

الإجراءات العملية لدخول بورصة الجزائر بين التشريعات القانونية ومطلب
الكفاءة في التسعير

*Practical procedures for entering the Algerian Stock Exchange between
legal legislation and requirement efficiency in pricing*

د. لعراب سارة

جامعة الجزائر 03 (الجزائر)

larabsara@hotmail.fr

د. بلعشي عبد المالك*

جامعة سوق أهراس (الجزائر)

a.belaachi@univ-soukahrass.dz

الملخص:	Abstract :
<p>تهدف هذه الورقة البحثية إلى دراسة وتحليل بورصة الجزائر لاسيما الإجراءات الميدانية لتسعير الأوراق المالية وتداولها بين جمهور المستثمرين، وذلك في ظل التشريعات القانونية المعمول بها ومطلب الكفاءة في التسعير. بالإضافة إلى ذلك سيتم التعرّيج على شروط دخول البورصة، أفاق دخولها بالنسبة للشركات الاقتصادية وآليات العمل في ظل الوسطاء الماليين المعتمدين.</p> <p>وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن بورصة الجزائر تتوفر على تشريعات قانونية وهيئات إدارية من شأنها أن تحمي مختلف الأطراف العاملين والمتعاملين بها؛ إلا أنها لازالت تفتقد إلى وجود شركات مسعرة بناء على جدوى اقتصادية وليس بقرارات إدارية سلطوية. وهذا الأمر أثر كثيرا على أدائها وكفاءتها في تسعير وتداول مختلف الأصول المالية.</p>	<p>This research paper aims to study and analyze the Algerian Stock Exchange, especially the field procedures for pricing and trading money bills between the investor public, in light of the applicable legal legislation and the requirement of efficiency in pricing. In addition, the conditions for entering the stock exchange, prospects for entry for economic companies and working mechanisms under the approved financial intermediaries “ IOB “ will be discussed.</p> <p>This study concluded that the Algiers Stock Exchange has legal legislations and administrative bodies that protect the various parties working and dealing with them. However, it still lacks the presence of companies that are priced based on economic feasibility and not authoritarian administrative decisions. This has greatly affected its performance and efficiency in pricing and trading various financial assets.</p>
الكلمات المفتاحية: البورصة، الإدراج، التسعير، الكفاءة.	Key words : stock exchange, listing, pricing, efficiency.

مقدمة:

كثيرا ما نادى مختلف المؤسسات المالية الدولية ومراكز البحث العالمية على غرار البنك العالمي وصندوق النقد الدولي خاصة في ظل مراحل الركود، بضرورة خلق آليات للتحكم في سلوك الأعوان الاقتصاديين وتوجيهه نحو تعبئة المدخرات للنهوض بالاقتصاد الكلي وتحقيق مستوى مقبول من التنمية الاقتصادية والرفاهية الاجتماعية. ولعلّ من أبرز الوسائل المعول عليها في تحقيق ذلك، توفر سوق للأوراق المالية تتمثل سمة تطورها في الوصول إلى مستوى مقبول من الكفاءة بالاعتماد على معلومات حقيقية عن أداء الشركات المدرجة في البورصة. الأمر الذي سيساعد على اتخاذ قرارات مالية صائبة ويعطي صورة واقعية عن مدى التطور الاقتصادي والتحكم في آليات تسيير الشركات .

إضافة الى ذلك، تُعتبر العملية التمويلية للمشروعات الاقتصادية من أهم المواضيع المطروحة على الساحة الدولية والتي حازت على نقاشات وبحوث أغلب الباحثين في مجال المالية، سيما بعد الأزمة المالية الخانقة التي ضربت عصب اقتصاد الدول الرأسمالية. هذه الأخيرة التي أصبح سعيها حثيثا حول جمع المدخرات من كافة أنحاء العالم (خاصة الدول ذات الاقتصاد الريعي) و تعبئتها لإعادة الاعتبار والاعمار لمختلف مؤسساتها المالية. ومن هنا زاد الاعتماد على أسواق الأوراق المالية ؛ باعتبارها فضاء تمويليا بامتياز لجميع المؤسسات التي تعاني من عديد الصعوبات في تمويل نشاطاتها الاستثمارية والاستغلالية بالرغم من أن الكثير من الباحثين يرون أن هذه الأسواق زادت في حدة الأزمة المالية نتيجة التعاملات السريعة في تداول الأوراق المالية وتحويل رؤوس الأموال.

وعليه يمكن طرح إشكالية هذه الدراسة في التساؤل التالي: فيما تتمثل الإجراءات العملية لدخول البورصة، وما مدى كفاءة بورصة الجزائر في تسعير وتداول الأصول المالية للشركات المسعرة ؟

من أجل الوقوف على واقع بورصة الجزائر في تعبئة المدّخرات العامة وتوجيهها لتمويل التنمية المحلية؛ وكإجابة مؤقتة لتلك التساؤلات يقوم بحثنا على العناصر التالية:

- ✓ ماهية البورصة وشروط دخولها
- ✓ مراحل وإجراءات إدراج المؤسسة في البورصة
- ✓ ميزات التمويل عن طريق بورصة الأوراق المالية
- ✓ دراسة وصفية لبورصة الجزائر

1°/ ماهية البورصة وشروط دخولها

يعود تاريخ إنشاء بورصة للقيم المنقولة إلى الحضارة الرومانية التي قامت بتجميع الأموال من المدّخرين لبناء روما ، ولأنّ المبالغ كانت ضخمة لجأت الإمبراطورية إلى تجميعها من جميع أفراد المجتمع وتوزيع عبء الاستثمار عليهم. إلا أن سوق الأوراق المالية المنظمة بالمفهوم الحديث ظهر سنة 1592 في بلجيكا ؛ أين كانت عائلة " فان در بورسن Van der Bursen" التي تنشط في المجال البنكي تفكر في إنشاء سوق كبير يهتم فقط بالأوراق المالية على مستوى نزل (فندق) كانت تمتلكه العائلة في مدينة بروج (Bruges) وكان هذا الأخير مكانا لالتقاء التجار المحليين في القرن الخامس عشر ، ولذلك نجد أن اسم البورصة قد استمد اسمه من اسم هذه العائلة. إلا أنه وفي سنة 1611 في أمستردام تم لأول مرة إصدار أسهم حددت قيمتها وفقا لقانون العرض والطلب وكان ذلك من طرف الشركة الألمانية للهند الشرقية ، وفي سنة 1719 تم إنشاء أول بورصة للقيم المنقولة مع وضع التشريعات القانونية المنظمة للمعاملات المالية في باريس . تلاها في سنة 1771 إنشاء سوق لندن للأوراق المالية وفي سنة 1790 سوق فيلادلفيا كأول سوق في الولايات المتحدة الأمريكية .

1-1°/ مفهوم البورصة: تحتل البورصة أو ما يعرف بالسوق الثانوية مكانا بالغ الأهمية ضمن أسواق الأوراق المالية ، حيث تمثل هذه السوق المكان الذي يتم فيه تداول (بيع وشراء) مختلف الأوراق المالية التي تم إصدارها لأول مرة في السوق الأولية أو ما يعرف بسوق الإصدار. ✓ فمنهم من يرى البورصة على أنها السوق الذي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار¹.

