, 1993, p:

هذه السوق الموازية تجمع بداخلها الشركات والجماعات المحلية ذلك أنها تهتم بتلك الأوراق المالية غير المقبولة في السوق الرسمية أو السوق الثانية. وهي تضم مجموعة من الشركات المختلفة فيما بينها حيث تفرض عليها شروطا أقل أهمية من الشروط المفروضة على مستوى السوقين الأوليين⁽¹⁾.

ثالثا: تنظيم سوق الأوراق المالية وسيرها :

سوف يختص هذا العنصر بدراسة النقطتين التاليتين :

- تنظيم سوق الأوراق المالية والمتدخلون فيها؛
- سير سوق الأوراق المالية والعمليات والأوامر الخاصة بها.

1 - تنظيم سوق الأوراق المالية والمتدخلون فيها :

وستختص هذه النقطة بالنظر في ما يلي :

- الوصاية على سوق الأوراق المالية ومراقبتها؛
- المتدخلون في سوق الأوراق المالية.

1 - 1 - الوصاية على سوق الأوراق المالية ومراقبتها⁽²⁾

من أجل حماية المدخرين وتفاديا لأي تجاوزات قد تحدث، فإن الدول قد تدخلت بشكل كبير مقلصة بذلك من المبادئ الداعية إلى حرية العمل في مجال الأسواق المالية. ومن ثم، فإنها قد أخضعتها إلى نصوص تشريعية وتنظيمية تسهر على تطبيقها هيئات مختصة.

ومن أبرز هذه الهيئات المختصة ما يلي :

⁽¹⁾ M.BERRAG, juillet 1993, Op-cit, p: 33.

⁽²⁾ Idem, p: 12.

1 - 1 - 1 - لجنة الأوراق المالية والبورصة :

ظهرت هذه اللجنة إلى الوجود بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1933، وذلك على إثر الأزمة الشهيرة لسنة 1929. وفي البداية كان القصد من وراء إقامة هذه اللجنة هو التحقق من معرفة أسباب ونتائج الأزمة والتي هبطت فيها قيمة الأسهم هبوطا شديدا من 386 دولار إلى 40 دولارا،⁽¹⁾ ثم توسعت بعد ذلك لتشمل مراقبة عمليات البورصة بصفة صارمة وإعلام الجمهور بجميع المسائل المتعلقة بالسندات والأسهم المقبولة في قيد البورصة ومنح جميع المضاربات التي من شأنها التأثير على الأسعار بالارتفاع.

1 - 1 - 2 - لجنة عمليات البورصة :

ظهرت هذه اللجنة بفرنسا عام 1967 وتقوم بالإشراف على شؤون البورصة متخذة بذلك كل القرارات اللازمة الخاصة بالأنشطة المعمول بها⁽²⁾.

1 - 1 - 3 - لجنة الأوراق المالية والاستثمارات :

بمقتضى قانون صادر سنة 1986، منحت الحكومة البريطانية هذه اللجنة مهمة تنظيم ومراقبة جميع الاستثمارات في البورصة بإنكلترا. وبموجب هذا القانون، تم تحويل غالبية صلاحيات الوزير المكلف بالمالية في هذا الصدد إلى هذه اللجنة.

1 - 2 - المتدخلون في سوق الأوراق المالية :

يتدخل عدد من الأعوان الاقتصاديين في سوق الأوراق المالية. ونشير إلى أن للمتعاملين في هذه السوق عدة أهداف قد تكون مختلفة ومتباينة. ويجب التذكير بأن عارضي رؤوس الأموال في السوق الأولية هم أنفسهم العارضون وال طالبون في سوق التداول. ولعل أبرز الأعوان المتدخلين في هذه السوق ما يلي:

(1) كاظم مراد، البورصة، الطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967، ص: 08.

(2) G. DEFOSSE & P. BALLEY, 1993, Op-cit. p:12.

1 - 2 - 1 عارضو رؤوس الأموال :

وهم أولئك الذين يملكون فوائض سيولة ويريدون تقديمها لطالبي رؤوس الأموال مقابل حصولهم على عوائد. وبشكل عام، فإن عارضي رؤوس الأموال في السوق الأوراق المالية هم⁽¹⁾

– العائلات (الخواص أو الأفراد).

– المستثمرون التأسيسيون: وهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية. ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة. ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق التقاعد، صناديق البطالة، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات وكذا هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كشركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت، شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير ونوادي الاستثمار.

– المتعاملون الآخرون وأهمهم الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك.

1 - 2 - 2 – طالبو رؤوس الأموال :

هم أولئك الذين لديهم نقص في السيولة لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم. ويمكن ذكر أبرز طالبي رؤوس الأموال في السوق الأولية من سوق الأوراق المالية كما يلي:

– الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية – الدولة والهيئات التابعة لها، وذلك من خلال بيع سنداتهما مباشرة في سوق الأوراق المالية. وتتميز هذه الطريقة بالسهولة إضافة إلى أنها تتيح للدولة من البيع سنداتهما في الغالب. كما أن الدولة لا تلجأ إلى طرح كل السندات المصدرة دفعة واحدة للبيع بل على دفعات على نحو لا يزيد من عرضها بشكل كبير قد ينجم عنه انخفاض في قيمتها.

⁽¹⁾ – M. BERRAG, juillet 1993, Op-cit, p: 35.

– مؤسسات القرض وغالبا ما تتكون هذه المؤسسات من البنك المركزي والبنوك التجارية وذلك من خلال إصدار السندات حيث تقوم ببيعها بغية الحصول على السيولة اللازمة لتمويل خزينتها.

