الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامـــــعة البليدة-02-
كلية الحقوق والعلوم السياسية.
قسم القانون الخاص.

البورصة كآلية قانونية في الاستثمار

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه ل. م. د في الحقوق

تخصص: قانون الأعمال.

إعداد الطالبة:
شليحي كريمة

تحت إشراف الدكتورة
تكاري هيفاء رشيدة

السنة الجامعية:2020/2019

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامـــــعة البليدة-02-
كلية الحقوق والعلوم السياسية.
قسم القانون الخاص.

البورصة كآلية قانونية في الاستثمار

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه ل. م. د في الحقوق

تخصص: قانون الأعمال.

إعداد الطالبة:
شليحي كريمة

أمام اللجنة المشكلة من:

مصطفاوي عايدة	**أستاذة محاضرة "أ"**	**جامعة البليدة 2**	**رئيسا**
تكاري هيفاء رشيدة	**أستاذة محاضرة "أ"**	**جامعة البليدة 2**	**مشرفا ومقررا**
شريف هنية	**أستاذة محاضرة "أ"**	**جامعة البليدة 2**	**عضوا مناقشا**
حساين سامية	**أستاذة محاضرة "أ"**	**جامعة بومرداس**	**عضوا مناقشا**
عاشور فاطيمة	**أستاذة محاضرة "أ"**	**المركز الجامعي تيبازة**	**عضوا مناقشا**
طنجاوي مراد	**أستاذ محاضر "أ"**	**جامعة المدية**	**عضوا مناقشا**

السنة الجامعية: 2020/2019

قال الله تعالى:

بسم الله الرحمن الرحيم:

۞قالوا سبحانك لا علم لنا إلاّ ما علمتنا إنّك أنت العليم الحكيم۞

صدق الله العظيم.

الآية 32 من سورة البقرة.

الإهداء.

إلى من بفضلهما قدمت إلى هذه الحياة، إلى من علّماني معاني الصبر والشجاعة والإيمان بالنجاح، كل الفخر والاعتزاز أزفّه إلى روح **أبي** طيب الله ثراه وجعل الجنة مأواه.

إلى ينبوع العطاء والحنان المرأة المثابرة والمناضلة في سبيلنا **أمي** الغالية أسأل الله أن يطيل عمرها.

إلى الذين ليست بيني وبينهم فروق ودمائهم تسري في العروق ونورا يسطع كالشمس في الشروق **إخوتي وأخواتي** لا يكفيكم الحب والشوق.

إلى كل أفراد **عائلتي وزملائي** من يمكن أن تضيق السطور لذكركم جميعا لكن قلبي يحفظ منزلتكم به.

إلى كل من علّمني حرفا وأمدّني بخبايا المعرفة ...

الشكر

الحمد لله حمدا كثيرا يليق بمقامه وعظيم سلطانه وصلي اللهم على سيدنا محمد خاتم الأنبياء والمرسلين.

نشكر الله سبحانه وتعالى على فضله وتوفيقه لنا والقائل في محكم تنزيله

{{**لئن شكرتم لأزيدنّكم**}} (الآية 07 – سورة إبراهيم)

إنّ أول ما أتوجه به من كلمات الشكر والتقدير فهو إلى الدكتورة "**هيفاء رشيدة تكاري**" التي تفضلت بالإشراف على هذه الأطروحة، نظير ما بذلته من عظيم الجهد والصبر طيلة إعدادها، فقد وسعتني بعلمها ورحابة صدرها؛ فجزاها الله عني خير الجزاء ونفع بعلمها طلبة العلم.

كما تطيب نفسي شوقا لكي أتوجه بأسمى عبارات الشكر والتقدير لأعضاء لجنة المناقشة الذين قبلوا مناقشة هذا العمل وتقديم كل النصائح والتوجيهات التي ستثري موضوع الأطروحة.

كما لا أنسى تقديم كل الشكر والتقدير إلى أساتذة جامعة علي لونيسي البليدة2 -كلية الحقوق والعلوم السياسية وأخص بالذكر الدكتورة «**بناصر وهيبة**» على دعمها ومساندتها لي، وكذا أساتذة جامعة محمد بوقرة بومرداس -كلية الحقوق وأخص بالذكر الدكتورة "**حساين سامية**".

ولا يمكنني إجحاد جهد وتعب العاملين بمكتبة كلية الحقوق والعلوم السياسية بجامعة البليدة والجامعات التي زرتها وكذا العاملين ببورصة الجزائر وعلى رأسهم السيد **نزام**، فلهم عظيم الشكر لما بذلوه معي طيلة سنوات إعداد هذه الأطروحة من جهد وتعاون فلهم مني أصدق مشاعر الشكر والتقدير وأتمنى من الله أن يجزيهم عني خير الجزاء.

طالبتكم شليحي كريمة

ملخص.

تبنت الدولة الجزائرية نهج الدول التي عهدت بتحفيز المناخ الاقتصادي إلى سوق البورصة، كونه أحد المؤسسات المالية التي تعقد بها الصفقات الاستثمارية رغم ما يميّزه من خصوصيات على المستوى القانوني والهيكلي والعملياتي. حيث تعد الصفقات الاستثمارية المبرمة داخل أسواره من بين العمليات التي تمتاز بالدقة والتقنية الصعبة في التنفيذ.

لذا يتولد عن حسن سير هذا السوق الاستثماري تهيئة الدولة لجل الأساليب التي تسمح بتفعيله سواء كانت ضمانات قانونية أو حتى هيكلية في إطار حماية المستثمرين به ورفع أعدادهم، في محاولة منها تذليل الصعوبات وإزالة العراقيل التي أدت إلى عدم نمو سوق البورصة وتأديته لمهامه على أكمل وجه.

ولما كانت دراستنا في المجال القانوني حاولنا تحليل واستقراء النصوص التي نظمت سوق البورصة لمعرفة قدرة المشرع الجزائري على تهيئة الأرضية الاقتصادية الصلبة التي تناسب المستثمرين وتحثّهم على الاستثمار بسوق البورصة الجزائري من أجل تنشيط الاقتصاد الوطني، من خلال تحفيزهم بمجموعة من الضمانات القانونية والهيكلية بالإشارة كذلك إلى بعض تجارب الشركات الاقتصادية الرائدة في هذا المجال. إذ جاءت الدراسة تحسيسية ذات بعد اجتماعي وعلمي هدفها جذب الشركات وتعريفها بما لها من مزايا وحوافز تجنيها وما عليها من واجبات وعراقيل تحول دون تحقيق ذلك.

غير أنّ عدم انتشار الثقافة البورصية لدى المجتمع الجزائري حول قطاع الاستثمار بسوق البورصة أدى إلى عدم انضمام عدد كبير من الشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاقتصادية رغم انتشارها الكبير بالوطن، الأمر الذي جعل سوق البورصة غير فعال الدور.

قائمة المختصرات.

باللغة العربية:

اللجنة: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

هـ ت ج ق م: هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ش ا ر م م: شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير.

ص م ت: الصناديق المشتركة للتوظيف.

ج ر: الجريدة الرسمية.

ص: الصفحة.

باللغة الفرنسية :

p: page
Op.cite: l'ouvrage précité**.**

قائمة المحتويات:

الإهداء
الشكر
الملخص
قائمة المختصرات
قائمة المحتويات
المقدمة.....**19**
الباب الأوّل: البورصة كسوق استثمارية.....**26**
الفصل الأول: خصوصية الاستثمار بسوق البورصة.....**28**
المبحث الأول: البورصة محل للاستثمار.....29
المطلب الأول: تحديد مميزات البورصة.....**29**
الفرع الأول: معنى البورصة وتمييزها عن الأنظمة المشابهة لها.....**30**
أولا: الترابط بين دلالة البورصة ونشأتها العالمية.....**30**
ثانيا: تمييز البورصة عن الأسواق المشابهة لها.....**33**
الفرع الثاني: نماذج من أنواع البورصة.....**36**
أولا: من حيث المنتجات المتداولة.....**36**
ثانيا: من حيث المدى الزمني لبيع القيم المنقولة.....**38**
ثالثا: من حيث مدى التعامل الجغرافي.....**39**
رابعا: من حيث الرقابة والاعتراف الحكومي.....**39**
خامسا: من حيث موضوع العمل.....**41**
المطلب الثاني: مراحل إنشاء سوق بورصة بالجزائر وطبيعتها القانونية.....**42**
الفرع الأول: التأصيل القانوني لفكرة البورصة في الجزائر.....**43**
أولا: مراحل إرساء أرضية قانونية للبورصة في الجزائر.....**43**
ثانيا: أسباب إنشاء بورصة في الجزائر.....**48**
الفرع الثاني: تصنيف طبيعة سوق بورصة الجزائر.....**50**
أولا: سوق البورصة هي موقع تنفيذ الاستثمار المالي.....**50**

