

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

المدرسة العليا للتجارة- الجزائر-

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية والمالية

تخصص: محاسبة ومالية

الموضوع:

تحليل مسار دخول المؤسسات لبورصة الجزائر

المزايا والعقبات

دراسة حالة: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، وشركة NCA Rouiba.

فترة التريص: من 2017/04/20 إلى 2017/05/20

تحت إشراف الأستاذ:

أستاذ محاضر "أ" د. بوحديدة محمد

من إعداد الطالبتين:

- ماضي إكرام

- لخضاري وهيبة

السنة الجامعية

2017/2016

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

المدرسة العليا للتجارة- الجزائر-

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية والمالية

تخصص: محاسبة ومالية

الموضوع:

تحليل مسار دخول المؤسسات لبورصة الجزائر

المزايا والعقبات

دراسة حالة: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، وشركة NCA Rouiba.

فترة التريص: من 2017/04/20 إلى 2017/05/20

تحت إشراف الأستاذ:

من إعداد الطالبتين:

أستاذ محاضر "أ" د. بوحديدة محمد

- ماضي إكرام

- لخضاري وهيبة

السنة الجامعية

2017/2016

كلمة شكر

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلى بطاعتك.. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك..

ولا الآخرة إلا بعفوك.. ولا تطيب الجنة إلا برويتك جل جلالك لك الحمد على كل نعمك التي

انعمتني بها فلولا فضلك الكبير لما كنت اليوم هنا

فاللهم إنا نشكرك شكرا يليق بجلال وجهك وعظيم سلطانك فيا رب لك الحمد حتى

ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا...

كما يسعدني وأنا بهذا المقام التقدم بأحر كلمات الشكر والتقدير والإحترام إلى من وجهني وكان له

الفضل في تمام عملي وكان خير مرشد لي الأستاذ المشرف: الدكتور بوحديدة محمد.

كما أشكر كل من ساندني في مسيرتي الدراسية وكان يد العون لي

أولهما والداي الكريمان الذان احتضناني طول عمري.

كما أتقدم بالشكر إلى المؤسستين اللتان أجريت بهما تربصي

وأخص بالذكر السيّد المشرف طالب كريم، وأيضا طالب مريم.

وياختصار كل من كان له الفضل بتمام هذا العمل من قريب أو بعيد..

ماضي إكرام

كلمة شكر

لا يسعني وأنا أقدم هذا المجهود، إلا أن أشكر الله وحده على توفيقه.
وأشكر الذين كانوا وراء هذا العمل وساهموا كل من موقعه في تقديم ما يستطيع من

عون، وأخص

بالذكر الاستاذ الدكتور بوحديدة محمد.

كما أشكر كل العائلة الكريمة

أخص بالذكر الوالدان اللذان سهرا على تربيته

أشكر كل من كان له العون من بعيد أو قريب في إنجاز عملي

وخاصة شريكتي في إعداد مذكرتي..

وكل من ساعدني في مسيرتي الدراسية

لخضاري وهيبة

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي، وعملي المتواضع أولاً
إلى من قال فيهما الرحمان "وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيراً"
إلى من كلله الله بالهيبة والوقار.. إلى من علمني العطاء بدون انتظار.. إلى من أحمل اسمه بكل
افتخار.. أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار.. وستبقى
كلماتك نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد..
إلى من كان سندي ودعمي.. ربي وعلمي.. إلى الغالي أبي
إلى ملاكي في الحياة.. معنى الحب و الحنان والتفاني..
بسمة الحياة..

إلى من صبرت وسهرت، أمرت ولبّيت.. منحت وحرّمت نفسها لإرضائي..
تشقى بشقائي.. وتسعد لهنائي.. من كان دعائها سرنجاحي وحنانها بلسم جراحي..
إليك يا حبيبتي يا أمي ..
إلى من بهم أكبر و عليهم أعتد .. إلى من اناروا وحدتي وانسوا معي وحشتي
إلى من بوجودهم أكتسب قوّتي ومحبة لا حدود لها..
إلى من عرفت معهم معنى الحياة اليكم يا من كنتن الصديقات والأخوات..
إليك يا أمانى، سوسن وانصاف
إلى أخي ورفيق دربي وسندي في هذه الحياة معك أكون وبدونك يعمّ السكون..
في نهاية مشواري أريد أن أشكرك على مواقفك النبيلة يا من تطلعت لنجاحي بنظرات الأمل
حفظكم الله لي وشفاك يا أخي الحبيب حمدي
إلى من أرى التفاؤل بعينه.. والسعادة في ثغره..
إلى شعلة الذكاء و النور
إلى الوجه المفعم بالبراءة والسرور
لمحبتك أزهرت أيامي وتفتحت براعم الغد
إليك يا برعم منزلنا يا نوفل
إلى من كانوا ثاني أم لي إلى خالاتي وجدتي
إلى عمتي العزيزة وبناتها
إلى وليد شجاعتي وإرادتي
إلى كل العائلة والصديقات

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى:

من قال فيها الله سبحانه وتعالى " واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل
ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا."

-والديّ الكريمين-

إلى أمي ثمّ أمي ثمّ أمي.. إليك يا أمي الحبيبة

وأسأل الله لك العافية والشفاء العاجل وطولت العمر..

إلى من تحمل مشاق تربيّتي إلى من صبر وسعى، إلى من وقف على قدم من
أجلي توفير كل ما يخصّني ومُضبي قُدماً، مسك يدي ودعمي، رباني وعلمني،

إلى الغالي أبي

إلى أختي ربيعة

إلى أخواني سندي ودعمي في هذه الحياة مصطفى، خلادي، كمال، وفتح..

إلى رفيق دربي زوجي في القريب العاجل رحيل صحراوي، وعائلته

إلى كل العائلة وبالأخص جدي أطال الله عمرها..

وكل صديقاتي رفيقات دربي العزيزات ..

وهيبة

الملخص

تؤدي أسواق الأوراق المالية وظائف مميزة في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات المناسبة والجذابة، وكما هو الحال في سائر دول العالم، فالجزائر هي الأخرى تسعى لمواكبة مظاهر عصرنة الإقتصاد، إذ كان إنشاء بورصة الجزائر نتيجة حتمية للتغير الإستراتيجي ومسايرة إقتصاد السوق وإرساء معامله بالجزائر، من أجل إضفاء بدائل للتمويل وتحقيق التنمية الإقتصادية، وتحسين المناخ بالتخلص من المشاكل الذي خلفها نظام الإستدانة، ولا يختلف الإثنان إذ يعتبر السوق المالي مصدر خصب لتمويل المؤسسات العمومية، والخاصة، والعمل على توسيع نشاطها وإستثماراتها. ومن هنا تأتي ثمرة الدراسة، والتي نوضح من خلالها آلية الدخول إلى البورصة والمسار الذي تسلكه المؤسسة للإدراج فيها، ومساهمتها الفعالة في إنجاح الجهود الرامية إلى تعزيز عملية النمو الإقتصادي.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، بورصة الجزائر، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الولوج إلى بورصة الجزائر.

Abstract :

Stock markets play a distinctive role in mobilizing savings and directing them towards attractive investments. As in the rest of the world, Algeria is also striving to keep up with the modernization of the economy. The establishment of the Algiers Stock Exchange was an inevitable result of strategic change and market economy. In order to provide alternatives to finance and economic development, and to improve the climate by eliminating the problems left by the debt system. The two are not different because the financial market is a fertile source for financing public and private institutions and expanding its activities and investments. This is the result of the study, through which we clarify the mechanism of entry to the stock market and the path taken by the institution to be included in it, and its effective contribution to the success of efforts to promote the process of economic growth.

Keywords: Stock Exchange, Algiers Stock Exchange, Committee for Regulation and Control of Stock Exchanges, Access to the Algiers Stock Exchange.

الفهرس العام

كلمة شكر

الإهداء

الملّخص

II.....الفهرس العام

V.....قائمة المختصرات

VI.....قائمة الملاحق

أ.....المقدمة العامة

4.....الفصل الأول: عموميات حول البورصة

6.....المبحث الأول: ماهية البورصة نشأتها و تطورها

6.....المطلب الأول: نشأة البورصة "الإطار التاريخي"

9.....المطلب الثاني: مفهوم البورصة، أهميتها، و وظائفها

15.....المطلب الثالث: تصنيف البورصة وأنواعها

18.....المبحث الثاني: مؤشرات البورصة وأهم البورصات النشطة

18.....المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية

22.....المطلب الثاني: أهم البورصات النشطة في العالم

26.....	المبحث الثالث: آليات الدخول و الخروج من البورصة، و الأطراف الفاعلة في ذلك.....
26.....	المطلب الأول: أسباب و شروط الدخول إلى البورصة.....
29.....	المطلب الثاني: الأساليب المختلفة للدخول إلى البورصة.....
31.....	المطلب الثالث: أشخاص البورصة.....
34.....	خلاصة الفصل الأول.....
35.....	الفصل الثاني: بورصة الجزائر.....
37.....	المبحث الأول: نظرة تاريخية عن نشأة البورصة في الجزائر والشركات المساهمة في تفعيلها.....
37.....	المطلب الأول: مراحل نشأة البورصة في الجزائر، دوافع إنشائها، والعوائق التي واجهتها.....
40.....	المطلب الثاني: السوق المالي الجزائري.....
45.....	المبحث الثاني: الأساليب المختلفة للدخول إلى بورصة الجزائر.....
45.....	المطلب الأول: الهياكل التنظيمية و الإطارات القانونية المنظمة لبورصة الجزائر.....
52.....	المطلب الثاني: الإدراج في بورصة الجزائر.....
61.....	المبحث الثالث: مزايا وعقبات دخول المؤسسة إلى البورصة.....
61.....	المطلب الأول: مزايا دخول المؤسسة في البورصة.....
63.....	المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر وآفاقها.....
69.....	خلاصة الفصل الثاني.....

70.....	الفصل الثالث: تحليل مسار الولوح إلى البورصة.....
72.....	المبحث الأول: التعريف بالمؤسستين.....
72.....	المطلب الأول: تقديم مؤسسة التسيير الفندققي الأوراسي.....
75.....	المطلب الثاني: تقديم مؤسسة أن . سي . أ روية.....
77.....	المبحث الثاني: دراسة مقارنة لمسار ولوح المؤسستين للبورصة.....
78.....	المطلب الأول: طبيعة الدراسة.....
78.....	المطلب الثاني: دراسة مقارنة لمسار ولوح المؤسستين للبورصة.....
99.....	المبحث الثالث: تحليل مسار ولوح المؤسستين للبورصة.....
99.....	المطلب الأول: تحليل مسار ولوح المؤسستين.....
107.....	المطلب الثاني: النتائج.....
109.....	خلاصة الفصل الثالث.....
110.....	الخاتمة العامة.....
114.....	قائمة المراجع.....
119.....	الملاحق.....
133.....	فهرست المحتويات.....

قائمة المختصرات:

ش.ذ.م.م: شركة ذات مسؤولية محدودة

COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

CPE : Conseil national des Participations de l'Etat

EGH : Entreprise de Gestion Hôtelière

IBS : Impôts sur le Bénéfice des Sociétés

IOB : Intermédiaire en Opérations de Bourse

IRG : Impôts sur les Revenus Globales

SGBV : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

SPA : Société Par Action

قائمة الملحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
1	محتوى المذكرة الإعلامية لشركة آن.سي.أ.روبية
2	محتوى المذكرة الإعلامية لمؤسسة الأوراسي
3	منشورة آن.سي.أ.روبية
4	منشورة الأوراسي
5	نموذج عن طلب الإنخراط
6	سهم الأوراسي
7	Déplafonnement de seuil maximum de NCA Rouiba
8	سهم أن.سي.أ.روبية

المقدمة العامة

المقدمة العامة

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظام الاقتصادي المعاصر، إذ وحدّ ودمج هذا الأخير أسواق رؤوس الأموال من أجل خلق فضاء مغلق لإستقطاب رؤوس الأموال والسعي لإنعاش الإقتصاد.

ومع مجريات التطورات التي يشهدها العالم، نجد ارتجاعات واختلالات في إقتصاديات دول أخرى حسب إختلاف وتفاوت مستوى تقدمها. جعلتها تسعى جاهدة لمواكبة ركب الدول المتقدمة وتقضى آثار الدرب الذي تسلكه، محاولة بذلك إنعاش إقتصادها، والجزائر كغيرها من الدول سعت إلى مواكبة هذا التطور للنهوض بإقتصادها، فنجد أنها كنفطة بداية، قامت بالإنقال من الإقتصاد الموجه إلى إقتصاد السوق، وثمره هذا التغير الإستراتيجي تابعه لاحقاً إنشاء سوق للقيم المنقولة بالجزائر.

وتعود أهمية هذا التجديد خاصة بالنسبة للمؤسسات مهما كانت أنواعها وأحجامها، إذ الموضوع الأساسي التي تركز عليه المؤسسات هو كيفية الحصول على الأموال لتمويل عملياتها الإنتاجية وضمان الاستقرار والاستمرارية، فهي عادة ما تلجأ مجبورة إلى القروض لتخطي أزمتها المالية، وهنا تظهر أهمية البورصة التي تمثل مصدراً بديلاً للتمويل وقناة من قنوات الادخار، كما تحتوي على عدة أدوات مالية تجلب المستثمرين وتضمن لهم الحماية من المخاطر، كالتقلبات في الأسعار، أضف إلى ذلك مؤشرات البورصة التي كانت تستعمل لمعرفة اتجاه السوق وأصبحت هي الأخرى تباع وتشترى شأنها شأن أي ورقة مالية.

وإنّ انطلاق بورصة الجزائر في نشاطها، وقيام بعض المؤسسات بإصدار أوراق مالية هي الآن محل تداول فيها يحتاج إلى الاهتمام أكثر بالقيام بدراسات تتعلق بالإحاطة بالمفاهيم المرتبطة بالبورصة واستيعاب وفهم القواعد التي تحدد سلوك المستثمرين في عملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة واتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وقبل ذلك تحديد المسار الذي تسلكه المؤسسات للإدراج فيها.

الإشكالية الرئيسية:

على ضوء ما سبق ذكره تبرز إشكالية الدراسة والمتمثلة في الآتي: ما هو المسار المتبع لولوج المؤسسات الجزائرية

في البورصة، وماهي المنزايا التي تُخص بها المؤسسات، والعقبات التي تتعرض لها؟

الأسئلة الفرعية:

وتدعيما لهذه الإشكالية، ومحاولة الوصول إلى إجابة شاملة، يمكن طرح مجموعة من التساؤلات الفرعية كالآتي:

1. ماهية البورصة و أين تكمن أهميتها؟
2. كيف يتم الاستثمار في بورصة الجزائر؟
3. ماهي المعوقات التي تواجه الشركات الجزائرية دون الاشتراك في البورصة؟
4. ماهي مميزات السوق المالي الجزائري، وهل هو سوق خصص للمستثمرين؟

فرضيات الدراسة:

وللإجابة على التساؤلات السابقة الذكر يمكن صياغة جملة من الفرضيات كرد أولي على هاته الإستفهامات كالآتي:

- ❖ تُشكّل عملية الدخول إلى البورصة من طرف المؤسسات بمختلف أنواعها مرحلة مهمة في حياتها، وذلك لما تحمله من فوائد عديدة وانعكاسات إيجابية بصفة عامة على سمعة المؤسسة، وتخصها بمزايا عديدة.
- ❖ أنّ البورصة أداة ليست هدفا أو غاية في حد ذاتها بل تعتبر أسلوبا تنمويا فعّالاً لنجح في أداء مهامه في الكثير من الدول التي تتميز بوضع اقتصادي ملائم مبني على قواعد اقتصاد السوق.
- ❖ الغاية من الاستثمار في بورصة الجزائر هو جلب رؤوس الأموال وزيادتها.
- ❖ هناك معوقات تحول دون الدخول إلى البورصة وتختلف بين معوقات اجتماعية قانونية سياسية واقتصادية.
- ❖ يمتاز السوق الجزائري بالخصوبة، وسهولة التداول كما يخص المؤسسات المدرجة بامتيازات عديدة، كما أنّه سوق مفتوح لجميع المستثمرين بإختلاف جنسياتهم.

أهمية وهدف الدراسة:

ونسعى من خلال دراستنا إلى التعرف على السوق المالي الجزائري، وشروط القيد فيه، والمسار المسطّر من طرف الهيئات

المشرفة الذي يجب على المؤسسة أن تسلكه للإدراج بالسوق، كما نحاول تغطية الإمتيازات الممنوحة للمؤسسات المقيّدة، والعقبات التي تتعرضها دون الإدراج بالبورصة، سواء قبل، أثناء، أو بعد الدخول.

أسباب إختيار الموضوع:

كما أنه من أهم الأسباب التي دفعت بنا إلى اختيار هذا الموضوع ما يلي :

- ✓ حيوية الموضوع الذي يُعد محط اهتمام الباحثين في مجال الأسواق المالية؛
- ✓ محاولة إيجاد سبل يمكن أن تنتهجها البورصة الجزائرية للتخلص من عوائقها (صغر الحجم و ضيق نطاق) لتكون عنصراً فعالاً في عملية التنمية الإقتصادية.

منهج الدراسة:

تتطلب منّا هذه الدراسة استخدام مجموعة من المناهج حتى نستطيع من خلالها إختيار مدى صحة الفرضيات. حيث تمّ الإعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري المتبع في الدراسات الاقتصادية المتعلقة بتقديم البورصة بشكل عام ودورها في التنمية الاقتصادية وذكر مراحل نشأة بورصة الجزائر؛ والمنهج التحليلي في تحليل مسار دخول المؤسسة في بورصة الجزائر؛ والتاريخي من خلال سرد مراحل نشأة البورصة في الجانب النظري، ومسار ولوج المؤسسات في الجانب التطبيقي.

حدود الدراسة:

كما شملت حدود الدراسة إطارين، الإطار المكاني الذي تم فيه إجراء هذه الدراسة وهو السوق المالي الجزائري، والإطار الزمني في الفترة الممتدة من 1998 إلى 2017.

الدراسات السابقة:

تمّ تداول موضوع السوق المالي الجزائري في دراسات عديدة سابقة خاصة في فترة إنشائها بإعتبارها موضوعاً جديداً تمثلت هذه الدراسات في:

❖ بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيله"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم

الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.

❖ مصيبح أحمد، "الإستثمار المالي مع دراسة حالة الجزائر"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم تسيير فرع المالية،

المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002/2001.

❖ محمد براق، محمد براق، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة، الجزء الأول، كلية العلوم

الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.

❖ الطاهر لحرش، "استراتيجية تسويق الأوراق المالية واثرها في تنشيط الإستثمار المالي"، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في

علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009/2008.

خطة الدراسة:

ومن أجل الوصول إلى نتائج تحقق أهداف الدراسة، فقد ارتأينا إلى هيكلة البحث في ثلاثة فصول، فصلين نظريين

وآخر تطبيقي.

حيث تمّ التطرق في الفصل الأول والذي يحمل عنوان عموميات حول البورصة والذي حولنا من خلاله تغطية كل

الجوانب التي تخص السوق المالي، ويشمل ثلاث مباحث، المبحث الأول: ماهية البورصة نشأتها وتطورها؛ المبحث الثاني:

مؤشرات البورصة، وأهم البورصات النشطة؛ المبحث الثالث: آليات الدخول والخروج من البورصة، والأطراف الفاعلة في ذلك.

أما الفصل الثاني وهو الأهم فكان خاص ببورصة الجزائر، وذلك من خلال محاولة الإلمام بكل الجوانب الخاصة بسوق

الأوراق المالية وكيفية إدراج الشركات فيها من خلال تجزئته إلى ثلاث مباحث كالتالي: المبحث الأول: نظرة تاريخية عن نشأة

بورصة الجزائر، والشركات المساهمة في تفعيلها؛ المبحث الثاني: الأساليب المختلفة للدخول إلى البورصة؛ المبحث الثالث: مزايا

وعقبات دخول المؤسسة للبورصة.

وأخيراً الفصل التطبيقي الذي عبارة عن دراسة مقارنة بين مسار دخول مؤسستين إلى البورصة هما مؤسسة التسيير

الفندي الأوراسي وشركة NCA روية، شملت الدراسة التطبيقية ثلاث مباحث، المبحث الأول: تقديم المؤسستين؛ المبحث

الثاني: دراسة مقارنة لمسار الولوج للبورصة؛ المبحث الثالث: تحليل مسار الولوج للبورصة.

الفصل الأول:

عموميات حول البورصة

الفصل الأول: عموميات حول البورصة

تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد، فقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية (البورصة) كواحدة من أهم الأدوات المالية خاصة في ظل العولمة والنظام الدولي الجديد، حيث يعتبر الاقتصاديون البورصة المرآة العاكسة لحقيقة الأوضاع الاقتصادية في الدولة، كما تعكس حقيقة أوضاع الشركات المقيدة بها، ونظرا للحساسية المفرطة والتقلبات الشديدة للبورصة فهي مصدر ثراء الآلاف من المستثمرين و المغامرين، وأيضا مصدر شقاء وإفلاس العديد منهم.

وفي الحقيقة قد بات من غير الممكن التفكير بموضوع التنمية الاقتصادية دون الحديث عن الأسواق المالية، وذلك راجع للدور الفعال لهذه الأخيرة في تحريك عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد و مستمر، من خلال جذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية لجمع رؤوس الأموال وتوسيع المشاريع الاستثمارية القائمة أصلا، كما تجدر الإشارة إلى أن نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي مرتبط بمدى نشاط و تنظيم السوق المالية، و من جهة أخرى لا يمكن تفادي المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرين في البورصة.

ونظرا لأهمية الأسواق المالية فقد خصصنا هذا الفصل للتعريف بالبورصة، نشأتها، تطورها، وأنواعها، وأهم البورصات النشطة في العالم، وكذلك آلية الدخول و الخروج منها، مع إبراز الأطراف الفعالة في ذلك.

المبحث الأول: ماهية البورصة نشأتها وتطورها.

إنّ للبورصة دور هام في اقتصاديات معظم الدول لما لها من أهمية حيوية في تمويل الأنشطة الاقتصادية و تحقيق التنمية الدائمة بكفاءة عالية، وعلى ذلك تبدو أهمية البورصة عند الاقتصاديين. وسنتناول في هذا المبحث عرض لماهية البورصة، من حيث النشأة و التطور، أهميتها ووظائفها، أنواعها، وأهم البورصات النشطة في العالم، مع ذكر أبرز المؤشرات العالمية.

المطلب الأول: نشأة البورصة "الإطار التاريخي"

بالغوص في كتب التاريخ، نرى أنّه كانت توجد آثار سابقة للبورصة لكن بطرق بدائية، لذا من خلال هذا المطلب سنحاول عرض أهم مراحل نشأة وتطور البورصة، مع تبيان أهميتها ووظائفها، مما يؤكّد دورها وأهميتها في بناء اقتصاد فعّال.

1. نشأة البورصة:

إن أصل كلمة " بورصة " لم يقطع فيها السابقون برأي يطمئن إليه المحققون ويستوثق إليه الباحثون و الدارسون، و إن تقاربت أقوالهم و تشابهت آرائهم ، ومنه نستعرض أهم ما ورد في كتب المتخصصين وأسفار العلماء والمؤرخين.

لا بد في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة، فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطوّرت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية¹.

وفي السنوات الأولى بعد الميلاد دخلت تلك المهنة إلى مرحلة سكون تام باستثناء المنطقة العربية، دام 550 عاما، حيث ظهرت بشمال إيطاليا².

يقول أحمد زكي موسى هيكل³: "اختلف المؤرخون في الأصل الذي استحقت منه كلمة بورصة فمنهم من يقول أن سبب استعمالها هو ما حدث في مدينة بروج "BRUGES" البلجيكية، حيث كان التجار يجتمعون في منزل أحد أعيانهم وهو " فان دي بورص " و كان هذا السبب لتسميتها "البورصة".

¹ د.حسين عصام، سوق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص 08.

² نفس المرجع أعلاه.

³ أحمد زكي موسى هيكل، عمليات البورصة، دار الوفاء، الطبعة الأولى، مصر، 1989، ص 97.

و هناك من يرى أن بعض التجار الفلورانتين كانوا ينزلون بفندق لعائلة تسمى "Van der Bourse" بمدينة بروج و كان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار.

وهناك من يقول إنّ هذه العائلة تمتلك فندقا خاصا اشتهر باسمها، حيث كان يجتمع فيه التجار.

وهناك من يقول: "إن اجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة المدينة و كان يضع كيسا في المنزل، و إن

كلمة بورصة "Bourse" الفرنسية تعني بالعربية "كيس" ويبدو أنه هو المعنى الدقيق".