– المؤسسات الخاصة والمختلطة حيث تقوم هذه الشركات بطلب الزيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح⁽¹⁾.

1 – 2 – 3 – التقنيون – الوسطاء الماليون – :

يتم تنفيذ أوامر بيع الأوراق المالية وشرائها وتحقيق التوافق بين عرض هذه الأوراق والطلب عليها عن طريق الوسطاء الماليين المعروفين كذلك باسم التقنيين⁽²⁾. وهم الذين يلعبون دور الوساطة بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية حيث لا يمكن القيام بأي عملية إلا عن طريقهم ذلك أنهم ينقلون أوامر زبائنهم إلى البورصة ويجرون العملية المطلوبة منهم.

ويمكن زيادة فهم هذه الوظيفة الهامة من خلال التطبيقات العملية للوساطة المالية في بعض أبرز الدول الأكثر تقدما في العالم وتحديدًا في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، إنجلترا وفرنسا.

* التقنيون العاملون في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية: هناك عدة فئات من الوسطاء تعمل في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية وأبرز هذه الفئات ما يلي:

* التقنيون العاملون للغير حيث يقومون بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية لحساب عملائهم ويعتبرون كوسطاء بين المستثمرين والتقنيين العاملين لأنفسهم.

* التقنيون العاملون لأنفسهم وهم أعوان تبادل لهم صفة التاجر حيث يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

* المختصون وهم يقومون بعمل مزدوج حيث يعملون كتقنيين عاملين لأنفسهم وكذا الغير، غير أن تدخلهم يكون محدودا بعدد الأوراق المالية.

(1) – Idem, p: 35.

(2) – Ibid, p: 36.

- التقنيون العاملون في بورصة إنكلترا: وينقسمون الى "جوبير" و"بروكر". أما عن "الجوبير" فلهم نفس وظيفة التقنيين العاملين لأنفسهم في الولايات المتحدة الأمريكية: ذلك أنهم يبيعون ويشتررون لحسابهم الخاص. بينما "البروكر" فإنهم يقومون بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية لحساب الغير ولهم نفس وظيفة أعوان التبادل في فرنسا. وما يمكن التنبيه له أن هذا التقسيم قد تم تجاوزه بعد عام 1986 لتتاح الفرصة لكلا الصنفين للقيام بالعمل لحسابهم الخاص وكذا العمل لحساب الغير.

- التقنيون العاملون في بورصة فرنسا: لقد تولى الوساطة المالية في فرنسا أعوان تبادل حيث كان عددهم في بورصة باريس يقدر بحوالي 49 عون سنة 1988، لكن السلطات العمومية الفرنسية، وإرادة منها لوضع صيغة جديدة بغية تطوير البورصة الفرنسية وجعلها أكثر منافسة لسوق لندن قامت بإنشاء شركات البورصة التي كان من مهامها احتكار حق التفاوض في الأوراق المالية المقبولة في البورصة، وتسيير محافظ الأوراق المالية، وتأسيس وتسيير شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت أو المتغير وكذا تقديم المشورة والمشاركة في تسيير الشركات الاستثمارية.

2 - سوق الأوراق المالية : عملياتها وأمرها والتسعيرة

يتم التركيز هاهنا على عمليات البورصة باعتبارها سوق التداول، وأمرها وتسعير الأوراق المالية بها.

2 - 1 - عمليات بورصة الأوراق المالية :

يمكن تقسيم عمليات بورصة الأوراق المالية سواء بالبيع أو الشراء إلى ما يلي:

2 - 1 - 1 - العمليات العاجلة : تختص العمليات العاجلة بالصفقات المنفذة في نفس يوم انعقادها أو في أجل زمني قصير جدا وتتميز هذه العمليات بإمكانية أن يرد التعامل فيها على أي قدر من الصكوك⁽¹⁾.

(1) - عبد الباسط وفاء محمد حسن، 1996، مرجع سابق، ص : 06.

وينبغي أن تتضمن الأوامر المتعلقة بالعمليات العاجلة بيان نوع الأوراق المالية وكميتها المطلوبة أو المعرضة وكذا تحديد السعر الذي يرغب الزبون إتمام العملية به.

ويمكن إرجاع سبب اختيار الزبون لإبرام صفقاتهم في السوق العاجلة لأحد سببين إما قصد الاحتفاظ بجملة الأوراق المالية حيث تعتبر بمثابة توظيف لرؤوس أموالهم. وإما بغية المضاربة على ارتفاع الأسعار حيث يعتمد إلى بيعها عند تحسن السوق من أجل الحصول على الأرباح الرأسمالية.

2 - 1 - 2 - العمليات الآجلة :

وتهتم العمليات الآجلة بالصفقات التي توجد فترة زمنية بين إبرامها وتنفيذها حيث يتراخى التنفيذ "بتسليم الصكوك ودفع الثمن" إلى تاريخ لاحق يسمى بيوم التسفية. ويشترط في هذه العمليات تقديم ضمانات مالية حتى لا يتضرر أحد المتعاقدين ويدعى هذا التأمين بالتغطية.

2 - 2 - 2 - أوامر البورصة

ينبغي على الوسيط المالي أن يتسلم الأوامر من قبل الزبائن قبل القيام بتنفيذ عمليات البيع والشراء. ويتعين على الزبون تحديد الأمر بكل وضوح من ذلك بيان نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة وكمياتها والسعر الذي يرغب الزبون إجراء الصفقة به وغيرها من المعلومات الواجب توفرها في الأمر. وفي هذا الشأن يمكن تصنيف أوامر البورصة إلى ثلاثة أصناف أساسية هي الأوامر لسعر التنفيذ، الأوامر المحددة لوقت التنفيذ والأوامر الخاصة.

