

## الدرس السادس: عمليات الإدراج في سوق الأوراق المالية.

(الشروط، التكلفة، المتدخلون، المراحل، طرق الإدراج والعروض العامة (OPF, OPO, OPM)).

أولاً: أساليب القيد والتداول في البورصة.

ثانياً: شروط ومزايا دخول المؤسسات إلى السوق المالية.

ثالثاً: عملية الإدراج في البورصة.

رابعاً: العروض العامة (OPF, OPO, OPM)، التسعير المباشر).

أولاً: أساليب القيد والتداول في البورصة.

يتم قيد الأوراق المالية و تداولها في البورصة عن طريق الاكتتاب العام في الأسهم أو السندات التي تصدرها إحدى الشركات و أهم الأساليب التي يتم بها تداول الأوراق المالية المصدرة مايلي :

### 1- الاكتتاب المباشر:

يتم عن طريق بورصة الاوراق المالية، وهو من الطرق الشائعة في الاكتتاب، إذ يقوم السمسار كعضو عامل في البورصة بمساعدة إحدى بيوت الاصدار لاتفاق مع عدد من كبار المستثمرين على شراء الاوراق المالية المصدرة من إحدى الشركات التي تتميز بخصائص إدارية وتمويلية جيدة، وبمجرد تنظيم عمليات الاكتتاب يقدم السمسار طلباً لبورصة الاوراق المالية مرفقاً بتصريح من بنك الاصدار، ومن ثم يقوم الإعلان عن هذا الإصدار مع إيداع صورة من الإعلان لدى موثق الشركات إلا أن الشركة لا تحصل على تصريح (لاكتتاب والتعامل في الاسهم إلا إذا تم الاكتتاب فعلاً بالكامل).

### 2- الاكتتاب العام:

وهو بيع الأوراق المالية للجمهور، فإذا كانت الشركة المصدرة للأوراق المالية مسجلة في البورصة، فإن الاكتتاب أو الإصدار العام يتم عن طريق أحد السماسرة العاملين بالبورصة للاتفاق على حجم وشكل الإصدار ثم تتم كافة إجراءات التصريح صدار من قبل البورصة والإعلان عنه حتى الاكتتاب نافذاً.

**3- العرض للبيع:**

وبموجب هذه الطريقة يتم عرض الورقة المالية للبيع على الجمهور وبسعر أعلى من سعر شراءها، ويتم هذا البيع في الصفقات العادية التي تتم في البورصة

**4- الإصدار عن طريق العطاءات:**

ويهدف إلى حصول الشركة المصدرة للورقة المالية على الفروق المتوقعة في الأسعار حيث تقوم الشركة بتحديد سعر مبدئي للورقة المالية ثم يتقدم المستثمرون بعطاءات لشراء الكمية المصدرة بحد أقصى يتم تحديده للمستثمر الواحد ويتم البيع لأصحاب العطاءات الذين يتقدمون بسعر أعلى.

**ثانياً: شروط ومزايا دخول المؤسسات إلى السوق المالية.**

تختلف شروط ادراج المؤسسات في البورصة من دولة إلى أخرى، وحتى في الدولة الواحدة هناك شروط متعددة بتعدد الأسواق (رسمية أو ثانية أو ثالثة...) لكن على العموم تشترك في ضرورة توافر حد أدنى لمجموع رأسمال المؤسسات التي تريد الدخول، ونسبة الأسهم من العدد الإجمالي التي ينبغي بها الدخول وشروط تتعلق بالحسابات وكيفية إعداد وتصريح القوائم المالية ونتائج المؤسسة وعدد المساهمين وعدد الأوراق وشروط مراجع الحسابات... الخ. فكل مؤسسة تطلب قبول أوراقها في السوق لها التزامات قانونية والتزامات تتعلق بالجانب المعلوماتي:

**1- الالتزامات القانونية:**

عادة ما تحدد القوانين المنظمة للمؤسسات نسبة مئوية من رأس المال الواجب وضعه تحت تصرف الجمهور، وبعد استيفاء هذا الشرط، تقدم المؤسسة طلب إلى الهيئة المشرفة على السوق والتي تقوم بدراسته، وتلتزم المؤسسات بما يلي:

- تسليم تقرير عن ال الجمعيات العامة العادية وغير العادية؛
- إعلام هيئات البورصة عن كل التعديلات التي تطرأ على أنظمتها الداخلية؛
- أخذ موافقة الهيئات الوصية في السوق من أجل تحديد رزمة الإصدار والاكنتاب وما يتعلق بها من حقوق اكنتاب مثلاً؛
- تسلم لهيئات السوق كافة النشرات والمنشورات وكافة الوثائق التي تهم المستثمرين؛
- إلى جانب ذلك تلتزم المؤسسة بالتقيد بكامل التدابير التنظيمية المحددة في السوق.