ثانيا: سوق البورصة هي سوق منظمة وغير منظمة.....**51**
ثالثا: سوق البورصة سوق خاضعة لنظام قانوني معين.....**53**
رابعا: سوق البورصة هي سوق تداول القيم المنقولة.....**54**
خامسا: سوق البورصة هي سوق العمليات العاجلة.....**55**
سادسا: سوق البورصة هي سوق إقليمية.....**56**
سابعا: سوق البورصة بها شركات إدارة المحافظ المالية.....**57**
المبحث الثاني: النشاط البورصي على ضوء قانون الاستثمار.....**59**
المطلب الأول: مكانة الاستثمار بالبورصة في قانون ترقية الاستثمار الجزائري.....**60**
الفرع الأول: تعريف الاستثمار في البورصة.....**60**
أولا: تعريف الاستثمار بوجه عام.....**60**
ثانيا: التعريف المناسب للاستثمار بالبورصة ودوافعه.....**62**
الفرع الثاني: طبيعة الاستثمار بالبورصة ومبادئه.....**65**
أولا: طبيعة الاستثمار بالبورصة.....**65**
ثانيا: المبادئ الأساسية للاستثمار ببورصة الجزائر.....**67**
المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المتعامل بها في بورصة الجزائر.....**73**
الفرع الأول: قيم منقولة لزيادة رأس المال كأداة للاستثمار في البورصة.....**74**
أولا: الأسهم.....**74**
ثانيا: شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت.....**80**
الفرع الثاني: قيم منقولة للاقتراض كأداة للاستثمار في البورصة.....**81**
أولا: المقصود بسندات الاقتراض.....**81**
ثانيا: أنواع سندات الاقتراض.....**82**
المبحث الثالث: الأشخاص المستثمرة ببورصة الجزائر.....**88**
المطلب الأول: الأشخاص المستثمرة لمدخراتها في بورصة الجزائر.....**89**
الفرع الأول: تغير صفة المستثمر الفرد بحسب نوع القيم المنقولة.....**90**
الفرع الثاني: أساليب استثمار الفرد لمدخراته بالبورصة.....**92**
أولا: استثمار المدخر لأمواله في شكل أسهم.....**92**

ثانيا: استثمار المدخر لأمواله في شكل سندات دين.....**93**
المطلب الثاني: الأشخاص المصدرة لأدوات الاستثمار في بورصة الجزائر.....**95**
الفرع الأول: شركة المساهمة المصدرة للقيم المنقولة.....**95**
أولا: شركة المساهمة ذات الاختصاص الأصيل بالاستثمار في البورصة.....**96**
ثانيا: إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة كاستثناء.....**102**
الفرع الثاني: الدولة وأشخاص القانون العام كأحد المصدرين للقيم المنقولة.....**103**
أولا: كيفية وسبب إصدار الدولة وأشخاص القانون العام قيما بالبورصة.....**103**
ثانيا: شروط إصدار القيم المنقولة من طرف الدولة وأشخاص القانون العام.....**104**
المطلب الثالث: الأشخاص المتدخلة في تنفيذ عملية الاستثمار ببورصة الجزائر.....**105**
الفرع الأول: مفهوم الوسطاء المالية في البورصة الجزائرية.....**106**
أولا: التعريف بمهنة الوساطة المالية في البورصة الجزائرية.....**106**
ثانيا: حتمية لجوء المستثمر بالبورصة الجزائرية إلى وسطاء عمليات البورصة.....**113**
الفرع الثاني: التكييف القانوني لعقد الوساطة المالية المبرم بين الوسيط والمستثمر.....**114**
أولا: تنظيم عقد الوساطة المالية.....**114**
ثانيا: الطبيعة القانوني لعقد الوساطة المالية.....**117**
الفصل الثاني: هياكل تفعيل سير معاملات الاستثمار في البورصة.....**124**
المبحث الأول: الهيئة المكلفة بحماية معاملات الاستثمار بالبورصة.....**125**
المطلب الأول: ضبط لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مجال الاستثمار بالبورصة.....**126**
الفرع الأول: تنصيب اللجنة هدف وطني دافع للاستثمار.....**126**
أولا: التشكيلة العضوية للجنة مصدر تسميتها.....**127**
ثانيا: الصلاحيات الموكلة للجنة تفعيلا لدور البورصة.....**132**
الفرع الثاني: تناسب الطبيعة القانونية للجنة مع وظيفة ضبط مجال الاستثمار البورصي.....**137**
أولا: السلطة.....**137**
ثانيا: الضبط.....**139**
ثالثا: الاستقلالية.....**140**
المطلب الثاني: حماية اللجنة لمعاملات المستثمرين بالقيم المنقولة.....**143**

الفرع الأول: حماية اللجنة لسوق البورصة بممارسة الوظيفة الرقابية.....**144**
أولا: رقابة اللجنة على أجهزة البورصة المكلفة بالتسيير.....**145**
ثانيا: رقابة اللجنة على الشركات المصدرة للقيم.....**147**
ثالثا: رقابة اللجنة على الوسطاء وصناديق الاستثمار.....**148**
الفرع الثاني: حماية اللجنة للمستثمرين ورؤوس الأموال المستثمرة بممارسة الوظيفة القانونية.....151
أولا: سن اللجنة للتقنينات الضرورية لمتابعة عملها.....**151**
ثانيا: تقييم تأثير عمل اللجنة القانوني على مناخ الاستثمار.....**156**
المبحث الثاني: الهياكل المساعدة على تسيير معاملات الاستثمار بالبورصة.....**160**
المطلب الأول: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....**160**
الفرع الأول: تأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....**161**
أولا: تكوين شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....**162**
ثانيا: الخصائص اللصيق بشركة تسيير بورصة القيم.....**165**
الفرع الثاني: سير عمل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....**170**
أولا: مهمة شركة تسيير بورصة القيم المتعلقة بعملية الإدراج.....**171**
ثانيا: مهمة شركة تسيير بورصة القيم المتعلقة بإعلام المستثمرين.....**174**
المطلب الثاني: المؤتمن المركزي على السندات.....**175**
الفرع الأول: استحداث المشرع الجزائري هيكل المؤتمن المركزي في سوق البورصة.....**176**
أولا: تجارب اعتماد المؤتمن المركزي على السندات لدى بعض الدول.....**176**
ثانيا: دوافع اعتماد هيكل المؤتمن المركزي على السندات بالجزائر.....**180**
ثالثا: الوضع القانوني للمؤتمن المركزي على السندات بالجزائر.....**181**
الفرع الثاني: مهام شركة المؤتمن المركزي على السندات.....**185**
أولا: مهام المؤتمن المركزي المتعلقة بحفظ السندات.....**186**
ثانيا: مهام المؤتمن المركزي المتعلقة بتسيير الحسابات.....**189**
المبحث الثالث: نظام سير تعاملات الاستثمار في البورصة.....**192**
المطلب الأول: إصدار المستثمر أمرا لصالح وسيط عمليات البورصة.....**192**
الفرع الأول: أوامر البورصة وأنواعها.....**193**

أولا: شكل أوامر البورصة وتكييفها القانوني.....193
ثانيا: أنواع أوامر البورصة المكرسة قانونا.....200
الفرع الثاني: قبول الوسيط عرض أمر المستثمر بسوق القيم المنقولة.....203
أولا: حتمية قبول الوسيط أمر المستثمر الموجه إليه.....204
ثانيا: طرق عرض أمر البورصة لتحديد الأسعار.....206
المطلب الثاني: تسوية وسيط عمليات البورصة للصفقات الاستثمارية.....212
الفرع الأول: افتتاح حصة التداول لمباشرة عمليات البورصة.....212
أولا: تنظيم شركة تسيير بورصة القيم لحصص عمليات التداول.....213
ثانيا: الآلية العقدية المنظمة لعملية تداول القيم المنقولة.....216
الفرع الثاني: إتمام المعاملة الاستثمارية بالتسوية النقدية وتسليم السندات.....222
أولا: أنظمة تسوية العمليات الاستثمارية بالبورصة.....222
ثانيا: آثار عقود تسوية عمليات البورصة على المستثمرين.....227
خلاصة الباب الأول.....232
الباب الثاني: فعالية الاستثمار في قطاع البورصة.....234
الفصل الثالث: أساليب تفعيل البورصة الجزائرية.....236
المبحث الأول: الضمانات القانونية الخاصة بالاستثمار في قطاع البورصة.....237
المطلب الأول: تحفيزات قبلية لعملية إدراج المستثمرين بالبورصة.....237
الفرع الأول: تحفيزات مشتركة بين المستثمرين.....238
أولا: توفير الاستقرار القانوني للاستثمار بالبورصة 238
ثانيا: ضمان الإصلاح الهيكلي لسوق البورصة الجزائرية.....239
ثالثا: ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة.....240
رابعا: ضمان توفير أدوات استثمار تقليدية ومستحدثة.....241
خامسا: التخفيف من الحد الأدنى للرأس مال المفتوح للجمهور.....241
سادسا: ضمان حماية المدخر من المخاطر المرتبطة بالوساطة المالية.....242
سابعا: ضمان تقديم المعلومات الصحيحة للجمهور المستثمر.....244
ثامنا: ضمان حق الوسيط بالطعن ضد قرار اللجنة.....245

الفرع الثاني: تحفيزات خاصة ببعض المستثمرين.....246
أولا: ضمانات هيكلية.....246
ثانيا: ضمانات مالية.....247
المطلب الثاني: تحفيزات بعدية لعملية إدراج المستثمرين بالبورصة.....248
الفرع الأول: الضمانات قانونية بحسب المستفيد منها.....248
أولا: ضمان تحقيق المنافسة الحرة بين المستثمرين.....249
ثانيا: ضمان اكتتاب الوسيط في عقود تأمين.....251
ثالثا: استحداث صندوق ضمان التزامات الوسطاء.....251
رابعا: ضمانات قضائية متعلقة بالمستثمر المتهم.....254
خامسا: ضمان الإعفاء من الضرائب المحصلة عن القيم المنقولة.....257
سادسا: تقرير ضمانات التنفيذ حماية للوسيط تجاه المستثمر.....258
سابعا: توفير الحماية للمدخر المساهم في شركة المساهمة.....260
ثامنا: ضمان التصريح بتجاوز الحد الأدنى للمساهمة.....261
الفرع الثاني: الضمانات القانونية بحسب القائم على توفيرها.....262
أولا: ضمان حرية التصرف بالقيم المنقولة.....262
ثانيا: ضمان احتكار تداول القيم المنقولة.....263
ثالثا: ضمان حفظ القيم المنقولة.....264
رابعا: ضمان نجاح مسعى وسيط عمليات البورصة.....264
خامسا: استحداث غرفة تأديبية وتحكيمية لدى اللجنة.....264
سادسا: توفير حماية لادخار المستثمرين في القيم المنقولة.....265
سابعا: ضمان المساواة بين المستثمرين في سوق القيم المنقولة.....266
ثامنا: ضمان توفير الرقابة في البورصة.....267
المبحث الثاني: خوصصة المؤسسات العمومية كضمان تسييري في البورصة.....270
المطلب الأول: مبررات لجوء المشرع الجزائري إلى أسلوب الخوصصة عبر البورصة.....271
الفرع الأول: مفهوم الخوصصة في البورصة.....271
أولا: المقصود بالخوصصة وشروطها.....272