اختلف المؤرخون في أصل هذه الكلمة لكن على حسب الأبحاث:

أنه في القرن 13 بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وما إن وطد الإيطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى البلجيكية "Burgess" شرعوا في إقامة مستعمراتهم في أشهر المدن التجارية العالمية ولكن يظل السؤال المطروح إن كان أصل كلمة "بورصة" اشتق من اسم عائلة "Van der Bourse"، فإن ثمة اختلاف بين الاسم الذي أطلق عليه المكان أو الميدان الذي يلتقي فيه التجار "Bourse" وبين لقب هذه العائلة الذي اشتق منه لفظ البورصة وهو "bourse" ولكن في الحقيقة لا خلاف ولا اختلاف لأنه من الثابت أن العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تملئ باب الفندق الذي كانت تمتلكه قبل أن تصبح مقرا دائما لقنصلية البندقية وكلمة "Bourse" باللغة الألمانية تعني كيس النقود، وبالفرنسية Bourse وبالانجليزية Purse، بالاطالية Borsa، وباللاتينية Bursa. وقد اعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي ولدت فيه البورصة نسبة لاسم العائلة السالفة الذكر¹.

ومن أجل تسهيل عمليات الاتصال بين البائع والمشتري، ازداد عدد الوسطاء بشكل كبير، ومع انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، بعد أن اضمحل الدور العظيم الذي لعبته مدينة بروج ومرفأها، وانتقل هذا الدور إلى "آنفرس" البلجيكية، حيث يعتبر مؤرخو علم الاقتصاد أنها أول سوق نقدية بكل ما تحمله الكلمة من معنى، ثم بعدها عام 1595م ظهرت بورصة ليون بفرنسا وهي الأقدم والأكثر أهمية لفترة طويلة، إذ لم تحظ بورصة باريس بمثل أهميتها إلا بعد عام 1639م².

¹ د. حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص 09.

² نفس المرجع أعلاه.

وبعد أن كان التعامل في بادئ الأمر يتم في الدول الكبرى، فرنسا وإنجلترا وكذلك أمريكا على قارعة الطريق، أصبح الآن في أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال، حيث ظهرت في فرنسا أول مرة البورصة للأوراق المالية عام 1724م بموجب أمر ملكي¹، وفي بريطانيا أنشأت بورصة "لندن" للأوراق المالية عام 1776م، واستمرت بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن 19 في مبنى خاص أطلق عليه "Royal Exchange"²، أما في أمريكا فكان ذلك عام 1821 م حيث أنشأت بورصة "وول ستريت"، وبورصة "نيويورك" عام 1821م، أما بورصة طوكيو ففي عام 1878م³، ثم شرعت الدول بإنشاء مختلف البورصات على غرار البورصات السابقة الذكر.

2. تطور البورصة:

إنّ العلم يسابق الزمن، والتطور يشمل كافة المجالات، والأسواق المالية كغيرها من النواحي التي تواكب العلم والتكنولوجيا، ويمكن القول أن أبرز حادثتين في تاريخ الإنسانية، وتطور الأسواق المالية والفكر الاقتصادي عمومًا هما:

- حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف العالم الجديد (الأمريكتين) وطريق الهند وما ترتب عليه من ازدهار حركة التجارة وزيادة التبادل بين الدول⁴، ومن ثم ظهرت الحاجة إلى شركات النقل لشحن البضائع ومبادلتها في مختلف الأسواق، سواء كانت أسواق حاضرة أو أسواق آجلة، وسميت حينئذ بالبورصات التجارية (بورصة البضائع)؛
- الثورة الصناعية والتي كان لها أثر كبير في تطور الفكر الاقتصادي عامة، والأسواق المالية على وجه الخصوص، فاستبدال اليد العاملة بالآلة له دور كبير في زيادة الانتاج و ضخامة المشاريع الاستثمارية مما يتطلب أموال طائلة لتمويل هته المشاريع تفوق القدرة المالية للمستثمر الفرد، وعلى هذا الأساس ظهرت أنواع جديدة للشركات منها شركات المساهمة والتي يساهم في تمويل رأس مالها العديد من الأفراد من خلال الأسهم، و من هذا المنطلق نشأت الحاجة إلى وجود أسواق تنظم تداول الأوراق المالية ألا وهي بورصة الأوراق المالية.

ويمكن تلخيص تطور الأسواق المالية وفق المراحل التالية⁵:

¹ د. حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص12.

² علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، الطبعة الأولى، طرابلس، 2002، ص81.

³ د. حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص12.

⁴ نفس المرجع أعلاه، ص10.

⁵ وليد أحمد صاني، الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراة في الإقتصاد، جامعة الجزائر، 2003، ص18.

- المرحلة الأولى: تميّزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلّات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية.. وغيرها. وهذا ما أدى إلى اتساع

المعاملات التجارية، وما أدى أيضا إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس الأموال الكبيرة، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أصبح يلجأ إلى البنوك من أجل الاقتراض وما قد يترتب عليه من عواقب؛

- المرحلة الثانية: تميّز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تميّز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي و هي خصم الأوراق التجارية و تقديم القروض وفق قواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها؛

- المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط و الطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية و بنوك التنمية... وغيرها. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لتسديد احتياجاتها من الأموال، ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع الأخرى ويقوم البنك المركزي في هذه المرحلة بإصدار سندات الخزينة؛

- المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي؛

- المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات الدولية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

المطلب الثاني: مفهوم البورصة، أهميتها، و وظائفها:

إنّ مفهوم البورصة يشوبه الكثير من التعقيد والتشابك نظرا لكونه يحمل عدة مفاهيم يجب استيعابها من طرف المهتمين والمختصين بالميادين الاقتصادية والمالية، كما من الضروري على هؤلاء المعرفة التامة بميكانيزمات وتقنيات هذا التنظيم الواسع الذي

يتميّز بالمرونة والسرعة فيما يخص المعاملات والعمليات التي تتم بداخله، ولهذا نرى من الواجب التطرق إلى تعريف وشرح هذا التنظيم بشيء من الإسهاب ومحاولة الإمام لأهم المواضيع التي يتناولها.

1. تعريف البورصة:

لقد تعددت المفاهيم والتعاريف بين العلماء والباحثين حيث يصعب أن نضع تعريفاً موحدًا ووحيداً للبورصة، لكن هذا الاختلاف يكمن فقط في الصفة، فجميعها تصب في مغزى واحد، وهذه أبرز التعاريف للبورصة:

✓ قبل التعرض للتعريف الأول نتحدث بإيجاز عن **البورصة لغة**:

البورصة أو أسواق الأوراق المالية، أو "المصنّفق" من صفة "كما ترى بعض معاجم اللغة العربية، سوق ولكنها تختلف عن باقي الأسواق، فهي لا تعرض ولا تملك في معظم الأحوال البضائع والسلع، لكنها تعرض بيانات عن أسعارها، وغالبا ما تكون البضائع عبارة عن أوراق مالية متمثلة في الأسهم والسندات، وتعرف البورصة أيضا بكيس النقود¹ أو المصنّفق بالسوق المقفلة، والبورصة سوق خادعة فالبايع فيها كما المشتري قد يتعرض لخسارة كبرى في أي من العمليات لأنه استند في استنتاجاته في البيع أو الشراء إلى بيانات خاطئة أو غير دقيقة، أو على الأرجح فقد أساء تقدير تلك البيانات.

✓ **البورصة قانونياً**:

ويركز هذا التعريف على الوصف الذي اطلقه المشرع على البورصة، نجد قانون التجارة الفرنسي في المادة 71 يُعرّف البورصة على "أنّها مجتمع التجار وأرباب السفن والسماصرة والوكلاء بعمولة تحت رعاية الحكومة².

ينص قانون البورصة على اعتبارها شخصية اعتبارية عامة، تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي، وتكون خاضعة لرقابة حكومية متمثلة في المندوب الحكومي المتواجد في البورصة³، يراقب مدى تنفيذ القوانين وحضور اجتماعات لجان البورصة وله حق الاعتراض على قراراتها اذا صدرت مخالفة للقانون أو لصالح العام.

¹ شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2011، ص23.

² وجدي محمد فريد، دائرة معارف القرن العشرين، مجلد 2، طبعة 3، دار المعرفة لبنان، دون تاريخ، ص 393.

³ محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الأولى، دار ايتراك مصر، 1996، صص 28-29.

✓ **التعريف الأول¹:** تعرف البورصة بأنها "مكان تُعقد فيه اجتماعات في مواعيد دورية محددة لتنفيذ عروض العمليات النشطة المرتبطة بالبيع والشراء للأوراق المالية والبضائع والمنتجات الزراعية والعملات سواء كانت الأسعار تتحرك صعوداً أو هبوطاً".

ويمكن القول أن هناك مجموعة من المستلزمات لتكوين البورصة تتمثل فيما يلي:

- مكان بمكوناته وإمكانياته؛
- اجتماع؛
- أسعار معلنة؛
- مجموعة قوانين ولوائح وأوامر حاكمة ورقابية؛
- إدارة وإشراف فني متخصص؛
- مواعيد محددة؛
- اجتماعات دورية؛
- شراء وبيع بواسطة وسطاء (سماسرة) ومتعاملين؛
- عمليات متكررة بيع وشراء؛
- منتجات زراعية صناعية وأوراق مالية .

✓ **التعريف الثاني²:** "البورصة هي الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات شراء البضائع والأوراق المالية وبيعها وقد يطلق هذا اللفظ على مكان الاجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد وتعتبر صلة الوصل بين المشاريع وادخارات الأفراد، فهي تعتبر السوق الطبيعية التي فيها الشركات المساهمة والأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم لكسب المزيد من المال والإسهام في المشاريع الاقتصادية المختلفة." بالتالي فالبورصة سوق متكاملة فعالة تتوفر فيها الحرية الكاملة لقوى العرض والطلب، لتتفاعل بيئاً وشراءً في ظل روح المنافسة الكاملة، فالبورصة مكان معلوم ومحدد مسبقاً يتوفر فيها قدر مناسب من العلنية والشفافية، بحيث تنعكس آثارها على

¹ محمد الصبري، **البورصات**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص ص 78-79.

² وليد صافي وأنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 226.

جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتحدّد بناءً عليها الأسعار صعودًا أو هبوطًا، أو ثباتًا، كما يمكن من خلالها رصد المستجندات وإتمام التعاملات بين المتبادلين بسهولة، والتنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل.

2. دور وأهمية البورصة:

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، إذ تعمل على تعبئة المدخرات وتوظيفها على المدى الطويل، وأصبحت بذلك مقياسا للإدخار والاستثمار، ويظهر دور البورصة في الاتجاهات التالية :

1.2. دور البورصة بالنسبة للاقتصاد:

1.1.2. دفع عجلة الاقتصاد: تقوم البورصة بدور هام في تحقيق التنمية الشاملة في الاقتصاد باعتبارها القناة التي تمر منها رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لأجل تمويل المشاريع، وتحقيق حركة في الاقتصاد، فالبورصة تعتبر جهازا ماليا هاما لتوزيع الإدخار على مختلف الوحدات الاقتصادية التي تحقق الاستثمارات باعتبارها سوق منظمة تقوم على المنافسة.

2.1.2. تشجيع وتعبئة المدخرات⁽¹⁾: تقوم البورصة بتعبئة المدخرات مع توفير درجة من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين، إذ يترتب على عملية التمويل في البورصة تسيل الأوراق المالية وتحويلها إلى أموال قابلة للاستثمار في مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني، كما أنّ إصدار الأوراق المالية بالبورصة يشجع على تعبئة المدخرات.

وتشير التقارير إلى أنّ نسبة ادخار المواطنين في الدول المتقدمة تتراوح ما بين 10% - 15% من دخولهم ويتم توجيهها إلى التوظيفات المالية للأجل البعيد.²

3.1.2. مؤشر لقياس حالة الاقتصاد: يمكن للبورصة من قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، وتعد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية للتحكم في كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش، وبالتالي تعد مؤشرات البورصة انعكاسا حقيقيا لحالة الاقتصاد الوطني.

¹ انطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء 2، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص55.

² <http://www. Annaba.org/ nba 59 / asoaq . htm>, Consulté le 29/04/2017 à 20h35.

2.2. دور البورصة بالنسبة للمؤسسات:

إن للبورصة دور هام بالنسبة للمؤسسة المقيدة فيها، والتي قد استوفت الشروط والقوانين الساري العمل بها في البورصة، نذكر أهميتها كما يلي:

1.2.2. الاستثمار في الأوراق المالية: تعد البورصة مجالاً واسعاً لجميع الشركات التي لها فوائض أو تعاني من عجز مالي، حيث تلجأ إليها لتلبية حاجتها، سواء بإصدار الأسهم أو/و السندات، أو القيام بشراء القيم المعروضة، وبالتالي تحقيق عائد مالي.

2.2.2. وسيلة لزيادة رأسمالها: نلاحظ عند حاجة المؤسسة لزيادة رأسمالها أنها تلجأ إلى تمويل إضافي عن طريق إصدار أوراق مالية إضافية في السوق الأولية، ليكتتب فيها الأفراد والمتعاملين وتداولها في السوق الثانوية، مما يسمح بزيادة رأس مال الشركة وتوسيع قاعدة المساهمين.

3.2.2. تأمين جو المنافسة: يقوم نشاط المؤسسات في البورصة على المنافسة التامة طالما أن بيع وشراء الأوراق المالية يتم عند مستويات أسعار متفاوض عليها في تسعيرة البورصة، وبالتالي يتميز الوضع في البورصة بأن جميع الأسعار التي تتم بموجبها الصفقات تعلن بطريق ظاهرة، وتسجل في سجلات وتطبع في نشرات مما يمنع من حدوث مضاربات .

4.2.2. تقييم وضع الشركة: تقوم البورصة بعملية التقييم الدائم لأوضاع الشركة، فالتغير في قيمة سهم تعد وسيلة هامة للتنبؤ بأوضاع الشركة المستقبلية وإمكانية تحقيق أرباح إضافية وتنمية مواردها المالية.

3.2. دور البورصة بالنسبة للعائلات و المستثمرين:

يمكن حصر الفوائد التي تعود على القطاع العائلي و المستثمرين بالبورصة في النقاط التالية:¹

1.3.2. من منظور المردودية: تمكن البورصة القطاع العائلي من توظيف مدخراته في القيم المنقولة المعروضة بالبورصة لأجل الحصول على عوائد .

¹ راييس حدة، محاضرات في الاسواق المالية، السنة الرابعة علوم اقتصادية، تخصص مالية نقود وبنوك، جامعة بسكرة، 2004/ 2005.

2.3.2. من المنظور الضريبي: كثيرا ما تكون هناك إعفاءات ضريبية على القيم المنقولة (السندات) ويعد ذلك من الحوافز التي تشجع القطاع العائلي والمستثمرين من توظيف أموالهم في الأوراق المالية في البورصة .

3.3.2. من منظور فائض القيمة: يتجه المستثمرين إلى البورصة لتحقيق فوائض مالية من خلال عمليات المضاربة التي تجرى بالبورصة بيعا وشراء للأوراق المالية واستغلال الفوارق السعرية لتحقيق الأرباح. ومنه يمكن القول أن البورصة هي قنوات استثمار أمام الأفراد، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول، وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية لكل الأطراف المتعاملة بها.

3. وظائف البورصة:

تشكل البورصة آلية هامة في تجميع الموارد وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية بما يحقق التنمية الاقتصادية، حيث تعتبر الأداة التي تمكن من شراء وبيع الأوراق المالية، فهي آلية نشأت لتسهيل عملية تداول الأوراق المالية، وتؤدي البورصة عدة وظائف من أهمها نذكر:

1.3. الوظيفة التمويلية: تعمل البورصة على تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع لما يحقق التمويل المطلوب، فالبورصة تحول مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات، وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لقيام المشاريع؛

2.3. الوظيفة التثمينية (التسعيرية): تقوم البورصة بإعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار للأوراق المالية المتداولة، وظروف الاستثمار، حيث أنّ أسعار الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها، ثم تسجل حركة الأسعار لجميع العروض والطلبات في تسعيرة البورصة، وبالتالي تساعد الأفراد والمشروعات على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية¹؛

3.3. الوظيفة الإعلامية: تقدم البورصة معلومات دائمة ومستمرة عن أداء الشركات المقيدة بالبورصة وتعاملاتها في شراء وبيع الأوراق المالية، ومؤشرات أسعار أوراقها المالية، حيث تقدم إفصاحات عن قوائمها المالية والمعلومات الضرورية للمستثمرين وفي إطار الشفافية، ومعلومات عن أوضاع البورصة سواء للمستثمرين، أو المدخرين مما يجذب المدخرات، ويقلل من المخاطر؛

¹ اسامة محمد الفولي وزينب عوض اله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 273 .

4.3. الوظيفة التوزيعية: تعد من أهم الوظائف الاقتصادية للبورصة، حيث تقوم البورصة بوظيفة توزيع القيم المتداولة على المستثمرين، بعرض مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاستثمار في مختلف الأدوات، وبأفضل سعر ممكن، وبأدنى تكلفة.

المطلب الثالث: تصنيف البورصة وأنواعها

من المعروف والمتداول في الأسواق اختلاف وتنوع السلع، ومنها تختلف طبيعة ونوع السوق ونشاطها، والأسواق المالية هي الأخرى تتنوع بتنوع السلع المعروضة، وتتميز الدول المتقدمة بازدياد أنواع البورصات حيث كلما كانت الدولة متقدمة اقتصادياً كلما تعددت بها أنواع البورصات، ومن هذا المنطلق سنعرض في هذا المطلب أنواع البورصات حسب تصنيفها.

1. من حيث التداول¹:

1.1. بورصة البضائع: مثل بورصات السلع الزراعية (قطن - قمح - بن - شاي - سكر...)، والسلع المعدنية (النحاس - الذهب - الفضة - البترول...) أو بورصات سلعية ذات طبيعة خاصة مثل بورصات العقارات والأراضي والسيارات المستعملة...، أي كل ما هو مادي ملموس ويمكن التعامل به. وتسمى هذه البورصة أيضاً بالبورصة التجارية، وتعتبر أقدم أنواع البورصات، ويتم عقد الصفقة التجارية في هذا السوق بناءً على الاتفاق على جميع ما يخص السلعة من نوعها، كميته، وسعر الوحدة منها إلى جانب تاريخ التسليم وطرق الدفع سواء كان نقداً أو على دفعات؛

من أشهر أنواع البورصات في العالم الآن:

- بورصة ليفربول بينغ للشعير؛
- بورصة لندن وباريس ونيويورك للبن؛
- بورصة شيكاغو وليفربول للسكر .

2.1. بورصات الخدمات: وهي بورصات شديدة التنوع نظراً لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها وأهمها السياحة،

الفنادق، بورصات التأمين، بورصات النقل وتأجير السفن، بورصات عقود التصدير وبورصات تجارة الديون...؛

¹ محسن أحمد الحضيبي، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1999، 23

3.1. بورصات الأفكار: وهي أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات؛

4.1. بورصات الأوراق المالية (بورصات الصكوك المالية): ظهر بجانب الأموال المنقولة والأموال غير المنقولة نوع جديد سمي بالأوراق المالية وقد اتسع وازداد تداول وإصدار هذا النوع من الأوراق المالية حتى أصبح من الضروري تأمين سوق تجارية لتأمين التعامل بها سمي (بورصة الأوراق المالية)؛

فيمكن تعريف بورصة الأوراق المالية بأنها "سوق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية المسعرة فيها في أوقات محددة يلتقي فيها وسيط البائع ووسيط المشتري، وتحدد الأسعار فيها طبقاً لقوى العرض والطلب، وتعكسها مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تنظم سلوك المتعاملين فيها" وتسمى أيضاً بورصة القيم المنقولة؛

5.1. بورصة القطع "العملات": وتدعى سوق الفوركس، وكلمة "الفوركس" تعني باختصار سوق العملات الأجنبية أو البورصة العالمية للنفود الأجنبية "FOREign EXchange market" باللغة الإنجليزية. وتتم المضاربة عن طريق شراء وبيع العملات الأساسية التي تحوز علي الحصة الأساسية من العمليات في سوق الفوركس وهي الدولار الأمريكي (USD) العملة الأساسية، واليورو (EUR) والجنيه الإسترليني (GBP) والفرنك السويسري (CHF) والين الياباني (JPY).

تأسس سوق الفوركس (FOREX) للمعاملات المالية بين البنوك عام 1971 عندما تحولت المعاملات في التجارة العالمية من استخدام قيم ثابتة للعملات لقيم التعويم. ويكون هذا ناتج مجموعة صفقات مالية يقوم بها وكلاء الأسواق المالية لتحويل كمية معينة من المال بعملة احدى البلدان لعملة بلد آخر بقيمة متفق عليها مسبقاً لتاريخ معين. ويحدد سعر تحويل العملة المعينة بالنسبة لعملة أخرى حسب العرض والطلب للتحويل الذي يوافق عليه الطرفان.

ويتمّ شراء وبيع تلك العملات بالدولار الأمريكي أو العملات الأخرى فيما بينها ممّا يعرف بأزواج العملات وذلك في مقابل الدولار الأمريكي أو أي عملة مقابل عملة أخرى في القيمة. وتعتبر المضاربة في العملات أرباح تجارة في البورصات، وأكثرها مخاطرة أيضاً، بسبب التقلبات السريعة التي تقوم العملات بها من الاتجاه الصاعد إلى الاتجاه الهابط أو بالعكس،

ويصل الحجم اليومي لتداول العملات في سوق الفوركس إلى 3 تريليون دولار. وللمقارنة نذكر أنّ حجم نشاطات بورصة نيويورك للأسهم لا تتعدى 300 مليار دولار في اليوم، أي أنّه يلزم نصف سنة لبورصة نيويورك لتصل حجم سوق العملات.

2. تصنيف البورصات من حيث المدى الزمني¹: حسب هذا المعيار يمكن تصنيف البورصة إلى نوعين رئيسيين هما:

1.2. بورصات منتجات حاضرة: يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فوراً؛

2.2. بورصات عقود آجلة: يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام المنتجات ولا الأثمان، بل تتم المضاربة على السعر.

3. تصنيف البورصات من حيث مدى التعامل الجغرافي²: وهذا المعيار هو الآخر يقسم لنا البورصة إلى نوعين رئيسيين:

1.3. بورصات تعمل فقط على المستوى المحلي: وهي لا تمتد معاملاتها دولياً وهي تتواجد عادة في الاقتصاديات

المتخلفة وهي عادة بورصات محدودة النشاط؛

2.3. بورصات تعمل على المستوى الدولي: وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة وهي بورصات ضخمة

ومتوسطة الحجم.

4. تصنيف البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي³: و تنقسم إلى:

1.4. بورصات رسمية: مؤسسة وفقاً للقوانين والقواعد، وتمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم ويتواجد ممثل

للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه المعاملات ويحافظ على

الاستقرار؛

2.4. بورصات غير رسمية: تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي

من جهاتها الرسمية وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية.

¹ محسن أحمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، ص 23.

² جيهان جمال، عالم البورصة (رؤية تحليلية تعليمية بسيطة)، القاهرة، مصر، 2009، ص 45.

³ نفس المرجع أعلاه، ص 46.

المبحث الثاني: مؤشرات البورصة وأهم البورصات النشطة

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين، أي أن أي معلومة ترد إلى السوق تنعكس في سعر الورقة المالية، والتي من شأنها تغيير رأيهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتذبذب أسعار الأسهم هبوطاً وصعوداً تبعاً لطبيعة الأنباء التي سارة أو العكس، وليس هذا فحسب بل يعتمد المستثمرون على المؤشرات البورصية التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة فهي تعطي صورة مسبقة عن السوق للمستثمر الجديد والقلم على السواء خاصة أن هذه السوق تنطوي على درجة عالية من المخاطرة بسبب التقلبات التي تحدث بها، لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى خصائص المؤشرات وأهمها، وصولاً إلى أهم البورصات النشطة في العالم.

المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية

تعتبر مؤشرات بورصة الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطورها مستقبلاً من جهة أخرى حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية لذلك ارتأينا أن نبحث في هذا المطلب عن العناصر الآتية:

- تعريف المؤشرات وأنواعها
- المؤشرات الأكثر شهرة في العالم

1. تعريف المؤشرات¹:

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات أو الصناديق... الخ، ارتفاعاً و انخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضاً لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل.

¹ د. حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص 35.

ويقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

2. أنواع المؤشرات¹:

بعد ظهور مؤشر داو جونز Dow Jones بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1884 وذلك لأول مرة في التاريخ، تعددت وتنوعت المؤشرات البورصية بشكل كبير ومن تلك المؤشرات ما صار يهتم بوضعية السوق بشكل عام حيث يتولى قياس سلوك السوق لكل القطاعات الاقتصادية كمؤشر ستاندار أند بورز Standard and Poor's، وإلى جانب هذا النوع هناك أيضاً مؤشرات تقوم بقياس اتجاه السوق الخاص بقطاع محدد (صناعة معينة، خدمات أو غير ذلك من القطاعات) ومن ذلك مؤشر داو جونز للصناعة Dow Jones Industrial average، وهو خاص بثلاثين قيمة متداولة صناعياً ببول ستريت. وهناك أيضاً ما يتم تداوله في الأسواق الآجلة والعاجلة وهناك من المؤشرات ما هي مرجحة وأخرى غير مرجحة، وهناك أنواع أخرى.