## 2- الالتزامات المتعلقة بنشر المعلومات:

تتوزع هذه المعلومات بين معلومات دائمة ومعلومات طارئة:

## 2-1 المعلومات الدائمة:

- إعلام المساهمين بانعقاد الجمعيات العامة العادية؛
- إعلام المساهمين بدفع أرباح الأسهم وعمليات الإصدار الجديدة؛
- إعلام هيئات البورصة بكل تعديل للنظام التأسيسي؛
- الإعلام عن التعديلات التي طرأت على رأس مال المؤسسة وتوزيعه مقارنة بما أنه قد نشر سابقاً؛
- نشر الحسابات المالية وكل القوائم الضرورية المتعلقة بنشاط ونتائج المؤسسة عن الفترة المعنية.

## 2-2 المعلومات الطارئة:

وهنا يجب على المؤسسة إعلام الجمهور عن الطارئ في النشاط أو في المؤسسة من شأنه أن يؤثر على أسعار الأوراق المالية، خاصة باحتمال استخدام تلك المعلومات من قبل أشخاص معينين، هذا مع مراعاة أن لا تكون تلك المعلومات تدخل ضمن سرية الأعمال. وبالنسبة لبورصة الجزائر، فإنه تطبيقاً للتنظيمات المعمولة، القيم المنقولة المعروضة للتسعير في البورصة يجب أن تتوافر فيها الشروط التالية:

## 3- شروط تخص القيم موضوع العملية:

- القيم المنقولة يجب أن تكون موضوعة في السوق من طرف شركة ذات أسهم SPA ؛
- الأسهم يجب أن تكون محررة اليا.
- القيم التي تأتي للمساهمة في رأس المال لا يمكن إدراجها في التسعير، إلا إذا كانت القيم التي جاءت مساندها مدرجة في التسعير قبل ذلك؛
- الأسهم المعروضة للقبول في البورصة يجب أن توزع على 300 مساهم على الأقل؛
- السندات المعروضة للقبول في البورصة يجب أن تكون هي الأخرى مملوكة على الأقل من طرف 100 حامل للسندات، سواء قبل وبعد عرضها في السوق؛

- السندات الحكومية لا تخضع لأي من القواعد السابقة الذكر (الحد الأدنى من القيم المعروضة في العمليات، عدد العاملين للسندات).

#### 4- شروط تخص المؤسسة التي تطلب دخول قيمها المنقولة إلى البورصة:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000) دينار جزائري؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة؛
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة؛
- ضمان التكبّل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

ثالثاً: عملية الإدراج في البورصة.

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:

- مرحلة ما قبل الإدراج؛

- مرحلة الإدراج؛

- مرحلة ما بعد الإدراج.

#### 1-1 مرحلة ما قبل الإدراج:

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

#### 1-1 القرار بإجراء العملية:

تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

#### 1-2 الإعداد القانوني للشركة والأسهم:

إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

#### 1-3 تقييم الشركة:

على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة. ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

#### 1-4 اختيار الوسيط في عمليات البورصة:

ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال. ويتعاون الوسيط في عمليات

البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

### 1-5 إعداد مشروع المذكرة الإعلامية:

يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني....).

### 1-6 إيداع ملف طلب القبول:

يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

- طلب القبول؛
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛
- مشروع المذكرة الإعلامية؛
- مشروع الدليل؛
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛
- معلومات عن التمويل؛
- معلومات اقتصادية ومالية؛
- الوثائق القانونية؛
- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.
- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها:

- تملك لجنة أجل شهرين اثنين ( 02 ) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

- الانضمام إلى المؤتمر المركزي

قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

### 1-7 حملة التسويق:

سعيًا لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ... ) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

### 1-8 بيع الأوراق المالية:

يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

### 1-9 كشف النتائج:

في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

### 1-10 تسوية العملية:

يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

### 2- مرحلة الإدراج:

هذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. تنشر شركة تسخير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند

وسعر إدخال السند. كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

### 3- مرحلة ما بعد الإدراج:

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق. يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

### رابعاً: العروض العامة (OPF, OPO, OPM).

عرض الاستحواذ العام هو إجراء في سوق الأوراق المالية يجعل من الممكن السيطرة على شركة مدرجة أو تعزيز حصة في شركة مدرجة يتم التحكم فيها بالفعل. العرض العام هو عملية أطلقتها شركة أو مجموعة من المستثمرين بهدف السيطرة على شركة أخرى مدرجة في البورصة. الهدف: اكتساب حصة في السوق، وخفض التكاليف من خلال تحقيق وفورات الحجم أو إيجاد مصادر جديدة للنمو.