ويمكن زيادة شرح وتحليل الأوامر دون اتباع التصنيف السابق كما يلي:

- الأمر بالسعر الأحسن أو الأفضل⁽¹⁾: لا يعين صاحب هذا الأمر السعر الذي ينبغي إتمام الصفقة بمقتضاها حيث يترك تقدير السعر المناسب إلى الوسيط المالي الذي يتعين عليه انتهاز الفرصة لاختيار أفضل سعر، إلا أن هذا الوسيط يفضل عموماً تنفيذ العملية حال استلام الأمر.

(1) - شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، 1993، ص: 48

– الأمر بالسعر الأول: ويتم تنفيذ هذا النوع من الأوامر بالسعر الأول حيث يختار المتعاملون هذه الطريقة نظرا لإمكانية تقدير السعر.

– الأمر بالسعر المحدد: ويختلف تحديد السعر حسب نوع العملية فإذا كانت عملية بيع فإن التحديد يكون بسعر أدنى. أما إذا كانت عملية الشراء فإن التحديد يكون بسعر أقصى، بمعنى أن أمر الشراء لا يمكن تنفيذه إلا إذا كان السعر معادلا أو أكبر من السعر المحدد.

– الأمر بالسعر المحدد مع إشارة "قف": ويستخدم هذا الأمر لتجنب الخسائر عند حدوثها هو عبارة عن أمر بالبيع بالسعر الأفضل عندما يكون السعر أقل من أو يساوي السعر المحدد من طرف البائع. وهو أمر شراء بالسعر الأفضل عندما يكون أكبر أو يساوي السعر المحدد من قبل المشتري.

الأمر بسعر السوق⁽¹⁾: لا يحمل هذا الأمر أي إشارة حول السعر كما أنه يتعين تنفيذه مهما كان سعر الورقة المالية ويعتبر هذا الأمر من أبسط وأكثر الأوامر انتشارا حيث يقوم بتنفيذ الأمر عند صدوره حسب السعر السائد في البورصة. وفي حالة ضعف الطلب على الأوراق المالية موضوع الصفقة أو عرضها فإنه بإمكان الوسيط المالي تنفيذ الأمر بالتدريج.

الأمر المتدرج⁽²⁾: يحدد المتعامل مجموعة من المستويات لعملياته حيث يحدد لكذا من الأوراق كذا سعرا ولكم ورقة سعرا آخر وهكذا.

– الأمر المعالج: وهو أمر صادر عن متعامل يرغب في عقد صفقته على كمية كبيرة من القيم المتداولة والذي يعطي فيه حق إجراء الأمر في أحسن الظروف إلى إدارة الوسيط (شركة البورصة، بيت السمسرة) الذي يكون محل ثقة كبيرة للعميل.

– الأوامر الخاصة: وهي أوامر إما أن تكون مرتبطة أو مرجحة، الأولى تكون بطلب العميل من الوسيط شراء مجموعة قيم متداولة وبيع قيم أخرى، على أن تتم العمليتان في نفس البورصة، وينبغي الإشارة إلى أنه أحيانا يتعين على العميل تنفيذ عمليتين مرتبطتين إحداها بالأخرى.

(1) – محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه، معهد العلوم الاقتصادية والاجتماعية جامعة الجزائر، جويلية 1989، ص 7
(2) نفس المرجع، ص: 157

2 - 3 - نظام التسعيرة في البورصة :

هو عبارة عن مجموعة من التقنيات تسمح بتحديد أسعار الأوراق المالية داخل البورصة ويتم تناول كل من تعريف سعر البورصة ، طرق تحديد السعر.

2 - 3 - 1 - تعريف سعر البورصة

هو القيمة التي تبلغها الأوراق المالية أثناء إحدى جلسات البورصة ، ويتم تسجيلها في جدول التسعيرة بعد انتهاء كل جلسة. وتتم عملية تحديد السعر وفق طرق وأساليب مختلفة ، وذلك حسب نوعية الأوامر ووقت صدورها. والتسعيرة التي يتم الحصول عليها تعرف بالتسعيرة الرسمية⁽¹⁾. وعليه ، فإن سعر البورصة هو سعر الشراء أو البيع لقيمة متداولة في وقت محدد.

كما أن التسعيرة الرسمية هي الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في كل جلسة من جلسات البورصة بغية الإعلان الفعلي للأوراق المالية ، وتحتوي التسعيرة الرسمية البيانات التالية :

- اسم الورقة المالية.

- الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مع ذكر الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد.

- أسعار الأوراق المالية في الجلسة.

- السعر السابق.

- موعد السحب في حالة وجوده.

⁽¹⁾ - G. DEFOSSE & P. BALLEY, 1993, Op-cit, p: 28.

شمعون شمعون، 1993، مرجع سابق، ص: 46.

2-3-2- طرق تحديد السعر :

ويمكن التمييز بين نوعين من التسعير، دوري ومستمر.

2-3-2-1- التسعير الدوري ⁽¹⁾:

حسب هذه الطريقة، فإنه لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى الوسطاء بشكل مباشر إنما تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف، وينقسم هذا النوع إلى أربعة أنواع هي:

- تسعيرة المناذاة: وتتم باجتماع ممثلي العروض والطلبات حول المقصورة، ويصبح كل واحد منهم يقيم الشراء والبيع وتتم المزايدات والتخفيضات بين المتعاملين حول هذه الأسعار حتى يتم تحديد التوازن. وبالنظر للضجيج الذي يعم القاعة، فإن المتفاوضين يستخدمون أيديهم للإشارة إلى اقتراحات العروض.