✓ في حين ذهب آخرون إلى أنها المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للمرة الثانية بعد إصدارها لأول مرة في السوق الأولية. ولذلك نجدها تسمى بالسوق الثانوية. فالبورصة هي السوق التي تهتم بعملية التسعير أو التقييم الدوري للأوراق المالية باعتبارها المكان الدائم لحركية وتداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية بين جمهور المستثمرين الماليين².

¹ منير هندي إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، دار المعارف للنشر والتوزيع، دون رقم للطبعة ، الإسكندرية، مصر، 2006 ، ص 94.

² هوارى السويسي ، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في غطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر - 3 ، الجزائر ، الموسم الدراسي : 2007/2008 ، ص 115 ،

✓ وعلى غرار هؤلاء ذهب " ج . ديفوس و ب. بالي *G, Defosse et P, Balley* " إلى القول بأن البورصة هي: " سوق ثانوية متاحة لعموم الجمهور، وتكون منظمة، بحيث يتم فيها تداولاً للقيم المنقولة المسجلة في التسعيرة"³

أما من الناحية القانونية فتعرف بورصة القيم المنقولة حسب المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم ؛ على أنها إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم. ويتبين من هذا التعريف أن البورصة تمثل الإطار المفضل للتمويل من خلال إصدار قيم منقولة لتمويل مشاريع تتطلب مدة انجازها وتسديد مبالغها وقتاً طويلاً⁴. أي أن البورصة من وجهة النظر القانونية تعتبر على أنها شخص معنوي له الشخصية الاعتبارية العامة في إثبات حقوقه والمطالبة بها من الجمهور، وهو ما يعرف بأهلية التقاضي غير أنها تخضع للرقابة الحكومية المتمثلة في وجود مندوب للحكومة على مستوى البورصة للتأكد من مدى تطبيق القوانين واللوائح التنظيمية من أجل حماية المصلحة العامة.

من خلال ما تقدم من التعارف يمكن استنتاج المفهوم التالي للسوق المالية بصورة عامة وللبورصة بصفة خاصة كالآتي: سوق الأوراق المالية هي سوق يتعامل فيها بالأوراق المالية من أسهم، سندات وأذونات للخزينة*؛ حيث تمثل في مجملها أوراق ملكية أو مديونية يتم طرحها للتداول من طرف الشركات الطامحة لجمع قدر كبير من الأموال من أجل تمويل دورة الاستثمار على وجه الخصوص. والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين تحكمه تشريعات قانونية وعرفية مضبوطة ومعروفة لدي الجميع وتشرف عليه هيئات مالية معتمدة من طرف السلطة.

³G.Defosse et P.Balley, *LaBourse des valeurs*, Edition Bouchene, Alger, 16^{eme} édition, 1993, P; 03.

⁴ مبروك حسين، *المدونة الجزائرية للبورصة*، الطبعة الثانية، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2010، ص 50.

أذونات الخزينة*

وهي سند تقصير الأجل تصدرها الدولة أو من يمثلها الغرض تمويلها للعجز في موازنة الدولة حيث تعتبر أهم وسيلة للقرض الداخلي لقصير الأجل، تترأ وحدها بين

03

أشهر وسنة واحدة، وقد أصبحت منذ أواخر القرن التاسع عشر أداة مالية دولية. حتماً متقدمة منها علمياً وأولاً مناقرة حرفة استخداماً أذونات الخزينة *treasury bonds* هو الاقتصاد الأمريكي باجهوت وذلك عام 1887 لتمويل الحكومة الأصولية في ذلك الوقت.

وهذا ما يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظمة فهي تتكون من عدد من التجار والسماسة الماليين يباشر كل منهم نشاطه في مقره، على أن يتم الاتصال بينهم بشتى وسائل الاتصال المتاحة وبالتالي فهي سوق موازية للسوق المنظمة.

3-1/ شروط دخول البورصة : حتى تتمكن المؤسسة من دخول بورصة الأوراق المالية، هناك مجموعة من الشروط القانونية والمالية التي يجب توفرها. منها ما يتعلق بالأصول المالية محل الإدراج ومنها ما يخص المؤسسة محل الإدراج ، ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:

3-1-1/ شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي⁵ :

- ← لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.
- ← لا بد من تحديد قيمة كل سهم.
- ← القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة .
- ← الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وأخر اجل يوم دخولها للبورصة
- ← القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.
- 3-1-2/ شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج : وتتمثل في الآتي :
- ← أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25%، حيث يتم طرح هذه النسبة من رأس المال في السوق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم للاكتتاب.
- ← نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- ← تقديم جملة من المعلومات تحدها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- ← أن تكون الشركة قد حققت ووزعت أرباحا خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في البورصة.

⁵ خالد إدريس : فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2008 ، ص 142.

- ← تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، علما أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، نشاط المؤسسة وأفاقها المستقبلية، مع كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
- ← إعلام شركة تسير البورصة في حالة القيام بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها.
- ← تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.
- ← يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة ، أن يكون شكلها القانوني من شركات الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم .
- ← أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات.
- ← تقديم القوائم المالية الختامية للشركة مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.
- °2/مراحل وإجراءات إدراج المؤسسة في البورصة.
- 1-2/ :مراحل إدراج المؤسسة في البورصة : قبل تسعير المؤسسة في البورصة وتداول أوراقها المالية بين جمهور المستثمرين ؛ هناك مرحلة تحضيرية تتمثل أساسا إعداد ملف كامل حول الشركة ونشاطاتها . وهذا الملف يحوي معلومات متعلقة بنشاط المؤسسة، الوضعية المالية، نتائج المؤسسة، آفاق مستقبلية للمؤسسة، وكل الحقوق المرتبطة بالورقة المالية المراد إصدارها مثل : معدّل الفائدة ، مدّتها ، قيمتها إلخ ، هذا الملف يتم توجيهه إلى هيئة البورصة من اجل المصادقة على إدراجها عن طريق وسيط مالي يلعب دورا بالغ الأهمية في هذه المرحلة ، والذي غالبا ما يكون بنك أو شخص طبيعي (مثلا في بورصة الجزائر كان هناك شخص طبيعي معتمد من طرف هيئة البورصة اسمه -K - Stratégie)
- 1-1-2/ أدوار الوسيط في البورصة : القانون يفرض على المؤسسة التي تريد أن تدخل البورصة وسيطا معتمدا من طرف هيئة البورصة يرافقها؛ أو ما يعرف ب: IOB وتوكل لهذا الوسيط المهام التالية:
- يشارك الوسيط في تحضير ملف المؤسسة المقدم لهيئة البورصة .
 - يشارك المؤسسة في إعداد وثيقة المعلومات (Notice d'information) التي تنشر للتعريف بالمؤسسة لدى جمهور المستثمرين .
 - يتكفل الوسيط المالي بتقديم ملف المؤسسة إلى هيئة بورصة الأوراق المالية .