3. استخدامات المؤشرات البورصية²:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وفي طليعة تلك الاستخدامات:

1.3. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين مقارنة بين التغير في

عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً (مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر؛

2.3. الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقاً لفكرة التنوع الساذج، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من

الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في

¹ محمد براق، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة، الجزء الأول، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999، ص: 171.

² د. حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص ص 39، 40.

السوق) الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق؛

3.3. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: من خلال إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، والكشف عن نمط التغيرات التي طرأت على المؤشر والتنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق؛

4.3. تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

4. أهم المؤشرات العالمية¹:

يمكن تلخيص بعض أهم المؤشرات في العالم كآتي:

الولايات المتحدة الأمريكية:

- داو جونز (Dow-Jones): يحتوي هذا المؤشر على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك؛
- ستاندرد أند بور 500 (S&P 500): يحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك. (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك و التأمين)؛

• وهناك S&P 100، S&P 400.

- مؤشر نازداك² nasdaq: تأسس عام 1971، مؤشر نازداك يتكون أساسا من القيمة التكنولوجية للإنترنت، والإعلام الآلي، والاتصالات، مثل: Google, Microsoft, Apple.

انجلترا

- FT-30: يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن؛
- FTSE-100: المؤشر الأكثر شهرة، ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% من إجمالي رصمة البورصة.

¹ د. حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص: 51، 50.

² <https://www.cortalconsors.fr>; consulter le 06/03/2017 à 16 :45.

فرنسا

- مؤشر كاك 40 (« Cotation Assistée en Cotation » CAC40): يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.

ألمانيا

- مؤشر DAX: يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة.
- مؤشر DAX: يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة.

اليابان

- مؤشر Nikkei: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.

بعض مؤشرات الأسواق الناشئة:

OCBC Index	سنغافورة
KCS Index	كوريا الجنوبية
SET Index	تايلاند
TSE Index	تايوان
HANA SANG Index	هونغ كونغ
JSE Index	أندونيسيا
KLSE Index	ماليزيا

المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على كتاب أسواق الأوراق المالية للدكتور عصام حسين.

BSE	البحرين
CMA	مصر
ASE	الأردن
KSE	الكويت
BSI	لبنان
MASI	المغرب
MSM	عُمان
AL-QUDS	فلسطين
CBQ	قطر
NCFEI	السعودية
BVMT	تونس
NBAD	الإمارات

المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على كتاب أسواق الأوراق المالية للدكتور عصام حسين.

المطلب الثاني: أهم البورصات النشطة في العالم

1. البورصة في أمريكا:

تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم في الأسواق المالية حيث تتسم الكفاءات العالية و النظام المعلوماتي المالي المتقدم، إضافة إلى القدرة على الاتصال العالمي وتطور وتجدد البورصات بشكل مستمر، كما يوجد بها أكبر عدد الشركات المسجلة في قوائم الأسعار المسجلة في البورصة ويشهد على ذلك ما هو موجود في بورصة نيويورك للأسهم وول ستريت ويبلغ عدد أعضائها حاليا 13366 عضوا ويحكم أنشطتهم مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى

نظامها السياسي، ويتم انتخاب 26 عضو فقط بالإضافة إلى عضوين يعملان في كل وقت داخل البورصة (الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس) أما بقية الأعضاء الـ 12 فهم مديري عموم.

وتأتي البورصة الأمريكية AMEX في المرتبة الثانية بعد بورصة نيويورك ويعمل الاثنان على المستوى القومي وتعمل البورصة الأمريكية منذ عام 1953 وهي تتعامل في أكثر من 900 من الأوراق المحلية وعدد من الأوراق المالية الأجنبية. كما توجد بورصات أخرى تضم بورصة الوسط الغربي والباسفيك فيلادلفيا، وتشابه هذه البورصة في عملياتها وأنشطتها مع بورصة نيويورك وإن كانت تختلف قليلا فيما يتعلق بأنشطة المتخصصين ودرجة الأوتوماتيكية، كما تختلف كثيرا عن بورصة نيويورك فيما يتعلق بإجراء تنفيذ العمليات والخيارات والعقود المستقبلية.

كما لا ننسى نظام NASDAQ وهو نظام التداول خارج البورصة الذي يسمح بالتعامل على مدى 244 سنة مع البورصات العالمية ويطلق عليها:

« The national associatio of securities dealers automated cotations system »

وهو يضم حوالي 3000 وكيل و3000 وسيط بالعمولة.

2. البورصة في أوروبا

تعتبر البورصات الأوروبية كغيرها من بورصات الدول المتقدمة، لها مكانتها ودورها في اقتصاديات الدول الأوروبية، فبورصة المملكة المتحدة البريطانية تتسم بالخبرة الطويلة في المعاملات الدولية، كما أنها سوق مستقر للعمليات الأجنبية ولا ننسى الدور الفعال الذي تشغله في تنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين كما أن تطبيقها لمعدلات نمطية للتداول أدى إلى زيادة حجم التداول وزيادة الثقة في بورصة لندن مما جعلها من البورصات الرائدة في أوروبا.

● **بورصة لندن:** هي البورصة الرئيسية في المملكة المتحدة تم تأسيسها عام 1801م ومقرها لندن وهي ثالث أكبر بورصة عالمية ومن أهم البورصات الأوروبية؛

ويضم السوق المالي أيضا بورصات "برمنجهام، مانشستر، ليفربول، دبلن" ويوجد أكثر من 300 شركة مسجلة في بورصات إنجلترا ويصل عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصة لندن ما يزيد على 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا منها 2000 سهم لشركات دولية وأوروبية ومؤشر بورصة لندن هو الفايتشال تايمز للأسهم البريطانية الممتازة ويضم 100 شركة رئيسية.

• البورصات الفرنسية: فتضم 77 بورصات هي: (باريس، بوردو، ليل ليون، مرسيليا، نانسي، نانت) وهذه البورصات تمثل نظاما متكاملًا تخضع لنفس السلطات و لنفس قواعد النشر و يتم المتاجرة فيها تحت نظام الكتروني مركزي يعرف باسم CAC يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة بالأوراق المالية في فرنسا .

• السوق المالي الألماني: فيتكون من مجموعة من البورصات المحلية كبورصة فرانكفورت وميونخ، هامبورغ وتميز الأسواق المالية الألمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة كما أن تلك الأسواق تكاد تكون مقتصرة على المصارف التجارية، ومؤشر بورصة فرانكفورت هو DAX

وأهم خصائص البورصات الألمانية:

* تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصة ألمانية حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم وثلثي السندات المتداولة فهي بورصة الأسهم الرئيسية في ألمانيا وهي من أهم الأسواق المالية العالمية والأوروبية والتي تضم أسهم العديد من الشركات الألمانية من مختلف القطاعات؛

* يتركز تداول الأوراق المالية في 4 بورصات من أصل 8؛

* تعتبر بورصات ألمانيا محدودة مع حجم الاقتصاد الألماني؛

* ارتفاع الرسوم على الأسهم الألمانية مع تحقيق كفاءة عالية وعائد مناسب للمتعاملين.

• البورصات الهولندية: تعتبر بورصة أمستردام البورصة الرسمية في هولندا، وهي بورصة صغيرة حيث يسجل فيها حوالي 2500-3000 ورقة مالية وهي تجذب المقترضين والمستثمرين في هولندا. كما ظهر أول سوق أوربي لعقود الخيار فيها وقد شهدت تطورات أهمها فرض شروط ومواصفات نمطية على العمليات والتداول والإقلال من الرقابة الحكومية مما جعلها سوق مرغوبة للمستثمرين الأجانب.

• البورصات السويسرية: سوقا مفتوحا للمستثمرين والمقترضين الأجانب داخل وخارج سويسرا ويشترط أن تزيد القيمة الاسمية للأسهم المسجلة في البورصة عن 1000.000 فرنك سويسري ويوجد في سويسرا 3 بورصات للأوراق المالية هي: زيورخ، بازل، جنيف حيث تتمتع بورصة زيورخ بحوالي 60% من تداول الأوراق المالية المسجلة.

• بورصات إسبانيا: بها 44 بورصات تتوزع في كل من مدريد، برشلونة، فلينسيا وتعتبر بورصة أسبانيا من أصغر بورصات أوروبا ومن أهم سمات البورصة الإسبانية، فهي تعاني من السيولة ويتركز تداول الأسهم في 10 أسهم من أصل 433 سهما وأيضا انخفاض معدل التداول لغالبية الأسهم كما ظهرت بعض المعاملات غير القانونية من قبل الوسطاء الماليين مما أضعف الثقة في البورصات الإسبانية وهذا ما استدعى اتخاذ الإجراءات الإصلاحية، وتشمل:

* إلغاء الوسطاء الماليين بنظام العمولات السابق؛

* تم قبول شركات وساطة مالية أجنبية؛

* تطوير خدمة المقاصة؛

* التأكيد على ضرورة الإفصاح المالي؛

* تخفيض مقدار العمولات الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم المعاملات؛

* تخفيض الضرائب على أرباح الأسهم بنسبة 70%.

• **البورصات البلجيكية:** يتم التداول فيها بأربع أسواق مالية: بروكسل، أنتورب، جنت، لياج، وهذه البورصات هي أقل البورصات الأوروبية جذبا للمستثمر الأجنبي وتتركز المعاملات في السندات ذات العائد الثابت وهي محدودة لمواطني دول الاتحاد الأوروبي فقط.

• **إيطاليا:** وبها 100 بورصات للأوراق المالية إلا أن التداول محدود جدا في هذه البورصات ويرتكز نشاط تلك البورصات على الأسهم المحلية ويقل التعامل في الأوراق المالية الدولية، كما يقل الإفصاح المالي في بورصات إيطاليا وهي تحتاج إلى تطوير وتحديد، تعتبر بورصة لكسمبورغ من أكبر أسواق المال الأوروبية جذبا للسندات الأوروبية، ويقتصر التعامل فيها على البنوك وتقييد حرية الوكلاء الماليين ولا يوجد ضرائب على الاستثمارات الأجنبية .

3. السوق المالي الآسيوي:

• **بورصة طوكيو:** هي البورصة الرئيسية في اليابان تأسست عام 1878م ولا تقل أهميتها عن بورصة وول ستريت وتعد ثاني أكبر بورصة علمية فهي تمتلك حجم تداول يومي ضخم جداً، ويعتبر مؤشر نيكاي Nikki225 من أهم المؤشرات التي تعكس الحركة الاقتصادية في اليابان والذي يقيس أسهم أكبر الشركات فيها.

- بورصة هونغ كونغ : هي البورصة الرئيسية في هونغ كونج في الصين وتعد ثاني أكبر بورصة آسيوية بعد أن احتلت بورصة طوكيو الأولى آسيوياً، تأسست عام 1891م، وتضم أسهم العديد من الشركات الصينية من مختلف القطاعات ويعد مؤشر هانغ سينغ المؤشر الرئيسي فيها والذي يقيس نشاط أكبر الشركات من حيث القيمة السوقية ورأس المال.

4. البورصة العربية:

تحتل بورصة القاهرة المرتبة الأولى عربياً بما لديها من تجارب في هذا الميدان باعتبارها أقدم بورصة عربية على الإطلاق، أنشئت عام 1898، وتعتبر إلى جانب البورصة الفلسطينية أهم وأنشط البورصات العربية، حيث بلغ رأس مالها سنة 2000 حوالي 35% من إجمالي الناتج القومي.

المبحث الثالث: أليات الدخول والخروج في البورصة، والأطراف الفاعلة في ذلك .

من البديهي أنه إذا كانت المؤسسة في حالة جيدة وأنّ استراتيجية التوسع لهذه المؤسسة تقتصر على المحافظة على المستوى الحالي لنموها، فإنّ جدوى النشاط في سوق رؤوس الأموال لا تُطرح بحدّة. والعكس إذا كانت انشغالات هذه المؤسسة هي تحديد استراتيجية نمو في المدى المتوسط والطويل والبحث عن مستوى أفضل من رأس المال، لذا فإنّ وضع أسهمها للتداول في البورصة ضرورية يملئها هذا التوسع وعملية مستعملة، لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى أسباب وشروط الدخول إلى البورصة وكذلك أساليب الدخول إليها، وصولاً إلى أشخاصها.

المطلب الأول: أسباب و شروط الدخول إلى البورصة

من خلال هذا المطلب سنتعرض لدراسة أسباب وشروط الدخول إلى البورصة، كما سنتطرق إلى أساليب الدخول إليها، وأهم الأشخاص الفاعلين فيها.

1. أسباب الدخول الى البورصة

هناك عدة أسباب قد تؤدي بالمؤسسة الى عرض أسهمها في السوق منها :

- تغيير هيكل رأسمالها؛

- رفع مردودية أسهم المؤسسة ؛

- إصدار أسهم المؤسسة.

وهناك أهداف أخرى يمكن أن تدفع بالمؤسسة إلى الإصدار مثل:

- الحاجة في الأجر القصير أو المتوسط؛

- تمويل النمو على المدى الطويل للمؤسسة؛

- إعادة دفع الديون الناضجة.

إذا كانت المؤسسة في حالة مالية جيدة وإذا كانت استراتيجية التطور تملي عليها الحفاظ على المستوى الحالي لتطور الشركة، فإن فكرة اندماجها في سوق الأموال لا تفرض في الحال. بينما إذا تم تحدي استراتيجية التطور على المدى المتوسط أو الطويل، وأرادت المؤسسة السعي إلى تحقيق مستوى معين من راس المال أو سمعة معينة أو الديمومة (دمومة المؤسسة)، فعليها أن تفرض أسهمها للتفاوض في السوق. فهو عمل ملزم بالقيام به بصفة استعجالية.

للإشارة، يمكن للمؤسسة خلال حياتها -حتى وإن كانت ذات تسيير جيد- أن تجد نفسها، لسبب أو لآخر، في حالة مالية حساسة وعلّة، فالجوء إلى القرض المصرفي لتفادي الخنق وتجنب المخاطر ليس حلا دائما بسبب التكلفة المرتفعة للقرض المصرفي (معدل الفائدة، عمولات، نفقات مصرفية...) -هذا من جهة- ومن جهة أخرى فإنّ الميزانية بوقع الديون، تجعل المؤسسة لا تتصف بالاستقلالية المالية.

وعلى هذا الأساس، ورغم الصحة المالية للمؤسسة ومهما كان القطاع الذي تنمو فيه، فإنّ طرح القيم المتداولة للتفاوض في البورصة تبدو مهمة من عدّة جوانب.

فالدخول إلى البورصة يمكن المؤسسة من التفتح على الخارج وتقوية سمعتها. والدخول والقبول في البورصة يمكن من تمويل نمو الشركة، ويساهم كذلك في ارتفاع سيولة أسهمها.

1.1. فتح الشركة على الخارج:

بواسطة دعوة الجمهور للاذخار فإنّ الشركة التي تم قبول أسهمها في البورصة يمكن لها بيع هذه الأسهم للجمهور دون التأثير على استقلاليتها واستقلالية مساهميها حيث أن العرض هذا يمكن أن يكون مراقباً وذلك بتحديد عدد الأسهم المطروحة في السوق.

وعليه فإنّه يمكن لشهرة المؤسسة أن تزداد عندما تكون قيمتها مقبولة في البورصة حيث أنّ الدخول والقبول في البورصة يقوي مصداقية الشركة اتجاه الغير، فتصبح معروفة أكثر لدى الجمهور، وسعر السهم فيها تصبح لديه قيمة مرجعية للمتدخلين في السوق.

2.1. تمويل النمو:

إنّ الدعوة العامة للاذخار تنوب على التدين لدى المصارف سواء على المدى المتوسط أو الطويل مما يؤدي إلى تطور وزيادة موارد للشركة وتدعيم رأس مالها، مما يمكنها من تمويل برامج الاستثمار الطموحة. يحدث هذا الدعم سواء عن الزيادة في رأس المال (المساهمات في رأس المال) أو بواسطة الإصدار لقرض سندي حيث يمكن إعادة جدولة النفقات المالية خلال مدة حياة القرض.

1.3. زيادة سيولة السندات:

إنّ سهولة التبادل والتفاوض لقيم المؤسسات المقبولة في البورصة يرفع من سيولة هذه القيم إذ يضاعف عدد المقبلين عليها ويحفز المنافسة بينهم.

ومن جهة أخرى فإنّ قبول القيم في البورصة، لا يجعل للشركة مساهمين بالأغلبية، معناه، في حالة الانسحاب، فإنّ الأسهم التي يملكونها هي سهلة التفاوض ولها قيمة سوقية معروفة لدى الجمهور ومحددة حسب شروط السوق. وعندئذ يمكن إيجاد حائزاً جديداً لهذه الأسهم. وبالتالي فإنّ توازن الشركة لا يتأثر، أي تحافظ الشركة على توازنها رغم انسحاب شريك مهم.

2. شروط الدخول إلى البورصة

حتى تتمكن المؤسسات الاقتصادية والتجارية وحتى المالية من الدخول إلى السوق المالية، ينبغي أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط، وعموما ترتبط بنشاط المؤسسة ونتائجها المالية والمحاسبية وتعهداتها بتقديم ونشر البيانات المالية والمحاسبية، وتصدر الإشارة إلى أنّ هذه الشروط تختلف من دولة إلى أخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

وعموماً فإنّ شروط الدخول تتمثل فيما يلي:

- ينبغي أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة شركة بالأسهم أو شركة التوصية بالأسهم؛
- فتح رأس المال الاجتماعي للمساهمين المحتملين بنسبة تتراوح بين 20% إلى 25% حيث يتم طرح هذه النسبة من رأس المال في السوق المالية، وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛
- أن تكون مدة إنشاء المؤسسة أكثر من ثلاث سنوات؛
- تحقيق ربح خلال السنتين الأخيرتين مع توزيع الأرباح خلالهما؛
- تكوين ملف الدخول، وإيداعه لدى الهيئات المختصة، ويتضمن هذا الملف كيفيات الدخول، القانون الأساسي للمؤسسة، تقديم نشاط المؤسسة والأفاق المستقبلية؛
- تقديم حسابات النتيجة والميزانية مؤشر عليها من طرف محافظ حسابات.

المطلب الثاني: الأساليب المختلفة للدخول إلى البورصة

بعد اعتماد ملف دخول المؤسسة إلى البورصة من طرف الهيئات البورصية المخولة لذلك والتي تقوم فيها بتحديد الكيفية التي تتم بها عملية دخول المؤسسة إلى البورصة، وتوجد عدة أساليب بورصية مطبقة والمفاضلة بينها تتوقف على ظروف السوق وحجم المؤسسة، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى أهم الأساليب المختلفة للدخول إلى البورصة.

1. التوظيف المسبق المضمون:

العملية البورصية بالمعنى الدقيق عادةً ما تكون مسبقة بتوظيف مضمون، يتم إنجازها من طرف بنك منشئ، حيث يتم تنظيم جزء أو كل عملية بيع الأصول المالية بسعر محدد وخلال مدة محددة أيضا. وغالبا ما يتم تحديد سعر التوظيف المضمون من طرف السوق بعد فترة تحسيسية للمستثمرين، ونتيجة لتوازن عدد الأصول المعروضة والطلبات الصادرة عن المستثمرين حسب تقنية بناء دفتر الأوامر.

ويُعاب على هذه الطريقة بتقديم الحصة الجيدة إلى الهيئات المؤسساتية القريبة من البنك المنشئ المكلف بالإدخال بحجز جزء من التوظيف للأوامر صغيرة الحجم لا سيما تلك الصادرة عن فروعه. كما أن حضور الهيئات المؤسساتية يعتبر عنصر ضمان، ويثبت شرعية مستوى السعر.

2. أسلوب التسعير المباشر:

تقوم المؤسسة بإيداع، لدى وسطاء ماليين مكلفين بعملية الإدخال، مبلغ محدد للأصول المالية والتي يتم عرضها بسعر أدنى محدد مسبقا، هذا السعر يمكن تجاوزه في حدود 10 % أكبر تقديرا عند التسعيرة الأولى مع تخفيض متلائم للأوامر المحددة بأسعار محددة أو بأي سعر.

يمكن التخلي عن هذا الأسلوب في حالة كون الطلب مرتفع جدا، واستخدام أسلوب العرض العمومي بسعر محدد.

3. العرض العام للبيع:

ويسمى هذا الأسلوب أيضا العرض بالسعر المغلق، في هذا الأسلوب يكون سعر البيع محدد مسبقا و تكون كل الأوامر مقدمة بسعر العرض، وعموما ما يكون الطلب أكبر من العرض ويمكن تخفيض الطلب بنسبة 01 % من الكمية المرغوب فيها، وهذه الأوامر يتم تسويتها بسعر واحد، كما يتم تفضيل المستثمرين المؤسسين.

4. العرض بسعر أدنى:

يتم في هذا الأسلوب اقتراح سعر أدنى للعرض، و تكون الأوامر المقدمة في حدود سعري محددة، حيث يتم ترتيبها

تنازليا. ويكون السعر الأعلى هو السعر الواجب دفعه من طرف الجمهور. وفي حالة كون الطلب أكبر من العرض تقوم اللجنة بتخفيض الأوامر، وتتم تلبية نسبة معينة من الأوامر.

المطلب الثالث: أشخاص البورصة

البورصات أسواق رسمية، يتم التعامل فيها على الأوراق المالية من أسهم وسندات عن طريق تدخل وسطاء معتمدين ورسميين، مهمتهم القيام بتنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح العملاء وتحت إشراف الجهات الحكومية المسؤولة¹، وعادة ما يعمل في البورصة ثلاث فئات من الأعضاء². لذلك ارتأينا أن نبحث في هذا المطلب عن العناصر الآتية:

- الأعضاء العاملون وهم سماسرة الأوراق المالية؛

- الأعضاء المنظمون وهم البنوك، الشركات، وصناديق الادخار التي تعمل في الأوراق المالية³؛

- الأعضاء المراسلون وهم السماسرة الأجانب الذين يصرح لهم بالعمل في بورصات وطنية وهم السماسرة المقيدون في بورصات أجنبية.

1. الأعضاء العاملون:

إن البورصة سوق يدخله المغامر ويدخله الحريص شأنها في ذلك شأن أي نشاط. ومن ثم قد تكون مجالا لنشاط المجازف المغامر أو قد تكون مجالا لنشاط الحريص الحكيم.

والأعضاء العاملون لهم دور كبير في ضبط هذا السوق، وينحصر نشاطهم في:

¹ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، سنة 1985، ص40.
² محمد الشحات الجندي، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، دار النهضة للطبع و النشر، 1988، القاهرة، ص31.
³ عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص130.

1.1. السماسرة

نسمي سمسار الأوراق المالية الوسيط الذي يقوم بشراء وبيع الأوراق المالية لحساب الغير. يعني هذا أن مهمة السمسار تنحصر في القيام بعمليات الشراء والبيع لحساب عميله وبالنيابة عنه. فهو شخص ذو دراية وكفاية بشؤون الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات البيع والشراء في البورصة في المواعيد الرسمية لحساب العملاء¹، يقتصر دوره على التعبير عن إرادة العميل والالتزام بأوامره وتنفيذ ما يقول.

وبصفة عامة هناك قواعد يجب أن تراعى عند اختيار السمسار، أهمها ما يلي²:

- يجب أن يكون السمسار مقيداً في بورصة الأوراق المالية؛
- يجب أن يكون من المكاتب المشهود لها بالأمانة والصدق والمقدرة على التعامل العادل؛
- يجب أن يكون ذا مقدرة مالية تمكنه من مواجهة الحالات الطارئة لمصلحة العميل؛
- يجب أن يكون من المضاربين في البورصة لحسابه الخاص أو لحساب أقاربه أو معارفه؛
- يجب أن يكون قادراً طوال الوقت على تقديم المعلومات والبيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في البورصة؛
- يجب أن يتمتع السمسار بمقدرته في المهارة والحرص على تنفيذ أوامر العملاء، فالسمسار قد يتعرض لمطالبات بسبب أية خسائر قد يسببها جراء ارتكابه للأخطاء؛
- يتقاضى السمسار أجراً يسمى «السمسرة» مقابل الأعمال التي يقوم بها، هذا الأجر يعادل الجهد الذي يبذله لإتمام الصفقة³، كما يعتبر مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية⁴.

2.1. المندوبون الرئيسيون والوسطاء

يقوم سمسار الأوراق المالية بعمله بنفسه. ولكن إذا ما اتسع نشاطه واحتاج إلى مساعدة، فإنه يستعين بأشخاص يعملون لحسابه وتحت مسؤوليته. هؤلاء الأشخاص هم المندوبون الرئيسيون والوسطاء.