- تسعيرة الصندوق: يتم تطبيق هذه الطريقة على القيم ذات الأوامر العاجلة المتداولة في السوق الثانية وفي السوق الموازية، حيث يقوم كل وسيط بحجز عدد من الأوراق المالية في صندوق خاص إلى غاية افتتاح جلسة البورصة أين يلتقي جميع الوسطاء لتحديد السعر الرسمي.

- تسعيرة الدرج ⁽²⁾: يتم اللجوء إلى هذه الطريقة بشكل استثنائي عندما تكون العروض والطلبات في البورصة كثيرة ومتنوعة حيث يتم وضع كل مجموعة أوراق مع بعضها بمعنى كل نوع من الأوراق له درجة خاص به. وبعد ذلك، فإن عملية فرز العروض والطلبات تتم ومن ثم يتم تحديد سعر التوازن لكل ورقة.

- تسعيرة المعارضة: وتجمع هذه التسعيرة بين طريقتي الصندوق والمناذاة بما يتيح لهم الاستفادة من إيجابيات كليهما ذلك أن الأوامر يتم تسجيلها كما هو الحال في طريقة الصندوق، إضافة إلى ذلك فإنها تخضع لمعارضة الجمهور في تنفيذ الأوامر.

⁽¹⁾ - J. MARSHALL, Monnaie et crédit, Lucas, 4ème édition, 1967, pp: 224-430.

⁽²⁾ - محمد براق، جويلية 1999، مرجع سابق، ص: 167.

يعتبر التسعير المستمر تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع جدا، ومن ثم يمكن تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة. وهذه الطريقة تتم معالجتها عن طريق الإعلام الآلي الذي يتيح تنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي وقت.

ويمكن التنبيه إلى أن نظام التسعيرة يمر بمرحلتين أساسيتين هما:

- مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة حيث يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل افتتاح الجلسة وتضم عموما أوامر السعر المحدد والتي تشارك في تحديد سعر الافتتاح و/أو أوامر السعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للافتتاح.

- مرحلة ما بعد الافتتاح حيث إن سعر الافتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي تتم على أساسه الصفقة إذ إن أوامر الشراء بالسعر المحدد المنفذة هي التي يكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن. أما بخصوص أوامر البيع بالسعر المحدد المنفذة فإن سعرها يكون أدنى أو يساوي سعر التوازن، ويتم ذلك بتوجيهها إلى نظام الإعلام الآلي للتسعيرة وتنفيذها حسب قاعدة الداخل أولا المنفذ أو لا أي أنه إذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية.

الجزء الثاني سوق الأوراق المالية بالجزائر

من بين أبرز الإصلاحات التي قامت بها السلطات العمومية الجزائرية من أجل تمويل عملية التنمية في عديدها الاقتصادي والاجتماعي هو إحداث للأوراق المالية، رغبة في أن تتولى مهمة تعبئة المدخرات نحو الاستثمارات المفيدة للمجتمع والتي يرجى من ورائها المساهمة في تفعيل عملية التنمية الشاملة والمستدامة. ولعل تحقيق عملية التنمية هذه لا يمكن إنجازها إلا من خلال وجود أدوات تمويلية فعالة من بينها بورصة القيم المتداولة حيث يختص هذا الجزء بالنظر إلى بورصة الجزائر من الجوانب التالية:

- نشأة البورصة في الجزائر والهيئات المنظمة لها؛

- المتدخلون في بورصة الجزائر؛

– الأوراق المالية المقيدة في بورصة الجزائر وشروطها.

أولاً: نشأة البورصة في الجزائر والهيئات المنظمة لها:

1-إنشاء البورصة في الجزائر⁽¹⁾

لقد وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر لأول مرة سنة 1993 من خلال المرسومين التشريعيين المواليين:

– المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.

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

وبمقتضى المرسومين التشريعيين أعلاه، فإنه تم التأسيس القانوني لعملية انطلاق بورصة الجزائر حيث تم بموجب المرسوم التشريعي رقم 39-10 إحداث هيئة ممثلة للسلطات العمومية تقوم بمهمة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وقد منحت لها صلاحية مراقبة أي نشاط بورصي.

2- الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر⁽²⁾

وتتمثل الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر فيما يلي:

– لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛

– شركة إدارة بورصة القيم.

⁽¹⁾ محمد براق، جويلية 1999، مزجع سابق، ص: 371.

⁽²⁾ نفس المرجع، ص: 376 وما بعدها.

2-1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

2-1-1- نشأة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتكوينها :

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

أما الأعضاء الستة الباقون غير الدائمين فهم: قاض يقترحه وزير العدل، ممثل بنك الجزائر، ممثلان لشخصين معنويين مصدرين للأوراق المالية -ممثل عن الخزينة العمومية وآخر للقطاع الخاص- وشخصان يتم اختيارهما بالنظر إلى خبرتهما في الشؤون المالية.

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

2-1-2- سلطات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

بمقتضى النصوص التشريعية والتنظيمية سارية العمل في الوقت الراهن، فإن لجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لها ممارسة ثلاث سلطات أساسية هي:

- سلطة تنظيمية: وتعتبر أهم سلطة لهذه اللجنة حيث تقوم على تحديد الجوانب القانوني لتنظيم وسير سوق القيم المتداولة، وذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات والصفقات داخل البورصة والتي تختص بما يلي:

* شروط الاعتماد والقواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عملية البورصة.

