

المحاضرة رقم 07: المتعاملون في بورصة القيم المنقولة

يتمثل أهم المتعاملون الذين ينشطون على مستوى سوق القيم المنقولة في الجزائر في :

-المستثمرون؛

- المصدرون؛

- الوسطاء في عمليات البورصة.

-أولا- المستثمرون

يوجد هناك نوعين من المستثمرين في القيم المنقولة، وهم صغار المستثمرين وكبار المستثمرين، بالنسبة لصغار المستثمرين تمثلهم العائلات لا تتوفر لديهم إمكانيات على الادخار بالنظر إلى القدرة الشرائية الضعيفة، اما الفئات الأخرى من المستثمرين وتتمثل في مؤسسات الاستثمار مثل: هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، صناديق التقاعد وشركات التأمين ... الخ، يمتلكون رؤوس أموال هامة يمكن استثمارها في الأسواق المالية.

1-هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

أسست هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في الجزائر في إطار السوق المالي، بمقتضى الأمر 08-96 المؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

تهدف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب توظيف محددة.

ويتمثل المدخرون المعنيون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية، باختيار هذا السند فيعهدون بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق.

وميز النظام رقم 97-04 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997 الذي يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة فذكر: شركات الاستثمار ذات رأسمال المتغير، وصناديق المشتركة للتوظيف، ولا يوجد أي فرق في طريقة عملها.

أ-شركات ذات رأسمال المتغير:

تعرف على انها شركة أسهم ذات رأسمال متغير. وهدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول يصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة، وهي تخضع لأحكام الشركات في القانون التجاري.

حددت المادة الثانية من المرسوم التنفيذي رقم 96-474 مبلغ الحد الأدنى من رأس مال شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير بخمس ملايين دينار ، فعندما يصبح رأسمال هذه الشركة أقل من نصف الرأس المال المحدد

سابقا خلال الأربعة أشهر التي تعليق إعادة شراء الأسهم يجب على مجلس الإدارة ومجلس المديرين، استدعاء الجمعية العامة غير العادية لتبدي رأيها عن سواء عن إنحلال الشركة أو احدى العمليات الأخرى.

- يمكن لشركة الاستثمار ذات رأس مال المتغير ولو في حالة تصفيتها أن تدمج في شركة استثمار ذات رأس مال متغير أخرى، أو أن تساهم في تأسيس شركة اسهم ذات رأس مال متغير جديدة عن طريق الاندماج أو الانفصال، يكون لشركة أسهم ذات رأس مال متغير أن تدمج في صندوق مشترك للتوظيف.

بعد اتخاذ قرار من طرف الجمعية العامة غير العادية يجب إعلام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وفي حالة موافقة الجمعية العامة غير العادية لانحلال الشركة يجب إعلان القرار فورا إلى لجنة التنظيم ومراقبة أعمال البورصة، وينشر الفسخ في الجريدة المؤهلة قانونا.

ب-الصندوق المشترك للتوظيف

يتمثل مؤسسو الصندوق في المسير والمؤسسة المؤتمنة ، يودع الملف للجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة بعد التأسيس يتم توقيع النظام من طرف المسير والمؤسسة المؤتمنة، والتحرير الكامل للحصص بعد استلام من قبل المسير الاعتماد من طرف اللجنة.

حصص السوق تكتسي الشكل الإسمي وهي ممثلة بشهادات اسمية تسلم من طرف المسير يمكن لكل شهادة أن تمثل حصة أو عدة حصص، ويجب على المسير أن يكون لديه على الأقل 1 بالمائة من أصول الصندوق المشترك للتوظيف الذي يسيره دون أن يقل هذا المبلغ عن 500000 دج.

المرسوم التنفيذي رقم 96-474 حدد في المادة الثالثة المبلغ الأدنى للأصل الصافي بمليون دينار جزائري، فإذا أصبح هذا الأصل الصافي أقل من نصف المبلغ الأدنى يمكن حل الصندوق أو يمكنه دمج به شركة استثمار ذات رأسمال متغير أو دمج به صندوق توظيف آخر، كما يمكن أن يكون موضوع عملية انفصال، ويجب القيام بإحدى هذه العمليات في مدة لا تتجاوز 6 أشهر التي تلي توقيف إعادة شراء الحصص.

ثانيا- المصدرون

هم أشخاص معنويون يتدخلون في البورصة عن طريق إصدار القيم المنقولة لاستقطاب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتهم الدائمة، وذلك عن طريق اللجوء العلني للادخار.