ثانيا: أشكال الخوصصة المطبقة في بورصة الجزائر.....**276**
الفرع الثاني: مبررات التوجه إلى أسلوب الخوصصة في البورصة.....**280**
المطلب الثاني: كيفيات الخوصصة عبر البورصة المحددة قانونا.....**283**
الفرع الأول: العرض في البورصة.....**284**
أولا: الطرح العام للأسهم **284**
ثانيا: العرض العام للتبادل.....**287**
الفرع الثاني: العرض العلني للبيع بسعر محدد.....**288**
الفرع الثالث: الاكتتاب لزيادة رأس المال.....**291**
المطلب الثالث: تقييم آلية الخوصصة لتنفيذ الاستثمار بالبورصة.....**292**
الفرع الأول: مزايا اللجوء إلى البورصة لتنفيذ الخوصصة.....**292**
الفرع الثاني: الأسباب الكامنة وراء عدم نجاح آلية الخوصصة عبر البورصة.....**295**
المبحث الثالث: الضمانات الهيكلية لبعث الاستثمار بالبورصة.....**301**
المطلب الأول: أهمية تخصيص سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببورصة الجزائر.....**302**
الفرع الأول: متطلبات تأهيل البورصة لانضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....**303**
أولا: فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....**303**
ثانيا: إنشاء وظيفة متعهد بترقية المؤسسات في البورصة.....**305**
الفرع الثاني: ضوابط ومزايا انضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسوق البورصة.....**309**
أولا: خضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لشروط مخففة.....**309**
ثانيا: تمتع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمزايا الإدراج.....**316**
المطلب الثاني: استحداث صناديق الاستثمار لتنشيط بورصة الجزائر.....**318**
الفرع الأول: تأسيس صناديق الاستثمار في بورصة الجزائر.....**319**
أولا: تعريف صناديق الاستثمار.....**320**
ثانيا: أنواع صناديق الاستثمار وتمييزها عن الهيئات المشابهة لها وظيفيا.....**322**
الفرع الثاني: الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار ودورها في البورصة.....**328**
أولا: التكييف القانوني لصناديق الاستثما ر.....**328**
ثانيا: أهمية دور صناديق الاستثمار في تنشيط بورصة الجزائر.....**333**

الفصل الرابع: انعكاسات الدور الاستثماري للبورصة.....**340**
المبحث الأول: أثر الدور الاستثماري للبورصة.....**341**
المطلب الأول: الأهداف الاستثمارية المحققة بالنسبة للمستثمرين.....**341**
الفرع الأول: الدافع الرئيسي للجوء المستثمر المؤسساتي إلى البورصة.....**342**
أولا: أهمية التمويل بالنسبة للشركات.....**342**
ثانيا: صور تمويل الشركات عبر البورصة.....**347**
الفرع الثاني: الدوافع الثانوية لانضمام المستثمر المؤسساتي إلى البورصة.....**350**
أولا: رفع الشركات لرأسمالها.....**350**
ثانيا: تحسين أداء الشركات ونموها.....**351**
ثالثا: تصحيح المركز المالي للشركات.....**352**
رابعا: الحصول على الربح.....**352**
خامسا: زيادة شهرة الشركة.....**353**
سادسا: التقييم الدائم للشركة.....**353**
سابعا: الاستفادة من الحوافز التشريعية.....**354**
المطلب الثاني: الأهداف الاستثمارية المحققة بالنسبة للدولة.....**355**
الفرع الأول: الوظيفة الاقتصادية لسوق البورصة.....**355**
أولا: المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي.....**356**
ثانيا: تحريك الاقتصاد وتعبئة المدخرات.....**356**
ثالثا: توفير السيولة للنشاط الاقتصادي.....**357**
رابعا: توفير التمويل لخطط التنمية الاقتصادية.....**358**
خامسا: أداة لتشجيع التنمية الاقتصادية.....**359**
سادسا: تشجيع المنافسة بتحسين الموارد الاقتصادية.....**359**
سابعا: زيادة المصادر التمويلية.....**360**
ثامنا: توفير فرص عمل للعاطلين.....**360**
تاسعا: المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي.....**361**
عاشرا: تجنب الآثار التضخمية **361**

الفرع الثاني: الوظيفة الاستثمارية لسوق البورصة.....**362**
أولا: استثمار رؤوس الأموال.....**362**
ثانيا: توجيه الاستثمار.....**362**
ثالثا: توجيه الأموال المدخرة إلى طالبي التمويل.....**363**
رابعا: خلق فرص استثمارية بديلة.....**363**
خامسا: تشجيع ومراقبة الاستثمار.....**364**
سادسا: ترقية الاستثمار.....**365**
سابعا: تحقيق الأسعار المناسبة **365**
ثامنا: تحويل الخطر وتحويل الانتظار بين المستثمرين.....**367**
تاسعا: استرجاع رؤوس الأموال المستثمرة بالخارج.....**367**
عاشرا: استقطاب استثمارات ورؤوس أموال أجنبية.....**368**
إحدى عشر: تحقيق الدولة لأرباح ضريبية.....**368**
اثني عشر: حفظ قيمة أدوات الاستثمار (القيم المنقولة) **369**
المبحث الثاني: التجربة الجزائرية للاستثمار بالبورصة.....**370**
المطلب الأول: أولى الشركات المنضمة إلى سوق البورصة.....**370**
الفرع الأول: الشركات المجبرة على الانضمام لدى انطلاقة البورصة.....**371**
أولا: ظروف انضمام شركة سوناطراك إلى بورصة الجزائر.....**371**
ثانيا: فشل تجربة شركة رياض سطيف بسوق البورصة.....**375**
الفرع الثاني: الشركات المحافظة على ديمومة إدراجها بالبورصة.....**378**
أولا: تجربة شركة صيدال الناجحة في البورصة.....**379**
ثانيا: تجربة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.....**383**
المطلب الثاني: الشركات المتداول قيمها المنقولة حاليا.....**386**
الفرع الأول: الشركات المدرجة بالسوق الرئيسي.....**387**
أولا: تجربة شركة أليانس للتأمينات النوعية.....**387**
ثانيا: تجربة أن سي أ رويبة.....**389**
ثالثا: تجربة بيوفارم الحديثة نسبيا.....**391**

الفرع الثاني: الشركات المدرجة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....393
أولا: تجربة أ أوم أنفست كشركة وحيدة بالسوق الصغير.....393
ثانيا: الانضمام الفعلي لشركة أ أوم أنفست إلى البورصة.....394
ثالثا: الهدف من إدراج أ أوم أنفست بالسوق الصغير.....396
المبحث الثالث: عراقيل الاستثمار في النشاط البورصي.....398
المطلب الأول: العوائق المرتبطة بقواعد سوق البورصة.....399
الفرع الأول: إشكالات المجال الاقتصادي المؤثرة في سوق البورصة.....399
أولا: انخفاض حجم عامل الاستقرار السياسي في الدول الجزائرية 399
ثانيا: عدم التكامل بين قانون سوق القيم المنقولة والقوانين الاقتصادية الأخرى.....400
ثالثا: قلة أدوات الاستثمار المعروضة وعدم تجديدها.....401
رابعا: عدم قدرة الشركات العمومية الاقتصادية على وفاء متطلبات الإدراج.....403
خامسا: ضعف القاعدة الاستثمارية في مجال القيم المنقولة.....403
سادسا: عدم ملائمة النظام الجبائي المفروض على الشركات المستثمرة.....404
سابعا: انتشار السوق الموازية وركود عمل سوق البورصة المنظم.....405
الفرع الثاني: الإشكالات المحيطة بعمل سوق البورصة.....405
أولا: عدم وجود وسائل لربط سوق القيم الجزائري بالأسواق العالمية.....406
ثانيا: عدم استقلالية سلطة ضبط سوق البورصة.....407
ثالثا: ضعف آليات الرقابة داخل سوق القيم المنقولة.....407
رابعا: سيطرة البنوك على العمل التمويلي وإضعاف دور البورصة.....408
خامسا: إضعاف برامج الشراكة عام–خاص لعمل هياكل البورصة.....409
سادسا: نقائص تنظيمية على مستوى نظام عمل شركة تسيير بورصة القيم.....410
سابعا: قلة عدد صفقات القيم المنقولة في السوق.....411
المطلب الثاني: العوائق الواقعة على فئة المستثمرين بصفة خاصة.....412
الفرع الأول: العراقيل الواردة على مجال الاستثمار البورصي.....413
أولا: عدم اطمئنان المستثمرين لطبيعة التوظيف في البورصة.....413
ثانيا: ضعف جهاز الإعلام الاقتصادي المختص.....414