* الواجبات المتعلقة بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ إلى الادخار العلني.

* الشروط المتعلقة بالأوراق المالية وقبولها والتفاوض عليها.

* سير محفظة الأوراق المالية.

* العرض العمومي للبيع أو الشراء للأوراق المالية

وينبغي الإشارة الى أن هذه الأنظمة يتم المصادقة عليها من قبل الوزير المكلف بالمالية وبعد ذلك يتم نشرها في الجريدة الرسمية.

- سلطة التحقيق: يقوم أعضاء هذه اللجنة بالاطلاع على جميع الوقائع والأعمال التنظيمية بغية المراقبة وضمان تنفيذ الأحكام التشريعية وذلك من أجل التأكد مما يلي:

* احترام الإجراءات التنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة.

* امتثال الشركات التي تقوم بالادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.

* التأكد من أن التصحيحات قد تمت في حالة ملاحظة أي خلل.

وحتى تتمكن هذه اللجنة من القيام بمهمتها الرقابية، فإنه يعطى لها الحق في القيام بتحقيقات بشأن الشركات والهيئات المالية والأشخاص المعنيين بالعمليات حول الأوراق المالية.

- السلطة التأديبية والتحكيمية: عندما يحدث أي عمل مخالف للإجراءات التشريعية والتنظيمية من شأنه إلحاق الضرر بحقوق المستثمرين في الأوراق المالية، فإنه بإمكان رئيس اللجنة أن يطالب المحكمة بإصدار أمر للمخالفين بالامتثال لهذه الأحكام ووضع حد للمخالفات.

أما فيما يخص السلطة التأديبية، فإنه قد تم إنشاء غرفة التأديب والتحكيم التي تضم كلا من رئيس اللجنة، عضوين منتخبين من أعضاء اللجنة، قاضيين يتم تعيينهما من طرف وزير العدل ويتم اختيارهما على أساس كفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.

وفيما يتعلق بالتحكيم، فإن الغرفة تختص في دراسة أي نزاع ناجم عن تفسير القوانين في اللوائح السارية في البورصة والتي يمكن أن تتدخل بين الوسطاء في عملية

البورصة، بين الوسطاء في شركة إدارة بورصة القيم، بين الوسطاء والشركات المصدرة للأسهم وكذا بين الوسطاء وعملائهم.

وينبغي التنبيه إلى أن للتحكيم دورا هاما في المحافظة على العلاقات بين أطراف النزاع والسرعة في فض النزاعات والحفاظ على أسرارهم.

أما فيما يخص التأديب، فإن الغرفة يمكنها تسوية أي اختلال في الالتزامات المهنية والأخلاقية للوسطاء، وكذا كل مخالفة الإجراءات التشريعية والتنظيمية المتعلقة بهم وهي تأخذ كل الشكاوى المقدمة من طرف كل العملاء والوسطاء في عمليات البورصة.

2-2- شركة إدارة بورصة القيم

2-2-1- تعريف شركة إدارة بورصة القيم وأهميتها

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

وتبرز أهمية شركة إدارة بورصة القيم فيما يلي:

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

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

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

2-2-2- مهام شركة إدارة البورصة

وتتمثل المهام الأساسية لشركة إدارة بورصة القيم فيما يلي :

التنظيم العملي لإدخال الأوراق المالية في البورصة

التنظيم المادي لجلسات البورصة.

تنظيم عمليات المقاصة المتعلقة بالصفقات حول القيم المتداولة.

تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديددها.

نشر المعلومات الخاصة بالصفقات في البورصة.

إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة.

ثانيا : المتدخلون في بورصة الجزائر

سيتم تناول أبرز المتدخلين في البورصة وهم الوسطاء في عمليات البورصة والمتعاملون.

1 - الوسطاء في عمليات البورصة

1-1- أنواع الوسطاء في عمليات البورصة

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

1-1-1 الوسطاء ذوو النشاط المحدود

في هذه الحالة يضيق نشاط الوسيط حيث يتمثل في الوساطة والتفاوض على القيم المتداولة في البورصة لحساب الغير دون القيام بنشاط آخر.

1-1-2 الوسطاء ذوو النشاط غير المحدود

بالإضافة إلى مهمة التفاوض في الأوراق المالية ، فالوسيط يقوم بإحدى أو كل الوظائف التالية : توظيف الأوراق المالية لحساب الغير، تسيير المحافظ المالية بموجب توكيل،

القيام بالسعي المصفي والمتمثل في عملية اقتراح الاكتتاب، الشراء، البيع أو التبادل في الأماكن العمومية وكذا القيام بأي نشاط آخر تحدده اللجنة.

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

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

1-2-1- الشروط الواجب توافرها في الوسيط إذا كان شخصا طبيعيا

ويمكن إجمال هذه الشروط كما يلي:

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

1-2-1- الشروط الواجب توافرها في الوسيط إذا كان شخصا معنويا

ويمكن ذكر هذه الشروط كما يلي:

- يجب أن يتخذ هذا الشخص شكل شركة مساهمة.
- امتلاك رأس مال مقداره الأدنى مليون دينار جزائري.
- يخضع تحديد رأس المال لمقاييس خاصة تحددها اللجنة حسب نشاطات خاصة.

⁽¹⁾ نفس المرجع، ص ص: 381-382

- تتكون رؤوس الأموال من رأس مال اجتماعي والاحتياطات والحاصل المنقول من جديد ونتيجة نهاية الدورة.