- يقوم بجمع أوامر الشراء من الأشخاص الراغبين في شراء أوراق المؤسسة المالية ، ليقوم بعدها بتجميع وتصنيف هذه الأوامر التي تعدّ البارومتر الأول حول انطباع المستثمرين حول المؤسسة وأوراقها المالية .
- يساعد الوسيط المالي المؤسسة على تحديد سعر الورقة المالية وكذا اختيار طريقة بيعها.
- يتكفل الوسيط المالي بإشهار أوراق المؤسسة المالية للاكتتاب العام.
- يقوم الوسيط المالي بعد المهام السابقة ، بالمهمة الرئيسية له في هذا المجال والمتمثلة في بيع الأوراق المالية لجمهور المستثمرين. وهنا يتفق الوسيط والمؤسسة على طريقة بيع هذه الأوراق المالية ، كأن يقوم الوسيط ببيع الأوراق بالسعر المحدد من طرف المؤسسة في فترة زمنية محدّدة ثم يتقاضى الوسيط عمولة على ذلك ، أو أن المؤسسة تقوم ببيع الأوراق المالية إلى الوسيط بسعر محدد ، ثم يقوم الوسيط بإعادة بيع الأوراق لجمهور المستثمرين بسعر أعلى (يتضمن عمولة ونفقات الوسيط).
- بعد هذه المرحلة، تأتي مرحلة الانضمام البورصة؛ حيث يتم تقديم الملف إلى هيئة البورصة. والتي بدورها تدرسه في مدة لا تتعدى شهرين حتى تجيب بالإيجاب أو السلب، أين يتم دراسة النقاط التالية⁶ :
- نوعية المعلومات التي قدمت في الوثيقة (Notice d'information).
- هل المعلومة المقدمة كاملة أو ناقصة ومدى توافقها والمعلومات التي وضعت من طرف الهيئة.
- أن لا يكون هناك تناقض بين المعلومات .
- أن تكون الوثيقة ممضية من طرف مسئول المؤسسة .
- التصريح بمخاطر نشاط الشركة ان وجدت.
- ويبقى بإمكان هيئة البورصة أن تطالب بمعلومات إضافية ، أو الاتصال بخبراء خارج المؤسسة إذا كان هناك غموض في بعض الوثائق . ثم تقوم الهيئة بإمضاء الوثيقة ، وتحرر محضر تقبل فيه دخول المؤسسة المعنية للبورصة . ويمكن أيضا الرفض للأسباب التالية:
- عدم احترام قانون البورصة .

⁶ دبوب يوسف ، محاضرات مقياس المؤسسة والأسواق المالية ، جامعة الجزائر-3 ، الجزائر ، الموسم الجامعي 2011-2012 ، غير منشورة .

- إذا كانت الوثيقة غير مرفقة بالملف الكامل للمؤسسة.
- وجود نقص في المعلومات المطلوبة أو عدم صحتها.
- التأثير السلبي للشركة ونشاطها على السوق ومتعاملها.

وفي هذه الحالة (الرفض) بإمكان المؤسسة أن تلجأ إلى القضاء الإداري للطعن في القرار.⁷

2-2/ إجراءات دخول المؤسسة إلى البورصة: لا تستطيع أي دولة أو أي نظام اقتصادي إصدار القرار بإقامة سوق الأوراق المالية، نظرا لكون هذه السوق تتمتع بحساسية عالية و تؤثر بشكل مباشر على الإنتاج و الاستثمار و على كافة الفعاليات الاقتصادية. إضافة إلى كونها تستطيع إعادة هيكلة الادخار و المدخرين، و بالتالي يمكن لسوق المال أن تعيد ترتيب القطاعات الاقتصادية أو إحداث موجه من التكتلات الاقتصادية بين الشركات. وتتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني ، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى ، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة⁸ . إلا أنه هناك مجموعة من الإجراءات المعروفة للدخول إلى بورصة الأوراق المالية ، بحيث يمكن للمؤسسة أن تختار واحدة منها بما يتماشى وتفضيلات المستثمرين بغية جلب أكبر عدد منهم . وتتمثل هذه الإجراءات في :

2-2-1/° الإجراءات العادية : Procédure Ordinaire Ou La Mise à Disposition Indirecte : هذا الإجراء يقوم على اتصال المؤسسة مع وسطاء ماليين معتمدين، يتكفلون بإدخال الأوراق المالية إلى البورصة وبيعها بسعر يرضي الطرفين (المؤسسة والوسيط). وهذا السعر يعلن عنه في شاشات الإعلان في البورصة قبل دخول الأوراق المالية إليها. ينتظر الوسيط ردة فعل السوق ، ويقوم بجمع أوامر الشراء على الأوراق المالية ليقارنها مع حجم الأوراق المالية. إذا كان مجموع الأوامر أكبر من حجم الأوراق المالية ؛ فالوسيط يستطيع إضافة نسبة قليلة إلى سعر الورقة المالية (ربح) والعكس بالعكس. أي أنّ اختيار هذا الإجراء يقوم على كفاءة السوق المالية وشفافيتها نظرا لتحكم قوى العرض والطلب في سعر الورقة المالية. بعد هذه المرحلة يعلن الوسيط رسميا على السعر الذي ستطرح به الورقة المالية في السوق لأول مرة، فإذا كان الطلب كبيرا جدا؛ تجد المؤسسة نفسها بين خيارين ، إما أن تقلص عدد الأوراق المالية المطلوبة من طرف المستثمرين (مثلا المستثمر الذي أودع أمر شراء 1000 سهم تمنحه فقط

⁷ دبوب يوسف ، مرجع سبق ذكره.

⁸ خالد إدريس ، مرجع سبق ذكره، ص 77.

500 سهم) وهذا من أجل التوازن وعدم تأثر أسعار الأوراق المالية لاحقاً. أو أن المؤسسة تمد إلى إصدار أوراق مالية جديدة بسعر مرتفع نسبياً حتى ينخفض الطلب، ونتيجة للمخاطر المصاحبة لهذا الإجراء على الوسيط المالي فهذه الطريقة نادرة الاستعمال في الواقع العملي.

2-2-2/° : إجراء إعلان السعر مسبقاً دون إمكانية التغيير : *Offre à Prix Ferme Ou Mise à Disposition Directe* : وفقاً لهذا الإجراء ، تقوم المؤسسة بالإعلان الرسمي عن عدد وسعر الأوراق المالية وهذا السعر مغلق لا يمكن أن يتغير فيما بعد . لتقوم بعدها إدارة البورصة بنشر هذا الإعلان وكل المستثمرين يشترون بسعر واحد ، وهنا تجد المؤسسة نفسها أما ثلاث وضعيات :

○ إذا كان العرض أكبر من الطلب: المؤسسة تقلص عدد الأوراق المالية المطلوبة من طرف المستثمرين.

○ إذا كان العرض يساوي الطلب : السعر هو ذلك المعلن عنه .