ثالثا: انعدام تدفق رؤوس أموال أجنبية في سوق القيم الجزائري.....**414**
رابعا: فشل نظم تسوية صفقات الاستثمار بالقيم.....**415**
خامسا: عدم استعمال نظام المعلوماتية في صفقات البورصة.....**416**
سادسا: تدني مستوى الشفافية على مستوى الصفقات الاستثمارية.....**417**
سابعا: قصور أنظمة الإفصاح المالي.....**418**
الفرع الثاني: العراقيل المؤثرة على قرار الاستثمار.....**419**
أولا: ضعف الوعي الاستثماري بين أوساط المستثمرين.....**419**
ثانيا: تخوف المستثمرين من برامج الخوصصة.....**420**
ثالثا: جهل المستثمرين بسوق البورصة كمصدر تمويلي.....**420**
رابعا: جهل المستثمرين دور شركات الوساطة المالية.....**421**
خامسا: مخاطر تقلبات أسعار القيم على المستثمرين.....**422**
سادسا: عدم كفاية الحوافز المقررة للشركات المستثمرة.....**424**
سابعا: جهل المستثمرين بعمل صناديق الاستثمار.....**425**
ثامنا: مخاطر السيولة التي يتعرض إليها المدخر المستثمر.....**426**
خلاصة الباب الثاني.....**428**
الخاتمة.....**429**
قائمة المراجع.....**435**
Résumé.....**461**
Abstract.....**462**

مقدمة

سارعت الدول الرأسمالية المتطورة بعد فشل نظام الاقتصاد الموجه إلى فسح المجال الواسع أمام اقتصاد السوق، وذلك عن طريق الاهتمام أكثر بتهيئة مناخ الأعمال الذي يمثل حجر الأساس في جل المجتمعات نظرا لدوره الفعال في ترقية النشاط الاقتصادي. تجلى هذا الأخير من خلال دفع القطاعات الحيوية التي تكوّن هذا النشاط، بدءا بالتكفل بالقطاع الخاص وفتح مجال المنافسة الحرة أمام الأعوان الاقتصاديين، مرورا بتكريس حرية الصناعة والتجارة بإرساء مبادئ الشفافية التي تضمن الحرية في ممارسة الاستثمارات، وصولا إلى توفير الموارد المالية وتحريك السيولة النقدية بفضل إدخال إصلاحات مسّت المجال المصرفي والمالي بالدرجة الأولى.

أدّى البحث عن إيجاد آليات توفر التمويل اللازم لتغطية جل مراحل النشاط الاستثماري الذي يعتمد خاصة على جذب الاستثمارات الوطنية والدولية اليه، بالإضافة إلى التوجه نحو توظيف الأموال المدخرة، استحدثت هذه الدول أسواقا مالية ضمن منظومتها المؤسساتية؛ وعلى هذا الأساس سارعت هذه الدول إلى تكريس أسواق مالية تحمل صنف النقد وصنف رؤوس الأموال ؛ ما جعلها تتمتع بالمراكز الأولى عالميا من حيث تطور اقتصاداتها بسبب امتداد أثر هذا السوق المالي على نشاطها الاقتصادي. حيث حققت الدول المتقدمة التي عرفت سوق البورصة منذ القدم أرباحا وجذبا لفئة المستثمرين بهذا السوق، أدى إلى توفير سيولة مالية لأعداد ضخمة من المشاريع الاستثمارية التي كانت تتكفل بها الخزينة العمومية. إذ نجد من بين أهم البورصات العالمية الأكثر تطورا من حيث حجم التداول: بورصة نيويورك، بورصة لندن، بورصة طوكيو، بورصة باريس...الخ.

تعتبر سوق بورصة القيم المنقولة إحدى المطالب الأساسية لتحريك الاقتصاد في جل الدول متقدمة كانت أو نامية، والتي لا تعدو إلا أن تكون مقياسا تعكس بالضرورة الحالة الاقتصادية القائمة في تلك الدول؛ فبفضل الدور الهام المسند لهذا السوق باتت تمثل حلا لاحتواء الأزمات الاقتصادية والمالية وتحقيق التمويل الضروري لخطط التنمية، كونها أهم جهاز يتكون منه السوق المالي.

ولما كانت حاجة الدول النامية إلى مثل هذه التجربة الناجحة التي تزوّدها بمصادر تمويلية لاستثماراتها، بات ولابد عليها اتباع المنهج ذاته الذي سارت عليه الدول السباقة بإنشاء أسواق للقيم المنقولة. ما جعل الدولة الجزائرية هي الأخرى تسارع نحو التوجه لإدخال إصلاحات اقتصادية وأخرى تخص تصحيح المنظومة القانونية المتعلقة بالمجال المالي والمصرفي، الأمر الذي تجلى من خلال

إصلاح العديد من القطاعات بدء بتكريس مبدأ استقلالية المؤسسات العمومية عن طريق القانون رقم88-01 ([1]).

تكملة للإصلاحات الاقتصادية التي شرعت فيها الدولة الجزائرية اهتم المشرع بالجانب المصرفي بصورة مباشرة وجاء بنصوص جديدة في هذا الإطار، حيث توجت سنة 1993 بتعديل القانون التجاري([2]) الذي سمح لشركات المساهمة بطرح القيم المنقولة إلى جانب استحداث المرسوم التشريعي10/93المتعلق ببورصة القيم المنقولة([3]). غير أنّ هذا المرسوم المنشئ لسوق البورصة كهيكل مؤسساتي سبقته مجموعة من المراسيم التنفيذية التي كانت تهدف معظمها إلى تنصيب الهياكل التي تكوّن سوق البورصة الجزائرية، بعد اعتماد حق التداول والسماح بتواجد شركات مساهمة وفقا للقانون التجاري.

توصف عملية الاستثمار بالقيم المنقولة في الوقت الراهن بأنّها الحل الأمثل لتوظيف الأموال المدخرة وتحريك اقتصاد الدول، حيث برزت هذه العملية بالتزامن مع ظهور سوق البورصة الذي تعود نشأته إلى الزمن البعيد، فقد ظهر هذا السوق إلى الوجود في ظل تنويع السلع وتزايد أهمية القيم المنقولة كجزء أساسي يمثل ثروة وطنية ودولية. وهو ما جعلها السلعة الوحيدة التي تشكّل موضوعا لصفقات الاستثمار الدائرة بين أسوار هذا السوق.

سعت الدولة الجزائرية إلى توفير شركات اقتصادية تكون المتعامل الرئيسي بسوق البورصة الجزائري من أجل مباشرة عمله فعليا كطريق تمويلي غير عادي، خاصة في ظل صعوبة وتعقيد إجراءات التمويل البنكي. فأمام تعثر الشركات عن إتمام حياتها نتيجة عدم توافرها على الضمانات المطلوبة من مسيري البنوك لحصولها على التمويل الضروري، تبرز أهمية التوجه إلى سوق القيم المنقولة للاستثمار به؛ بصفته المكان الذي يمثل مصدرا تمويليا حديثا، أين يتم طرح جزء من رؤوس أموال الشركات الاقتصادية في شكل أسهم وسندات.

لا يمكن التحدث عن بورصة في ظل الغياب التام أو شبه التام للمتعاملين فيها، إذ يتنوع هؤلاء المصدرين للقيم المنقولة المتداولة حسب الأنظمة التي تحكم نشاط البورصة ومحيط المنظومة الاقتصادية

1-القانون رقم88/01 المؤرخ في 12جانفي1988المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية العدد02 الصادر بتاريخ1988/01/13.

2-القانون رقم93-08المؤرخ في1993/5/25، الجريدة الرسمية العدد27، المعدل والمتمم للقانون التجاري الصادر بموجب الأمر رقم59/75 المؤرخ في 1975/9/26 الجريدة الرسمية العدد100 الصادر بتاريخ19ديسمبر1975.

3-المرسوم التشريعي93-10المؤرخ في1993/05/23، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد34، الصادر بتاريخ1993/05/23.

الجزائرية، فنجد أن المتعاملين في البورصة هم مصدرون للقيم المنقولة(شركات) إذا توفرت فيهم شروط منحهم هذه الصفة، ومستثمرون أفراد، إلى جانب فئات ساهرة على التوسط بينهما وتسيّر الحافظات المالية.

يستوجب توفير المتعاملين؛ الدفع بالشركات إلى ولوج عالم البورصة والقضاء على تخوفها وعزوفها، إذا توافرت سوقا ماليا منظما آمنا وحاملا للضمانات التي تحافظ على حقوق المستثمرين والمتعاملين فيها على حد السواء، فلا يتحقق هذا الهدف إلا من خلال تنظيم سيرها إضافة إلى تنظيم الرقابة عليها وهو الأمر الموكل إلى هياكل البورصة، حيث تضمنت السوق المالية الجزائرية مواكبة للصورة التي عليها الأسواق المالية المتطورة أجهزة وهياكل مكونة لها، كُلفت بعضها بالضبط والرقابة فيما كلفت الأخرى بالتسيير وحسن تنفيذ العمليات داخلها، حيث تتبع في سبيل ذلك نظاما صارما ينتج عنه التنفيذ الأمثل لصفقات القيم المنقولة عبر المراحل المطلوبة.

إنّ إدخال وسائل تمويلية جديدة على السياسة الاستثمارية والاقتصادية المعتمدة في الدولة الجزائرية، وتحسين وسائل الاستفادة منها يعجّل بالتنمية الاقتصادية الوطنية. فمن أبرز الوسائل التحفيزية لجذب المستثمرين نحو سوق البورصة هو تزويد قطاع الاستثمار بها بأكبر عدد ممكن من الضمانات والمزايا التي تغطّي حجم المخاطر التي يمكن أن تصيبهم؛ لذا سارت الدولة الجزائرية لضمان هذا الهدف بتقرير مجموعة من الضمانات، فمن أمثلتها نجد تلك الضمانات القانونية التي أخص بها المشرع الجزائري المتعاملين في هذا السوق دون سواهم بموجب الأنظمة القانونية التي تحكم البورصة، كما أنّه أقر إلى جانب هذه الضمانات ضمانات هيكلية جاءت هي الأخرى كمواكبة لما هو معمول به في البورصات العالمية، حيث أقرّ بوجود سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ووجود صناديق استثمار كهيئة تعمل على تشجيع استثمار صغار المدخرين.