إن بدء عرض عام يمثل بداية فترة يمكن خلالها لمساهمي الشركة المرغوبة اختيار الاحتفاظ بأسهمهم أو بيعها للشركة المشتريّة بسعر أعلى من آخر سعر تم عرضه. يتوافق هذا الاختلاف مع علاوة لتشجيعهم على المساهمة بأوراقهم المالية. لكن السعر ليس دائماً المعيار الوحيد ، فالاستراتيجية المتوخاة يمكن أن تكون حاسمة.

### من هم الممثلين الأساسيين؟

- بادئ العرض العام هو الشخص الذي يطلق عرضاً على شركة مدرجة.
- الشركة المستهدفة (أو الشركة المستهدفة) هي الشركة المدرجة التي تخضع أوراقها المالية للعرض.

- يراقب (Autorité des marchés financiers (AMF) المعلومات المقدمة للمساهمين وامتثال العرض للقواعد المعمول بها. يضمن السلطة المشرفة على السوق المالي على وجه الخصوص احترام حقوق الأقلية من المساهمين وأن العرض يسير بسلاسة.

### 1- مسار العرض:

- يقدم العارض مسودة مذكرة معلومات إلى السلطة المشرفة على السوق المالي، والتي تقدم جميع خصائص العرض للمستثمرين. يتم نشره بمجرد تقديمه، ولكنه يظل خاضعاً للمراجعة من قبل AMF، والذي قد يطلب تعديلات جوهرية ورسمية.

- يجوز للشركة المستهدفة بعد ذلك نشر بيان صحفي من أجل الكشف عن رأي مجلس إدارتها بشأن العرض، وعند الاقتضاء، استنتاجات تقرير الخبير المستقل واستنتاجات الرأي. مجلس  
- في الوقت نفسه، ينشر البادئ بياناً صحفياً يعرض العناصر الأساسية لمشروع مذكرة المعلومات.  
- في معظم الحالات، تقدم الشركة المستهدفة مسودة وثيقة العرض الخاصة بها إلى السلطة المشرفة على السوق المالي استجابةً للعرض. مذكرة الرد هذه متاحة للجمهور. يخضع للمراجعة من قبل السلطة المشرفة على السوق المالي ويحتوي على وجه الخصوص على الرأي المسبب لمجلس إدارة الشركة بشأن العرض ، وعند الاقتضاء ، رأي الإنصاف للخبير المستقل الذي عينته ورأي مجلس العمل.

### 2- تقويم العرض:

تظل الشركة وحدها مسؤولة عن المعلومات المقدمة كجزء من العرض. الجدول الزمني للعرض ينشر AMF الجدول الزمني للعرض. يعتمد ذلك على الإجراء الذي ينتمي إليه العرض.

يجب أن تولي اهتماماً خاصاً للنقاط التالية:

- خصائص العرض ، وعلى وجه الخصوص ، أي شروط سابقة له؛
- معايير التقييم المستخدمة لتحديد السعر أو تكافؤ الصرف؛
- نوايا العارض تجاه الشركة المستهدفة للأشهر الاثني عشر القادمة
- ردود أفعال الشركة المستهدفة (رأي مجلس الإدارة أو مجلس الإشراف على المصلحة أو المخاطر التي يمثلها العرض للشركة ومساهميها، التوصية الصادرة عن هذا المجلس لعناية المساهمين، النوايا التي أعرب عنها مسؤولي الشركات سواء كانوا سيقدمون أو لا يقدمون أسهمهم في العرض، وما إلى ذلك)؛

- وجود وثيقة معلومات مشتركة واحدة للعارض والهدف أو وثيقتين منفصلتين؛
- تقرير الخبير المستقل، عند الاقتضاء، الذي يحلل أي تضارب في المصالح يتعلق بالعرض ويصدر حكماً موثقاً بشأن عدالة سعر العرض؛
- رأي مجلس العمل في العرض، حيثما ينطبق ذلك؛
- 3- أنواع العروض العامة للاستحواذ:

تتعدد أنواع العروض العامة على الشكل التالي:

### 1-3 من حيث محل الوفاء:

قد يكون المقابل عرضاً وحيداً أو عرضاً مختلطاً، فقد يكون عرضاً نقدياً بحتاً فيكون عرضاً عاماً للشراء *Offre publique d'achat* وقد يكون مبادلة أسهم بأسهم فيكون العرض عاماً تبادلياً *Offre publique d'échange* كما قد يكون تخييرياً أو مختلطاً.