ويشير مفهوم الادخار العلني هو أن تطرح أسهم الشركة المراد تأسيسها على الجمهور للاكتتاب فيها عن طريق دعوى يوجهها المؤسسون للجمهور الراغب في الانضمام إلى الشركة بالاكتتاب في بعض أسهمها متبعين في ذلك مجموعة من الإجراءات المنصوص عليها في القانون التجاري، والمراسيم التنفيذية المخصصة لذلك.

وضعت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مجموعة من الشروط على هؤلاء الأشخاص خاصة إعلام الجمهور عن نوعية المنتج الذي سيطرح بواسطة حملة إخبارية تحفز المستثمرون على قرارات تركز على شروط حقيقية لشفافية السوق.

وتحتل الدولة المرتبة الأولى من حيث طلب الحصول على الأموال وتتدخل هذه الأخيرة في السوق المالي بهدف تمويل العجز المالي الناتج عن عدم كفاية الإيرادات الجبائية والموارد الأخرى لتغطية التكاليف، أو كذا من أجل تحقيق تمويل المشاريع ذات الطابع العام والمنفعة العامة مثل بناء الهياكل القاعدية، المدارس والمستشفيات....

كذلك الهيئات العمومية والخاصة التي تهدف إلى رفع رأسمالها وإلى تمويل احتياجاتها في مجال الاستثمار أو الاستغلال كما يمكن أن يكون الهدف من وراء هذا التدخل لتمويل مشاريع وبرامج الإنعاش الاقتصادي.

ثالثا- الوسطاء في عمليات البورصة

نصت المادة 05 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم على أنه " لا يجوز إجراء مفاوضة تتناول قيم منقولة مقبولة في البورصة إلا في البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة."

وبالتالي كل عمليات البيع والشراء للقيم المنقولة من أسهم وسندات داخل البورصة لا تتم إلا بواسطة الأشخاص الوسطاء، لهم مهمة التفاوض حسب الشروط المحددة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

يعرف الوسيط في عمليات البورصة كل شخص معتمد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة لحساب زبائنه أو لحاسبه الخاص، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلًا مقابل ذلك على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزتها، حيث يقتصر عمله في بيع وشراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه.

يمكن للوسيط في عمليات البورصة القيام بنشاط أن يقوم بنشاط واحد أو عدة نشاطات من النشاطات التالية:

✓ الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة، أي تقديم توصيات شخصية للطرف الآخر سواء بطلب منه أو بمبادرة من الوسيط الذي يقدم الارشاد سواء تعلق الأمر بصفقة واحدة أو عدة صفقات خاصة بالقيم المنقولة؛

✓ التسيير الفردي للحافظ بموجب عقد مكتوب؛

✓ تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛

✓ ضمانات الاكتتاب المضمون في إصدار السندات،

✓ توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية، أي البحث أو العثور على مكتبتين أو مشتري السندات

لحساب مصدر يلجأ علنا للإدخار؛

✓ التداول للحساب الخاص للوسيط؛

✓ إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة رأسمال وادماج وإعادة شراء المؤسسات،

✓ أي نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

1- الوسيط في البورصة والسمسار

يعمل السمسار على تقريب الأطراف المتعاقدة فعمله مادي فهو لا يتعامل لا باسمه ولا لحسابه، فهو ليس بائعا للقيم المنقولة، وليس مشتريا لها، بل دوره يقتصر على إرشاد المستثمر إلى شخص آخر يرغب في التعاقد معه، وبذلك يكون العمل الذي يقوم به السمسار مادي، ويستوي في ذلك ان يقوم بهذا العمل بتكليف من أحد الطرفين أو من كليهما معا، لذلك يمكن اعتبار السمسار في البورصة كالوسيط في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، ومع ذلك يختلف الوسيط في البورصة عن السمسار فيما يلي:

- نشاط الوسيط في البورصة محصور ومنظم ومحدد في فئة من الأشخاص وهي أشخاص طبيعية، على خلاف نشاط السمسرة فإنه واسع، إضافة لحصره في التفاوض على القيم المنقولة دون غيرها عكس السمسرة فهي مهنة حرة يتم التوسط فيها في كل المعاملات؛

- الوسيط في البورصة ضامن لتنفيذ العملية في مجال البورصة، حيث نصت المادة 14 من المرسوم التشريعي 10-93 على أنه: في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمرهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعتها".