¹ مصطفى رشدي شيحة و زينب حسني عوض الله، الإقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية، القاهرة، 1993، ص 46.

² علي شلبي (بورصة الأوراق المالية) : دراسة علمية و عملية، مكتبة النهضة المصرية، الطبعة الأولى، 1992، القاهرة، ص 57.

³ محمد الشحات الجندي، مرجع سبق ذكره، ص 42.

⁴ مصطفى رشدي شيحة و زينب حسني عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 46.

1.2.1. المندوب الرئيسي:

هو مستخدم يعمل بأجر عند السمسار، مكلف بمساعدته في تنفيذ الأوامر في المقصورة، لا يجوز له أن ينشغل إلاّ باسم السمسار الذي يتبعه وحسابه وتحت مسؤوليته¹. فهم إذن مستخدم وليس طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار. ويسمى أيضاً "بالمنفذ".

2.2.1 الوسطاء

الوسطاء أشخاص طبيعيين أو معنويون، معتمدين من طرف السلطات المعنية، وتحت إشرافها يقومون بالتداول في بورصة القيم المنقولة. والوسيط هو أداة اتصال بين العميل والسمسار، يتلقى الأوامر من العميل ويبلغها لدى السمسار المقيد لديه². يحصل على حصة من العمولة لا تتجاوز نصف السمسرة عن العمليات المعقودة بواسطته، وهو مسؤول أمام السمسار عن هذه العمليات.

2. الأعضاء المنظمون

هم أعضاء البورصة الذين يستفاد من خبرتهم وآرائهم في أمور البورصة، ووجود هؤلاء يعدّ أمراً هاماً نظراً لخبرتهم الطويلة في مجال العقود والأوراق المالية.

والأعضاء المنظمون في بورصة الأوراق المالية هم أشخاص منتدبين من طرف البنوك والمؤسسات المالية لإجراء العمليات لحسابها في البورصة. هؤلاء الأعضاء يرسلون أوامرهم إلى سمسرة الأوراق المالية دون وسيط.

3. الأعضاء المرسلون

تجرى عمليات الموازنة بالنسبة للصفقات التي يعقدها المتعاملون في البورصات المختلفة بهدف الإستفادة من فروق الأسعار. تتم هذه العمليات عن طريق أعضاء من السمسرة مقيدون في البورصات الأجنبية يسمى هؤلاء بالأعضاء المرسلين.

¹ عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 25.

² نفس المرجع أعلاه، ص 16.

خلاصة الفصل

السوق المالي لم يكن بالسوق الحديث النشأة إذ يشهد التاريخ على العديد من معالم تطوره، ومع تقدم ونمو الاقتصاد كان لابد من تنظيم وتسيير البورصات، إذ يتمتع السوق المالي المعاصر حاليًا بأصناف عديدة من البورصات حسب حاجات المستثمرين، وكأى سوق هناك معايير وضوابط تتحكم في البورصات بأنواعها، والتي تضمن السير الحسن لها وأساليب الإستثمار والقيّد فيها، بوجود هيئات تنظم وتراقب سير البورصات والتي يتمثل دورها عمومًا في حماية المدخرين وتنظيم البورصة على النحو الذي تتمكن معه من تأدية وظائفها بكل فعالية، وضبط المتعاملين والوسطاء فيها.

والتداول في هذه الأسواق ليس بالأمر العشوائي، فقد كان للتطور السريع والعميق في علم المالية الحديثة الدور في ظهور علم المؤشرات المالية التي أصبحت تسيير الأسواق المالية وبنات هي ذاتها منتج مالي يتداول في البورصات الخاصة بها، ولما لهذه المؤشرات من أهمية فقد حاول الكثير من الاقتصاديين دراستها من حيث كيفية بناءها وطريقة حسابها ومدى استعمالها في التنبؤ وقدرتها على ذلك، كما تحدّد نشاط وفعالية السوق.

الفصل الثاني:

بورصة الجزائر

الفصل الثاني: بورصة الجزائر

عرف الاقتصاد الجزائري العديد من التعديلات والتحولات حيث ابتدأت التجربة التنموية بسياسة التخطيط المركزي وامتلاك قطاعات النشاط الاقتصادي كإطار لتحقيق التنمية، لكن هذه التجربة باءت بالفشل فلم تنجح في تحقيق التنمية المنشودة، وبعد الصدمة البترولية سنة 1986 بدأت تظهر مؤشرات ضعف نمط تسيير الاقتصاد الوطني، لذا قامت الدولة بالكثير من الإصلاحات عن طريق وضع الإطار المؤسساتي المنظم والموجه للاقتصاد الوطني في محاولة لتحريره من التوجه المركزي، كما قامت السلطات العمومية بتطبيق سياسات إصلاحية مع بداية التسعينات متمثلة في برنامج الثبيت والتكيف الهيكلي المدعمة من صندوق النقد والبنك الدوليين والتي تهدف إلى تحقيق النمو الاقتصادي. وقد جاءت فكرة إقامة سوق الأوراق المالية بالجزائر مع الإصلاحات الاقتصادية في إطار الانتقال إلى اقتصاد السوق، من أجل تحسين ظروف المحيط الاقتصادي وإدخال طريقة جديدة تساعد على تعبئة وتوجيه الادخار المالي لتمويل المؤسسة الاقتصادية، فنجد أن الدولة وضعت كل جهودها واهتمامها لأجل البحث عن أكثر الطرق نجاعة وفعالية لتمويل الاقتصاد، وذلك طبعا بعد فشل نظام الاستدانة في الجزائر ومحدودية نظام التمويل عن طريق القروض المصرفية، ومن هنا تبلورت فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية (بورصة الجزائر)، كتكملة لسلسلة الإصلاحات التي باشرتها السلطة العمومية، حيث استلزم هذا التحول ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية وإحداث تغييرات جذرية على نظام التمويل الذي كان يركز على الإقراض.

وقد مرت هذه الأخيرة بالعديد من المراحل، وكان وراء انشائها العديد من الدوافع، لذا سنتطرق في هذا الفصل إلى الحديث عن نشأة بورصة الأوراق المالية بالجزائر، والمسار الذي تسلكه المؤسسة من أجل التسعير ببورصة الجزائر، وكذلك الامتيازات التي تكتسبها المؤسسة بالدخول للبورصة، والعوائق التي تتعرض لها البورصة بالجزائر، وسبل تفعيلها.

المبحث الأول: نظرة تاريخية عن نشأة البورصة في الجزائر والشركات المساهمة في

تفعيلها

سوق الأوراق المالية في الجزائر مدعوة للمساهمة في استراتيجية التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد باعتبارها أداة من أدوات انفتاح الاقتصاد الوطني. وتترجم هذه الاستراتيجية إرادة السلطات العمومية في تعزيز نتائج التعديل الهيكلي على مستوى الاقتصاديات الكلية التي بدأتها الجزائر خلال الفترة (1994-1998)¹ وذلك بوضع إطار التمويل المباشر للاستثمارات.

ولتحقيق هذه الاستراتيجية والوصول إلى الأهداف المسطرة، وبلوغ التنمية الاقتصادية، كان لا بد من إنشاء سوق أوراق مالية فعّالة، لقد قطعت الجزائر شوطا كبيرا لإنشائها وكان وراء هذا العديد من الدوافع، والعوائق التي كادت أن تحول دون قيامها، وهذا ما سنعالجه في هذا المطلب، من خلال الحديث عن نشأة وتطور بورصة الجزائر، دوافع إنشائها والعوائق التي تعرضت إليها.

المطلب الأول: مراحل نشأة البورصة في الجزائر، دوافع إنشائها، والعوائق التي واجهتها

لقد طغى تيار العولمة على كل الدول، وأغلبية الدول النامية سرت في هذا التيار بإعادة النظر في النموذج الاقتصادي الذي يمكنها من تحقيق التنمية، والجزائر كسائر الدول النامية أرادت اللحاق بركب الدول المتطورة وتحلّي ذلك بالانتقال إلى اقتصاد السوق بدل الاقتصاد الموجه، وتبني هذه الاستراتيجية ألزم إنشاء سوقاً للأوراق المالية.

1. مراحل نشأة البورصة في الجزائر

لم يأت إنشاء بورصة الجزائر بمحض الصدفة بل مرت بعدة مراحل يمكن تلخيصها فيما يلي:²

بعد صدور أولى نصوص الإصلاحات سنة 1988 والمتمثلة في القانون رقم 88-01 الصادر بتاريخ 12 جانفي 1988م والمتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، وكذا القانون رقم 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988م والخاص بإنشاء صناديق المساهمة، ولما كان تحضير نص تشريعي يتطلب وقتا، فإنّ السلطات العمومية رأّت من المفيد تحضير

¹ Ouverture de la bourse, Société de gestion de la bourse des valeurs, SGBV, publication n° :02, 1998, p:01.

² شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993، ص: 79

أدنى شروط تشغيل سوق تهتم بالأنشطة البورصية. وعليه، فإنه في أكتوبر 1990، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة" Société des Valeurs Mobilières.

إضافة، إلى ذلك، تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 مايو 1991 تختص بتبادلات القيم المتداولة، وله أنواع وأشكال القيم المتداولة وكذا شروط إصدارها وأيضاً لجنة البورصة.

وفي شهر فبراير 1992، تم رفع رأس مالها واتخذت هذه الشركة رسمياً تسمية بورصة القيم المتداولة Bourse des Valeurs Mobilières إلا أن البورصة لم تشتغل حيث اعترضتها صعوبات عديدة.

وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسومين التشريعيين

أدناه:

✓ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة؛

✓ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين، تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، حيث نص المرسوم رقم 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، ومنح لها من الصلاحيات ما يجعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة، وتوالى صدور عدد من المراسيم التنفيذية والأنظمة القانونية قصد استكمال شروط قيام بورصة الجزائر ويمكن أن نذكرها فيما يلي:

✓ المرسوم التنفيذي رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي للأوراق

المالية؛

✓ النظام رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وكذا

واجباتهم؛

✓ النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 ديسمبر 1997 المتضمن قواعد سير بورصة الجزائر.

2. دوافع إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر

تعتبر البورصة أداة فعالة لتمويل الاقتصاد وتحقيق التنمية في البلاد، والجزائر كغيرها من الدول تبنت هذه الاستراتيجية في إطار التنمية الجديدة للنهوض بالاقتصاد، وقد تزامن إنشاء البورصة في الجزائر مع الانتقال إلى اقتصاد السوق، ويمكن تلخيص الدوافع التي كانت خلف ذلك كالآتي:¹

- ✓ تشكل سوق الأوراق المالية بديلا غير تضخمي لتمويل الاستثمارات؛
- ✓ تشكل سوق الأوراق المالية بديلا للمدخرين الذين تتجه اهتماماتهم الاستثمارية باتجاه بدائل أخرى وخصوصا الاستثمار في العقارات وأنشطة المضاربة، فإنشء أدوات مالية حديثة تساهم في إعطاء المدخر مكانته في تمويل الاقتصاد؛
- ✓ تعتبر سوق الأوراق المالية إطارا مناسباً لفتح رأس مال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص سواء كانوا طبيعيين أو معنويين، محليين أو أجنب.

بالإضافة إلى ما سبق توجد أهداف ودوافع أخرى لبورصة الجزائر تتمثل فيما يلي:²

- ✓ تجسيد هدف خصوصية المؤسسات العمومية؛
- ✓ السماح للاقتصاد الوطني بالاندماج في الاقتصاد العالمي؛
- ✓ إيجاد الشركاء والحلفاء الاستراتيجيين الذين يساعدون هذه المؤسسات باعتبارهم مساهمين وبالتالي تحقيق الالتزامات والتقديرات المحددة.

3. العوائق التي حالت دون قيام البورصة

يمكن حصر العوائق التي حالت دون انطلاق البورصة في عملها على النحو التالي:³

- ✓ عدم ملائمة المحيط الاقتصادي، رغم وجود هيكل البورصة إلا أن الشركات المعنية بالدخول لم تحضر نفسها إلى هذه العملية؛
- ✓ غياب المتخصصين في هذا النوع من النشاطات؛

¹ **Mise en place du marché financier en Algérie**, Média Bank, n°30, Juillet 1997, pp :14-15.

² «**Ouverture de la bourse**», Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, S.G.B.V, Publication n°02,1998,P :08.

³ زيدان محمد وآخرون: **دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر -المعوقات والأفاق-**، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية -بسكرة، 2006، ص: 04.

✓ غياب الوسطاء الماليين؛

✓ وضعية المؤسسات العمومية الاقتصادية التي لا تفي بشروط التعامل داخل هذا السوق، فأغلبية الشركات المعنية هي شركات عمومية، وأسهمها لا يمكن أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة، بمعنى آخر انتقال ملكية الأسهم يتم من صندوق إلى آخر أي بطريقة إدارية. ولتجنب هذا الإشكال ظهر المرسوم رقم 93-08 الذي صدر سنة 1993 الذي بموجبه تخضع المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري بما في ذلك إمكانية شهر إفلاسها كما تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم حيث منحها اسم "بورصة الجزائر".

المطلب الثاني: السوق المالي الجزائري

1. أسواق بورصة الجزائر¹:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسندات الدين.

1.1. سوق سندات رأس المال:

تتكون سوق سندات رأس المال من:

1.1.1. السوق الرئيسية: والموجهة للشركات الكبرى، وحاليا تنشأ بخمس (05) شركات مُدرجة في تسعيرة هذه السوق

الرئيسية. ألا وهي:

✓ مجمع صيدال: والناشط في القطاع الصيدلاني؛

✓ مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي (ERH): الناشط في قطاع السياحة؛

✓ أليانس للتأمينات: الناشط في قطاع التأمينات؛

✓ آن- سي - أ روية (NCA ROUIBA): الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية؛

✓ شركة بيوفارم: والناشطة في القطاع الصيدلاني.

¹ www.sgbv.com, consulté le 24/02/2017 à 09h00.

2.1.1. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: والمخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة (PME)، وقد تم إنشاؤها في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12، المؤرخ في 18 صفر 1433هـ الموافق لـ 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر 1997، والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة¹.

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

2.1. سوق سندات الدين:

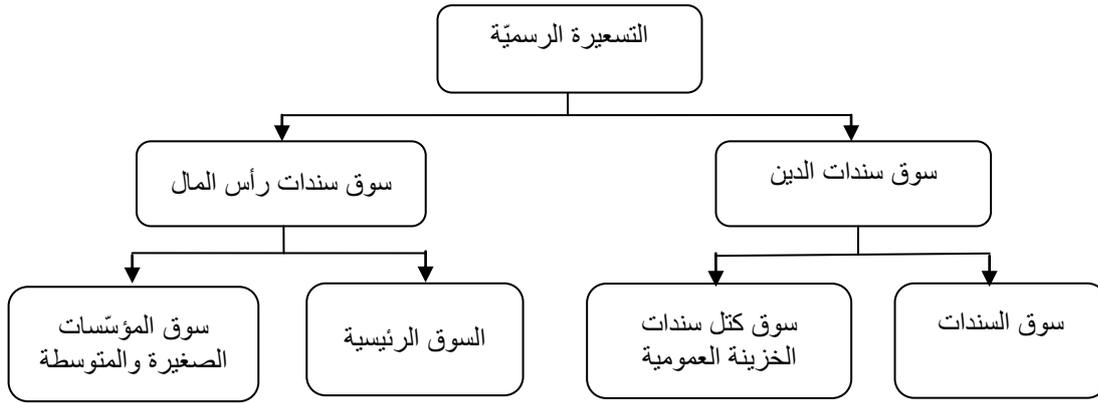
تتكون سوق سندات الدين من:

- ✓ سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة؛
- ✓ وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) والمخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. تأسست هذه الأخيرة سنة 2008، تحصي حالياً 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري. حيث يتم التداول على هذه السندات في فترات.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

¹ صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012.



المصدر: دليل بورصة الجزائر 2016.

2. الشركات المساهمة في تفعيل البورصة:

1.2. مجمع صيدال:

تمّ انشاء مجمع صيدال عام 1989 واختيرت من بين أوائل المؤسسات الوطنية لتصبح شركة بالأسهم، ومنذ سنة 1997 حققت صيدال تطورات قياسية في إنتاج مبيعاتها، حيث أصبحت الآن قطبًا مهمًا للصناعة الصيدلانية في البحر الأبيض المتوسط وضم صيدال الفروع والوحدات التالية :

✓ الفروع : أنتيبو تيكال، فرمال، بيوتك.

✓ الوحدات: وحدة البحث في الأدوية والتقنيات الصيدلانية (URMTP)، الوحدة التجارية للوسط (UCC).

تمّ اتخاذ قرار من مجلس مساهمات الدولة في 19 جوان 1998 بفتح رأس مال المجمع بنسبة 20 بالمائة للجمهور عن طريق الدخول إلى البورصة من خلال إجراء العرض العام للبيع بسعر محدد مسبقًا، وقد تم قبول أسهم صيدال في التداول بموجب الاتفاق بين المجمع ولجنة تنظيم ومراقبة البورصة بتاريخ 11 فيفري 1998، وبموجب هذا الاتفاق تم إصدار مليون سهم محرر كليًا بقيمة اسمية 250 دج، وسعر إصدار 800 دج، وحددت فترة الاكتتاب من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999 بعد الحصول على التأشيرة رقم (98/04 بتاريخ 24/12/1998).

2.2. مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

هي مؤسسة سياحية بخمس نجوم تم تدشينها للزبائن في 02 ماي 1975، يمتاز بموقعه الجغرافي الهام واحتوائه على وسائل وخدمات من الطراز العالي، وكذا طاقم العمّال المؤهل، كما أن طاقته التقنية واسعة النطاق، وهذا ما جعل نشاطاته هامة ومتعددة تتمثل أساسا في الإيواء، الإطعام، وكذلك الخدمات كتنظيم الفاعات للحفلات والاجتماعات والمؤتمرات، إضافة إلى الدكاكين الواقعة في الفندق.

بعد تحويل ملكية فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 98/25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، قامت مؤسسة التسيير الفندقية برفع رأسمالها في إطار تدعيم قدراتها المالية، وذلك عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، وأصبح بذلك رأس مالها يعادل 1.5 مليار دج. ولتنفيذ برنامج الخصخصة المسطر من طرف الحكومة في إطار تنشيط بورصة الجزائر تقرر في بداية 1999 طرح جزء من رأس مال الشركة بنسبة 20 بالمائة في البورصة بعد الحصول على تأشيرة البورصة رقم 59/01 بتاريخ 1999/05/24 وذلك عن طريق الإعلان العام للإكتتاب بما يعادل 1.2 مليون سهم بقيمة اسمية 250 دج وسعر اصدار 400 دج.

3.2. شركة أليانس للتأمينات:

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال عام 2009. وفي عام 2010 شهد زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 1995/10/30 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1.804.511 سهم.

في مارس 2011 : بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقُدِّر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري. وتمثّل الوسيط في عمليات البورصة "المرافق" في القرض الشعبي الجزائري (CPA).

4.2. أن سي أ - روية « NCA Rouiba » :

الشركة ذات الأسهم أن سي أ روية هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849.195.000 دج، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (ش ذ م م) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". غيّرت شكلها القانوني إلى شركة ذات أسهم سنة 2003.

صدر قرار مجلس الإدارة في 27 مايو 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012. حيث قامت مؤسسة أن سي أ - الروية ببيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. غطى 25٪ من رأس مالها بسعر إصدار 400 دج للسهم، وكان بدأ التداول رسميًا في البورصة بتاريخ 03 جوان 2013.

5.2. شركة بيوفارم « BIOPHARM »:

شركة بيوفارم عبارة عن شركة ذات أسهم، وهي مجمّع ينشط في جميع مجالات الصناعة الصيدلانية، تأسّس سنة 1991، ولقد حقق سنة 2014 رقم أعمال قدر ب 49 مليار دينار، وقدرت النتيجة ب 3,8 مليار دينار، مما منح نتيجة الصافية على الأرباح مبلغ 151 دج للسهم.

جاء قرار دخول الشركة للبورصة في 28 جويلية 2015، حيث فتحت رأس مالها للعرض العام للبيع بنسبة 20%، والذي قدر ب 5 104 375 سهم، بسعر إصدار قيمته 1225 دج للسهم. وتمت بتاريخ 2015/12/02 التأشير على المذكورة الإعلامية الخاصة بالشركة من طرف COSOB، حيث حددت فترة الاكتتاب من 13 إلى 23 مارس 2016، وأشرف على العملية البنك الخارجي الجزائري كوسيط مرافق.

المبحث الثاني: الأساليب المختلفة للدخول إلى بورصة الجزائر.

من البديهي أنه إذا كانت المؤسسة في حالة جيدة وأن استراتيجية التوسع لهذه المؤسسة تقتصر على المحافظة على المستوى الحالي لنموها، فإن جدوى النشاط في سوق رؤوس الأموال لا تطرح بجدّة، غير أنه إذا كانت انشغالات هذه المؤسسة هي تحديد استراتيجية نمو في المدى المتوسط والطويل والبحث عن مستوى أفضل من رأس المال، لذا فإن وضع أسهمها للتداول في البورصة ضرورة يملئها هذا التوسع وعملية مستعجلة، لذا من خلال هذا المبحث سنحاول عرض الهياكل التنظيمية والإطارات القانونية المنظمة لبورصة الجزائر كمطلب أول، كما سنتطرق في المطلب الثاني إلى كيفية الإدراج في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: الهياكل التنظيمية والإطارات القانونية المنظمة لبورصة الجزائر.

حتى تقوم البورصة بالمهام الموكلة إليها يجب توفر الجو المناسب من الشفافية والرقابة في نفس الوقت وكيفية التنسيق بين الهيئات المشرفة عليها، وبعد إنشاء بورصة الجزائر كان لزاما إنشاء هيئات تشرف على المهام السابقة.

ويتمثل الهيكل التنظيمي للسوق المالي الجزائري في الهيئات التالية¹:

1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: ² (C.O.S.O.B)

تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى مرسوم تشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة وبدأت عملها بصفة رسمية في فيفري 1996، تتمتع هذه اللجنة باستقلالية الإدارة والمالية ومن مهامها الأساسية تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها والسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وعلى السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها وتتكون الـ COSOB من:

- ✓ رئيس يمارس مهامه بشكل دائم مدة أربع سنوات بمرسوم تنفيذي منتخب في مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية.
- ✓ ستة أعضاء دائمين مدعوين بقرار من وزير المالية لمدة 4 سنوات ويتوزعون كما يلي :
- قاضي يقترحه وزير العدل؛

¹ La loi 94/117 art 02.

² Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de bourse.

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛

- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة ؛

- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسبها من المجال المالي أو المصرفي أو البورصة؛

وهذه اللجنة مزودة بأمانة تشمل مصالح إدارية وتقنية تحت سلطة رئيس اللجنة من اجل تسييرها. وقد حولت ل

COSOB مجموعة من السلطات هي:

أ. السلطة القانونية او سلطة التنظيم Pouvoir Réglementaire؛

ب. سلطة الرقابة والمراقبة أو سلطة التحري؛

ت. سلطة إلزامية؛

حيث يمكن لرئيس اللجنة في حالة وقوع عمل مخالف للأحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه إلحاق الضرر بحقوق المستثمرين في الأوراق، وأن يطلب من المحكمة¹ إصدار أمر للمسؤولين بامثال هذه الأحكام ووضع حد للمخالفة، حيث تفصل الجهة القضائية في الأمر باتخاذ إجراء تحفظي mesure conservatoire وتصدر قصد تنفيذ أمرها غرامة تهديدية تحيلها إلى الخزينة العمومية.

ث. الغرفة التأديبية والتحكيمية:

فمن حيث التحكيم تقوم هذه الغرفة بالتدخل لحل المشاكل والمنازعات بين الوسطاء في البورصة وشركة تسيير بورصة القيم بين الوسطاء والشركات المصدرة للأسهم وبين الوسطاء وزبائنهم.

وتكون الغرفة مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي اخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم ، وتبقي المهمة الأساسية ل COSOB هي حماية مصالح المستثمرين وذلك من خلال ضمان الثقافة اللازمة لحسن سوق رؤوس الأموال.

¹ المادة 37 من المرسوم التشريعي رقم 10/39 في 10/23/1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

2. شركة إدارة بورصة القيم SGBV

هي عبارة عن شركات ذات أسهم مكونة من وسطاء عمليات البورصة لبورصة القيم المنقولة، والذين يتميزون باحتكار المفاوضات على القيم المنقولة في البورصة لحسابهم ولحساب زبائنهم¹ وهي مدعوة لتجهيز الاقتصاد الجزائري ببورصة تعكس بُعدها ومكانتها على الساحة الوطنية والقارية والعالمية. فمنذ إنشائها بدأت في وضع ترتيب التدابير العلمية والتقنية الضرورية للعمليات والمبادلات على القيم المنقولة، حيث تمارس هذه الشركة مهامها طبقا للقواعد الخاصة المحددة من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة. ونظرا لاتصال شركة إدارة القيم المنقولة الدائم والمستمر بالسوق المالية خوّل لها القانون القدرة على إبطال تسعير أي سهم أو سند إذا اقتضت الضرورة.