- أن يكون لديها على الأقل مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة وتتوفر فيه شروط التأهيل للشخص الطبيعي المذكور أعلاه.

كما يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين تقديم طلب لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وذلك بغية اعتمادهم.

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

توجد حاليا خمس شركات وساطة هي:

- الرشد المالي: التي تم تكوينها ما بين البنك الخارجي الجزائري، الصندوق الوطني للتضامن الفلاحي والصندوق التكميلي للتقاعد.

- الشركة العامة للتمويل: والمكونة من بين القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

- الشركة المالية للتوظيفات: المكونة من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.

- شركة التوظيف في القيم المنقولة: التي تتكون من بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.

- يونيون بنك: الذي يبحث إمكانية أن يكون وسيطا في عمليات البورصة الذي له رأس مال خاص كما أن "سيتي بنك" قد أبدى نيته لتأسيس نشاط له كوسيط في عمليات البورصة أيضا.

⁽¹⁾ Bulletin de la commission, N° 01 – COSOB-, Alger, 1^{er} trimestre 1998, p: 47.

2- المتعاملون⁽¹⁾

يستطيع المستثمر في القيم المتداولة تسيير محفظة أوراقه المالية بشكل مباشر أو يتم تسييرها من طرف الوسيط في عمليات البورصة عن طريق الوكالة أو المساهمة والاستثمار في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتداولة.

وفي هذا الصدد، فإن المشرع أحدث وسيلتين للتوظيف الجماعي هما شركة الاستثمار المالي ذات رأس المال المتغير وكذا الصندوق الجماعي للتوظيف.

وإن اختيار هاتين الوسيلتين للمدخر تمكنه من تحقيق الأمان، العائد، السيولة والمردود.

ثالثا: الأوراق المالية المقيدة في بورصة الجزائر وشروطها

وسوف يتم التعرض هاهنا إلى الشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية حسب المشرع الجزائري ثم النظر إلى تجارب مختلف الشركات التي تم تسجيلها في قيد البورصة.

1- الشروط المتعلقة بالأوراق المالية المصدرة في الجزائر

1-1- القيم المرتبطة بحق الملكية⁽²⁾

وتتمثل في الأسهم العادية، أسهم التمتع، الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح والأسهم ذات الأذن للاكتتاب في الأسهم والسهم الخصوصي.

كما ينبغي أن تتوفر القيم المرتبطة بحق الملكية على ما يلي:⁽³⁾

- إصدار هذه الأسهم من طرف شركة ذات أسهم وأن تتوفر على رأس مال لا يقل عن مائة (100) مليون دينار جزائري.

⁽¹⁾ - محمد براق، جويلية 1999، مرجع سابق، ص ص: 282-283.

⁽²⁾ - نفس المرجع، ص: 384.

⁽³⁾ - Guide de l'admission, COSOB, 1997, pp: 27-28.

- توزيع ما نسبته 20 المائة من رأس المال الكلي للشركة على الأقل على الجمهور.

- توزيع الأسهم على عدد لا يقل عن 300 مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإصدار.

1-2- القيم المرتبطة بالدين⁽¹⁾

وهي السندات ذات المعدل الثابت والسندات ذات المعدل المتغير وأنواع أخرى نصت عليها التشريعات الصادرة بهذا الشأن.

وينبغي أن تتوفر السندات على ما يلي:⁽²⁾

- تعادل قيمة القرض على الأقل 100 مليون دج.

- توزيع السندات على عدد لا يقل عن 100 شخص.

- القروض التي تصدرها الدولة غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد الحاملين.

1-3- القيم المهجنة⁽³⁾

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

2- عمليات قيد الشركات في بورصة الجزائر

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

⁽¹⁾ - محمد براق، جويلية 1999، مرجع سابق، ص: 384.

⁽²⁾ - Guide de l'admission, 1997, Op-cit, p: 27.

⁽³⁾ - محمد براق، جويلية 1999، مرجع سابق، ص: 384.

2-1- تجربة القرض السندي لشركة سوناطراك

2-1-1- تقديم شركة سوناطراك وأهميتها

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

وتعد سوناطراك أهم شركة على المستوى الوطني، حيث قام المجلس الوطني للطاقة برئاسة رئيس الجمهورية بالمصادقة للدولة الجزائرية بتاريخ 23 جانفي 1998 على الملف المتعلق بالقانون الأساسي لسوناطراك وإعادة تنظيم قطاع البترول. وبمقتضاه تحولت سوناطراك إلى شركة مساهمة تمتلك الدولة وحدها رأس مالها. وذلك بهدف تزويد الجزائر بمجموعة بترولية ذات مستوى عالمي قادرة على مواجهة المنافسة الدولية والتكيف مع المعطيات الجديدة للسوق النفطية العالمية.⁽¹⁾

2-1-2- أهداف إصدار القرض السندي لسوناطراك

لقد كانت سوناطراك أول من قام بإصدار قروض سنديّة في السوق الأوراق المالية الوطنية، وكان ذلك بهدف تغطية الاحتياجات المالية لشركة سوناطراك والتي سطرته في برنامج استثماري يتمحور حول ثلاث نقاط:⁽²⁾

- تطوير الإنتاج والنقل وتمييع الغاز بغية الاستجابة للالتزامات التعاقدية لتسليم الغاز.
- استرجاع الغازات المشتركة - غاز البروبان المميع والمركز - في حقول البترول والغاز.
- التنقيب على حقول جديدة وتطوير تلك التي اكتشفت لرفع الانتاج الخام.