- إلزام الوسيط بحفظ الأموال المستلمة من الزبائن في حساب خاص بالبنك ومنعهم من استعمال أموال الزبائن الا للوفاء بالتزامات الزبون أو لضمان ديون عليه على خلاف السمسار فإنه لا يلتزم بذلك؛

- السمسرة كأصل عام في باقي النشاطات هي اختيارية، في حين أن اللجوء إلى خدمات الوسيط هو إجباري؛

- مهمة السمسار العادي هو التقريب بين وجهات النظر، اما الوسيط في البورصة فتتعدى إلى إبرام العقد بإسمه؛

- السمسرة في العقود هي اختيارية فاللجوء إلى السمسرة هو حق للأطراف وليس إلزاما، لكن على مستوى سوق الأوراق المالية فالأشخاص سواء كانوا أشخاص طبيعية أو معنوية خاصة أم عامة هم ملزمون بالتعامل من خلال فئة الوسطاء ويكون تعاقد الأطراف مباشرة من دون وساطة باطلا بطلانا مطلق؛

- يخضع السمسار العادي للجرائم المنصوص عليها في قانون العقوبات، في حين أن الوسيط في البورصة يخضع للجرائم المنصوص عليها في القانون المنظم لبورصة القيم المنقولة.

2- تمييز الوسيط المالي عن الوكيل بعمولة

كيفت المادة 43 من النظام 01-15 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة العلاقة بين الوسيط والزبون صراحة بأنها وكالة لذلك لا بد من التمييز بينهما.

- ✓ يجوز للوكيل مباشرة أي نشاط قانوني أو تجاري في حدود النظام العام والأداب العامة، أما الوسيط في الأوراق المالية فلا يكون له ذلك، إذا يحصر نشاطه بأعمال الوساطة في الأوراق المالية؛
- ✓ يتعاقد الوسيط في الأوراق المالية مع الغير باسم ولحساب العميل، خلافاً للوكيل بالعمولة الذي يتعاقد باسمه الشخصي لحساب العميل،
- ✓ الوسيط ينفذ أمر عميله في إبرام الصفقة ويضمن له تمام نفاذها، أي يضمن تنفيذ الطرف الآخر الذي تعاقد معه لالتزامه، عكس الوكيل الذي لا يلتزم إلا التزاماً ببذل عناية؛
- ✓ لا يلتزم الوكيل بالعمولة بالتأمين على الأشياء التي يحوزها لحساب الموكل إلا بناءً على اتفاق الأطراف، على خلاف الوسيط الذي يلتزم بالتأمين عن الخسائر أو الأضرار التي تصيب عملاءه بسبب أخطائه..

رابعاً- آليات التعامل والتسعير في البورصة

إن إدراج الأوراق المالية لأول مرة في البورصة يعتبر حدثاً مهماً بالنسبة للجهة المصدرة، حيث يترتب عن هذا الإصدار تحقيق موارد تمويلية جديدة. أما بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية فتتمثل الإصدارات الجديدة فرصة لتنويع الحافظة المالية لديهم لمواجهة المخاطر المترتبة عن تقلبات أسعار مختلف الأصول. ويخضع تداول الأوراق المالية في البورصات لآليات وطرق تسعير تختلف باختلاف نمط التداول في البورصة، كما أن الأوامر الواردة إلى سوق الأوراق المالية تختلف باختلاف درجة سيولة البورصة وهدف سمسرة السوق. وذلك كما يلي..

1. إصدار وتداول الأوراق المالية

تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية بمساعدة من المؤسسات المالية، وخاصة بنوك الاستثمار، ويعتبر إدراج القيم الجديدة في البورصة حدثاً استثنائياً للشركات المعنية، خاصة إذا تعلق الأمر بالأسهم، حيث يتم إدراجها في البورصة عادة مرة واحدة طوال تاريخ الشركة المصدرة، مع استثناء إعادة الإدراج بعد الشطب، كأن تكون تلك الأسهم لشركات عمومية تعرضت لعملية الخصخصة فيتم إعادة إدراجها من جديد. في حين أن إدراج السندات في البورصة ليس على نفس القدر من الاستثناء بما أن السندات يتم إصدارها من قبل الشركات بشكل منتظم بحسب درجة احتياجات الشركة التمويلية. ولن تتدخل البورصة في عملية إصدار الأوراق المالية الجديدة إلا في إطار مهامها المتمثلة في حماية المستثمر، فتطالب البورصة الشركة المصدرة ببعض الإجراءات القانونية تخص الشركات التي ترغب في الاستدعاء العام للدخار مثل الطبيعة القانونية للشركة والحد الأدنى من رأس المال، علاوة على إلزام تلك الشركات على النشر الدوري لحساباتها ومختلف المعلومات المرتبطة بأدائها.