إنّ توفير هذا الكم الهائل من الوسائل والأساليب التي تحقق تفعيلا لدور سوق البورصة، ينتج عنه تحقيق أهداف مزدوجة يستفيد منها سوق البورصة بدرجة أولى ويرافقه تطوير الاقتصاد كدافع وطني لأثر إنشاء البورصة، أما الهدف الثاني فينعكس على الشركات الاقتصادية والتي تتعدد أسباب انضمامها بين التمويل ورفع رأس المال ورفع شهرتها، حيث أن النمو الحقيقي للشركات والمؤسسات المستثمرة في البورصة وتطورها بالنتيجة أنه يشجع أكبر عدد من الشركات الاقتصادية للانضمام اليه وخوض التجربة.

ومما لا شك فيه بأنّ التجربة ذاتها ونظرا لأهمية الوسائل التحفيزية بسوق البورصة على المستثمرين، تشكل بيئة آمنة تعطيهم حافزا على توظيف أموالهم المدخرة، وولوج سوق البورصة رغم ما يحتويه من عراقيل تحيط به من ناحية القواعد المتبعة ومن ناحية الإشكالات التي تعيقه كونه أحد

مجالات السوق الاقتصادي. حيث تتحدّد ضآلة عدد الشركات الاقتصادية في سوق البورصة الجزائرية بموازنة كفة الضمانات القانونية والمزايا المقررة جراء الإدراج والانضمام في مقابل كفّة العراقيل المتنوعة والإشكالات التي تؤثر على المناخ الاستثماري بسوق البورصة وبالتالي على قرار المستثمرين ورفضهم توظيف أموالهم المدخرة على مستواه.

تتمثل أهمية موضوع الدراسة في عدة عناصر منها، العنصر القانوني فهو موضوع يندرج ضمن اهتمامنا وهو ما جعلنا نسعى للتعرف على الأنظمة والقواعد التي تحكم سوق البورصة منذ نشأتها ومحاولة تبيان إشكال قطاع الاستثمار بالقيم المنقولة وتنظيمه القانوني بعيدا عن الاستثمار المقرر في القانون16-09. حيث يثير هذا النوع غموضا لدى المستثمرين الراغبين في الإقبال عليه خاصة من ناحية أحكامه ومبادئه والآليات المقررة لتفعيله بما يحمله من ضمانات لتحقيق مصلحتهم ومصلحة السوق الاقتصادي. فإبراز العقد المنظم لهذا الاستثمار وكيفياته والعوائق التي يثيرها تشكل أحد المشاكل القانونية التي جعلت المستثمرين يحجمون عنه ولا يرتفع عددهم بهذا السوق.

كما أنّ العنصر العملي تمثل في التحسيس وتوسيع نطاق الاستثمار بسوق البورصة، فالعمل على جذب المستثمرين إلى سوق البورصة أحد الأدوار الهامة الذي تلعبه الدراسة؛ فهي تستهدف كل فئات المجتمع الجزائري من أجل زرع ثقافة بورصية تروّج لهذا السوق، بالإضافة إلى تنوير هياكل البورصة من خلال محاولة إعطاء لها بعض ملامح العوائق التي تسود فئة المستثمرين في سبيل انطلاقها نحو مبادرة تصحيحية تهدف بها إلى رفع هذه العراقيل ومكافحتها عمليا من أجل تقديم أفضل ما لديها لفائدة الاقتصاد الوطني.

أما العنصر الاقتصادي؛ فتظهر أهمية موضوعنا كونها تتعرض لأحد أهم المواضيع الاقتصادية المطروحة اليوم سعيا لإيجاد طرق تمويلية غير مباشرة أبرز مثال عنها نجد: البورصة باعتبارها مصدر تمويلي غير تقليدي؛ إذ تتضح أهميته في التأكيد على أهمية التوسع في هذا الموضوع ومعرفة مختلف أبعاده، بما فيها مساهمته في تنشيط الاستثمار وتمويل الشركات بعيدا عن الاعتماد على التمويل البنكي. كما تبرز أهميته من خلال أهمية سوق البورصة الجزائري ونشاط الاستثمار به من أجل تحريك الاقتصاد الوطني، إذ تشكل أحد المتغيرات المؤثرة في تطور البلدان ونموها على نحو ما تحققه هذه السوق من آثار إيجابية على القدرة الاقتصادية والصناعية والإنتاجية للشركات الاقتصادية المنضمة إليها، وكذا الانفتاح على الأسواق والمحيط الاقتصادي بزيادة شهرتها وطنيا ودوليا. بالإضافة إلى توظيف أموال المدخرين الكامنة في البنوك وخارجها وتشجيعهم على الاستثمار بالقيم المنقولة.

يرجع سبب اختيارنا لدراسة موضوع " **البورصة كآلية قانونية في الاستثمار**" لارتباطه بعدة عوامل ذاتية وموضوعية أهمها؛ الارتباط الموجود بين موضوع الدراسة وطبيعة الاختصاص " قانون الأعمال" فهو يمثل مجالا خصبا للبحث كما أنّه يقع ضمن دائرة الميول والرغبة الشخصية، بالإضافة إلى تنامي الاهتمام أكثر بسوق البورصة ومجال الاستثمار به من قبل جل الدول المتقدمة والنامية منها في الآونة الأخيرة، إذ أصبح هذا السوق يشكل أحد أهم القضايا الحديثة التي سارعت الدول إلى الاهتمام به وترقيته، نظرا لكونه أحد الحلول التي يمكنها إخراج الدولة الجزائرية من أزمتها المالية والاقتصادية.

كما أنّ العقبات والعراقيل التي تعاني منها بورصة الجزائر تجعل إشكالية تنشيطها من الضرورات التي تفرض نفسها على الساحة الاقتصادية، بمحاولة تقديم حلول كفيلة بتفعيلها بفضل إيجاد آليات تحفز نشاط الاستثمار بها، خصوصا في ظل تصنيفها في ذيل الترتيب العالمي للبورصات العالمية بعيدا عن مقارنتها بمثيلاتها من البورصات العربية.

لهذا ونظرا للأهمية البالغة لهذا الموضوع يصبو هذا البحث إلى بلوغ عدة أهداف من أجل؛ إبراز العلاقة بين البورصة كسوق ونشاط الاستثمار بها ببيان الدور الوظيفي المشترك الذي يسعى له كل من سوق البورصة والاستثمار للوصول إلى توظيف المدخرات، وترقية حجم تداول القيم المنقولة، وتطوير الاقتصاد الوطني. وذلك عن طريق تسليط الضوء على الآليات القانونية المكرسة لتسهيل السير الحسن لمعاملات الاستثمار بسوق البورصة، بتعداد النظام المتبع من طرف الهيئات المؤسساتية الساهرة على سير وضبط ومراقبة هذه الصفقات محل المعاملات الدائرة في السوق. وكذا الرغبة في تحديد نطاق أساليب تحفيز نشاط الاستثمار في سوق القيم المنقولة من جانب الضمانات القانونية والهيكلية والتسييرية، بالنظر إلى كون قطاع الاستثمار البورصي مجهول المعالم ومزاياه وتحفيزاته غير منظمة في قانون موحد كتلك التي يستفيد منها المستثمرون الخاضعون لقانون ترقية الاستثمار16-09. عن طريق توضيح الأسباب والدوافع الرئيسية والثانوية التي تشجع الشركات الاقتصادية في اختيار الاستثمار بسوق البورصة؛ فتحقيق الأهداف الخاصة والوطنية يأتي على رأسها.

وكذلك دفعتنا الحاجة إلى الرغبة في تقييم نماذج بعض تجارب الشركات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في سوق البورصة، كمثال يقتدى به ترغيبا لشركات أخرى تنشط على مستوى الساحة الاقتصادية دون التفكير بالاستثمار في هذا السوق، بالإضافة إلى إبراز الجانب الإيجابي الذي حققته الشركات المدرجة في شكل أرباح مالية. بالإضافة إلى تعداد العراقيل والعوائق التي تقف في وجه المستثمرين بسوق البورصة كجانب سلبي، لأثر دور البورصة على قطاع الاستثمار. فزيادة على الأهداف المذكورة أعلاه،

تهدف الدراسة بدرجة أولى إلى العمل على نشر ثقافة الاستثمار بالبورصة، كقطاع يشكل مصدرا حديثا لتمويل الاستثمارات ورفع شهرة الشركات.

وعلى ضوء هذه المعطيات الواردة أعلاه نجد بأنّ الدولة الجزائرية قد سارت على نهج الدول المتقدمة التي أدت أسواق البورصة بها دورا فعالا باقتصاداتها، ما جعلها تقرّ بمحاولات عديدة لتكريس مناخ أعمال مناسب للاستثمار بسوق القيم المنقولة، لذا نطرح التساؤل كالتالي: **في ظل سعي الدولة الجزائرية لتهيئة المناخ الاقتصادي المناسب للمستثمرين عبر إنشاء سوق للقيم المنقولة، هل تشكّل النصوص القانونية المُنظمة للبورصة محفّز للاستثمار فيها؟**

تطلب أمر الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والإجابة عن إشكالية الدراسة استعمال المنهجين الوصفي والتحليلي كركيزتين أساسيتين في هذا البحث، كونهما ينسجمان مع مقتضياته فهما قائمين على استقراء المواد القانونية التي تنظم نشاط سوق البورصة من خلال عرضها وتحليلها وتفكيكها وتقويمها. حيث عمدنا إلى اتباع المنهج الوصفي في إطار التعريف بالمفاهيم والتعرض إلى الأسس النظرية للبحث خاصة منها: نشأة البورصة، وهياكلها...الخ. كما اعتمدنا اتباع المنهج التحليلي الذي يقوم على التعامل مع المعلومات التي تم تجميعها باستعمال التفكير المنطقي الاستنتاجي لمحاولة الربط بين إنشاء بورصة الجزائر كجهاز تتداول فيه القيم المنقولة، ما يعود بالفائدة على المستثمرين من جهة وخلفية إنشاء البورصة كأداة فعالة لتنمية الاقتصاد الجزائري من جهة أخرى.