وتعتبر COSOB بمثابة المنظم المراقب العام SGBV طبقا للمرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 بحيث تم تحديد مشاركة الوسيط المعتمد في عمليات البورصة في رأسمال الشركة بـ 2 مليون دج، ويتم المصادقة على القانون الأساسي للشركة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

3. المؤتمر المركزي « الجزائر للتسوية »²

الجزائر للتسوية هي شركة ذات أسهم، تضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم للعمليات التي تتم داخل وخارج شركة تسيير القيم المنقولة، كما أن المساهمة في رأسمال الجزائر للتسوية مفتوحة للوسطاء في عمليات البورصة، للشركات المصدرة للسندات ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وكذلك الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمان بقوة القانون.

1.3. مهامه :

- يفتح ويدير حسابات السندات الجارية لصالح مالكي الحساب "الحافظين، المنخرطين فيه"؛
- يركز حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب؛
- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال....)؛

¹ COSOB (**guide de la bourse**) Edition M.L.P. Alger 1998, P29.

² <http://www.cosob.org>, consulté le 08/05/2017 à 20h00.

- يقطن السندات المقبولة في عملياته، حسب المقياس الدولي I.S.I.N؛
- ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

2.3. القوانين والأنظمة التي تضبط سير عمل المؤتمن المركزي:

- نظام رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات؛
- نظام رقم 03-05 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، يتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات؛

- الخطوط التوجيهية حول تدابير العناية تجاه الزبائن في إطار الوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب ومكافحتها.

3.3. المنخرطون في المؤتمن المركزي:

- البنوك و المؤسسات المالية؛
- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- المتخصصون في سندات الخزينة العامة؛
- الأشخاص المعنويون الذين يصدرون سندات؛
- المؤتمنون المركزيون الأجانب.

4.3. السندات المقبولة في عملياته:

- القيم المنقولة (الأسهم، سندات الدين....) المسعرة أو غير المسعرة في البورصة؛
- سندات الخزينة العامة؛
- سندات الدين القابلة للتداول؛
- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- السندات ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية؛
- كل مجموعة السندات التي تخول حائزها حقوقا مماثلة.

4. الوسطاء في عمليات البورصة¹

حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة.

1.4. مهامهم:

كلفت الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي:

- التفاوض لحساب الغير؛
- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة؛
- التسيير الفردي للحفاظة بموجب عقد مكتوب؛
- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية؛
- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة؛
- التفاوض للحساب الخاص؛
- حفظ القيم المنقولة وإدارتها؛
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية.

¹ نفس المرجع السابق.

2.4. القوانين والأنظمة التي تضبط سير الوسطاء:

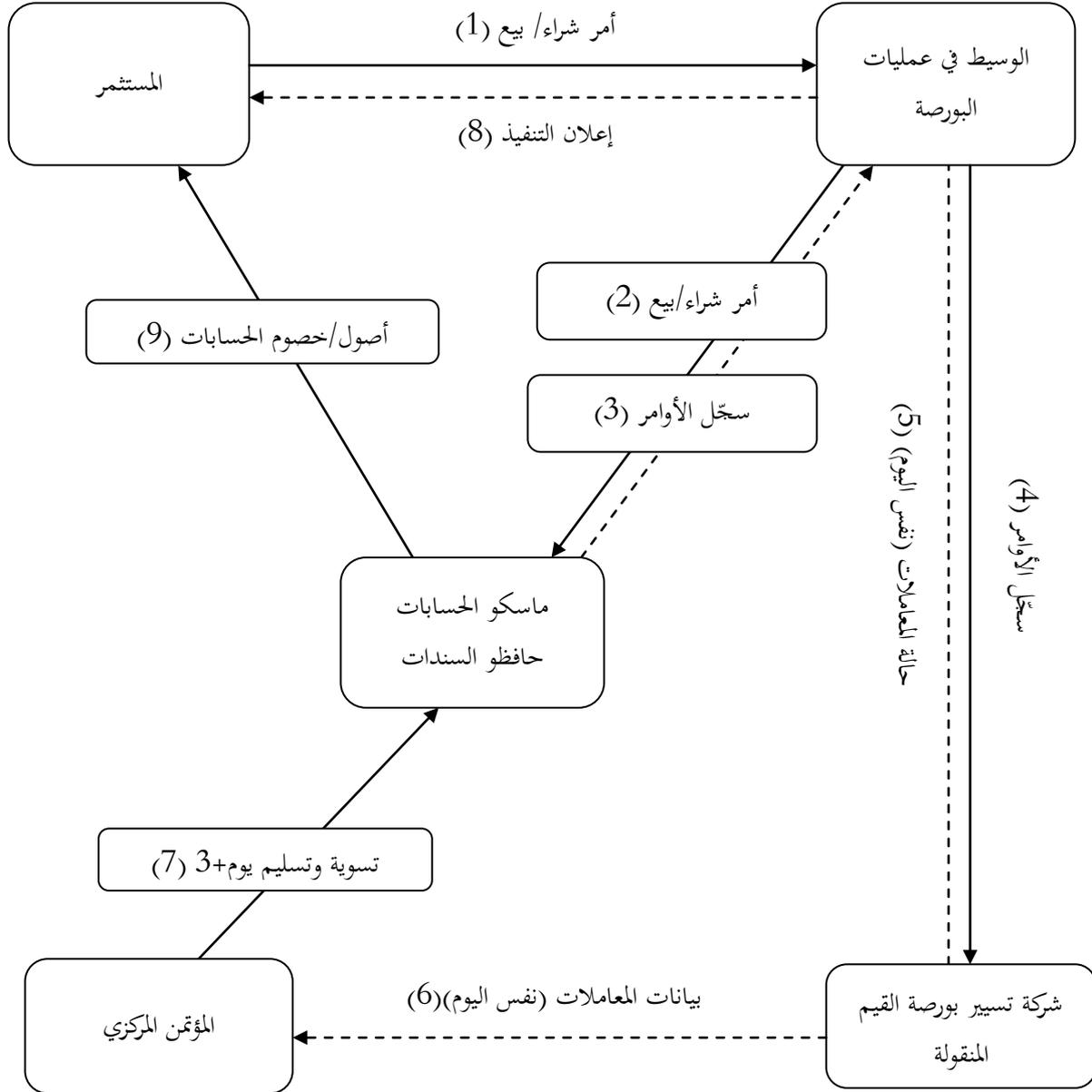
- نظام رقم 01-15 المؤرخ في 15 أبريل سنة 2015 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم؛
- نظام رقم 01-97 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة البورصة للقيم المنقولة؛
- نظام رقم 02-97 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة؛
- نظام رقم 04-03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، يعدل ويتمم نظام رقم 01-97 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛
- الخطوط التوجيهية حول تدابير العناية اتجاه الزبائن في إطار الوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب ومكافحتها.

3.4. الوسطاء المعتمدون من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

يتضمن سوق المال في الجزائر حاليا ثمانية وسطاء في عمليات البورصة وهي كالتالي:

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية « BADR »؛
- بنك التنمية المحلية « BDL » ؛
- البنك الخارجي الجزائري « BEA » ؛
- البنك الوطني الجزائري « BNA » ؛
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط « CNEP » ؛
- القرض الشعبي الجزائري « CPA » ؛
- بي أن بي باريبا الجزائر « BNP Paribas » ؛
- سوسيتي جينرال-الجزائر « Société Générale ».

ويمكن ترجمة آلية سير السوق المالي الجزائري، وعملية تداول الأوراق المالية (الأسهم، السندات) على النحو التالي:¹



المصدر: دليل بورصة الجزائر.

¹ دليل بورصة الجزائر 2016.

المطلب الثاني: الإدراج في بورصة الجزائر

1. شروط القبول في البورصة¹

إنّ عملية القبول في بورصة الجزائر تتوقف على توفر شروط معينة، وتختلف هذه الشروط باختلاف السوق، سواء كان سوق رسمي، سوق السندات، سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة.

1.1. السوق الرسمي:

- 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 يُعدّه 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؛
- وإنّ لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتهما في البورصة؛
- ضمان التكبّل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛

¹ دليل بورصة الجزائر 2016.

- 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) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

2.1. سوق السندات:

تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر سندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسة مائة مليون دينار (500000000).

3.1. سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما، وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتليتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعيّن، لمدة (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مرفقي البورصة"؛
- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة؛
- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهما أو (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛
- تنشر كشفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط، وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار.

وإلى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

4.1. المستثمرون الأساسيون:

هي الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيّرة للأصول.

وبعد استكمال الشروط المتعلقة بقبول الأوراق المالية في البورصة، تقوم الشركة بإمضاء اتفاق لتسجيل الورقة المالية مع شركة تسيير البورصة، ودفن مصاريف التسجيل المتعلقة بها.

2. مسار ولوج المؤسسة في بورصة الجزائر

تتضمن عملية الإدراج في بورصة الجزائر ثلاث مراحل مهمة هي¹:

- مرحلة ما قبل الإدراج؛
- مرحلة الإدراج؛
- مرحلة ما بعد الإدراج.

1.2. مرحلة ما قبل الإدراج:

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

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

2.1.2. الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إنّ إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

¹ <http://www.sgbv.dz>. Consulté le 16/03/2017 à 16H 45.

3.1.2. تقييم الشركة: يجب 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. ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

4.1.2. اختيار الوسيط في عمليات البورصة "المرافق": ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها، وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.

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

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقى البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سندات والإعداد لعملية القبول وضمان إنفاذها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

5.1.2. 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 وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

6.1.2. إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 98/01 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، وكذلك مشروع الدليل؛
- ✓ معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛
- ✓ معلومات عن التمويل، والحالة الاقتصادية والمالية للشركة؛

✓ الوثائق القانونية؛

✓ تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

ويجب 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...).

7.1.2. تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

8.1.2. 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.

9.1.2. حملة التسويق: وسعياً 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.

10.1.2. بيع السندات: 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.

11.1.2. كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأنّ العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

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

2.2. مرحلة الإدراج

وهي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. حيث تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة يوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخاله، ونتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور.

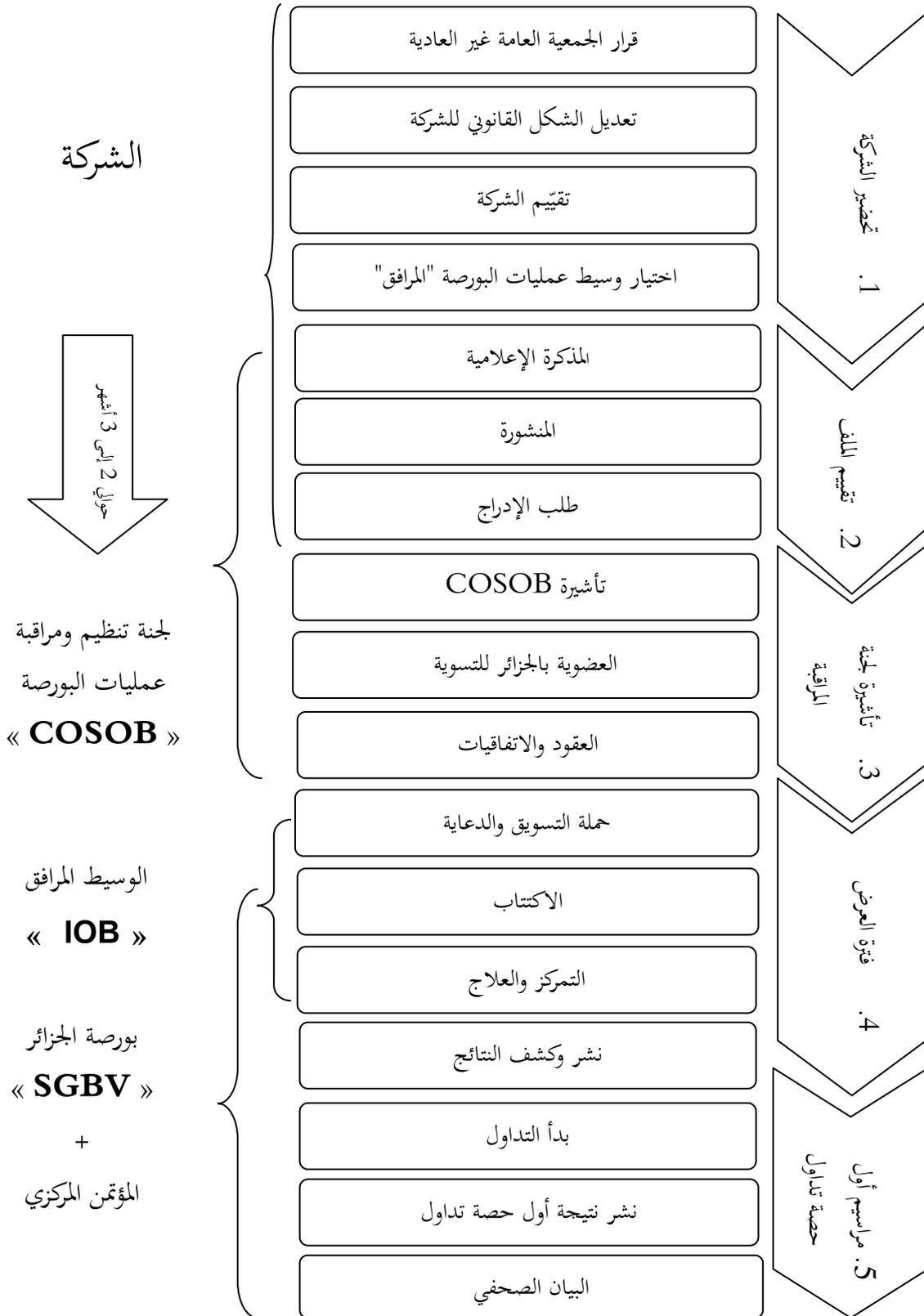
3.2. مرحلة ما بعد الإدراج

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق.

1.3.2. عقد السيولة: 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.

2.3.2. نشر المعلومات: ما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على سعر السندات، ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى الهياكل التنظيمية للبورصة.

يمكن تلخيص مسار الدخول إلى بورصة الجزائر على النحو التالي:



المصدر: من إعداد الطالبة.

3. إجراءات الدخول¹:

يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بثلاثة إجراءات لإدخال الأوراق المالية في التسعيرة الرسمية من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وهي:

- الإجراء العادي؛
 - إجراء العرض العام للبيع بسعر أدنى؛
 - إجراء البيع العام بسعر محدد.
- وتقوم شركة إدارة البورصة والشركة المصدرة بمعية الوسيط المكلف بالعملية بتحديد إجراء الدخول، وينشر في الجريدة الرسمية للتسعيرة إشعار يتضمن كل المعلومات المتعلقة بالعملية لا سيما:

- هوية الشركة المحددة؛
- الوسيط أو الوسطاء المكلفون بالعملية؛
- عدد وطبيعة وخصائص الأوراق المالية؛
- السعر المطلوب من طرف المكلفين بالعملية؛
- الإجراء المعتمد للتسعيرة الأولى.

4. تكلفة عملية الإدراج في البورصة

تنطوي عملية الإدراج في البورصة على مصاريف يتغير مبلغها تبعاً لحجم العملية، أسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختارة، وكذلك تبعاً لحجم الجهد المبذول في الاتصالات وتشمل، الرسوم المدفوعة للمتدخلين في البورصة وهم لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي والوسيط في عمليات البورصة "المرافق".

يمكن تلخيصها في الجدول أدناه¹:

¹ نفس المرجع السابق.

الرسوم والمصاريف	الهيئة
<p>تأشيرة المذكرة الإعلامية</p> <p>تقدر الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها ب 0.075% من مبلغ الإصدار أو من العرض العلني، على أن لا تتجاوز خمسة (5) ملايين دينار جزائري.</p>	<p>لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها</p> <p>« COSOB »</p>
<p>القبول في البورصة</p> <p>تقدر نسبة العمولة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم ب 0.05% من المبلغ الإسمي المقبول. ولا يجوز ان يتعدى مبلغ هذه العمولة 2500000 دينار جزائري.</p> <p>مصاريف تسجيل السند في التسعيرة</p> <ul style="list-style-type: none"> ● التسجيل الأولي.....400000 دينار جزائري. ● التسجيل الإضافي.....100000 دينار جزائري. ● استبدال وتعديل.....100000 دينار جزائري. <p>مصاريف البقاء في التسعيرة:.....200000 دج بالنسبة للأسهم</p> <p>.....30000 دج بالنسبة للسندات</p> <p>مصاريف تنظيم العرض العلني للشراء</p> <ul style="list-style-type: none"> ● الجزء الثابت:.....1000000 دينار جزائري. ● الجزء المتغير:.....100000 دينار جزائري. <p>لكل حصة متكونة من 1000 أمر تتم معالجته.</p>	<p>شركة تسيير بورصة القيم المنقولة</p> <p>« SGBV »</p>
<p>مصاريف الانضمام إلى المؤتمن المركزي على السندات</p> <ul style="list-style-type: none"> - تقدر نسبة المصاريف ب 0.01% من رأس المال الاجتماعي. - يكون الحد الأدنى للأموال المحصّلة هو 20000 دينار جزائري. 	<p>المؤتمن المركزي</p>
<p>مصاريف متعلقة بالخدمات المحققة من طرف الوسيط المرافق، والوسطاء الآخرون، والتي تشكل نقابات التوظيف (لجنة التوظيف).</p>	<p>الوسيط في عمليات البورصة</p>

المبحث الثالث: مزايا وعقبات دخول المؤسسة إلى البورصة

تم إنشاء بورصة الجزائر باعتبارها إحدى ميكانيزمات تمويل المؤسسات الاقتصادية، وأداة من أدوات خصوصية المؤسسات العمومية. ومنذ نشأتها تسعى إلى مواكبة نظيرتها من الأسواق المالية العالمية والعربية، من خلال وضع إطار تشريعي مُحكم يكفل لها عملية التنظيم وشروط التعامل بها، ويجدر الإشارة أيضا إلى الحوافز والامتيازات التي تُخص بها الشركات المسعرة فيها. لكن ورغم سعيها للنجاح في تحقيق الأهداف التي تصبو إليها، تبقى ضعيفة الخبرة، وسوق تتسم بالركود، وذلك راجع للعراقيل التي تتعرّتها خلال مسيرتها.

وهذا ما سنتعرض له في هذا المبحث، وذلك بالحديث عن مزايا دخول المؤسسات للبورصة، والمعوقات التي تواجه بورصة الجزائر، وسبل تفعيلها.

المطلب الأول: مزايا دخول المؤسسة في البورصة

كما سبق الذكر فالبورصة تحفز المستثمرين، بمنح مزايا وإمتيازات خاصة للمؤسسات المدرجة بها، وهذا ما سنعرضه في هذا المطلب.

1. مزايا إدراج المؤسسة في بورصة الجزائر¹

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا أهمها:

- رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة : مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنمية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ...) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها... فإنّ البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب؛
- تنويع مصادر التمويل: يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها؛

¹ <http://www.sgbv.dz> Consulté le 20/03/2017 à 20h00.

- توسيع نطاق المساهمين: تسهّل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة لتطوير أعمالها، وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم؛
- تعزيز الشهرة: تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها، شهرتها، ومصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية إمكانيات أخرى، نذكر منها:

- تامين الموارد البشرية: فالشركة التي تُدرج في البورصة تخصص جزءاً من الأسهم لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين. وهذا النظام يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية؛
- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية: حيث تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضاً استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة؛
- التغيير في نظام "حوكمة الشركات": تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات" حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

2. الحوافز والامتيازات لتشجيع التوظيف في البورصة¹

تتمثل في تشجيع التوظيف بصفة عامة والتوظيف في سوق رؤوس الأموال بصفة خاصة، إذ قدمت السلطات المالية

الامتيازات التالية للمستثمرين، وذلك ضمن قانون المالية لسنة 2013:

- إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب؛
- إعفاء الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية من الضرائب، لصالح الأفراد والشركات؛
- إعفاء الفوائد المحققة من التوظيف في السندات وغيرها من الأوراق المالية من الضرائب؛
- إعفاء العمليات التي تجري على الأوراق المالية من حقوق التسجيل.
- تقدم أيضاً استفادات من الامتيازات التي تمنحها وكالة دعم الاستثمار ANDI والمتمثلة في:

¹ <http://www.wadilarab.com/t11093-topic#ixzz4cpkOufLT> consulté le 20/03/2017 à 22h00. **البورصة في الجزائر**

- ✓ أثناء الانجاز: الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة TVA على السلع والخدمات التي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار؛ الإعفاء من الضريبة العقارية، إضافة للإعفاء من رسوم التحويل على شراء العقارات.
- ✓ أثناء الاستغلال ولمدة تتراوح ما بين 3 إلى 5 سنوات: الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات (IBS)، وكذلك الإعفاء من الرسم على النشاط الصناعي للعمال (TAB).

المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر وآفاقها

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية. إلا أننا نجد العديد من المعوقات التي حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة. ومنها من تأخذ طابع اقتصادي، اجتماعي، ثقافي وتنظيمي... إلخ. ولا بد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المنشودة من بورصة الجزائر.

1. معوقات البورصة في الجزائر

1.1. المعوقات الاقتصادية

1.1.1. التضخم¹: وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلاً. إذ يدفع بالأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها للمحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق ذلك.

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال

¹ عمار عماري وسعيدة بوسعدة، معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 14-15 نوفمبر 2005، ص 216-217.

رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار¹ وهكذا فإنّ التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.

2.1.1. السوق الموازية: إنّ الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإنّ وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إيداعاتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

3.1.1. ضعف الحوافز الجبائية: النظام الجبائي الجزائري أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 25% من الأرباح، إذ تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذا الضغط الجبائي يضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية².

4.1.1. ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع:

- إرتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة؛
 - مؤسسات عمومية غير متوازنة مالياً؛
 - تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.
- ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

2.1. المعوقات السياسية والتشريعية:

1.2.1. المعوقات السياسية: من المعروف أنّ بورصة الجزائر أفتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة ما ساهم في عرقلة نشاطها الفعلي. بحكم أنّ المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلاّ ببيئة تتميز بالاستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان التي تسود بها حروب، انقلابات سياسية،

¹ السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الاقتصادي لمصر 1981/1978" دار النهضة العربية 2001 القاهرة ص 363.

² محمد براق وآخرون، معوقات الإستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية حالة الجزائر، المؤتمر العالمي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة سكيكدة، الجزائر، 2004، ص 25.

والتغيرات المستمرة للقوانين.

2.2.1. المعوقات التشريعية: طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم¹، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 1995/12/27، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أنّ شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 1997/05 /21، رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها² نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم³، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

3.1. المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية:

1.3.1. العائق الاجتماعي والثقافي: إنّ العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بمجالياتها من غذاء ولباس، وتميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان، وبالتالي إعاقه عمل البورصة. كما نجد غياب الثقافة البورصية، بالجهل بمهامية البورصة وأهميتها، والتي تمثل عائقا حقيقياً لاستثمار القيم المتداولة.

2.3.1. العامل الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار السندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرضاً ربوياً.

¹ المادة 30 من نظام لجنة تنظيم ورقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 1997-12-29.

² رشيد بوكساني، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 2006/2005، ص 182.

³ نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.

4.1. المعوقات التنظيمية:

1.4.1. قلة المؤسسات المدرجة: المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها إذ كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة كلما زادت فعالية البورصة والعكس. وهذا ما يعيق بورصة الجزائر فعدد المؤسسات المدرجة بها جُد محدود، لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز بها.

2.4.1. عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية، تفسح لهم مجالاً واسعاً لاختيار ما يلائم إمكانياتهم، أهدافهم، وميولهم الشخصية، وهذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا تتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية¹، مما يجعلها تفتقر للكفاءة التقنية كما سبق الإشارة إليه، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.

3.4.1. غياب الشفافية²: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي ... إلخ بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. وبالنسبة للجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول عليها فيصعب للمتعاملين اتخاذ قرارات في الوقت المناسب.

4.4.1. سير عمل البورصة : نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصتين للتفاوض في الأسبوع وذلك كل اثنين وأربعاء من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحاً³. ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال ثلاثة أيام، مما يعرقل السير الحسن للتعاملات، والمدة الطويلة لتسليم السهم تفقد الرغبة عند المستثمرين في أمر البيع أو الشراء على حد سواء.

2. آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة. والمعروف أنّ سوق الأوراق المالية بالجزائر تعاني من الهشاشة والضعف، ما يستلزم صياغة جملة من

¹ Info bourse, **bulletin de la COSOB**, N°1, 1999 p :29.