○ إذا كان العرض أقل من الطلب : البورصة تقوم بتوزيع الأوراق المالية وفقاً لطريقتين كمايلي :

- النسبة المتساوية : *Le Pourcentage égale* : وذلك بإعطاء نسبة مئوية متساوية لكل المستثمرين.

- أن تقوم البورصة بحساب نسبة : الأوراق المعروضة / الكميات المطلوبة ، ومن ثمة تقوم بعملية التوزيع.

يمكن للمؤسسة إذا كان الطلب كبيراً جداً أن تؤجل البيع لمدة زمنية محددة ، على أن يكون السعر الجديد مرتفع نسبياً. أو أن تضيف المؤسسة كميات جديدة لأجل تسهيل تسعيرة الورقة المالية. في هذا الإجراء: المؤسسة هي من تقوم بتحديد سعر الورقة المالية وبالتالي هي من تتحمل المسؤولية الكاملة . وهو الأمر الذي يجعل هذه الطريقة غير مستعملة بكثرة في أرض الواقع ، إلا إذا أرادت الدولة خصخصة مؤسساتها العمومية كون الطلب سيكون مرتفع جداً والمساهم القديم يكون على دراية كاملة ومسبقة بالسعر الذي ستباع به الأوراق المالية⁹.

2-2-3/° : إجراء العرض بالسعر الأدنى: *Offre à Prix Minimale Ou Mise en Vente* : وفقاً لهذا الإجراء وقبل أيام من تداول الأوراق المالية في البورصة، تقوم المؤسسة بالإعلان عن عدد الأوراق المالية المعروضة للبيع وكذا السعر الأدنى الذي يمكن للمستثمرين أن ينفذوا به عملية

⁹ دبوب يوسف ، مرجع سبق ذكره .

الشراء. هنا المساهمون القدامى لا يعلمون مسبقا سعر بيع الورقة المالية كون المجال مغلق من الجهة الدنيا ومفتوح من الجهة العليا ، أما المساهمون المحتملون الراغبين في شراء الأوراق المالية فعليهم أن يحددوا في أمر الشراء الكميات والسعر المرغوبين . تقوم البورصة في مرحلة لاحقة بعزل كل الأوامر التي تحوي أسعار أقل من السعر المحدد الأدنى وكذلك تعزل الأسعار المرتفعة جدا ؛ كون هؤلاء المستثمرين يسعون إلى شراء كل الأوراق المالية حتى تكون لهم الأغلبية في أصوات الجمعية العمومية، وبالتالي السيطرة على قرارات المؤسسة المستقبلية وتوجيهها لخدمة مصالحهم الشخصية ، ناهيك عن انخفاض السعر عند عمليات التداول اللاحقة سيؤثر سلبا على أسهم المؤسسة وسمعتها. في هذا الإجراء تجد إدارة البورصة نفسها أمام وضعيتين مختلفتين كما يلي :

- إذا كان الطلب أقل من العرض : الأوراق المالية تباع بالسعر الأدنى .
- إذا كان الطلب أكبر من العرض : إدارة البورصة تلغي كل الأوامر التي تحمل أسعار مرتفعة وتدخل الورقة المالية الى البورصة بالسعر الأدنى على أن ترتب أوامر الشراء من الأعلى الى الأسفل .

2-2-4/ التوظيف الإجمالي أو المضمون : *Placement Global Ou Placement Garanti* ؛ وهو إجراء يتم تخصيصه في الغالب للمستثمرين المؤسساتيين (*Les Investisseurs Institutionnels*) ، حيث تقوم المؤسسة أو البنك بتحديد السعر الذي ستدخل به الورقة المالية إلى البورصة بناء على الأسعار الأولية التي وضعها هؤلاء المستثمرون في أوامر شرائهم. البيع هنا مضمون لأن السعر محدد في حدود الأسعار التي وضعها المستثمرون المؤسساتيون، إضافة إلى أن الشركة هنا تختار مساهمها الجدد بالتشاور مع البنك (الوسيط).

2-2-5/ إجراء العرض بالسعر المفتوح : *Offre à Prix Ouvert* ؛ ظهرت في فرنسا سنة 1998 ودخلت بهذه الطريقة مؤسسة *France Telecom* إلى البورصة الفرنسية¹⁰. يعتمد هذه الإجراء على تحديد مجال للأسعار (*Une Fourchette des Prix*) كاقترح ، وكل مستثمر يحدد الكمية والسعر حسب إمكاناته. بعدها تقوم إدارة البورصة جمع ثم دراسة أوامر الشراء التي تدخل ضمن المجال المقترح ، ومن ثمة تحديد سعر لكل المستثمرين . هذه الطريقة مستعملة بكثرة

** المستثمرون المؤسساتيون هي هيئات مالية تجمع الادخار، يفرض عليها القانون ، طبيعتها وقانونها الداخلي أن توظف جزءا كبيرا منها في استثمارات على شكل أسهم .
¹⁰ دبوب يوسف ، مرجع سبق ذكره .

خاصة عندما ترغب المؤسسة في أن يكون مساهمها الجدد من الأشخاص الطبيعيين وليس الأشخاص المعنويين .

3/ ميزات التمويل عن طريق بورصة الأوراق المالية

لتمويل عن طريق البورصة مجموعة من الميزات بالنسبة للمؤسسة ، المساهمين والأجراء . وهو في ذات الوقت يصطدم بعدة معوقات كما سيأتي تفصيله .

3-1/ : ميزات التمويل عن طريق البورصة : تمثل البورصة الفضاء الأنسب لعدد المؤسسات التي ترغب في تمويل نشاطاتها خاصة ما تعلق منها بدورة الاستثمار ، أي أن البورصة تتيح لهاته المؤسسات رؤوس أموال كبيرة ولمدة طويلة لا يمكن أن تحظى بهكذا فرصة في السوق النقدية.

وتتمثل مزايا وعيوب الدخول إلى عالم السوق المالية في الآتي :

3-1-1/ إيجابيات التمويل عن طريق البورصة: تفضّل العديد من الشركات أن تموّل نشاطاتها الإستراتيجية عن طريق بورصة الأوراق المالية للإيجابيات التالية :
أ. بالنسبة للمؤسسة : تهدف المؤسسة جزاء دخولها إلى البورصة إلى الاستفادة من الإيجابيات التالية :

○ *La Transmission d' Entreprise* : أي سهولة دخول وخروج المساهمين من وإلى المؤسسة من خلال شراء أو بيع الأسهم. وذلك تجسيدا لفكرة " يزول الشرك وتبقى المؤسسة " .*

○ المؤسسة المدرجة في البورصة تسمح لمن ابتاع أوراقها المالية في السوق الأولية بسهولة تداولها وتحقيق الأرباح الرأسمالية في السوق الثانوية (البورصة) .

○ تسمح لأقلية المساهمين بالخروج السهل من المؤسسة دون أي أثرا على الشكل القانوني للمؤسسة.

○ ترفع من سمعة المؤسسة وتسمح بتحويل الأسهم الممنوحة للمسيّرين إلى سيولة (نقود) .