ومن أجل الوصول إلى الأهداف المنشودة وعلى ضوء ما تم تقديمه سابقا لمحاولة الإلمام بالموضوع والإجابة على الإشكالية أعلاه قسمت الدراسة وفق خطة ثنائية، ابتدأت بمقدمة إلى جانب بابين. حيث تناولنا **البورصة كسوق استثمارية** في **(الباب الأول)**. أما **فعالية الاستثمار في قطاع البورصة** فقد خصصنا له **(الباب الثاني)**. لننهي الدراسة محل البحث **بخاتمة**، كحوصلة لأهم النتائج المستخلصة والاقتراحات التي توصلنا إليها.

البـــاب الأول

الإطار القانونـي للاستثمار بسوق البورصة الجزائري.

الباب الأول

الإطار القانوني للاستثمار بسوق البورصة الجزائري.

عرف الناس سوق البورصة منذ وقت بعيد، إذ اشتهر بتداول عدة سلع به إلى حد أن وصل إلى التطور الذي هو عليه الآن، لتتداول به القيم المنقولة كسلعة وحيدة. ونظرا للدور الفعال الذي لعبه هذا السوق في تطوير اقتصاد الدول، صار هو المقياس الذي تعرف به الدول المتقدمة من تلك المتخلفة. وفي سبيل تحقيق المسعى ذاته–دوره الفعال–، راحت الحكومات تحاول تحفيز المستثمرين الوطنيين كانوا والأجنبيين عن طريق تكريس العديد من الحوافز والضمانات والمبادئ التي تقر في أنفسهم الأمان وتشكل لديهم الضمان المطلوب لإبداء رغبتهم بإقامة مشاريع استثمارية على أراضيها، ولعل أنسب الاستثمارات لتحقيق التمويل الذاتي لمؤسساتهم وشركاتهم هو اللجوء إلى التمويل غير التقليدي باعتماد الأسلوب الحديث المتمثل في طرح القيم المنقولة للتداول عبر البورصة.

يتجلى لمتتبعي الوضع الاقتصادي الجزائري الحاجة الملحة التي دفعت بالحكومة إلى ضرورة الاعتماد على الاستثمار بالبورصة كأحد الاستثمارات الهامة بالنسبة للاقتصاد الوطني والتي تندرج ضمن الاستراتيجية التصحيحية لهذا الوضع. حيث أنه وعلى الرغم من هذه الأهمية التي يكتسبها هذا الاستثمار في الجزائر، إلا أنّ المشرع الجزائري لم يهتم بهذا النوع من الاستثمارات حيث نجدها غير منصوص عليها في قانون ترقية الاستثمار بل جعلها منظمة بموجب نصوص تنظم النشاط البورصي، لذا عالجنا **الطبيعة الخاصة للاستثمار بسوق البورصة (الفصل الأول).**

عملت الدولة من أجل تحقيق ذلك على وضع آليات لتفعيل سير معاملات الاستثمار بالبورصة في سبيل مراعاة التخصيص الذي يمتاز به الاستثمار بالبورصة، في محاولة منها تغطية التخوف والعراقيل والتحديات التي تواجه المستثمرين في البورصة كمناخ استثماري مليء بالمخاطر والمغامرة وليس إهمالا لهذا القطاع الهام من الاستثمارات. يتم بفضل هذه الآليات المبتكرة زرع بعض الثقة والاطمئنان بين المتعاملين الاقتصاديين والمستثمرين بالسوق، تجلت هذه الآليات خصوصا في تأسيس إطار مؤسساتي يهدف إلى تحفيز المستثمرين والاقتصاد الوطني، حيث تمثل في شكل هيئات تسهر على حسن سير هذا السوق بالإضافة إلى النظام الخاص الذي تتبعه هذه الهيئات كمخطط إجرائي يعتني بتنفيذ عملية الاستثمار بالبورصة فيما بين الأشخاص المسؤولة عن ذلك، وهو الأمر الذي جعلنا ندرس **آليات تفعيل سير معاملات الاستثمار في البورصة (الفصل الثاني).**

الفصل الأول

الطبيعة الخاصة للاستثمار بسوق البورصة.

الفصل الأول

الطبيعة الخاصة للاستثمار بسوق البورصة.

يطلق لفظ الخصوصية عادة على الأشياء التي يميّزها القانون عن غيرها، فبدلا من إدراجها ضمن فئات معينة، تأخذ حيّزا وحيدا يجعلها ذات تنظيم منفرد عن البقية. إن التسمية التي اخترناها للفصل الأول من الدراسة تستوجب تمييز الاستثمار بسوق البورصة عن غيره من الاستثمارات، وذلك بتسليط الضوء على مجموعة من الخصائص التي يتمتع بها هذا النشاط، وهي تتوضح في صورة المكان الذي ينفذ فيه هذا الاستثمار، مفهومه والعقد المنظم له بالإضافة إلى أدوات هذا الاستثمار وأشخاصه.

يتم عرض السلع والخدمات عادة في السوق المخصص لها بناء على اتخاذ قرارات بين فئات تمثل البائعين وأخرى تمثل فئة المشترين من أجل تحديد أسعار وكميات هذه المواد محل البيع، تجد هذه القاعدة نظيرا لها فيما تعلق ببيع وشراء القيم المنقولة كسلعة على مستوى السوق المخصص لها، أين يلتقي عارضو القيم المنقولة كبائعين بطالبيها بصفتهم مشترين في مكان واحد يجمعهم وينظم الصفقات والعمليات التي تجرى بينهم، **خصوصية الاستثمار بالبورصة من حيث مكان التنفيذ (المبحث الأول).**

يعدّ الاستثمار بالبورصة أحد أنواع الاستثمارات المستقلة عن قانون ترقية الاستثمار استقلالية ليست مطلقة بل نسبية، وبناء على هذا القول وبالنظر إلى وجود اختلاف كبير بين الاستثمار بالبورصة والاستثمارات المنظمة بموجب قانون ترقية الاستثمار؛ وجب علينا تبيان مكانة هذا النوع بين طيّات قانون ترقية الاستثمار من أجل توضيح الفرق الوارد بينهما خاصة بمقارنته مع أنظمة البورصة، كما ولا يمكن تنفيذ هذا الاستثمار إلا بعد تبيان أدوات الاستثمار المتداولة في سوق البورصة الجزائرية باعتبارها محلا لتنفيذه، فكل هذه الأفكار سنبيّنها في **خصوصية الاستثمار بالبورصة من حيث تنظيمه القانوني (المبحث الثاني).**

بعد التطرق إلى القيم المنقولة التي تكون موضوعا للاستثمار بالبورصة ينبغي الإشارة إلى أنّ هذه الأدوات الاستثمارية تصدر عن أشخاص مخول لهم إصدارها ألا وهم: شركات المساهمة والدولة وأشخاص القانون العام. إلى جانب الفئة المساعدة لهم في اتخاذ القرار الاستثماري؛ فلا يمكن لهؤلاء المصدرين المبادرة بقبول الاستثمار بالبورصة إلا بناء على دراسات وخطط استثمارية استشرافية يكلف بها فئة المتدخلين في تنفيذ الاستثمار، **خصوصية الاستثمار بالبورصة من حيث أشخاصه (المبحث الثالث).**

المبحث الأول: خصوصية الاستثمار بالبورصة من حيث مكان التنفيذ.

لعبت بورصة القيم المنقولة دورا تمويليا وتنمويا فعالا لنجاح وتقدم اقتصادات الدول، غير أن هذه الدول لم تعرف في القديم البورصة بمفهومها الحالي كسوق استثمارية تتداول بها القيم المنقولة كسلعة وحيدة. الأمر الذي جعل هذا السوق يتشابه مع عدة أسوق منها: الأسواق العادية وأسواق النقد خاصة من حيث السلع المتداولة بها. كما أعطيت للبورصة عدة تعاريف اختلفت بحسب الدور والأهمية التي تلعبها في تطوير الاقتصاد والمناخ الاستثماري، ما جعلنا نسعى إلى **تحديد البورصة وأنماطها (المطلب الأول).**

لم يعرف مشروع إنشاء بورصة للقيم المنقولة في الجزائر تجسيدا له بأرض الواقع لعدم ملائمة محيط النظام الاقتصادي مع هذه القاعدة المؤسساتية. لكن وفي ظل التطورات التي عرفها الاقتصاد العالمي بات من الضروري على الدولة الجزائرية أن تحاول مسايرة ومواكبة موجة التفتح على الاستثمار بالقيم المنقولة وإنشاء سوق خاص لتداولها. كل هذا بقصد إعطاء دفع لاقتصادها الوطني عن طريق الاستثمار في قطاع البورصة؛ ما نجم عنه المسارعة إلى تبني إصلاحات اقتصادية تسمح بإنشاء بورصة للقيم المنقولة في الجزائر، وتجسد بذلك مطلب السلطة السياسية، فصدرت عدة قوانين تنظم هذا القطاع الفتي آنذاك يأتي على رأسها المرسوم التشريعي93-10 الذي يؤرخ لإرسائها، ثم تلته بعد ذلك عدة أنظمة وقوانين تتعلق بهذا السوق جعلتها تمر **بمراحل إنشاء سوق البورصة وبيان طبيعته (المطلب الثاني).**

المطلب الأول: تحديد البورصة وأنماطها.

قبل البدء في أي الموضوع يتوجب علينا التطرق إلى النشأة التاريخية وتطوره، لذا كان لزاما علينا الرجوع إلى تاريخ نشأة البورصة في دول العالم للعودة والوصول إلى نشأتها في الدولة الجزائرية. على اعتبار أنّ نشأة البورصة في الجزائر ما هي إلا مواكبة للمتغيرات الاقتصادية والتكنولوجية الواقعة في العالم.