² رشيد بوكساني ونسيمة اوكيل، **مقومات تطوير بورصة الجزائر**، مجلة العلوم التجارية، رقم 06، ماي 2006، المعهد الوطني للتجارة، ص88.

³ <http://www.sgbv.dz> consulté le 08/05/2017 à 00h15.

المتطلبات والشروط للنهوض بالسوق المالي، وحتى تتمكن البورصة من الوصول للأهداف التي ترمي إليها. وتتلخّص هذه الإصلاحات في:

1.2. توفير بيئة اقتصادية ملائمة: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الاساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، ولا بد من توفير قطاع خاص نشيط يمتاز بالحرية والمنافسة، وأيضا يجب توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية للشركات ووضوح الأطر القانونية والتنظيمية لها.

2.2. تطوير معايير الشفافية و الإفصاح: أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتمامًا كبيرًا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر.

3.2. الرفع من مستوى الدخل: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة.

4.2. التنوع في الادوات المالية: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدولة المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم مجالًا واسعًا لاختيار منها ما يلائم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، والتنوع من هذا المنطق يعمل على تخفيض حجم المخاطر.

5.2. توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة: إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، لأن مردودية المؤسسات المسجلة شرط لازم لجذب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

6.2. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاستقرار القانوني: يجب أن تكون هناك استراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي، وذلك من أجل اقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة. إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

7.2. مراجعة الإطار التشريعي: إن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية

التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين، ضف إلى ذلك يجب ان تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر. على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.

8.2. وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة لتقوية مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها.

9.2. تطوير أنظمة التداول: إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت.

10.2. إدراج أدوات مالية إسلامية في البورصة: بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملاءها كمتعاملين في البورصة وكذا إدراج الادوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.

11.2. رسملة السوق المالية الجزائرية: أبرزت دراسة مشتركة أعدتها بورصة الجزائر وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية، ضرورة تحقيق الجزائر لرسملة سوق بقيمة 40 مليار دولار من أجل إعادة بعث سوقها المالية، مع إدراج 150 شركة في البورصة ونسبة تناوب سنوي مقدرة بـ 10 بالمائة بقيمة 4 ملايين دولار. وأشارت الدراسة التي اشتركت في إعدادها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى أن مبلغ 40 مليار دولار الخاص بالرسملة السوقية ينبغي أن يتطابق مع الحجم الحقيقي للاقتصاد الجزائري الذي تضمن تمويله حاليا البنوك وميزانية الدولة مع اللجوء إلى حسابات صندوق ضبط الإيرادات، مقترحة أن يتم في ظرف خمس سنوات لتحقيق ربع هذه الرسملة السوقية أي 10 ملايين* دولار (ما يمثل حوالي 5 بالمئة من الناتج الداخلي الخام للجزائر).

خلاصة الفصل

إنّ إنشاء بورصة فعّالة أصبح مطلباً ضرورياً من مطالب اقتصاد السوق وفاعلية النشاط الاقتصادي. ومسايرة للإصلاحات الاقتصادية بالجزائر وتبني سياسة إقتصاد السوق، استوجب إنشاء بورصة للقيم المنقولة، والتي عرفت عدة مراحل ومشاكل جمة كادت أن تحول دون انشائها، وعرقلت مسار نموها وتطورها.

وبالرغم من كل هذه العوائق إلا أنه تمّ إنشاء بورصة الجزائر، وأصبحت سوق رأس المال في الجزائر تتكون من ثلاثة أسواق (أولية، ثانوية، غير منتظمة)، والهيكل التنظيمي للسوق يتشكل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تقوم بالتشريع وتنظيم سوق القيم، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة التي أسند لها دور التسيير، والمؤتمن المركزي على السندات الذي يقوم بتنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة، وفيما يخص الوساطة، فإنه لا يمكن التفاوض على الأوراق المالية المقبولة في البورصة إلا عن طريق الوسطاء المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو شركات ذات أسهم، وكل نظام فبورصة الجزائر تتعرّز بقوانين وشروط لقيّد الشركات والإستثمار فيها.

يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية في الجزائر أنها تعاني من عدة عوائق منها ما يتعلق بالبورصة بحدّ ذاتها أو ما يتعلق بالمحيط الذي تنشط فيه، بالرغم من الامتيازات والتشجيعات التي تمنحها للمستثمرين من أجل تفعيل النشاط الاقتصادي.

الفصل الثالث:

تحليل مسار الولوج إلى

بورصة الجزائر

الفصل الثالث: تحليل مسار الولوج إلى بورصة الجزائر

بعد التطرق في الجانب النظري، إلى ماهية البورصة، وسير السوق المالي في الجزائر، والحديث عن أساليب وكيفية إدراج المؤسسة في بورصة القيم المنقولة والمزايا الممنوحة للمؤسسات المسجّرة في البورصة، سنحاول إسقاط دراستنا النظرية في الجانب التطبيقي والذي يحتوي على فصل واحد، والذي اخترنا فيه مؤسستين جزائريتين مدرجتين في بورصة الجزائر، والنشطة في قطاعين مختلفين، إحداهما في قطاع الخدمات وهي مؤسسة عمومية، على خلاف الثانية والتي تنشط في مجال الصناعة الغذائية وهي مؤسسة خاصة، كلاهما ذات أهمية بالغة فمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي (EGH-El Aurassi) تصنف ضمن فئة الخمس (05) نجوم، كما تمكنت شركة أن . سي . أ رويبة (NCA ROUIBA) السيطرة على السوق المحلي الجزائري إذ تعتبر الرائد الأول لقطاع المشروبات.

ولقد تعمدنا هذا الاختلاف للقيام بدراسة تحليلية مقارنة بين مسار ولوج المؤسستين في بورصة الجزائر، يعني الإشارة إلى مدى التوافق و الاختلاف في مسار إدراج المؤسسات في البورصة، وأيضاً المزايا الممنوحة لها، بين القطاعين الخاص والعام.

تتلخص دراستنا في ثلاث (03) مباحث وهي:

- ✓ المبحث الأول: التعريف بالمؤسستين؛
- ✓ المبحث الثاني: دراسة مقارنة لمسار ولوج المؤسستين للبورصة؛
- ✓ المبحث الثالث: تحليل مسار ولوج المؤسستين للبورصة.

المبحث الأول: التعريف بالمؤسستين.

المطلب الأول: تقديم مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

1. لمحة عن مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي.

مؤسسة التسيير الفندقية "سلسلة الأوراسي" « EGH El-Aurassi »، تتكون من أربع وحدات فندقية، ثلاث منهم متمركزة في الجنوب الشرقي والغربي للجزائر، والمتعلقة ابتداء من 2010/01/01 بسلسلة الأوراسي، وذلك بقرار من مجلس مساهمات الدولة يوم 2009/10/04، وقد أيد هذا القرار الجمعية العامة غير العادية لشركة الأسهم EGH El-Aurassi، في جلستها المنعقدة يوم 14 ديسمبر 2009.

وتضم هذه السلسلة فندق الريم ببني عباس، فندق المهري بورقلة، البستان بالمنية، وفندق الأوراسي بالعاصمة.

1.1. لمحة عن وحدة الأوراسي:

تُدرج هذه المؤسسة ضمن فنادق الخمس (05) نجوم، تأسست يوم 02 مايو 1975، تدخل ضمن الذمة المالية للمؤسسات الوطنية SOUNATOUR، وبعدها آلتور « ALTOUR » وأخيراً المكتب الوطني للمؤتمرات والملتقيات* (ONCC).

في 1983، وبفضل التغير العضوي، نصب الفندق إلى مؤسسة اجتماعية.

ويوم 12 فيفري 1991، غير الفندق في الشكل القانوني، وانتقل من مؤسسة عمومية إقتصادية، إلى شركة ذات أسهم (SPA)، برأس مال اجتماعي قدر بـ 40 مليون دينار جزائري، على شكل 400 سهم، ذات قيمة 100.000 دج للسهم الواحد، وموزع على النحو التالي:

• رأس مال مساهمة الخدمات : 40 %.

• رأس مال مساهمة مختلف الصناعات : 30 %.

• رأس مال مساهمة البناء : 30 %.

* Office National des Congrès et Conférences

بتطبيق المرسوم رقم 95-25 متعلقة بتسيير رؤوس الأموال الجارية للدولة، سندات أسهم الفندق انتقلت بالكامل لفائدة الشركة الوطنية للخدمات.

في 1995، ولحاجة دعم القدرة المالية للفندق، قام المساهم الوحيد "الشركة الوطنية للخدمات" بزيادة في رأس المال، هذا التغيير في رأس المال الداخلي سمح برفع رأس المال من 40 مليون دينار إلى 1,5 مليار دينار، باصدار 14600 سهم بقيمة إسمية تقدر بـ 100.000 دج، لفائدة المساهم الوحيد الحالي، شركة تسيير مساهمات الدولة، للسياحة والفندقة. ومن جهة أخرى، وتأكيداً لوجهات السلطات العمومية، ومجهوداتها من خلال النصوص التشريعية والقانونية والتي تنص على خصوصية المؤسسات العمومية نسبياً أو كلياً، كانت مؤسسة الأوراسي من بين المؤسسات التي توجهت إلى هذه الاستراتيجية في فيفري 1998م، وذلك بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة بالدخول للبورصة عن طريق طرح 20% من رأس المال الإجتماعي للجمهور للمساهمين الأفراد والمؤسسات، وبذلك تكون قد أصبحت مؤسسة خاصة نسبياً. و بقرار من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أصبحت أسهم الأوراسي ضمن التسعيرة الرسمية للبورصة ابتداءً من 14 فيفري 2000م، من خلال سعر دخول وإصدار ثابت قدر بـ 400 دج للسهم.

2.1. لمحة عن وحدة الريم ببني عباس:

فندق الريم يقع على بعد 240 كلم من ولاية بشّار، القطعة الأولى للوحدة الفندقية افتتحت في 1973، وتمّ الإنتهاء من تشييده في 1986. على رقعة 3 623,75 م²، من مساحة إجمالية تقدر بـ 22 147,86 م². في إطار مشروع إعادة الأهلية وتجديد الوحدات الفندقية لقطاع السياحة المدبر من طرف السلطات العمومية والمالية، والممول من طرف الخزينة العمومية، والقرض الشعبي الجزائري، الظرف المخصّص لوحدة الريم ببني عباس قدرت قيمته بـ 630 مليون دينار جزائري، مُوّل من طرف القرض الشعبي الجزائري، يسدّد على 15 سنة.

3.1. وحدة البستان بالمنيعية:

فندق البستان يقع على بعد 270 كلم من مقر ولاية غرداية، يصنّف ضمن فنادق ثلاث (03) نجوم، يقع على مساحة 16 402 م²، وسط أحد أجمل بساتين النخيل بالجنوب. هذه الوحدة عرفت في جوان 2013 عملية إعادة الأهلية والتجديد، بظرف مُمول من طرف الخزينة العمومية بقيمة 438,9 مليار دينار، منه 38 مليون دينار مخصصة لدراسة ومتابعة المشروع.

4.1. وحدة المهري بورقلة:

هذه المؤسسة تقع في وسط مدينة ولاية ورقلة، تصنف ضمن فنادق الثلاث (03) نجوم، ومشيدة على مساحة قدرها 25 091 م².

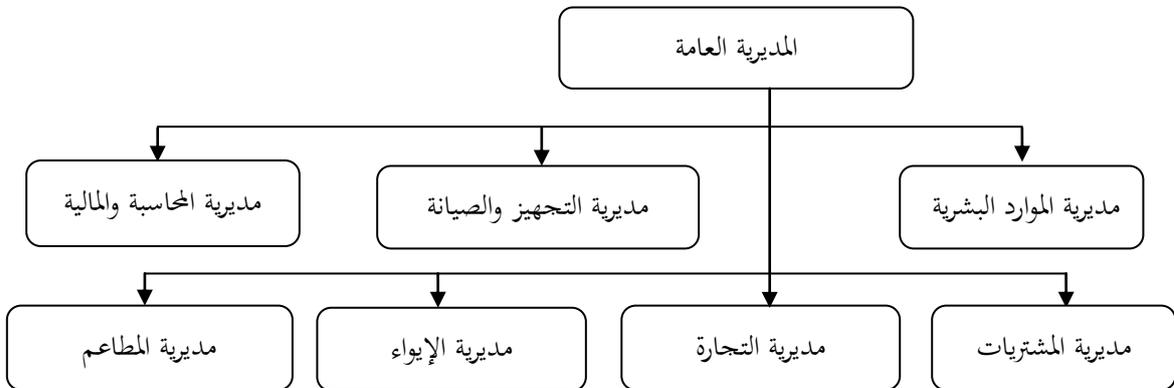
واستفادت هذه الوحدة من أول برنامج إعادة الأهلية، بمبادرة من ولاية ورقلة وممولة من طرف الأموال الخاصة الموجهة لولايات الجنوب بمبلغ قدره 259,8 مليون دينار، من إجمالي ظرف قيمته 261,4 مليون دينار مستحق لهذه العملية. وتم تحويل مبادرة التجديد إلى المخطط القانوني لسلسلة الأوراسي، على أساس موافقة التحويل الممضاة في 10 مارس 2013 بين الإدارة العامة لمؤسسة التسيير الفندقي لسلسلة الأوراسي ومديرية السياحة لولاية ورقلة.

2. البطاقة التقنية لمؤسسة التسيير الفندقي لسلسلة الأوراسي:

المعلومات	
مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي	الاسم:
« EGH-El Aurassi »	
المؤسسة القابضة العامة للخدمات.	المنشئ:
شركة ذات أسهم « SPA ».	الشكل القانوني:
1.500.000.000 دج.	رأس المال الاجتماعي:
6.000.000 سهم.	عدد الأسهم:
02 شارع فرانتز فانون، تاغارين، الجزائر العاصمة - الجزائر.	المقر الاجتماعي:
السيد عمري عبد القادر	الرئيس المدير العام:
CNRC d'Alger 86B141	السجل التجاري:
تنشط في قطاع الخدمات.	نشاطها:

3. الهيكل التنظيمي لوحدة فندق الأوراسي:

يمكن تلخيص الهيكل التنظيمي للمؤسسة في ثمانية {08} مديريات وهي:



المصدر: تقرير التسيير لسنة 2016.

المطلب الثاني: تقديم مؤسسة أن. سي. أ رويبة

تأسس المعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA «La nouvelle Conserverie Algérienne»، في 02 ماي 1966 م، وهي مؤسسة ذات أسهم (Société Par Action) تابعة للقطاع الخاص، تمّ انشاؤها من طرف الإخوة عثمانبي. وتقع على الطريق الوطني رقم 05 بالمنطقة الصناعية لرويبة "ولاية الجزائر"، وهي تبعد بحوالي 30 كلم شرقا عن العاصمة، وتعدّ من أهم المعامل الجزائرية في قطاع المشروبات حاليا وفي قطاع المصبرات سابقا.

تقوم المؤسسة بتسويق جميع منتجاتها تحت اسم « ROUIBA » نسبة إلى المنطقة المتواجدة بها، ويعتبر المعمل أحد أهم المؤسسات الرائدة في الجزائر في مجال الصناعة الغذائية خاصة قطاع المشروبات، حيث يساهم في تغطية احتياجات السوق المحلي، وهذا من خلال السياسات المتبعة والمحكمة، والاستراتيجيات المستمرة طوال مدة نشاطها، خصوصا المرتبطة بالخيارات المتعلقة بالتعبئة والتغليف وتوجيه المنتجات.

وكانت سنة 1990م بمثابة نقطة تحول في حياة المؤسسة وهذا راجع للتطورات الحاصلة في السوق الجزائرية، حيث اعتمد المسؤولين على توظيف أحدث وأتقن العبوات المستعملة في العالم في مجال التصبير. ألا وهي Tétrapack تتكون العبوة من العديد من الطبقات، الكرتون الألومنيوم، ومادة البوليتين « Polyéthylène » وهي مادة ناتجة عن تكتيف الآلتين، وبفضل هذه التقنية كان باستطاعتها التوغل في السوق المحلي والدولي.

1. التواريخ المفتاحية لشركة أن. سي. أ رويبة:

- ✓ كان عام 1966م هو سنة ميلاد المعمل الجزائري الجديد للمصبرات، بمجهودات وأحلام الأب والإبن، والتي فرضت خبرتها لاحقاً في تحويل وتخزين الفاكهة.
- ✓ وفي سنة 1984م وفي إطار نمو الشركة وتنوع نشاطها، أطلق المعمل نشاط انتاج المشروبات تحت شعار "رويبة"، نسبة للمكان وكتقدير وإعتراف للمجتمع المحلي التي تنحدر منه العلامة.
- ✓ في سنة 1989م ولأول مرة في الجزائر يتّوق منتج عصير الفواكه معبئ ومعقم داخل عبوات من الورق المقوّى، أو مايعرف بتقنية الحفظ عبر البسترة، والتي تحافظ على طعم الفواكه والفيتامين "س".

✓ سنة 2000م استطاعت الشركة بعد النمو التي شهدته عاماً بعد عام، بعرض تشكيلة كبيرة ومتنوعة من المنتجات.

✓ تميزت سنة 2005م، بتوسيع النشاط للسوق الدولية وفتح رأس المال لصندوق استثمارات، لمرافقة ودعم نمو وتطور الشركة. حيث تجاوزت قدرة الإنتاج سنة 2009م، المليون عبلة.

✓ من 2010 إلى 2012 تم إطلاق فئة جديدة وهي PET (بولي إيثيلين تيرفتالات) بقدرات كبيرة لضمان النجاح، وهو ما سمح في الأخير من تحطيم رقم قياسي جديد، من خلال إنتاج 200 مليون قارورة سنة 2012.

✓ 2013 "أن.سي.أ" روية تدخل البورصة لتكون أول شركة خاصة تدخل مغامرة لبورصة الجزائر، وأكثر من العلامة التجارية، اقترحت الشركة بهذا القرار، بجميع أصولها وأيضاً ثمار نموها المستقبلية، على الجزائريين الراغبين في المشاركة في هذه المغامرة.

كما كانت سنة 2013 أيضاً مناسبة لإطلاق تشكيلة جديدة تحت اسم PET المعقمة "بالحبيبات".

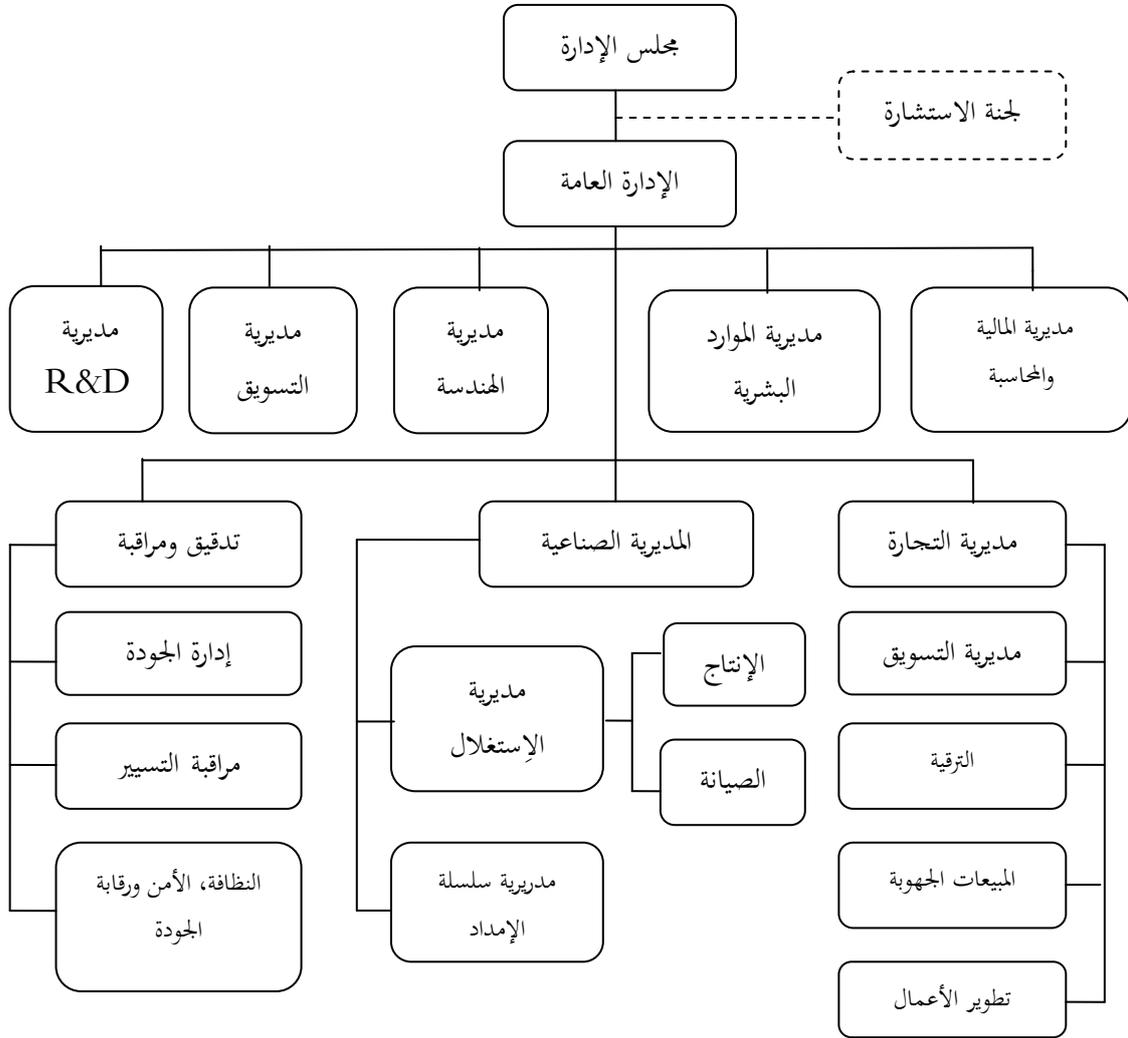
✓ سنة 2014 فتحت آفاق نمو أكبر بتوقعات إنتاج أكثر من 260 مليون قارورة / عبلة منتجة.

هذه باختصار، خمسون (50) عاماً من النمو وتبادل الخبرات، وزيادة الطموحات والإرتقاء من جيل لآخر في مجال الصناعة الغذائية، للشركة العائلية أن.سي.أ روية.

2. البطاقة التقنية للتعريف بالمؤسسة:

المعلومات	
المعمل الجزائري الجديد للمصبرات « NCA Rouiba ».	الاسم:
1966.	تاريخ التأسيس:
شركة ذات أسهم « SPA »	الشكل القانوني
849 195 000 دينار جزائري.	رأس المال الاجتماعي:
8.491.950 سهم.	عدد الأسهم:
الطريق الوطني رقم 05 المنطقة الصناعية روية، الجزائر العاصمة-الجزائر.	المقر الاجتماعي
رقم س.ت 16/000008627	السجل التجاري:
سليم عثمانى.	رئيس مجلس الإدارة:
إنتاج، تحويل، وتوريد، استثمار وتجارة المواد الغذائية.	نشاطها:

3. الهيكل التنظيمي لمؤسسة أن.سي.أ روية:



المصدر: المذكرة الإعلامية ص 84.

المبحث الثاني: دراسة مقارنة لمسار ولوج المؤسستين للبورصة.

سيتم في هذا المبحث معالجة مسار دخول المؤسستين لبورصة الجزائر، من خلال تجزئته إلى مطلبين:

- المطلب الأول: طبيعة ومنهجية الدراسة؛
- المطلب الثاني: مسار ولوج المؤسستين للبورصة.

المطلب الأول: طبيعة الدراسة.

في أي دراسة علمية أكاديمية هناك مراحل وضوابط نستعملها لمعالجة الموضوع، من أجل الإحاطة بكل جوانب الدراسة، وجمع البيانات اللازمة، ومعالجتها بالطريقة الصحيحة.

1. منهجية الدراسة:

بغرض تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة، اعتمدنا على المنهج التحليلي الوصفي في جمع البيانات الخاصة بالمؤسستين، نظرًا لملائمته طبيعة الموضوع، من خلال إستقراء الخطوات الضرورية لدخول المؤسسة لبورصة الجزائر.

2. بيانات الدراسة:

لقد اعتمد في جمع البيانات على مصدرين، مصدر أولي وهو الخاص بالأجوبة على الأسئلة المقترحة وذلك بالإستناد على الوثائق الخاصة بالمؤسستين، ومصدر ثانوي عن طريق جمع البيانات من الملتقيات العلمية، المجلات والدوريات...

3. حدود الدراسة:

✓ **الحدود الزمنية:** تتمثل الدراسة في معالجة مسار ولوج المؤسستين في البورصة، والتي شملت الفترة الممتدة من 1999 إلى 2013.