○ تسمح البورصة بتحسين كفاءة وأداء المؤسسة، حيث أثبتت الدراسات الحديثة أن المؤسسات المدرجة بالبورصة حاضرة أكثر على الصعيد الدولي، معدل الهامش على

* هذا الشعار صالح فقط شركات الأموال كون شخصية الشرك ليست محل اعتبار ، أما في شركات الأشخاص فزوال الشرك يؤدي الى زوال المؤسسة بقوة القانون كون شخصية الشرك محل اعتبار مثل شركات التضامن إلخ .

- الريخ يرتفع بالاندراج في البورصة، نسب المديونية أقل والتمويل الذاتي أحسن وأكبر لهاته المؤسسات (المسعة بالبورصة)¹¹.
- البورصة تسهل الرقابة على أعمال المؤسسة (La Mise en Contrôle)، وتيسر عملية بيعها إن أراد مالكوها ذلك .
- ب. بالنسبة للمساهمين: بمجرد دخول المؤسسة إلى البورصة، يستفيد مساهموها من الايجابيات التالية:
- ارتفاع مستوى حمايتهم ، لأن المؤسسة المدرجة في البورصة يجب عليها قانونيا نشر عدة معلومات ، وهذه المعلومات دورية وتساهم في خلق الشفافية للمساهمين ، وهناك أيضا معلومات يمكن أن تؤثر سلبا مع سعر الأوراق المالية مع حتمية نشرها .
- تساهم البورصة في إعلان نسبة مساهمة كل شريك في المؤسسة ، وبالتالي معرفة هوية الشريك الذي يتجه نحو السيطرة على الجزء الأكبر من المؤسسة .
- تسهيل تحويل الأوراق المالية إلى سيولة ، تبعا لتغيرات الأسعار من وقت إلى آخر .
- تسمح للمساهمين القدامى أن يحققوا مبيعات أوراقهم المالية ، والتي اشتروها عند نشأة المؤسسة .
- تحقيق فائض القيمة plus de valeur (الفرق بين سعر البيع والشراء)، وهذا الفائض هو تعويض لخطر الاستثمار بالمؤسسة
- البورصة وسيلة جيدة تسمح بإعطاء قيمة للمؤسسة المدرجة على مستواها، لأن البورصة لديها: عدد المساهمين وسعر السهم وبالتالي فقيمة المؤسسة هي حاصل ضرب عدد الأسهم في سعر السهم .
- ج. بالنسبة للأجراء :
- أظهرت الدراسات أن الأجراء الذين يعملون في مؤسسة مدرجة في البورصة أكثر حافزية من الأجراء الذين يعملون في مؤسسات غير مدرجة في البورصة.
- أجراء المؤسسة المدرجة في البورصة أمناء لأن توجهاتهم هي نفس توجهات المؤسسة (ثقافة المؤسسة) ، كون الأجراء يملكون أسهم وسندات للمؤسسة العاملين بها (نظام تحفيزي للرفع من مردودية العامل الأجير).

¹¹دبوب يوسف ، مرجع سبق ذكره .

2-1-3/ سلبيات التمويل عن طريق البورصة: بالرغم من الايجابيات الكبيرة التي تضمنها البورصة للمؤسسات المدرجة بها ، إلا هناك أيضا سلبيات ذات وزن مهم وتلقي بظلالها على المؤسسة وأعمالها . وهو ما يجعل قرار المؤسسة بفتح رأس مالها للاكتتاب من أصعب القرارات ، وتمثل أهم السلبيات في الآتي :

- إمكانية التأثير على سمعة المؤسسة إذا كانت أوراقها المالية لا تحظى باهتمام المستثمرين، أي أن الطلب عليها ضعيف .
- المؤسسة المدرجة بالبورصة مجبرة على توزيع الأرباح، نتيجة ضغط المساهمين أو وكلاؤهم أثناء التصويت في الجمعية العمومية. وبالتالي فقدان المؤسسة لفرصة إعادة استثمار الأرباح الموزعة .
- إدراج المؤسسة بالبورصة يجعلها تتحمل تكاليف كبيرة مثل : تكاليف الدراسات الاقتصادية والمالية ، تكاليف وعمولات الوسيط المالي ، تكاليف الإعلان والإشهار، تكاليف طبع ونشر ملف المؤسسة ، تكاليف من 5 إلى 10 % من المبلغ الإجمالي الذي بيعت به الأوراق المالية لصالح إدارة البورصة وكذلك تكاليف متعلقة ب: *B.A.L.O* (*Bulletin des Avances Légales Officiels*).
- الخوف من ردّة فعل السوق بعد تسعير الورقة المالية ، والنجاح يتمثل في ارتفاع سعرها بعد الدخول مباشرة . ولتحقيق هذه الغرض تتدخل المؤسسة عبر أحد الإجراءات التالية :

- إجراء شرط منع البيع *Lock-Up* : ومعناه أن المساهمين القدامى لا يمكنهم بيع أسهمهم مباشرة بعد دخول المؤسسة إلى البورصة لفترة ما بين 6 و18 شهر حتى يستقر سعر السهم ، وهذا بموجب عقد بين الطرفين¹² .
- عدم القيام بفتح رأس المال مباشرة بعد دخول البورصة ، لأن هذا بمثابة إشارة سيئة لجمهور المستثمرين على أن المؤسسة تعاني عسر مالي ومساهموها يريدون التخلص من أسهمهم .
- إنجاز عقود السيولة *Les Contrats de Liquidité*؛ وهي اتفاق يبرم بين المؤسسة والوسيط المالي لمدة محددة ، على أن يتعهد هذا الأخير بتوظيف

¹² جوزيف أنطوان وماري كلير كابيو هوار (ترجمة: أمال ليلي سربيس) ، قاموس الأسواق المالية ، مطبعة الصفحات الزرقاء ، دون رقم للطبعة ، الجزائر ، 2010 ، ص 280 .

الأوراق المالية لدى مستثمرين وضمان متابعتها بعد دخول السوق . أي أن الوسيط المالي يوفر الأوراق المالية للمشتري إذا لم يجدها وكذلك يشترها من البائع إذا لم يجد المشتري ، حتى يحافظ على استقرار سعر الورقة المالية لمدة هي مدّة العقد .

4/دراسة وصفية لبورصة الجزائر *La Bourse D'Algérie*؛ لقد كان لظهور النظام الرأسمالي الدور البالغ في إنشاء بورصة للأوراق المالية بالجزائر، حيث تعود فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية التي أعلن عنها سنة 1987 ، والتي دخلت حيز التنفيذ مطلع سنة 1988 . في ذات الوقت صدرت ترسانة من القوانين الوضعية تعلن عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة ، حيث قسّم رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية بين صناديق المساهمة . وبذلك تحوّلت المؤسسات العمومية الى شركات ذات أسهم من أجل مسايرة التطورات الاقتصادية العالمية آنذاك* . وفي سنة 1990 أعلن الدولة الجزائرية انتقالاقتصادها من إقتصاد موجه الى إقتصاد السوق ، وبالتالي توقف الدولة عن تمويل المشاريع ؛ ممّا جعل المؤسسات العمومية تعتمد على نفسها في تمويل نشاطاتها المختلفة بطرق التمويل التقليدية (ائتمان مصرفي أو ائتمان تجاري) ، إلا أن هذه الطرق صارت مكلفة لارتباطها بسعر الفائدة المحدد مركزيا وليس لتفاعل قوى العرض والطلب ، فكان من الضروري في ظل هذه المعطيات الاقتصادية ظهور فكرة البورصة في الجزائر قصد تكملة وتنوع مصادر التمويل .