ويتم اللجوء إلى طرح الأسهم للاكتتاب العام لأول مرة من طرف بنوك الاستثمار التي تعمل على تحديد السعر المقترح على جمهور المدخرين، وفي حالة ارتفاع الطلب عن عدد الأسهم المطروحة يتم اللجوء إلى رفع سعر السهم حتى يتحقق التوافق بين الأسهم المعروضة وطلبات المدخرين.

2- أوامر البورصة Orders

تمثل الأوامر نوع العمليات التي يطلبها المستثمر المالي من السمسار حتى يسهل له عملية التداول، ويجب أن يتوفر في الأمر المعلومات التالية:

- الأوراق المالية المرغوب في تداولها؛

- عدد الأوراق المالية المتداولة؛

طبيعة الأمر (العملية) بيع أو شراء؛

- مدة صلاحية الأمر.

وبشكل عام تنقسم الأوامر إلى نوعين رئيسيين هما:

2-1- أوامر السوق:

يمثل أمر التداول بالسعر السائد في السوق، من مزاياه سرعة التنفيذ غير أن السعر لا يمكن تحديده. ويستخدم من طرف المتعامل المتسرع، الذي يرغب في ضمان تنفيذ أوامره دون التأكد من السعر مع التأكد من تنفيذ غالبية الأمر.

ومن بين الأوامر ذات الأولوية في التنفيذ بعد أوامر السوق هناك الأوامر بالسعر الأفضل إذ يستجيب هذا النوع من الأوامر لاستراتيجية أخرى، فهو يسمح بالدخول الفوري إلى السوق مهما كانت نظام التسعير، غير أنه في حالة التنفيذ الكامل للأمر يتحول آلياً إلى أمر محدد للسعر.

2-2- الأوامر المحددة للسعر

هي أوامر يحدد فيها السعر (البيع أو الشراء)، ولا يتم تنفيذ الأمر إلا في حدود السعر المحدد. فعند الشراء يتم تحديد أعلى سعر الذي يكون المتعامل على استعداد لدفعه مقابل الورقة المالية، أما عند البيع يتم تحديد أدنى سعر للبيع للتخلي عن تلك الورقة.

3- تسعير الأوراق المالية

يعتمد تحديد سعر الورقة المالية على عوامل مختلفة أهمها نظام التداول ونوع الأمر.

3-1- نظام التسعير الثابت ونظام التسعير المستمر

هناك نظامين رئيسيين للتداول هما التسعير الثابت والتسعير المستمر وفيما يلي شرحهما:

3-1-1- نظام التسعير الثابت

يتم وفق هذا النظام تحديد سعر نظري واحد للورقة المالية، ويكون التداول في وقت محدد، وتعتمد البورصات الأقل نشاطاً على النظام وذلك من خلال تجميع الأوامر من افتتاح جلسة التداول، ثم تحديد السعر الذي يحقق أكبر توافق بين العرض والطلب ليتم التنفيذ في حيز زمني ثابت، والجدول التالي يوضح آلية عمل التسعير وفق هذا النظام.

3-1-2- نظام التسعير المستمر

هو نظام تعتمد عليه البورصات شديدة السيولة، فالورقة المالية يجري تداولها بأكثر من سعر واحد، كما أنه في كثير من الأحيان يقوم المستثمر بالتعامل في نفس الورقة وفي نفس التوقيت لكن بأكثر من سعر واحد.

وبما أن التداول يتم بشكل مستمر فإنه يمر بالمراحل التالية

- يتم في مرحلة أولى تجميع الأوامر (البيع أو الشراء) في الحاسوب المركزي بالبورصة، وتعرف بـ "جلسة ما قبل الافتتاح".
- المرحلة الثانية: تحديد سعر الافتتاح وهو سعر يتحدد نظرياً وفق ما ورد للبورصة من أوامر وتتم وفق هذا السعر التعاملات الأولى.
- المرحلة الثالثة: تمتد على مدار جلسة التداول، ويتغير السعر فيها كل لحظة وفق الأوامر.
- المرحلة الرابعة: وهي مرحلة ما قبل الإقفال يتم خلالها إيقاف التداول والاكتفاء فقط بتلقي الأوامر لتحديد السعر النظري للإقفال.
- المرحلة الخامسة: تنفيذ الأوامر بسعر الإقفال وتحويل الأوامر غير المنفذة إلى الجلسة الموالية إذا كان الأمر يسمح بذلك.