✓ **الحدود المكانية:** لقد تمّت الدراسة في مقر المؤسستين كأول خطوة، ثمّ توجّب الإنتقال إلى بورصة الجزائر، المؤمن المركزي، ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وذلك من أجل الحصول على المعلومات الخاصة بكافة المراحل المتبعة في مسار الدخول للبورصة.

✓ **الحدود البشرية:** اعتمدنا في الإجابة على الأسئلة المطروحة في جدول المقارنة الموضح لاحقًا على الإطارات المسؤولة على عملية تنفيذ دخول المؤسستين للبورصة، " الممثل القانوني لشركة أن.سي.أ. روية، مدير مديرية المالية والمحاسبة..."

المطلب الثاني: دراسة مقارنة لمسار ولوج المؤسستين للبورصة

تمثّلت الدراسة المقارنة في جملة من الأسئلة المفصّلة عن جميع مراحل الدخول للبورصة والتي تمّت الإجابة عنها عن طريق إجراء مقابلة مع الإطارات المشرفة على إجراءات عملية الدخول والمذكورة سابقًا، وقد تمّ صياغتها في الجداول الموالية.

المبحث الثالث: تحليل مسار ولوج المؤسستين للبورصة.

نلاحظ أنّ بورصة الجزائر تتبّع نفس المسار منذ إنشائها أي ما يزيد عن العقدين من الزمن، وهذه السياسة رغم عدم فعاليتها إلا أنّ البورصة لا تبذل أي مجهود من أجل إنعاش السوق المالي، إذ نلاحظ مثلاً أنّ قرار إنشاء سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة جاء متأخراً حتى عام 2012، ضمن السياسة التنموية التي كرستها الدولة آنذاك لإنعاش السوق المالي بالجزائر وإعادة تنظيم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وتمّ ذلك بالإستعانة بمكتب الخبرة الفرنسي "لوفيفر بيليتي وشركائه"، والذي قام بدراسة معمقة لحالة السوق، بالإضافة إلى حالة الاقتصاد الجزائري وآفاق وشروط إدراج المزيد من الشركات في البورصة مع تحديد الشروط الجديدة للإدراج وكيفية اللّجوء إلى عمليات البورصة، وتغيير شروط الإدراج المسطّرة من طرف نظام عمره عشرون سنة. ولا ننسى الإشارة بأنّ القانون لا يسمح بإدراج الشركات الأجنبية بالرغم من أنّ المعروف عن الأسواق المالية النشطة بالعالم غير ذلك فحسب الشركات أو المستثمرين ليست ضمن العناصر المعتمدة في الإدراج، ولا أدلّ على ذلك من حالة البورصتين التونسية والمغربية واللّتان تلتزمان المعايير العالمية المقبولة عموماً في الأنظمة البورصية النشطة، وهذا ما لا نلاحظه في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: تحليل مسار ولوج المؤسستين

إستناداً لما سبق، واعتماداً على الجدول المقارن لمسار ولوج شركتي التسيير الفندقية الأوراسي، وأن.سي.أ روية، يمكننا تلخيص وتحليل النتائج في العناصر التالية:

1. قرار الجمعية العامة غير العادية:

جاء قرار إدراج مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي ضمن الإصلاحات الإقتصادية ونظام الخوصصة الذي سعت إليه الدولة سواء جزئياً أو كلياً، فطرح 20% من رأس المال للجمهور، وصدر قرار الجمعية العامة الغير عادية بصورة سريعة بتوكيل من مجلس الإدارة، حيث تمت الإجراءات في مدة وجيزة بإعتبار المؤسسة تابعة للقطاع العام.

على خلاف مؤسسة الأوراسي، الظروف المالية هي التي أجبرت الشركة العائلية أن.سي.أ روية بطرح 25% من

رأس مالها للجمهور، والمسؤول الرئيسي عن طرح حصة الأسهم هي الشركة الإستثمارية الأجنبية Africinvest

limited، والتي تستحوذ على 36.9%[†] من رأس مال الشركة، وطرحت فكرة الدخول للبورصة بمجلس الإدارة بعد نهاية فترة عقد المؤسسة مع الشركة المستثمرة في أواخر 2010 وبداية 2011. وللتوضيح، فالمعروف عن الشركة الإستثمارية أنّها تستثمر في الشركات بشراء حصص من رأس مالها بعقد لفترة معيّنة ثمّ تخرج بعد نهاية الفترة (وهو ما يعرف برأس المال المخاطر)، وهذا ما حصل مع شركة أن.سي.أ. رويبة إذ نجد أن الشركة الإستثمارية أفريك أنفاست دخلت كمساهم بـ 36.9% من رأس مال الشركة سنة 2003، وبما أنّ عائلة عثمانبي لم تستطع شراء هذه الحصة الكبيرة من رأس المال، لجأت إلى البورصة كبديل للتمويل بهدف إنعاش السوق المالي الجزائري من جهة، والتمتع بالامتيازات الممنوحة للشركات المدرجة من جهة أخرى.

2. تعديل الشكل القانوني:

بالرغم من أنّ غالبية الشركات المؤهلة للدخول للبورصة هي شركات ذات مسؤولية محدودة، إلا أنّ كلتا المؤسستين لم تستغرقا وقتا لإتخاذ هذا الإجراء باعتبارهما مسبقا كانتا شركتين ذواتا أسهم. إنّ أهم شروط الدخول للبورصة هو تغيير الشكل القانوني للشركة، والذي يأخذ فترة معتبرة بانظر إلى الإجراءات القانونية والإدارية المعقّدة التي تفرضها الإدارة الجزائرية، والكم الهائل من الأوراق والملفات التي تواجه المؤسسة لإتمام إجراءاتها في مدة قياسية، وهذا أحد أهم معيقات مسار ولوج المؤسسات للبورصة.

3. تقييم الشركة:

لتحديد القيمة الإسمية للأسهم، وسعر الإصدار، لابد من تقييم أصول المؤسسة، وتحديد قيمتها الإقتصادية، وذلك باللجوء إلى خبراء خارجيين ومعتمدين من طرف الدولة، وهذا ما سلكته المؤسسة:

إذ نجد أنّ سعر سهم الأوراسي بعد عملية التقييم حدّد بـ 497.24 دج، ليتمّ بعد ذلك عرضه بقيمة 400 دج للسهم.

توجب على شركة أن.سي.أ. رويبة من تخفيض القيمة الإسمية من 1000 دج للسهم، إلى 100 دج، وزيادة عدد الأسهم، أما القيمة الإسمية لسهم الأوراسي فقدرت بـ 250 دج للسهم، وبعد تقييم المؤسستين من طرف الخبراء تمّ تحديد قيمة إصدار الأسهم لكلتا الشركتين بـ 400 دج للسهم.

[†] المذكورة الإعلامية للشركة، ص 33.

اعتمدت شركة أن.سي.أ روية في تقييم أصولها، وتحديد سعر الإصدار على أربع طرق مختلفة في التقييم، وعلى القوائم المالية لسنوات 2009 حتى جوان 2012، والمصادق عليها من طرف محافظ الحسابات، وكذلك على ميزانية 2013، ليتحدّد في الأخير السعر الإقتصادي للسهم بـ 505.34 دج، وسعر العرض بـ 400 دج، أي بتخفيض 15.3%، ويتمتع عمال الشركة بتخفيض 21.4%، ليكون بذلك سعر العرض 380 دج للسهم بالنسبة لفئة العمال.

استغرقت عملية تقييم شركة أن.سي.أ روية "5 أشهر" وهي ليست بالمدّة المستهان بها.

4. إختيار وسيط عمليات البورصة "المرافق":

في أغلب مراحل مسار الولوج للبورصة، نلاحظ أن عملية الدخول كانت سهلة لمؤسسة الأوراسي، مقارنة بشركة أن.سي.أ روية.

فمثلا في إختيار الوسيط المرافق كان من السهل للمؤسسة العمومية الخدماتية الأوراسي إختيار الراشد المالي كمرافق لعملية الإدراج وخاصة في الظروف السائدة آنذاك، أي بالنسبة إلى مؤسسة عمومية تتخذ بنكا عموميا مرافقا لها في عمليات البورصة، وكان ذلك في فترة قياسية "شهر".

أما بالنسبة لشركة عائلية خاصة تطرح أسهمها للبيع العمومي فلم يكن بالأمر الهين، فقد تطلب دراسة معمقة ودقيقة خاصة بتعدد الوسطاء والذي بلغ عددهم ثمانية (08)، وكمؤسسة خاصة وبعد العديد من المشاورات، استقر القرار على BNP Paribas كبنك خاص معتمد ووسيط "مرافق" باعتباره البنك الوحيد الأجنبي الذي منحها تسهيلات وامتيازات، لتكون بذلك أول مؤسسة صناعية خاصة تدرج في السوق المالي الجزائري، ولإلتخاذ مثل هذا القرار تطلب الوقت سبعة (07) أشهر من المفاوضات، وهي مدة معتبرة مقارنة بالمؤسسة السابقة الأوراسي.

5. إعداد المذكرة الإعلامية: « La notice d'information »

وكلت مؤسسة الأوراسي هذه المهمة إلى الوسيط في عمليات البورصة "المرافق"، وذلك إعتماذاً على تقرير تقييم وتسيير المؤسسة.

بينما كان لشركة أن.سي.أ روية إجراء مختلف إذ خُصت بهذه العملية اللّجنة المشرفة على الدخول إلى البورصة والمعينة من طرف الجمعية العامة غير العادية، تتشكل من إطارات يشرفون على مصداقية المعلومات المقدمة، المالية والمحاسبية، القانونية وحتى التفسيرية... كل في تخصصه.

اعتمدت أن.سي.أ روية على لجنة حيث كُلف كل طرف بمهمة معينة، وبما أنّ الإجراءات والمراحل متداخلة نجد أنه لإتمام إعداد المذكرة الإعلامية استغرق الوقت عامًا من الدراسة، على خلاف مؤسسة الأوراسي التي لم تتعد فيها المدة الخمسة أشهر.

6. المنشورة:

كما سبق ذكره، فالمنشورة « prospectus » عبارة عن مخلص للمذكرة الإعلامية، توّج وتوافق عملية العرض العام للبيع، وبالتالي فهي لم تأخذ وقتًا بالنسبة للمؤسستين على حدٍ سواء، فبمجرد إنهاء المذكرة الإعلامية كان من السهل إنشاء وطباعة المنشورة، وبالنسبة لإعدادها فقد كُلفت بها نفس الأطراف التي تولت إعداد المذكرة الإعلامية، فمؤسسة الأوراسي كلفت الوسيط المرافق، وشركة أن.سي.أ روية كلفت اللجنة المشرفة على الدخول للبورصة كما سبق ذكره. وبما أنّنا في دراستنا نركز على الفترة المستغرقة لدخول المؤسسة للبورصة فلا يسعنا القول سوى أن هذه المرحلة لا تأخذ وقتًا ولا تعرقل مسار الدخول باعتبارها متزامنة مع فترة إنجاز المذكرة الإعلامية.

7. طلب الإدراج « Demande d'admission »:

بمجرد إنهاء الإجراءات التحضيرية السابقة، تتقدم المؤسسة بطلب خطي يتضمن الرغبة للدخول إلى البورصة، مرفق بالوثائق والملفات اللازمة، من المذكرة الإعلامية، المنشورة، الوضعية القانونية للشركة، البطاقة الجبائية..الخ. حتى سمحت الفرصة لشركة أن.سي.أ روية وأصبحت مؤهلة لوضع طلب الإدراج لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، كان لا بد عليها من خوض شوط كبير من المراحل والإجراءات والتعديلات لتسوية الوضعية القانونية ولتكون الشركة مطابقة لجميع شروط الدخول للبورصة. من بين هذه التعديلات التي كان لا بد للشركة أن تسويها، هي تغيير الشكل القانوني للأسهم، من أسهم مادية، إلى أسهم غير مادية ولحاملها حتى تسهل عملية التداول في البورصة، ولتحضير هذا الكم من الملفات والقرارات والوثائق فقد تمّ ايداع طلب الدخول بعد عام ونصف من قرار الدخول للبورصة. بالنسبة لمؤسسة فندق الأوراسي نجد أنّ طلب الإدراج هو الآخر بالنظر إلى قرار الدخول كُلف عامًا من الإنتظار، لكن حسب بداية إجراءات الدخول فلم تتجاوز سبعة أشهر (07).

8. تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

تأشيرة COSOB عبارة عن ورقة العبور وضمن قبول الدخول للبورصة، قانونياً تعمل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على دراسة طلب الإدراج في أجل أقصاه شهرين للرد على المؤسسة.

أما بالنسبة للحالتين التي تعرضنا لهما فالأمر يختلف، إذ نجد أنّ شركة أن.سي.أ. روية لم تحض بورصة العبور إلا بعد ثمانية (08) أشهر، وهذا راجع لحجم الملفات والوقت التي تأخذه للدراسة وتأكيد مصداقية الميزانية والنتائج المحققة من طرف المؤسسة، وكذلك التسوية القانونية، وفي هذا الصدد يجدر بنا الإشارة أنّه من بين العراقيل التي واجهت الشركة، والزمّت انعقاد جمعية عامة غير عادية في 18 أكتوبر 2012، هو الرد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لتعديل الشكل القانوني للأسهم كما سبق وذكرت، لتتمكن أخيراً بعد هذا التعديل من الحصول على تأشيرة الدخول للبورصة في 06 جوان 2013.

الأمر يختلف بالنسبة لمؤسسة الأوراسي إذ لم يتطلب الأمر سوى شهراً من الدراسة والظفر بالتأشيرة، والمقارنة هنا ترجع إلى هيكله وتسيير البورصة آنذاك إذ كانت الأسهم عينية والشركاء معلومين وجميعهم في دفتر سجلات على مستوى إدارة الفندق، وهذا ما يؤكد سهولة التعاملات في المؤسسات العمومية والقوانين الصارمة للبورصة.

9. الإنخراط (العضوية) لدى التسوية المركزية: **Algerie Clearing**

انضم المؤمن المركزي ضمن هيكل تنظيم السوق المالي الجزائري سنة 2003، وذلك لتسهيل تسيير الأوراق المالية، ومخزن آمن لها وسهولة تبادل الأوراق بين المستثمرين، وبانشائه تقلّصت فترة معالجة هذه الأخيرة وأصبحت أكثر أمناً.

في فترة دخول مؤسسة الأوراسي للبورصة لم يكن للمؤمن المركزي وجود، فكانت أسهم الأوراسي أسهما عينية مادية، وجميع حقوق المساهمين وحاملي الأسهم مسجلة ضمن سجل المساهمين بالمؤسسة، وبعد إنشائه كان لا بد من المؤسسة الإنخراط به وتقدّمت بالطلب بعد عام من انشائه، وتمّ إمضاء عقد الإنخراط وقبول أسهم الأوراسي في فترة خيالية لم تتجاوز اليومين، ومنذ ذلك التاريخ (2004/03/24) يعمل المؤمن المركزي على تسوية أسهم الأوراسي وتغيير الشكل القانوني لجعلها أسهما غير عينية لحاملها، وذلك عن طريق الطلبات التي يأتي بها الوسطاء الماليون من أجل تسوية الأسهم، وهذا التعديل مجاناً دون أي تكلفة، مع العلم أنّ الجزائر للتسوية يأخذ 10 دج على كل صفقة مع كل بنك من البنوك، وإلى اليوم لم يتمكن سوى من تسوية 48% من أسهم الأوراسي.

بالنسبة لشركة أن.سي، أروبية تقدمت بطلب الإنخراط لدى الجزائر للتسوية بعد شهر من الحصول على تأشيرة الدخول للبورصة، ولقبول الملف تطلب إمضاء عقد الإنخراط شهراً من الدراسة، لتكون بذلك جميع أسهم الشركة أسهما غير مادية لحاملها.

10. حملة التسويق والدعاية:

كلتا المؤسستين كان لابد لها من القيام بحملة تسويقية والخاصة بفترة الإكتتاب، تتضمن عملية الإدراج، والفترة الخاصة بالعرض، لكن لكلٍ منهما كانت له طريقته الخاصة به في الإشهار، حيث نجد أنّ مؤسسة الأوراسي اعتمدت على شركة وطنية للدعاية « ROTCHO » وبمساعدة الوسيط المرافق الذي كان مسؤولاً عن عملية الإعلان، كما أولت المؤسسة اعتباراً هاماً لعملية الإكتتاب إذ نجد أنّها أذاعت حتى في التلفاز، وقامت بمؤتمرات في بعض ولايات الوطن. في حين شركة أن.سي.أروبية اعتمدت على مجهوداتها الخاصة وبمساعدة من الوسطاء، فنجد أنّها قامت بحملات دعائية ومحاضرات، كما استعانت بالجرائد لنشر الإعلان، وكذا أولت الإهتمام لشبكة الويب...

11. الإكتتاب:

يتضمن الإكتتاب عملية بيع الأسهم، يتكفل به الوسطاء في عملية البورصة، بعد تحديد سعر العرض للأسهم، تحدّد فترة الإكتتاب حالياً بحمسة عشر (15) يوماً، قابلة للتمديد حتى عشرة أيام أخرى في حالة عدم انتهاء الإجراءات. بالنسبة لمؤسسة الأوراسي نجد أنّ فترة الإكتتاب حدّدت بشهر وكانت كافية لإنهاء بيع الأسهم، والتي بلغ عددها 1.200.000 سهم، قسّمت كحد أدنى على 300 مساهم، وإلى أربع فئات، كل فئة وحصتها النسبية من رأس المال المعروض للبيع، تمّت عملية العرض للأسهم بسعر ثابت قدر بـ 400 دج للسهم (أنظر الملحق رقم 06)، بعد أن قامت بعقد جمعية عامة غير عادية في 13 أبريل 1999م لتغيير القيمة الإسمية للأسهم من 1000 دج إلى 250 دج للسهم. بالنسبة لشركة الأوراسي وجهت عمليّة العرض لصالح أربع فئات:

- A: المؤسسات (البنوك، مؤسسات التأمين...) بنسبة 15%، ولهم الحق في 10000 إلى 100000 سهم.
- B: الشخصيات المعنوية الأخرى، والتجار بنسبة 20%، حدد لها الحق في شراء 200 إلى 20000 سهم.
- C: عمّال شركة التسيير الفندقية الأوراسي بنسبة 5%، ويُسمح لهم بشراء 100 سهم كحد أقصى لكل مساهم.
- D: الشخصيات الطبيعية الأخرى بنسبة 60%، ويسمح لهم بشراء 2000 سهم كحد أقصى.

أما شركة أن.سي.أ روية فنجد أنّها منحت 15 يوما، ولم تكن كافية، لذا إحتاجت إلى فترة تمديد. حددت الشركة كحد أدنى لأوامر الشراء بـ 75 سهم، وكأقصى حد 85000 سهم، من إجمالي 2,122,988 سهم، موزعة على ثلاث فئات، وبسعر إصدار ثابت 400 دج للسهم (أنظر الملحق رقم 07).
وخلال هذه الفترة نجد أنّ مقصورة البورصة تفتح من 9 إلى 15 سا للوسطاء لاستقبال أوامر الشراء.

12. التمرکز والعلاج:

تتم عملية التمرکز والعلاج لدى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، تسعى من خلالها إلى جمع الأسهم المعروضة للتداول في البورصة، وذلك بأمر من الوسطاء الذين يتقدمون إليها بأوامر الشراء، وتكون هذه العملية متزامنة مع فترة الإكتتاب.

13. نشر وكشف النتائج:

تتم عملية نشر وكشف النتائج من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وذلك بعد نهاية عملية الإكتتاب، والتمرکز والعلاج، لتعرض إلى الجمهور.
نتائج شركة الأوراسي كالتالي:

Segment	Allocation Initiale		Allocation Finale		Ecart	
	Nbre Actions	Taux	Nbre Actions	Taux	Nbre Actions	Taux
A	180.000	15%	90.000	07,5%	-90.000	50,00%
B	240.000	20%	107.000	08,9%	-133.000	44,58%
C	60.000	5%	2.070	00,2%	-57930	03,45%
D	720.000	60%	1.000.930	83,4%	+280.930	139,02%
Total	1200.000	100%	1200.000	100%	-	-

المصدر: الكشف الرسميّ للتسعة « Avis n°16/99 ».

بالنسبة لشركة أن.سي.أ روية كانت النتائج كالتالي:

Segment	Répartition Initiale		Répartition Finale	
	Actions	%	Actions	%
A	85 000	4%	49 441	2.33%
B	2 037 988	96%	2 073 547	97.67%
TOTAL	2 122 988	100%	2 122 988	100%

المصدر: الكشف الرسميّ للتسعة « AVIS N° 22/13 », بتاريخ 2013/05/22.

14. بدأ التداول:

المقصود به أول تداول يتم من خلاله الدخول الرسمي للبورصة، لذا فهو بمثابة اليوم العظيم للمؤسسة، ويوم سعد للبورصة، لذا فهو يوم خاص بالنسبة لبورصة الجزائر، يميّزه يوم إحتفال بمثابة ترحيب بالمؤسسة المدرجة. كان أول تداول لأسهم مؤسسة الأوراسي بعد عام ونصف من التحضير والإجراءات، وبالمثل لشركة أن.سي.أ. روية التي تتعدّها إلى العامين.

15. نتائج عملية التداول:

كما تمّ توضيحه في الجانب النظري، فجلسات التداول في البورصة تكون فقط يومي الإثنين والأربعاء من كلّ أسبوع، وعادة ما تعرض النتائج بعد انتهاء الجلسة في مدة أقصاها ساعة، تعرض النتائج في الويب، ورسالة الكترونية للمؤسسة وكذا الوسطاء، كما تسجل في النشرة الرسمية للتسعيرة، وهي دون تكاليف. وهو الحاصل بالنسبة لنتائج عملية التداول الأولى بالنسبة للمؤسستين، إذ كانت نتائج التداول سريعة وخاصة أنّها أول حصة، ويختتمها بيان صحفي بعد نهاية الجلسة.

16. البيان الصحفي:

البيان الصحفي هو تقرير عن عملية إدراج المؤسسة في البورصة، وعن مراحل دخولها وعملية الإكتتاب وصولا إلى نتائج التداول.

مؤسسة الأوراسي اعتمدت على البورصة في نشر التقرير الصحفي، لكن مؤسسة أن.سي.أ. روية كان لها منظور آخر، فلم تفوّت هذا الحدث العظيم في تاريخها، والذي قارب العقد الخامس، ولم تستهن بتكاليف إحضار الصحافة ونشر تقرير التداول، والإشهار بدخولها الرسمي للبورصة، كما تلتها تقارير أخرى بعد فترة من الدخول ثمّ تركت الأمر لبورصة الجزائر.

لقد ركزت في دراسة وتحليل المسار على أهم المراحل والإجراءات والتواريخ التي كانت بمثابة المنعطفات في نشاط ونظام المؤسسة، ليمكننا في النهاية تحديد فترة دخول المؤسستين للبورصة:

- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لم تواجه عراقيل عديدة كما تمّ التصريح بذلك من طرف المسؤولين عن المؤسسة عند مقابلتهم، على الرغم من أنّ الفترة التي تمت بها عملية الإدراج في البورصة تجاوزت السنة؛

- أما مؤسسة أن.سي.أ روية، فقد كان بين قرار الدخول والإدراج الرسمي في البورصة مدة سنتين، الأمر الذي قد يفاجئ أي مستثمر وأي شركة تود الولوج إلى البورصة، لذا تبقى العراقيل دائما تحول دون دخول المؤسسات الخاصة، والقوانين الصارمة والبيروقراطية التي تواجهها في كافة مراحل مسار الولوج.

المطلب الثاني: النتائج

- كزنا في دراستنا على مراحل وإجراءات الدخول للبورصة، المرحلة التحضيرية، مرحلة الدخول، وما بعد الدخول، وكذلك الالتزامات والشروط الصارمة الموضوعية من طرف لجنة تنظيم وتسيير عمليات البورصة، وهذه جملة النتائج.
- مما لاشك فيه أنه لا بد على الشركة، من حيث شكلها القانوني، أن تكون شركة ذات أسهم، حتى يتسنى لها طرح أوراقها المالية في السوق (الأسهم). تكون عملية إدراج المؤسسة في حالة طرح أسهم للعرض العام للبيع بفتح رأس مالها بنسبة لا تقل عن 20% من رأس المال، وهذا ما لا نجد في نظيرتها من البورصات، فالبورصة التونسية أو المغربية تقبل بنسبة 10% وهذا ما يشجع الاستثمار فيها، والأمر سيان بالنسبة لعدد المساهمين الذي يجب أن لا يقل عن 150 مساهم لكنه ليس بالأمر الحقيقي الذي يعيق عملية الإدراج.
 - والأمر الذي يعتبر في نظرنا معيقا فعلا في حالة بورصة الجزائر، هو صرامة قوانينها وعدم مرونتها ومراجعتها، ومن ذلك منع الأجانب (طبيعيين أو معنويين) من الإستثمار فيها إلا بترخيص من الوزير المكلف بذلك، وهو ما تمت ملاحظته في حالة عملية إدراج شركة أن.سي.أ روية، باعتبار الأسهم المدرجة كانت خاصة بشركة استثمار أجنبية.
 - على الرغم من أن عملية الإدراج في بورصة الجزائر شاقة للأسباب المشار إليها أعلاه، إلا أن الأمر لا يتوقف عند هذا المستوى، فبعد هذا تأتي مشاكل ركود السوق، فحصص التداول تتم فقط يومي (الاثنين والأربعاء)، وتكون داخل المقصورة، بينما ما نراه في غيرها من البورصات، على الأقل في تلك القريبة منا جغرافيا وثقافيا، أكبر وأهم من ذلك:
 - فبورصة تونس مثلا تتداول الأوراق المالية فيها سواء على الألواح والمزاد العلني ويتم ذلك بداية من الاثنين إلى يوم الجمعة على العاشرة صباحا، كما تتداول الأوراق المالية الكترونيا بالاتقاء المباشر بين أوامر البيع والشراء الصادرة عن المستثمرين،

○ أما بورصة المغرب (الدار البيضاء) فهي تتبع إجراءات سهلة للدخول وهي مقسّمة على أربعة مراحل: الأولى تكوين ملف العملية (الوسيط المالي، ومدققو الحسابات)، المرحلة الثانية هي اعتماد ملف العملية، الثالثة خاصة بتنظيم عملية الإكتتاب، وأخيراً تسعير الأوراق المالية.