لقد منح للبورصة عدة تعاريف اختلفت من دولة إلى أخرى بحسب تعدد أنماطها، فهناك من عرفها من الناحية اللغوية وردّها إلى نشأتها التاريخية، وهناك من نسبها إلى المجال الاقتصادي واهتمت حتى قوانين الدولة بتعريف هذا النوع من الأسواق. لذا توجب التطرق إلى **معنى البورصة وتمييزها عن الأنظمة المشابهة لها (الفرع الأول).**

إنّ إنشاء واستقرار هذا السوق كوسيلة تمويلية تنموية لم يأتي عبثا بل مر بمراحل تنوعت فيه البضائع والسلع المتداولة به، إذ لم تكن في السابق تتداول به القيم المنقولة كسلعة محددة بالذات. ما جعل اعتماده من طرف عديد الدول مكرس لخدمة التجار مهما تنوعت خدماتهم وسلعهم. وأمام هذا التنوع

تولّد عن اختلاف تعاريف البورصة انشقاق رأي الفقهاء مرة أخرى حول مسألة الأنواع التي أنشئت هذه السوق ما جعلنا نستعرض بعض **النماذج عن أنواع البورصات (الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: معنى البورصة وتمييزها عن الأنظمة المشابهة لها.

لم يتفق الفقهاء حول تعريف البورصة كسوق تعقد به المعاملات الاستثمارية الأمر الذي جعلهم يقدمون تعاريف متعددة ومتنوعة بسبب زاوية النظر إلى هذا السوق بالإضافة إلى الترابط الذي يجمع دلالة البورصة بنشأتها في العالم **(أولا)**، ونظرا للطبيعة المتميزة التي حظيت بها البورصة كسوق اقتضت متطلبات الدراسة تمييزها عن الأسواق المشابهة لها**(ثانيا)**.

أولا-الترابط بين دلالة البورصة ونشأتها العالمية.

لقد اختلف الفقه والمؤرخين فيما بينهم حول تاريخ نشأة البورصة، فهناك من يرجعها إلى القرن السابع عشر، عندما أنشئت بورصة أمستردام وتم طرح "أسهم الشركة العالمية للهند الشرقية" الاكتتاب العام من قبل الجمهور. وهناك من يرجع ظهورها إلى عام 550 في إيطاليا بمنطقة كجونة وفينيسيا أين كانت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة نتيجة تجارتها مع الشرق، واستدعى ذلك وجود أشخاص لقبوا بالمصرفيين، وهناك من يرجعها وينسبها إلى السيد(بورز)([1]).

لعل نقطة البداية حول تاريخ نشأة البورصة ترجع إلى القرن الرابع عشر عند قيام عائلة بلجيكية تسمى (van der burse) بممارسة التجارة بفندق تمتلكه في مدينة بروج(Bruges) ببلجيكا، إذ شهد هذا الفندق استقبال التجار ورجال الأعمال من ممثلي المصارف الإيطالية لإبرام الصفقات التجارية، وقبول الإيداعات ومنح القروض، وكان ينصح كل من يرغب في ممارسة التجارة بالتوجه إلى هذا الفندقallez) chez Burse) الذي كان يحمل شعارا عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود، حتى اشتهر باسم البورصة نسبة إلى هذه العائلة، وأصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال ومبادلة السلع المختلفة([2]).

عمل الفقهاء ومنذ ظهور سوق البورصة في العالم على محاولة إعطاء تعريف جامع مانع لها يترجم فكرة تبنيها قانونا ويبين أهمية أثرها على الاقتصاد الوطني، غير أن هذا التعريف الاقتصادي والقانوني يسبقه التعريف اللغوي للكلمة، وهو ما سنبينه في التالي:

1- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دون طبعة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية،2006، ص 22.

2- أحمد مخلوف، أحكام التعامل في البورصة المصرية-دراسة قانونية مقارنة مع البورصات العربية والعالمية، دون طبعة، مطابع دار الهلال، القاهرة،2008، ص07.

أ-عدم وجود أصل لغوي لتسمية بورصة.

كلمة بورصة ليست عربية الأصل وإنما فرنسية الأصلla bourse ، إذ أنه بالرجوع إلى المؤلفات المعتمدة في اللغة العربية لم يعثر على أصل لهذه الكلمة ([1]).

إذن هي كلمة أجنبية تعني "كيس صغير لوضع القطع النقدية"، أو هي اسم الرجل الذي كان يعقد في مجلسه صفقات النقود، وقيل: سمي بذلك لأن التجار كانوا يغدون إلى مدينة "بيرج" في بلجيكا في قصر تاجر يدعى "فان دي بورصه"، ومن ثمة أطلق اسمه على أي مكان أو اجتماع تجرى فيه العمليات التجارية ([2]).

ب-تعريف البورصة كمصطلح اقتصادي.

هناك العديد من التعاريف التي أعطيت لسوق القيم المنقولة(البورصة) ونظرت لها من الناحية الاقتصادية، من بينها أن سوق البورصة هي:

-المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي ([3]). يؤخذ على هذا التعريف الإشارة إلى سوق البورصة بأنه سوق مالي كما أنه أشار إلى المتعاملين به أنهم بائعين ومشترين وهي تسمية تقترب أكثر إلى السوق العادي لا سوق القيم المنقولة، فالأجدر تسميتهما بالمستثمرين والمصدرين.

-إنها السوق المالي الذي يتم من خلاله تداول الأوراق المالية المختلفة-تقليدية كانت أو حديثة- وفقا لقواعد ونظم قانونية محددة"([4]). يلاحظ من خلال هذا التعريف الممنوح للبورصة أنه يخلط بين سوق القيم المنقولة (سوق رأس المال) والسوق المالي، والفرق بينهما شاسع رغم أن الأولى جزء من الثانية إلا أنه يذكر تسمية السوق المالي ويعطيها تعريف البورصة أو سوق القيم المنقولة.

- سوق منظمة يتجمع فيها البائعون والمشترون في مواعيد محددة لعقد وتبادل صفقات بيع وشراء حقوق الثروة سواء كانت حقوق ملكية كالأسهم أو حقوق دين كالسندات والقروض، ويتم التوسط فيها بين الأفراد والمؤسسات الادخارية وبين المشروعات والأفراد والحكومات التي في حاجة إلى تلك الأموال،

1- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ،2009، ص09.

2- سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، دون طبعة، دار الكتب القانونية-دار شتات للنشر والبرمجيات، مصر،2010، ص11.

3- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دون طبعة، دار النهضة العربية ومطبعة جامعة القاهرة-الكتاب الجامعي،1993، ص41.

4- أحمد مخلوف، مرجع سابق، ص ص16-17.

وتعتبر البورصة حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين ([1]). اهتم هذا التعريف بعمليات بيع وشراء القيم المنقولة التي تتم بين المستثمرين والمدخرين بواسطة الوسطاء في عمليات البورصة عند انعقاد جلسات تداول رسمية بسوق البورصة المنظمة، فقد ركز على العمليات وأشخاصها أكثر من تركيزه على سوق البورصة وإمكانية التداول خارجه.

– كما عرفت بأنها" شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي". وجاء تعريفها أيضا بأنها: "المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر–بمراعاة شروط معينة–لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"([2]). اهتم هذا التعريف بالدور الاقتصادي وأهمية البورصة التنموية.

ج–التعريف القانوني.

أعطى المشرع الجزائري تعريفا قانونيا لبورصة القيم المنقولة بموجب المادة الأولى من المرسوم التشريعي93–10 المنشئ لها بأنها: "إطار لتنظيم وسير العمليات الخاصة بالقيم المنقولة الصادرة عن الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

الملاحظ أن هذا المرسوم التشريعي قد أدخلت عليه العديد من التعديلات آخرها ما ورد في قانون المالية لسنة2018 وتعلق الأمر بصلاحيات لجنة تنظيم عمليات البورصة، إلا أنّ هذه المادة التي تعرّف بورصة القيم المنقولة بقيت على حالها رغم احتوائها على نقائص عديدة منها:

–نظر المشرع الجزائري إلى سوق القيم المنقولة من زاوية الأشخاص المصدرة للقيم فحصرها وعددها، ما جعله يتناسى فئة المستثمرين لمدخراتهم في قيم هؤلاء الأشخاص المصدرة.

–على الرغم من الدور الفعال الذي لعبته بورصة القيم المنقولة في اقتصادات الدول والحاجة الملحة التي دفعت بالمشرع الجزائري إلى تتبع خطواتها إلا أن هذا الأمر لم يجعله يشير إلى هذا الدور في تعريفها.

–من خلال عدة نصوص من المرسوم 93–10 السالف ذكره أخضع المشرع الجزائري كل المتعاملين في سوق القيم المنقولة إلى قواعد قانونية صارمة يؤدي مخالفتها إلى العقاب، إلا أن المشرع لدى تعريفه أغفل الإشارة إلى خضوع المصدرين والمستثمرين وكل المتعاملين لشروط قانونية.

1– مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص11.

2 Mohamed Berrag, le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances, magister es-science de gestion, option finance, école supérieure de commerce, juillet1993, p 50.

وفي محاولة منا لإعطاء تعريف للبورصة انطلاقا مما سبق الإشارة إليه من تعريفات، نقول بأنّ سوق القيم المنقولة الجزائرية هي: مكان تلتقي فيه فئة المصدرون للقيم المنقولة مهما اختلف صنفها بفئة أخرى تدعى المستثمرون سواء كانوا أفرادا أو أشخاصا معنوية، بحيث تقدم الثانية للأولى الأموال التي تحتاجها لتأسيسها أو الزيادة في رأسمالها، فيخضع هؤلاء لشروط تفرضها عليهم سلطة ضبط السوق المالي بدءا من انضمامهم إلى غاية عقد الصفقة الاستثمارية التي تهدف إلى تحقيق الربح لكل الأطراف المتعاملة لهذا السوق. فهدف إنشاء سوق بورصة للقيم المنقولة بالجزائر جاء لتنمية الاستثمار بالقيم المنقولة وإعطاء نشاط للاقتصاد الوطني.