1-4/°: المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر؛ مرّت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

- المرحلة التمهيدية من 1990 الى 1992: تمثل هذه المرحلة بمثابة تهيئة للأرضية التي تمكن البورصة من ممارسة مهامها بشكل منظمّ و قانوني ، حيث قامت صناديق المساهمة في 09 ديسمبر 1990 بإمضاء العقد التأسيسي لدى الموثق تحت اسم: شركة القيم المنقولة -

* عمدت الدولة الى هذا الإجراء بسبب الظروف الصعبة السياسية منها والاقتصادية التي كانت تعيشها آنذاك ، فعلى الصعيد السياسي فقد كان النظام الاشتراكي يشهد آخر مراحل له لصالح النظام الليبرالي . وهو الأمر الذي يحتمّ على الدول الاشتراكية الانسحاب تدريجيا من الحياة الاقتصادية لتصبح تلعب دور الحارس بعدما كانت هي الفاعلة (تملك مدخلات ومخرجات النظام الاقتصادي) ، أمّا على الصعيد الاقتصادي فكانت الجزائر تعيش أزمة إقتصادية حادة بعد أزمة البترول في سنة 1986 وانخفاض مداخيلها من العملة الصعبة بشكل أوقعها في المديونية الخارجية ، ناهيك عن عدم فاعلية وفعالية مؤسساتها العمومية في الحياة الاقتصادية (مسح الديون في كل مرّة ، ضعف النتائج المحققة ، ضعف الأداء المالي والإداري إلخ) .

320.000 دج دون التصريح بكلمة بورصة لأن تلك الفترة لم تشهد أي نص قانوني ينظم البورصة. ونصت القوانين الأساسية لهذه الشركة على أن هدفها الأساسي يتمثل في وضع تنظيم يسمح بتشغيل سوق المفاوضات على القيم المنقولة في أفضل الشروط .

لكن الشركة شهدت عدّة صعوبات وعراقيل تنظيمية وتشريعية حالت دون انطلاقها الى أن تم في شهر فيفري 1992 إتخاذ قرار برفع رأس مالها الى مبلغ : 9.320.000 دج وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص تلك المتعلقة بتسميتها ، موضوعها وصفها باعتبارها بورصة للقيم المنقولة ومن ذلك الحين أخذت هذه الشركة رسميا اسم بورصة القيم المنقولة ، ولقد تم تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي في أواخر سنة 1992 . ناهيك عن صدور ثلاث مراسيم تنفيذية خلال هذه الفترة لوضع الإطار القانوني العام لنشاط البورصة كمايلي :

□ المرسوم التنفيذي رقم : 169/91 المؤرخ في 21-05-1991 والمتعلق بتنظيم العمليات على القيم المنقولة .

□ المرسوم التنفيذي رقم : 170/91 المؤرخ في 28-05-1991 والمتضمن تحديد أنواع و أشكال القيم المنقولة وكذا ظروف إصدارها من طرف مؤسسات رؤوس الأموال .

□ المرسوم التنفيذي رقم : 171/91 المؤرخ في 28-05-1991 والمتعلق بلجنة البورصة .

■ المرحلة الأولى من 1993 الى 1999 : عمدت الحكومة في هذه المرحلة إلى التركيز على نوعية الأوراق المالية التي سيتم تداولها بالبورصة وكذا الاجراءات التنظيمية للسوق الأولية (سوق الإصدار) وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم : 93-08 المؤرخ في 25-04-1993 المعدّل والمتمم للقانون التجاري، حيث حدّدت فيه أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها وكذا صدور عدّة قوانين متعلقة ببورصة الجزائر مثل :

□ المرسوم التشريعي رقم : 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المرسوم التنفيذي رقم : 175/94 وكذا المرسوم التنفيذي

رقم : 176/94 المؤرخين في 31-06-1994 المعدلين والمتممين للمرسوم التشريعي رقم 10/93¹³.

□ المرسوم التنفيذي رقم 106/96 الصادر في 11-03-1996 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB .

واختارت الدولة في هذه المرحلة ثلاث مؤسسات عمومية لإدراجها في البورصة وهي: مؤسسة رياض سطيف، مجمع صيدال وفندق الأوراسي. وعمدت الدولة الى تحضير الشروط المطلوبة للدخول الى البورصة، واستمرت عملية التحضير وتقييم هذه المؤسسات لمدة سنة كاملة تقريبا حيث انتهت المرحلة بإصدار الأوراق المالية لهذه الشركات وطرحها في السوق كمرحلة أولى.

■ المرحلة الثانية من 1999 الى يومنا هذا : في هذه المرحلة ، تم الانتقال من إصدار الأوراق المالية الى ضوابط تداولها . حيث كانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999 أين تم القيام بتسعير سهم مؤسسة رياض سطيف ، وبعد أسبوع تم تسعير سهم مؤسسة صيدال ، أما سهم فندق الأوراسي فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر . وبخصوص السندات ؛ فقد تم تسعير سندات مؤسسة سوناطراك في شهر أكتوبر سنة 1999 .

4-2°/ : تنظيم وسير البورصة في الجزائر: بورصة الجزائر كغيرها من البورصات العالمية لها هيكل ينظمها وقوانين تحكمها ، فالحديث عن الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر يعني بالضرورة الإشارة الى هيئتين أساسيتين ؛ جاءتا من أجل تحقيق الأهداف التي تسعى بورصة الجزائر الوصول اليها . والتي تتمثل في فتح فرص الاستثمار على مصرعها المحلي والدولي وكذا ترقية الاقتصاد الوطني . ومنه فتح مجال للدخول الى اقتصاد السوق، وطبقا للمرسوم التشريعي رقم : 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 المتعلق ببورصة الجزائر فقد أنشئت هيئتين هما :

¹³ يختلف المرسوم التشريعي عن التنفيذي من حيث سلطة اتخاذ القرار؛ فالمرسوم التنفيذي هو قرار صادر عن رئيس الجمهورية بين دورتي البرلمان العاديتين (الدورة الربيعية والخريفية) باعتبار أن رئيس الجمهورية يمكنه أن يشرع القوانين باستعمال سلطته التنفيذية (مرسوم تنفيذي) وكذا سلطته التنظيمية (مرسوم تنظيمي)، أمّا المرسوم التشريعي فهو قرار صادر عن السلطة التشريعية والمتمثلة في البرلمان بغرفتيه بعد أن تقوم الحكومة بإعداد مشروع المرسوم أو القانون وتقدمه للبرلمان للمصادقة عليه.