○ كما يتم التداول في البورصة المصرية من الأحد حتى الخميس وبأوقات خاصة حسب السوق سواء خارج المقصورة لسوق عمليات الخارج، أو داخلها للأوراق المالية المقيدة، وهناك نظام المتعاملين الرسميين.

- بالنسبة لفعالية السوق فهي ترتبط بنظام التسيير وعدد الشركات المدرجة، إذ المعلوم عن بورصة الجزائر هو أنّ النظام الذي تعمل به شرط أساسي ومعيق: أولاً، لتدني قيمة الأسهم إذ يُختار أدنى سعر بالنسبة للعرض والطلب على الأسهم، فبعد المقابلة بينهما تنقذ عملية البيع بأدنى سعر، وكذلك فيما يتعلق بأمر الشراء، وهذا ما يعمل على خفض أسعار الأسهم، ثانياً، بالنسبة للشركات المدرجة فهي لا تتجاوز الخمس شركات في السوق الرئيسية، وانعدامها تماماً في سوق المؤسسات المتوسطة و الصغيرة. في حين أن بورصة تونس تشمل أكثر من 80 شركة، وبورصة المغرب أكثر من 64 شركة، وأكثر من 270 شركة مدرجة في بورصة القاهرة.

خلاصة الفصل

تلعب الأسواق المالية دورًا فعالاً في تحقيق التنمية، ومصدرًا خصبًا لتمويل المؤسسات سواء الكبيرة، أو الصغيرة والمتوسطة.

والسوق المالي الجزائري كغيره يسعى إلى تحقيق التنمية والرفع من آدائه بإدراج المؤسسات وكانت المبادرة بالمؤسسات العمومية تحت البرنامج المؤطر لخصخصة المؤسسات العمومية. كما تجدر الإشارة بأنه يتمتع بالصرامة، وللوج به يجب عبور العديد من الجسور، أولها شروط القيد، ثم تليها مراحل الدخول للبورصة.

كما لا يوجد إختلاف في المسار المتّبع للوج لبورصة الجزائر، فالأمر سيّان بالنسبة للمؤسسات العمومية، والخاصة، فبمجرد توفرها على شروط الإدراج، لها الأحقية في الدخول وطرح الأسهم للتداول في البورصة،.

إنّ بورصة الجزائر تخص جملة من الإمتيازات للمؤسسات المدرجة، ومنها الإعفاء الضريبي من IBS، وIRG لمدة خمس سنوات، كما تعمل على تخفيض نسبة IBS مقارنة مع نسبة رأس المال المعروض في البورصة، وفي هذه الحالة فشركة NCA Rouiba تتمتع بنسبة تخفيض أكبر بنسبة 25%، مقارنة بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الذي تقدر نسبته بـ 20%.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

في ظل التوجهات العالمية المتزايدة نحو تفعيل نظام السوق، ووضع الأنظمة والقوانين الملائمة لذلك وتعزيز التجارة وتحريرها وإعطاء دور متزايد للقطاع الخاص، ارتبطت قضايا تسريع وتحفيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية ارتباطاً مباشراً ووثيقاً بإعادة تقويم دور القطاعين العام والخاص في تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة، وقد تبلور توجه جديد في الأعوام الأخيرة يسعى لإعادة صياغة دور الدولة في الاقتصاد الحديث من مهيمن على النشاط الاقتصادي ومنفذ للمشاريع الإنتاجية إلى منظم للحياة الاقتصادية بما يكفل تحقيق التوازن الجزئي والكلّي للاقتصاد الوطني.

ومع عصرة الاقتصاد والعملة التي تخللت جميع المجالات، فقد تطورت البورصة ونشطت وأصبحت أسواقاً متكاملة ومترابطة، وتمثل اليوم أحد أهم الآليات التي تستخدمها الدول المتقدمة والنامية على حد سواء في تعبئة مواردها المالية لأجل تمويل الإستثمارات، ولجذب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال، وتحقيق أهدافها الاقتصادية.

وفي هذا الإطار إرتأت الجزائر كغيرها من الدول الأخرى، إستعانت بسوق الأوراق المالية من أجل تنفيذ مخططاتها، والإصلاحات الاقتصادية التي ترمي من أجل، ومن بينها السعي نحو إعطاء القطاع الخاص دوراً أكبر في مسيرتها التنموية، فقد شهدت الساحة الاقتصادية بالجزائر تغيرات هيكلية هامة بالتخلي عن الفلسفة الإشتراكية التي تقوم على الملكية العامة والتخطيط المركزي والتوجه تدريجياً نحو النظام الرأسمالي الذي يعتمد على الملكية الخاصة وآليات السوق.

لذا فبورصة الجزائر نشأت في ظروف صعبة، واتسمت بالركود منذ نشأتها، ماحال دون تحقيق الأهداف التي تصبو إليها، وبعد الدراسة للإجابة على الإشكالية المطروحة، تمّ إستخلاص جملة من النتائج تتمثل في الآتي:

✓ تتعدد مصادر التنمية الاقتصادية وتتفاوت بحسب هيكلية الاقتصاد وبنية قطاعاته. ولا تخرج سوق الاوراق المالية عن القطاعات المكونة للاقتصاد في القدرة التأثيرية على النمو والتنمية الاقتصادية، كما أشارت الكثير من الدراسات النظرية والتطبيقية، وما يؤكد صحة الفرضية الثانية التي اعتمدت عليها هذه الدراسة والتي اثبتت الدور الإيجابي لسوق الاوراق المالية في تأثيرها على النمو والتنمية الاقتصادية؛

✓ إنّ أول هدف كان مسطراً منذ بداية نشاط البورصة هو خصوصية المؤسسات العمومية، في حين أصبح الآن أملها الوحيد الوصول إلى أربعين (40) شركة مدرجة، وهذا بالأمر الصعب إذ على طول مسيرتها لم تتمكن سوى من إدراج خمسة

شركات، من ضمنهم ثلاث شركات عمومية، أُدرجت لتطبيق نظام الخوصصة الجزئي بنسبة 20%، ما يوضح أنّ الهيئة التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصة يعترضها الضعف، خاصة أنّ عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة؛ بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة، ما يستوجب تكثيف الجهود لمعالجة السوق ورفع من أدائها وفعاليتها من خلال إيلاء الإهتمام اللازم بأسواقها؛

✓ تعاني البلاد من عدم الإستقرار السياسي، وصرامة القوانين التشريعية، والبيروقراطية الإدارية، كما بيروقرراطية النظام المصرفي، ما يعيق عملية الولوج للبورصة، وخاصة بالنسبة للشركات الخاصة، وأيضاً محدودية الفكر الإقتصادي، وإحتكار الشركات العائلية التي ترفض أن يدخل مساهم خارجي خوفاً على أداء المؤسسة وضعفها، كما تحتكر الدولة المؤسسات العمومية، هذا ما يؤكد الفرضية الرابعة للدراسة، إذ تتعدد المعوقات التي تعيّر مسار المؤسسات دون الولوج للبورصة؛

✓ لتفعيل وتنشيط السوق المالي الجزائري ودعم هشاشته نحن بحاجة إلى إدراج المزيد من المؤسسات والشركات ذات المردودية العالية، وذلك من خلال تسهيل إجراءات الدخول إلى السوق والخروج منها، والتشريعات التي تسيّر الشركات، والجهاز المصرفي، تحرير المعاملات المالية والتجارية وإزالة القيود الإدارية وتبسيط إجراءات الاستثمار؛

✓ كما من الممكن إضفاء رؤية بعيدة بتدعيم سوق البورصة بالفرق والنوادي الرياضية التي لها إقبال جيّد من طرف الجماهير، وذلك من خلال تهيئتها أولاً ثمّ إقحامها في السوق، وهذا الأمر له بعد ثقافي أكثر منه إقتصادي، بحيث أنّه إذا تمكّنت مثل هذه النوادي ولوج السوق المالي فإنّ ذلك سينعكس في زيادة الثقافة البورصية لدى الأفراد وصغار المستثمرين، ذلك أن القطاع الرياضي مخزن للطاقات البشرية المهمّشة اليوم، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، عن ثقافة الأسواق المالية؛

✓ كنتيجة أخيرة توضّح لنا أنّه بالرغم من الامتيازات الممنوحة للشركات المدرجة، إلّا أنّ العقبات التي تواجهها في مسار الولوج وبعد الولوج، تجعل النفور من الإدراج واللجوء للبورصة كبديل للتمويل وتنمية الشركة ورفع إسمها، بالحل الأمثل لها، ما ينافي الفرضية الأخيرة المقترحة في الدراسة؛ وبذلك فبورصة القيم المنقولة بالجزائر تحمل سوى الإسم، ولا توفّق في تطبيق المعايير الدوليّة، إذ ليست لها الكفاءة في إدراج الشركات الأجنبية، وسهولة تلبية طلباتهم بالإستثمار في البورصة، إذ لا يوجد قانون عام ينظّم حركة الأموال من وإلى الخارج، ما يجعل عملية الدراج للأجانب غير متاحة حالياً؛

✓ كما تجدر الإشارة إلى ضرورة ربط السوق المالي الجزائري بالأسواق المغاربي، أو حتى العربي لعلّه يوفّق، ويستفيد من تجارب هذه الأخيرة.

صعوبات الدراسة:

عند قيامنا بهذه الدراسة واجهتنا مجموعة من الصعوبات التي نراها موضوعية والتي كانت على النحو التالي:

❖ قصر الفترة الممنوحة لإعداد البحث؛

❖ ندرة المراجع الخاصة بالمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر؛

❖ بعض الصعوبات في مكان التبرص.

وفي ختام هذه الدراسة تبيّنت لنا رؤى جديدة مرتبطة بجوانبها، يمكن أن تكون كمشاريع بحث مستقبلية، وتعتبر

كآفاق مستقبلية للدراسة و نذكر منها:

✓ إشكالية إدراج المؤسسات العمومية في بورصة الجزائر؛

✓ مامدى إمكانية ربط ودمج بورصة الجزائر ضمن شبكة البورصات العربية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

I. الكتب

1. عصام حسين، سوق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
2. هيكل أحمد زكي موسى، عمليات البورصة، دار الوفاء، الطبعة الأولى، مصر، 1989.
3. سعود علي محمد، التمويل الدولي، دار الكندي، الطبعة الأولى، طرابلس، 2002.
4. صافي وليد أحمد، الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراة في الإقتصاد، جامعة الجزائر، 2003 .
5. البرواري شعبان محمد اسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2011.
6. محمد فريد وجدي، دائرة معارف القرن العشرين، مجلد 2، طبعة 3، دار المعرفة لبنان، دون تاريخ.
7. الخضيرى محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في - 24 ساعة، الطبعة الأولى، دار ايتراك مصر، 1996.
8. الصيرفي محمد، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
9. صافي وليد و البكري أنس، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
10. الناشف انطوان، الهندي خليل، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء 2، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
11. الفولي اسامة محمد و عوض اله زينب، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005.
12. الخضيرى محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1999.
13. جمال جيهان، عالم البورصة (رؤية تحليلية تعليمية بسيطة)، القاهرة، مصر، 2009

14. عبد الفضيل محمد أحمد: بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، سنة 1985.
15. الشحات الجندي محمد، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، دار النهضة للطبع و النشر، 1988، القاهرة.
16. شيحة مصطفى رشدي و حسني عوض الله زينب، الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، القاهرة، 1993.
17. علي شلبي، (بورصة الأوراق المالية) : دراسة علمية وعملية، مكتبة النهضة المصرية، الطبعة الأولى، 1992، القاهرة.
18. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993.
19. السيد جاهين محمد أحمد، "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1981/1978"، دار النهضة العربية، 2001، القاهرة.

II. المذكرات و الأطروحات الجامعية

1. براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة، الجزء الأول، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.
2. بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر 2006/2005.

III. القوانين التشريعية و التنظيمية

1. الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012.
2. دليل بورصة الجزائر 2016.
3. المادة 30 من نظام لجنة تنظيم ورقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 29-12-1997.

4. نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997.

IV. الملتقيات العلمية والمحاضرات

1. زيدان محمد وآخرون: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والأفاق، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة، 2006.
2. عماري عمار وبوسعدة سعيدة، معوقات الإستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إشكالية النمو الإقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 14-15 نوفمبر 2005.
3. براق محمد وآخرون، معوقات الإستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية حالة الجزائر، المؤتمر العالمي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة سكيكدة، الجزائر، 2004.
4. ريس حدّة، محاضرات في الاسواق المالية، السنة الرابعة علوم اقتصادية، تخصص مالية نقود وبنوك، جامعة بسكرة، 2004/ 2005.

V. المجالات العلمية

1. بوكساني رشيد و اوكيل نسيمية، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، رقم 06، ماي 2006، المعهد الوطني للتجارة.

ثانياً: باللغة الأجنبية

1. Mise en place du marché financier en Algérie, Média Bank, n°30, Juillet 1997.

2. «Ouverture de la bourse », Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, S.G.B.V, Publication n°02,1998.
3. La loi 94/117 art 02.
4. COSOB (guide de la bourse) Edition M.L.P. Alger 1998.
5. guide de la bourse 2016.

المواقع الإلكترونية:

1. <http://www. Annaba.org/ nba 59 / asoaq . htm>, Consulté le 29/04/2017 à 20h35.
2. <https://www.cortalconsors.fr>; consulter le 06/03/2017 à 16 :45
3. <http://www.cosob.org>.
4. <http:// www.sgbv.dz>.
5. البورصة في الجزائر <http://www.wadilarab.com/t11093-topic#ixzz4cpkOufLT>.
6. Info bourse, bulletin de la COSOB.

الملاحق

فهرست المحتويات

كلمة شكر

الإهداء

الملخص

I..... الفهرس العام

V..... قائمة المختصرات

VI..... قائمة الملاحق

أ..... المقدمة العامة

4..... الفصل الأول: عموميات حول البورصة.

6..... المبحث الأول: ماهية البورصة نشأتها و تطورها.

6..... المطلب الأول: نشأة البورصة "الإطار التاريخي".

6..... 1. نشأة البورصة.

8..... 2. تطور البورصة.

9..... المطلب الثاني: مفهوم البورصة، أهميتها، و وظائفها.

10..... 1. تعريف البورصة.

12..... 2. دور و أهمية البورصة.

12..... 1.2. دور البورصة بالنسبة للاقتصاد.

- 2.2. دور البورصة بالنسبة للمؤسسات.....12
- 3.2. دور البورصة بالنسبة للعائلات و المستثمرين.....13
3. وظائف البورصة.....14
- 1.3. الوظيفة التمويلية.....14
- 2.3. الوظيفة التثمينية (التسعيرية).....14
- 3.3. الوظيفة الإعلامية.....14
- 4.3. الوظيفة التوزيعية.....15
- المطلب الثالث: تصنيف البورصة وأنواعها.....15
1. من حيث التداول.....15
- 1.1. بورصة البضائع.....15
- 2.1. بورصات الخدمات.....15
- 3.1. بورصات الأفكار.....16
- 4.1. بورصات الأوراق المالية (بورصات الصكوك المالية).....16
- 5.1. بورصة القمع "العملات".....16
2. تصنيف البورصات من حيث المدى الزمني.....17
- 1.2. بورصات منتجات حاضرة.....17
- 2.2. بورصات عقود آجلة.....17

17.....	3. تصنيف البورصات من حيث مدى التعامل الجغرافي.....
17.....	1.3. بورصات تعمل فقط على المستوى المحلي.....
17.....	2.3. بورصات تعمل على المستوى الدولي.....
17.....	4. تصنيف البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي.....
17.....	1.4. بورصات رسمية.....
17.....	2.4. بورصات غير رسمية.....
18.....	المبحث الثاني: مؤشرات البورصة وأهم البورصات النشطة.....
18.....	المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية.....
18.....	1. تعريف المؤشرات.....
19.....	2. أنواع المؤشرات.....
19.....	3. استخدامات المؤشرات البورصية.....
19.....	1.3. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة.....
19.....	2.3. الحكم على أداء المديرين المحترفين.....
20.....	3.3. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق.....
20.....	4.3. تقدير مخاطر المحفظة.....
20.....	4. أهم المؤشرات العالمية.....
22.....	المطلب الثاني: أهم البورصات النشطة في العالم.....

22.....	1. البورصة في أمريكا.....
23.....	2. البورصة في أوروبا.....
25.....	3. السوق المالي الآسيوي.....
26.....	4. البورصة العربية.....
26.....	المبحث الثالث: آليات الدخول و الخروج في البورصة، و الأطراف الفاعلة في ذلك.....
26.....	المطلب الأول: أسباب و شروط الدخول إلى البورصة.....
26.....	1. أسباب الدخول الى البورصة.....
28.....	1.1 فتح الشركة على الخارج.....
28.....	2.1 تمويل النمو.....
28.....	3.1 زيادة سيولة السندات.....
29.....	2. شروط الدخول إلى البورصة.....
29.....	المطلب الثاني: الأساليب المختلفة للدخول إلى البورصة.....
30.....	1. التوظيف المسبق المضمون.....
30.....	2. أسلوب التسعير المباشر.....
30.....	3. العرض العام للبيع.....
30.....	4. العرض بسعر أدنى.....

المطلب الثالث: أشخاص البورصة.....	31
1. الأعضاء العاملون.....	31
1.1. السماسرة.....	31
2.1. المندوبون الرئيسيون و الوسطاء.....	32
2. الأعضاء المنظمون.....	33
3. الأعضاء المرسلون.....	33
خلاصة الفصل الأول.....	34
الفصل الثاني: بورصة الجزائر.....	35
المبحث الأول: نظرة تاريخية عن نشأة البورصة في الجزائر والشركات المساهمة في تفعيلها.....	37
المطلب الأول: مراحل نشأة البورصة في الجزائر، دوافع إنشائها، والعوائق التي واجهتها.....	37
1. مراحل نشأة البورصة في الجزائر.....	37
2. دوافع إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر.....	39
3. العوائق التي حالت دون قيام البورصة.....	39
المطلب الثاني: السوق المالي الجزائري.....	40
1. أسواق بورصة الجزائر.....	40
1.1. سوق سندات رأس المال.....	40
2.1. سوق سندات الدين.....	41

42.....	2. الشركات المساهمة في تفعيل البورصة.
42.....	1.2. جمع صيدال
43.....	2.2. مؤسسة تسيير فندق الأوراسي
43.....	3.2. شركة أليانس للتأمينات
44.....	4.2. أن سي أ - رويبة « NCA Rouiba »
44.....	5.2. شركة بيوفارم « BIOPHARM »
45.....	المبحث الثاني: الأساليب المختلفة للدخول إلى بورصة الجزائر.
45.....	المطلب الأول: الهياكل التنظيمية و الإطارات القانونية المنظمة لبورصة الجزائر.
45.....	1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: (C.O.S.O.B)
47.....	2. شركة إدارة بورصة القيم SGBV
47.....	3. المؤمن المركزي « الجزائر للتسوية»
49.....	4. الوسيط في عمليات البورصة.
52.....	المطلب الثاني: الإدراج في بورصة الجزائر.
52.....	1. شروط القبول في البورصة.
52.....	1.1. السوق الرسمي
53.....	2.1. سوق السندات
53.....	3.1. سوق الشركات الصغيرة و المتوسطة

4.1	المستثمرون الأساسيون.....	54
2	مسار ولوج المؤسسة في بورصة الجزائر.....	54
1.2	مرحلة ما قبل الإدراج.....	54
2.2	مرحلة الإدراج.....	57
3.2	مرحلة ما بعد الإدراج.....	57
3	إجراءات الدخول.....	59
4	تكلفة عملية الإدراج في البورصة.....	59
	المبحث الثالث: مزايا وعقبات دخول المؤسسة إلى البورصة.....	61
	المطلب الأول: مزايا دخول المؤسسة في البورصة.....	61
1	مزايا إدراج المؤسسة في بورصة الجزائر.....	61
2	الحوافز والامتيازات لتشجيع التوظيف في البورصة.....	62
	المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر وآفاقها.....	63
1	معوقات البورصة في الجزائر.....	63
1.1	المعوقات الاقتصادية.....	63
2.1	المعوقات السياسية والتشريعية.....	64
3.1	المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية.....	65
4.1	المعوقات التنظيمية.....	66

67.....	2. آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.....
67.....	1.2. توفير بيئة اقتصادية ملائمة.....
67.....	2.2. تطوير معايير الشفافية و الإفصاح.....
67.....	3.2. الرفع من مستوى الدخل.....
67.....	4.2. الرفع من مستوى الدخل.....
67.....	5.2. توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمرححة.....
68.....	6.2. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاستقرار القانوني.....
68.....	7.2. مراجعة الإطار التشريعي.....
68.....	8.2. وجود جهاز مصرفي متكامل.....
68.....	9.2. تطوير أنظمة التداول.....
68.....	10.2. إدراج أدوات مالية إسلامية في البورصة.....
68.....	11.2. رملة السوق المالية الجزائرية.....
69.....	خلاصة الفصل الثاني.....
70.....	الفصل الثالث: تحليل مسار الولوج إلى بورصة الجزائر.....
72.....	المبحث الأول: التعريف بالمؤسستين.....
72.....	المطلب الأول: تقديم مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي.....
72.....	1. لمحة عن مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي.....

72.....	1.1. لمحة عن وحدة الأوراسي.....
73.....	2.1. لمحة عن وحدة الريم ببني عباس.....
73.....	3.1. وحدة البستان بالمنيعه.....
74.....	4.1. وحدة المهري بورقلة.....
74.....	2. البطاقة التقنية لمؤسسة التسيير الفندقي لسلسلة الأوراسي.....
74.....	3. الهيكل التنظيمي لوحدة فندق الأوراسي.....
75.....	المطلب الثاني: تقديم مؤسسة أن. سي. أ روية.....
75.....	1. التواريخ المفتاحية لشركة أن. سي. أ روية.....
76.....	2. البطاقة التقنية للتعريف بالمؤسسة.....
77.....	3. الهيكل التنظيمي لمؤسسة أن. سي. أ روية.....
77.....	المبحث الثاني: دراسة مقارنة لمسار ولوج المؤسستين للبورصة.....
78.....	المطلب الأول: طبيعة الدراسة.....
78.....	1. منهجية الدراسة.....
78.....	2. بيانات الدراسة.....
78.....	3. حدود الدراسة.....
78.....	المطلب الثاني: دراسة مقارنة لمسار ولوج المؤسستين للبورصة.....
99.....	المبحث الثالث: تحليل مسار ولوج المؤسستين للبورصة.....

99.....	المطلب الأول: تحليل مسار ولوج المؤسستين.....
99.....	1. قرار الجمعية العامة غير العادية.....
100.....	2. تعديل الشكل القانوني.....
100.....	3. تقييم الشركة.....
101.....	4. إختيار وسيط عمليات البورصة "المرافق".....
101.....	5. إعداد المذكرة الإعلامية « La notice d'information ».....
102.....	6. المنشورة.....
102.....	7. طلب الإدراج « Demande d'admission ».....
103.....	8. تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.....
103.....	9. الإنخراط (العضوية) لدى التسوية المركزية: Algeria Clearing.....
104.....	10. حملة التسويق والدعاية.....
104.....	11. الإكتتاب.....
105.....	12. التمرکز والعلاج.....
105.....	13. نشر وكشف النتائج.....
106.....	14. بدأ التداول.....
106.....	15. نتائج عملية التداول.....
106.....	16. البيان الصحفي.....

107.....	المطلب الثاني: النتائج.....
109.....	خلاصة الفصل الثالث.....
110.....	الخاتمة العامة.....
114.....	قائمة المراجع.....
119.....	الملاحق.....
133.....	فهرست المحتويات.....