⁽¹⁾ نفس المرجع، ص: 399.

⁽²⁾ - Revue Sonatrach, février 1999.

غير أن هناك أهدافاً أخرى تتمثل في⁽¹⁾ إعطاء إنطلاقة لسوق رؤوس الأموال في الجزائر وفتح المجال أمام الشركات العامة والخاصة وكذا التعرف على رد فعل الجمهور تجاه العملية. ومن ثم، فقد تم توفير كافة الشروط لإنجاح عملية الاكتتاب والتي من أهمها الشهرة والسمعة الواسعة لسوناطراك محلياً ودولياً.

1-3- القرض السندي لسوناطراك وتجسيده في الواقع⁽²⁾

لقد قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمنح سوناطراك تأشيرة رقم 001 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 على المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار جزائري بسعر فائدة اسمي مقداره 13% مدته خمس سنوات وتم تعديل المبلغ ليصبح 12 مليار دينار.

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

ووضع تحت تصرف المستثمرين ثلاثة أصناف من الأوراق والتي كانت بمبالغ عشرة آلاف دينار جزائري، خمسين ألف دينار جزائري ومائة ألف دينار جزائري.

وينبغي التنبيه أنه في البداية، لم تلق العملية صدى كبيراً لدى الجمهور ذلك أنها صادفت شهر رمضان مما قلل من مبيعاتها إضافة إلى أنها كانت أول تجربة في الجزائر. لذا، فإنه قد تم تمديد العملية مدة شهرين آخرين مما جعل الطلب يفوق العرض وكان نجاح العملية يقدر بنسبة 260 %.

(1) - محمد براق، جويلية 1999، مرجع سابق، ص: 399.

(2) - نفس المرجع، ص ص: 399-401.

2-2- تجربة إرياض -سطيف-

2-2-1- تقديم شركة إرياض -سطيف-⁽¹⁾

أنشئت شركة إرياض -سطيف- سنة 1983 على إثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية "للسميد والمطاحن وصناعة العجائن الغذائية والكسكس (SN-SEMPAC) لتصبح شركة ذات أسهم في 12 أفريل 1990 تحت اسم مؤسسة الصناعات الغذائية للحبوب ومشتقاتها لسطيف وبرأس مال يقدر بمبلغ 100 مليون دينار جزائري.

2-2-2- مهام شركة إرياض -سطيف-⁽²⁾

تتمثل أبرز النشاطات التي تقوم بها شركة إرياض -سطيف- فيما يلي :

- تحويل الحبوب من قمح لين وصلب.

تصنيع وبيع مختلف المنتوجات -سميد، فريئة، عجائن غذائية، كسكس- وتستعين الشركة في نشاطها على 16 طاحونة وخمسة (05) خطوط للعجائن والكسكس. بالإضافة إلى ذلك، فإن هذه الوحدات مدعمة بشبكة نقل ممثلة بحوالي 418 وحدة نقل تنقل ما يقارب 4.640 طن من الحبوب والمنتوجات النهائية، بالإضافة إلى أنها تشغل أرضا فلاحية بمساحة 150 هكتار قابلة للتوسع إلى 1000 هكتار في الجنوب.

2-2-3- أهداف إصدار أسهم شركة إرياض -سطيف-⁽³⁾

لقد كانت إرياض -سطيف- تهدف من وراء عملية إصدار أسهمها إلى ما يلي :

- تمويل وتنمية القدرات الإنتاجية.

- عصرنة التجهيزات المحيطة بسيرورة التصنيع.

- زيادة الأرباح على المدى الطويل والمتوسط.

⁽¹⁾ Notice d'information, Eriad -Setif-, 1998, p: 4.

⁽²⁾ Idem, p: 04.

⁽³⁾ Ibid, p : 07.

2-2-4- عملية رفع رأس مال شركة إرياض -سطيّف-⁽¹⁾

بما أن السوق التي تنتمي إليها تشهد نموا مرتفعاً، فإن شركة إرياض -سطيّف- قد شرعت بالتحضير لعملية الإصدار بتسليم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رسالة بغرض قبولها في البورصة وكان ذلك بتاريخ 02 أفريل 1998. وبعد أن حصلت على الموافقة، فإن هذه الشركة قد شرعت في الفترة الممتدة ما بين 15 أكتوبر إلى غاية 15 ديسمبر 1998 في العرض العمومي للادخار وذلك بطرحها في السوق حوالي مليون سهم بمبلغ 2300 دج للسهم الواحد وبمبلغ إجمالي يقدر بمبلغ 3.2 مليار دينار جزائري. وقد اختارت شركة إرياض -سطيّف- شركة الرشاد المالي للقيام بهذه العملية.

2-3- تجربة المجمع الصناعي -صيدال-

2-3-1- تقديم عام للمجمع الصناعي -صيدال-

يعتبر المجمع الصناعي -صيدال- الرائد في صناعة الأدوية وتسويقها على مستوى السوق الجزائرية، وهذا يعود لخبرته الواسعة في الانتاج والبحوث الصيدلانية وتسويق الأدوية.⁽²⁾

وقد انبثق مجمع صيدال عن إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية لصناعة المواد الصيدلانية بتاريخ 02 فيفري 1998، وحولت إلى شركة ذات أسهم يقدر رأس مالها بحوالي 2500 مليون دينار.

وتضم صيدال ثلاث شركات ملحقة وهي:

- الشركة الملحقة " أنتيببوتيكال" ومقرها الاجتماعي بالمدينة.