4-2-1/ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛ COSOB: تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بالأمر رقم : 10-96 المؤرخ في 10-01-1996 وكذا القانون رقم : 04-03 الصادر بتاريخ 17-02-2003¹⁴. وتعتبر هذه اللجنة اهم عنصر في التنظيم الداخلي للبورصة؛ إذ أنها تمثل السلطة الادارية والمالية .

وتتكوّن هذه اللجنة من رئيس يعيّن بمرسوم رئاسي لمدة أربع (04) سنوات، وستة أعضاء يعينهم وزير المالية بموجب مراسيم فردية لمدة أربع (04) سنوات تتمثل مهمتهم في حماية مصالح المستثمرين، وذلك من خلال ضمان الثقافة اللازمة. أي العمل على تحقيق حسن سير نشاط البورصة وذلك باتخاذ ما يتطلبه الأمر من إجراءات للرقابة ، صحة المعلومات التي تقدّمها الشركات وكذا إعطاء تأشيرات القبول للشركات التي تحقق شروط الدخول للبورصة، كما تتمتع بصلاحيات وسلطات واسعة للقيام بالمهام الآتية:

أ. السلطة التنظيمية: تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة، وذلك بسن قوانين تخص المجالات الآتية:

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم .
- نطاق مسؤولية الوسطاء الماليين ومحتواها والضمانات التي يجب أن يكفلوها لزيائهم .
- الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في البورصة .
- قبول القيم للتفاوض بشأنها وشطبها وتحديد أسعارها .
- العروض العمومية لبيع وشراء القيم المنقولة .
- القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المدرجة في البورصة والتي تسمح للمستثمرين باتخاذ قرار الاكتتاب من عدمه .

ب. سلطة الرقابة والتحقيق : حيث تقوم اللجنة بمايلي :

- احترام المتدخلين في السوق ، الأحكام القانونية والتنظيمية المعمول بها .
- امتثال الشركات التي تطلب اللجوء العلني للدخول لواجبات الاعلام التي تخضع لها .
- حسن سير السوق .

¹⁴ مبروك حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص 50 .

- نشر المعلومات في النشرة الرسمية للبورصة "BOC".
- إجراء تحقيقات على الشركات ، البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء لدى الأشخاص .
- ج. سلطة التأديب والتحكيم: تحوي اللجنة على غرفة تأديبية وتحكيمية تتكوّن من رئيس وعضوين، يتم انتخابهما من بين أعضاء اللجنة، وقاضيين اثنين يعينهما وزير العدل، وتمثل وظائفهم في الآتي:
- في المجال التأديبي : تختص اللجنة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية الخاصة بالوسطاء في عمليات البورصة ، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبّقة عليهم . وتمثل العقوبات التأديبية في : الإنذار ، التوبيخ ، حضر النشاط كلياً أو جزئياً ، مؤقتاً أم نهائياً ، فرض غرامات مالية أو سحب الاعتماد (المادة 55 من القانون رقم 03-02 المذكور آنفاً)¹⁵.
- في المجال التحكيمي: تختص اللجنة بدراسة كل نزاع تقني يترتب عن تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير البورصة ، وتتدخل فيمايلي¹⁶ :
- بين الوسطاء في عمليات البورصة .
 - بين الوسطاء وشركة تسيير بورصة القيم .
 - بين الوسطاء والشركات المصدرة للأسهم .
 - بين الوسطاء والأمّرين بالسحب في البورصة .
- 2-2-4/ شركة تسيير القيم المنقولة؛ SGBVM: تأسست هذه الشركة لأول مرّة بعقد مؤثّق بتاريخ 10-09-1990 تحت تسمية شركة القيم المنقولة، وذلك من خلال الأعضاء المؤسّسون لشركة إدارة بورصة القيم. وهي عبارة عن شركة ذات أسهم تتولى وفقاً للمادة 15 من القانون رقم 03-02 المؤرخ في 17-02-2003 تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة والمقبولة في البورصة. بحيث تهدف هذه الشركة الى مايلي¹⁷ :
- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة الى البورصة .

¹⁵ مبروك حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص 134 .

¹⁶ أنظر المادة رقم : 52 من القانون رقم 03-02 الصادر بتاريخ 17-02-2003 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات .

¹⁷ أنظر المادة رقم : 18 من القانون رقم 03-02 الصادر بتاريخ 17-02-2003 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات .

- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة .
 - تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة .
 - تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها .
 - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة .
 - إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة (cosob).
- تقوم الشركة بتسيير المعاملات التي تخص القيم المنقولة في البورصة ، ويتمثل رأس مالها في الأسهم المخصصة للوسطاء في عمليات البورصة (المادة 16 من القانون رقم 02-03) . ولا يصح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعلياً إلا بعد أن يتم الاكتتاب في قسط من رأس مال هذه الشركة ، كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة وفقاً للنصوص التشريعية التي تنظم ذلك (المادة 2 من نظام لجنة البورصة ومراقبتها رقم : 01-98 المؤرخ في 15-10-1998 المتضمن تحديد قواعد حساب العمولات) . ويتمثل الأعضاء المؤسسون للشركة من :

- أ. البنوك الوطنية : وتتمثل في كل من ؛
- بنك التنمية المحلية " BDL "
 - البنك الوطني للتنمية الريفية " BADR "
 - القرض الشعبي الجزائري " CPA "
 - البنك الخارجي الجزائري " BEA "
 - البنك الوطني الجزائري " BNA "
 - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط " CNEP " هذا بمسماه القديم قبل أن يتحوّل الى بنك التوفير والاحتياط CNEP Banque .
 - الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي " CNMA "
- ب. شركات التأمين : وتتمثل هذه الأشخاص المعنوية في مايلي ؛
- الشركة الجزائرية للتأمين والنقل " CAAT "
 - الشركة الجزائرية للتأمين " SAA "
 - الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين " CAAR "
- ج. بنوك خاصّة : وتتمثل في ؛
- بنك " Union Bank " .

ونظرا للتأخر الذي شهدته بورصة الجزائر، فقد وصفت هذه الشركة بالمعلقة ليتم إعادة بعثها من جديد في 15-07-1998 وبذلك تخلى الأعضاء المؤسسون لشركة إدارة بورصة القيم عن حصصهم في رأس مال الشركة لصالح شركات متخصصة في الوساطة المالية للقيم المنقولة وهي :

- شركة الراشد المالي :تضم كل من ؛ CNMA , BEA , CCR .
- المؤسسة العامة للإرشاد والتوظيف " SOFICOP " والتي تضم كل من BDL,BNA ,SAA؛
- المؤسسة المالية العامة " SOGIEFI " والتي تضم كل من ؛ CPA ,CNEP , CAAT .
- شركة توظيف القيم المنقولة " SPDM " والتي تحوي تحتها كل من ؛ BADR , CAAR
- شركة Union Brokirage المؤسسة من طرف Union Bank .