#### 1-1-3 العرض العام لشراء الأسهم *Offre publique d'achat O.P.A* .:

هذه الصورة هي الأكثر حدوثاً في الواقع العملي، إذ أن المساهم الذي يتنازل عن سهمه يفضل الحصول على المقابل نقداً لتكون له حرية إعادة استثماره في شراء أوراق جديدة أو غير ذلك من الاستثمارات أو الاحتفاظ به لحين ظهور شروط أفضل لاستخدام المبلغ.

#### 2-1-3 العرض العام لتبادل الأسهم *Offre publique d'échange O.P.E* .:

يعرض صاحب العرض مبادلة أسهم في شركة بذاتها أو أسهم يملكها في شركات أخرى تابعة أو مستقلة، وتحدد نسبة التبادل من طرف الخبراء الماليين وفقاً للقيمة الحقيقية والسوقية لكل سهم.

#### 3-1-3 العرض العام التخيري:

يكون العرض العام إما للشراء أو للتبادل، من حيث كون المقابل إما كمية من النقود أو الأسهم ويترك حق الاختيار للمساهم البائع للسند ليحدد الوسيلة التي يقبل بها الوفاء.

## 3-1-4 العرض العام المختلط:

يتكون العرض المختلط من شقين: شق رئيسي وشق ثانوي، فيكون الشق الرئيسي عرضا عاما نقديا والشق الفرعي عرضا عاما عينيا أي يتم الوفاء لبائع السهم بحصة رئيسية نقدية والباقي مبادلة بأسهم أو العكس.

## 3-2 أنواع العروض العامة من حيث الرضا بها:

تنقسم العروض العامة من حيث القبول بها إلى عرض عام ودي وعرض عام غير ودي.

## 3-3 أنواع العروض العامة من حيث كمية الأسهم المطلوب الاستحواذ عليها:

تنقسم العروض العامة إلى عروض شراء كلية *Offre publique totale* وعروض شراء جزئية *Offre publique partielle*.

## 3-4 أنواع العروض العامة من حيث هدفها:

عروض الاستحواذ آلية تركيز اقتصادي قد يكون هدفها ماليا أو صناعيا. تقوم عروض الاستحواذ ذات الغرض الصناعي على استراتيجية استثمار استغلال المؤسسة والتحسين العام للنظام الإنتاجي إذ أن هدف المشروع اقتصادي، أما العروض العامة ذات الغرض المالي فيحركها هدف المردودية المالية وذلك عن طريق القيام بإعادة بيع الأسهم إلى مستثمرين آخرين. وغالبا ما تكون عروض الاستحواذ ذات الغاية الصناعية ودية في حين عرض الاستحواذ ذات الغاية المادية غير ودية ومع ذلك هذا التمييز لا يعد قاعدة.

## المراجع:

- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار القباء الحديثة، القاهرة، مصر، 2007، ص ص ، 127.
- علال بن ثابت . الأخضر لقلبي . لخضر لعروس، دخول المؤسسات إلى السوق المالية ومتطلبات الإفصاح والشفافية دراسة حالة بورصة الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 02، العدد 01. 2018، ص:404 405.
- موقع بورصة الجزائر: عملية الإدراج في البورصة، تم الإطلاع عليه يوم: 20 نوفمبر 2022، <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>.
- نهى خالد عيسى، عروض الشراء وأثرها على تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مجلة العلوم القانونية، العدد الخاص لبحوث مؤتمر فرع القانون الخاص المنعقد تحت عنوان "استدامة قواعد القانون الخاص والتحديات المعاصرة " للمدة 2019/11/07. جامعة بغداد.
- علال بن ثابت، لقلبي الأخضر، دخول المؤسسات إلى السوق المالية ومتطلبات الإفصاح والشفافية دراسة حالة بورصة الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 03، 2018.
- زيادي أمال، النظام القانوني للتجمع الشركات التجارية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة قسنطينة، سنة 2014.