- الشركة الملحقة "بيوتيك" ومقرها الاجتماعي بالمحمدية الحراش.

- الشركة الملحقة "فارمال" ومقرها بواد السمار دار البيضاء

كما تضم وحدتين للخدمات هما الوحدة التجارية للوسط ومقرها بالمحمدية - الحراش- ووحدة البحث وتطوير الأدوية والتقنيات الصيدلانية بالمحمدية -الحراش-.⁽³⁾

⁽¹⁾ Ibid, p : 06.

⁽²⁾ Bulletin de la comission, N° 1, -COSOB-, 1999, p: 28.

⁽³⁾ Notice d'information, SAIDAL, 1999, p: 9.

2-3-2- أهداف المجمع الصناعي -صيدال-⁽¹⁾

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

2-3-3- تجسيد عملية إصدار أسهم المجمع الصناعي -صيدال-⁽²⁾

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

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

2-4- تجربة شركة إدارة فندق الأوراسي

2-4-1- تقديم عام لشركة إدارة فندق الأوراسي⁽³⁾

يمارس فندق الأوراسي ذو الخمسة نجوم نشاطه منذ 02 ماي 1975 حيث خضع لعملية تصحيح وإعادة تجهيز سنة 1988. كما تم تحويله إلى شركة ذات أسهم في 21 فيفري 1991 برأس مال 40 مليون دج. ثم تم تحويل أسهم فندق الأوراسي لفائدة الشركة القابضة للخدمات وذلك بغية زيادة قدراته المالية.

⁽¹⁾ Saidal infos, Groupe SAIDAL, N° 07, 1ère T, 1998, p: 08.

⁽²⁾ Idem, plusieurs pages/

⁽³⁾ Notice d'information, Hôtel El-aurassi, 1999, p: 05.

2-4-2 أهداف عملية إصدار أسهم شركة إدارة فندق الأوراسي

لقد طرح فندق الأوراسي جزءاً من رأس ماله في السوق بهدف تحقيق مخططه التنموي وتحقيق إنجاز هياكل سياحية في منطقة حاسي مسعود، حيث تقل مثل هذه الهياكل، وإتمام إنجاز فندق أزموور ببجاية الذي توقفت أشغاله وكذا إنشاء علامة محلية للرفاهية.

2-4-3 تجسيد عملية العرض العمومي لبيع أسهم فندق الأوراسي

على إثر الجمعية العامة غير العادية المنعقدة في 21 جوان 1998، أقر مجلس إدارة فندق الأوراسي إدخال 20 % من رأس ماله في البورصة. واتخذ هذا القرار طبقاً لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال انعقاده في 05 فيفري 1998 في إطار الخصخصة.

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

لقد تعرضت هذه الدراسة بالبحث في أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر والتي قسمت إلى قسمين رئيسيين، اختص الأول منهما بدراسة المفاهيم العامة حول أسواق الأوراق المالية حيث من بين ما عرفت هذه السوق بأنها المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية أحدهما لاحتياجات الآخر- برعاية شروط معينة- لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية. ونظرا للدور الذي تلعبه في التنمية، فهي تتولى تحديدا مهمة تجميع المدخرات من أصحاب الفوائض ثم توجيهها الى أصحاب العجز. ولعل من أبرز تجليات أهمية أسواق الأوراق المالية هي تمكين الشركات العمومية والخاصة التي لها شكل شركة مساهمة من فتح رأس مالها أو الرفع منه، كما أنها وسيلة لقياس أصول المؤسسات ووسيلة للتمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الإدخار العمومي كما أنها وسيلة لتوفير سيولة الادخار للمستثمرين في المدى الطويل وهي أيضا أداة لتسيير المخاطر.

وقد أمكن تجزئة سوق الأوراق المالية إلى قسمين أساسيين أولها السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة. أما القسم الثاني فهو السوق الثانوية أو سوق التداول حيث وجدت العديد من التقسيمات لهذه السوق من ذلك السوق الرسمية، السوق الثانية، السوق الثالثة والرابعة وكذا الموازية.

أما عن تنظيم سوق الأوراق المالية والمتدخلين بها، فقد جاء التأكيد على وصاية ومراقبة سوق الأوراق المالية وكذا المتدخلين من عارضي الفوائض المالية والطالبين لها وكذلك الوسطاء الماليين. ومن ثم تم النظر إلى سير سوق الأوراق المالية والعمليات والأوامر الخاصة بها.

أما الجزء الثاني من هذه الورقة، فقد اختص بدراسة سوق الأوراق المالية بالجزائر وتحديد بورصة الجزائر التي تم إنشاؤها حسب السلطات العمومية الجزائرية كضرورة حتمية لتساهم في تمويل الاقتصاد إذ تم النظر إلى نشأة البورصة في الجزائر والهيئات المنظمة لها والمتمثلة في كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم. كما تم التعرض للمتدخلين في بورصة الجزائر من متعاملين ووسطاء، الأوراق المالية المقيدة في بورصة الجزائر وشروطها سواء كانت قيما ممثلة لحقوق الملكية

أو قيما تمثل حقوق دائنية أو قيما مهجنة. وفي الأخير، تم التعرض إلى مختلف المؤسسات التي دخلت قيد البورصة والتي كانت ممثلة تحديدا كل من سوناطراك - إرياض سطيف - مجمع صيدال وكذا فندق الأوراسي وذلك من خلال تتبع مراحل دخولها وأهداف إصدارها للأوراق المالية والتي كانت تسعى من وراء ذلك إلى تحقيق آفاقها المستقبلية في التوسع والنمو.