وحتى يتسنى لهاته الشركة تسهيل المبادلات فيما بين الوسطاء ، وكذا ترقية التعاملات على القيم المنقولة ؛ فإنه يتعين عليها الاهتمام بتسهيل العمليات فيما بين الوسطاء . وذلك من خلال تطبيق النظام العام في شكل نشرات ومقررات تنشر في الجريدة الرسمية لجدول التسعيرة ، لتعرض ويصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. من خلال وضع نظام للتحكيم وفض النزاعات مع إشعار لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لأي إخلال أو مخالفة لقواعد سوق القيم المنقولة ، أو وجود نزاع بين متدخلين أو أكثر أو أي أمر قد يمس بسلامة وشفافية السوق .

3-4°/ تشكيلة بورصة الجزائر: تتشكل بورصة الجزائر من قسمين أساسيين هما¹⁸ ؛
أ. قسم القيم المنقولة: يتم في هذا القسم تداول سندات رأس المال وسندات الدين. وذلك بتداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع كل اثنين وأربعاء، إذ تبدأ حصة التداول بدءا من الساعة التاسعة والنصف صباحا (09 سا و30 د) وتنتهي قبل الساعة منتصف النهار (12 سا و00 د) وذلك حسب المراحل الزمنية التالية:

¹⁸ أنظر : www.sgbv.dz

الجدول رقم (01): المراحل الزمنية لحصة التداول في قسم القيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر

البيان	الحصّة
النداء الإلكتروني لوسطاء عمليات البورصة	09:20 سا
افتتاح الحصّة	09:30 سا
إدخال الأوامر أليا من طرف العملاء المفاوضين على محطات التداول	10:15 سا
طبع دفاتر الأوامر للمراجعة	10:30 سا
معالجة الأوامر المسجّلة (حساب التثبيت ، التوزيعات ،،،)	10:40 سا
عرض ونشر النتائج	11:05 سا
إقفال الحصّة	11:15 سا
معالجة صفقات الكتل	11:50 سا

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر – www.sgvb.dz

ب. قسم سندات الخزينة العمومية : في إطار المجهودات المبذولة من طرف الحكومة (وزارة المالية) والتي ترمي الى إعادة الاعتبار الى السوق المالية في عملية تمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة ، وتفعيل دور البورصة بصفة خاصّة : تم إدراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر في 11 فبراير 2008 .

وتتنوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات الأجل الطويلة (07 سنوات ، 10 سنوات و 15 سنة)، حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين وشركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة . وذلك بمعدّل خمسة (05) حصص في الأسبوع. وتبدأ حصّة التداول بدءا من الساعة التاسعة (09:00 سا) صباحا وتنتهي قبل منتصف النهار (12:00 سا).

لقد حدّد المرسوم التشريعي رقم: 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 المعدّل والمتّم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، القانون الأساسي لوسطاء البورصة والذي منحهم احتكار مقارنة القيم المنقولة في البورصة. ويتم تنظيم ومراقبة نشاط الوسيط المالي من طرف لجنة تنظيم ومراقبة السوق، كما يخضع لموافقتها مسبقا.

وبالإمكان ممارسة نشاط وسطاء عمليات البورصة من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم الذين تم قبولهم لدى اللجنة ، وتحصي حاليا الساحة المالية الجزائرية ستة وسطاء

في عمليات البورصة تتمثل في البنوك العمومية التالية : البنك الخارجي الجزائري " BEA " ،
البنك الوطني الجزائري " BNA " ، بنك التوفير والاحتياط " CNEP Banque " ، بنك التنمية
المحلية " BDL " ، القرض الشعبي الجزائري " CPA " وبنك الفلاحة والتنمية الريفية " BADR " .
وتتمثل مهام الوسيط في بورصة الجزائر للقيم المنقولة بتقديم الاستثمار المالي المحدد في
المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 في المادة " 02 " منه كمايلي :

- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه بطريقة رئيسية أو ثانوية .
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير .
- تسيير حافظات للقيم المنقولة بموجب توكيل .
- القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة أعلاه * .
- كل نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

الخاتمة: في ظل انفتاح الأسواق المالية العالمية وتوجهها نحو التكتل والاندماج، وما لذلك من
أثر على الاقتصاديات المحلية خاصة الناشئة منها؛ أصبح لزاما على السلطات التحضير الجدي
والفعلي للقيام باقتصادياتها من خلال بناء نظام مالي فعال يقوم على مبدأ العدالة الاجتماعية
والشريعة الاسلامية السمحاء (لعلّ الأزمة المالية الأخيرة كشفت عن هشاشة النظام المالي
الرأسمالي القائم على مبدأ البورجوازية والفوائد الربوية المركبة ، حيث لجأت بعض الدول
كبريطانيا مثلا الى تقليص نسبة الفوائد على القروض الى أدنى مستوياته - 0.5 %) والذي
يعتبر القلب النابض لكل نظام اقتصادي، وذلك من خلال دراسة كفاءة السوق المالية بشقيها؛
السوق النقدية وسوق رأس المال بالتخصيص الأمثل للموارد المالية التي تبدأ بدراسة محددات
أسعار أصولها بغية القيادة الفعالة والفاعلة وسط التحديات الاقليمية و الدولية .

بالنظر الى ما ورد في هاته الدراسة نوصي بمايلي :

لـ إعادة الاعتبار للتمويل في ظل إقتصاد الأسواق المالية والخروج من دائرة إقتصاد
الاستدانة .

لـ دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة
بالبورصة، خاصة في ظل الوضع الأمني، السياسي والاقتصادي المتدهور .

لـ دراسة كفاءة بورصة الجزائر ومدى ارتباطها وتكاملها مع الأسواق المالية العالمية .

* السعي المصفقي هو نشاط الشخص الذي يتصل عادة بالأشخاص في منازلهم أو أماكن عملهم وكذا الأماكن
العمومية، والذي يستعمل فيه المكالمات الهاتفية، الرسائل والمناشير من أجل اقتناء قيم منقولة أو
بيعها، أو المساهمة في عمليات تتعلق بقيم منقولة سواء بغية تقديم خدمات أو إرشادات للغاية نفسها .

المراجع المعتمدة

- ^{1/} منير هندي إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال ، دار المعارف للنشر والتوزيع، دون رقم للطبعة ، الإسكندرية، مصر ، 2006 .
- ^{2/} هوارى السويسي ، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في غطار التحوّلات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر – 3 - ، الجزائر ، الموسم الدراسي : 2008/2007 .
- ^{3/} مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة ، الطبعة الثانية، دار هومة للنشر والتوزيع ، الجزائر ، 2010 .
- ^{4/} خالد إدريس : فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2008 .
- ^{5/} دبوب يوسف ، محاضرات مقياس المؤسسة والأسواق المالية ، جامعة الجزائر-3- ، الجزائر ، الموسم الجامعي 2011-2012 ، غير منشورة.
- ^{6/} جوزيف أنطوان وماري كلير كابيو هوار (ترجمة : أمال ليلي سرييس) ، قاموس الأسواق المالية ، مطبعة الصفحات الزرقاء ، دون رقم للطبعة ، الجزائر، 2010.

^{7/} G.Defosse et P.Balley, *La Bourse des valeurs* , Edition Bouchene , Alger , 16^{eme} édition, 1993