ثانيا: تمييز البورصة عن الأسواق المشابهة لها.

تتشابه بورصة القيم المنقولة مع أسواق عدة تتواجد داخل الدولة الجزائرية الواحدة، ما يجعل الكثير من الأفراد لا يميزون بين هذه الأسواق نظرا للتداخل الوظيفي بين هذه الأسواق وتقسيماتها على رأسها سوق النقد، فنظرا لارتباط سوق البورصة بسوق النقد بخصائص تجمع بينهما، لذا سنبرز هذا الاختلاف فيما يلي:

-الفرق بين سوق البورصة وسوق النقد.

تتشابه سوق البورصة مع سوق النقد في أنهما يجتمعان مع بعض لتكوين السوق المالية، فاعتبارهما أجزاء للسوق المالية لا ينفي اختلافهما في مجموعة من الخصائص تطغى على كليهما، نحاول بواسطة هذه الخصائص معرفة أوجه الشبه والاختلاف بذكرها في النقاط التالية:

أ-الفرق من حيث التسمية والتعريف.

يسمى **الجزء الأول** من السوق المالية سوق رأسمال (capital market) أو البورصة أو السوق المنظمة، إذ تطلق عليها هذه التسمية لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب الشركات والمؤسسات لتكوين ورفع رأس المال في مشروعاتهم المختلفة([1]).

يضم سوق البورصة بدوره من حيث التعامل سوقا أوليا وسوقا ثانويا، أما من حيث المتعاملين بها فهي تضم مستثمرين طالبين للأموال ومستثمرين للمدخرات. وتعرف سوق البورصة بأنها: المجال الذي يتم من خلاله إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل.

أما **الجزء الثاني** من السوق المالية فيسمى سوق النقد (money market) لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود بسرعة وسهولة، كما أن هذه الأصول يمكنها القيام بوظيفة أو أكثر من

1- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية،2005، ص62.

وظائف الأموال أو لمجموع الآمرين([1]). فمفهوم النقد مرتبط بفكرة السيولة وإمكانية استعمالها حيث أن التعاقد قصير الأجل يسمح باسترجاع وبسرعة السيولة ([2]).

تعرّف سوق النقد بأنها: السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل. وعرفت كذلك بأنها السوق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي المؤقت ([3]).

تضم هذه السوق من حيث المتعاملين بها، عارضون أموال يرغبون في استثمار مؤقت لأموالهم الفائضة عن احتياجهم الحالي، عن طريق شراء أدوات مالية قصيرة الأجل بقصد الاستفادة بما تتميز به هذه الأدوات وخاصة إمكانية تحويلها إلى نقد عند الحاجة بحد أدنى من الخسائر أو بدون خسائر أصلا. وفي المقابل يتواجد طالبو الأموال الذين يحتاجون إلى سيولة نقدية للوفاء بالتزاماتهم العاجلة أو تغطية عجز مؤقت فيلجؤون إلى سوق النقد للاقتراض المباشر أو بإصدار أدوات مالية قصيرة الأجل ([4]).

أما أنواع هذه السوق النقدية فهي بدورها تضم نوعين هما:

-سوق الخصم، التي يجري التعامل فيها بالأوراق التجارية السفاتج، السند لأمر...الخ) بالشراء "الخصم" والبيع، ويمثل خصم هذه الأوراق جانب الطلب عليها سواء طلب البنوك التجارية وحدها أو طلب بيوت الخصم، أما جانب عرض الأوراق التجارية فيتمثل في بيع هذه الأوراق من جانب حملتها في سوق الخصم ([5]).

-سوق القروض قصيرة الأجل، يتضمن هذا السوق جميع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون أطراف هذه السوق المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في تقديم الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى([6]).

1- عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، الوجيز في أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي "دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 1988 إلى 2013"، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية،2017، ص36.

2 Henri Guitton, économie politique, précis Dalloz, tome II, quatrième édition, paris, 1965, p27.

3- محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن،1998، ص79.

4- عبد المنعم أحمد التهامي، التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية، دون طبعة، مكتبة عين شمس، القاهرة،1990، ص37.

5- عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، المرجع سابق، ص36.

6- عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع نفسه، ص36.

ب-الفرق من حيث الوظيفة المؤداة.

كما سبق الإشارة إليه في تعريف السوقين، فليس هناك فرق بين سوق البورصة وسوق النقد من حيث الدور والوظيفة التي يؤديها كلا السوقين، فهما ينشئان من أجل تحويل الموارد المالية من وحدات اقتصادية ذات فائض (المستثمرين للمدخرات) إلى وحدات اقتصادية عاجزة ماليا (المستثمرين طالبي التمويل).

ج-الفرق من حيث الأدوات المالية المتداولة.

يعتبر سوق البورصة وسوق النقد مجالا لإصدار الأدوات المالية الاستثمارية المختلفة، إذ يتم في سوق البورصة إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل في قاعات معدة خصيصا للتداول.

وتتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق البورصة بحسب القانون التجاري والأنظمة القائمة على تنظيم سوق البورصة في الدولة ففي الجزائر سمح المشرع بتداول: الأسهم وشهادات الاستثمار وسندات الاستحقاق وسندات المساهمة وسندات الخزينة العمومية...الخ من سندات سنتطرق إليها بأكثر تفصيل في المطلب الخاص بدراسة أدوات الاستثمار ببورصة الجزائر.

أما سوق النقد فيتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية ذات الأجل القصير، كما أن مكان تداول هذه الأوراق غير محدد، حيث يتم خارج البورصة من خلال مكاتب السماسرة المتخصصين أو البنوك التجارية إما بالالتقاء المباشر وإما بواسطة وسائل الاتصال كالهاتف والتلكس وغيرها([1]). أما عن نوع الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد فنجد أنها تتمثل في الأوراق التجارية([2]) بمختلف أنواعها المذكورة في القانون التجاري الجزائري كالشيك والسند لأمر والسفتجة...الخ([3]).

1- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دون طبعة، منشأة المعارف، الإسكندرية،1995، ص52.

2- هي صكوك تمثل نقودا وتقوم مقامها في وفاء الديون بسبب سهولة تداولها، فهي واجبة الدفع في وقت معين ويغلب على استعمال هذه الأوراق في محيط التجارة وتسميتها بالأوراق التجارية جاءت بغرض لتمييزها عن القيم المنقولة (الأوراق المالية) / شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سورية،2002، ص29.

3- هناك فرق بين القيم المنقولة والأوراق النقدية والأوراق التجارية، فالأولى سنشرحها على أكمل وجه في المطلب الخاص بأدوات الاستثمار ببورصة الجزائر، أما الثانية فهي ترد على مبلغ نقدي وقابلة للتداول كما أنها تصدر عن البنك المركزي بأوراق متسلسلة ومجملة، وتسلم بطريق المناولة دون وسطاء وتتميز بإلزامية التعامل بها على عكس الأولى التي يبقى اختياريا التعامل بها. في حين أن الأوراق التجارية هي صكوك مكتوبة تتعلق بحق مالي صادرة عن أشخاص طبيعية كانت معنوية، فتخضع لبيانات الزامية لصحتها مثل القيم المنقولة، والأوراق التجارية أداة للوفاء النقدي قابلة للتداول بين التجار

د-الفرق من حيث أجل الاستحقاق.

يتم التعامل في سوق النقد بالأدوات المالية ذات الأجل القصير أي التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، أما في سوق البورصة (سوق رأس المال) فيتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة.

هـ-الفرق من حيث طبيعة المؤسسات العاملة بها.

تكلّف شركات الوساطة المالية والمؤسسات المالية والبنوك وصناديق الاستثمار بالتفاوض وتسيير المحافظ المالية للمستثمرين في سوق البورصة، بينما أسندت هذه المهمة في سوق النقد إلى البنك المركزي والوكلاء المتخصصين في بعض الأوراق المالية قصيرة الأجل.

و-الفرق من حيث القانون المطبق عليها.

اهتم المشرع الجزائري بتنظيم قطاع البورصة كسوق استثماري من خلال الأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعد مصادقة وزارة المالية عليها بموجب قرار أي لها تقنينات خاصة بها، غير أن سوق النقد يخضع هو الآخر لقانون خاص به وهو قانون النقد والقرض.

الفرع الثاني: نماذج من أنواع البورصة.

لقد عرفت البورصة في القديم أنواعا عديدة قبل الوصول إلى ما هي عليه الآن، فقد تداول بها العديد من السلع والبضائع قبل الوصول إلى سلعة القيم المنقولة كأدوات استثمارية بها، ونتيجة لهذا الاختلاف قسم الفقه أنواع البورصة بالنظر إلى المنتوجات المتداولة، التعامل الجغرافي، الاعتراف الحكومي...الخ من اعتبارات استندوا إليها من أهمها ما يلي:

أولا-من حيث المنتجات المتداولة في البورصة.

وفقا لهذا الأساس يمكننا تقسيم أنواع البورصات بالنظر إلى المنتجات والسلع المتداولة فيها بحسب التقسيم التالي:

=دون حاجة إلى وسطاء بينهم ولا يحدها مكان من حيث التداول/ ريمة بلجودي، النظام القانوني لتداول الأوراق المالية بالبورصة، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية،2016، ص ص31-32-33.

-بورصة البضائع

تسمى أيضا البورصة التجارية نظرا للمنتجات والسلع التي تتداول بها، حيث يجري التعامل فيها على منتجات ذات قيمة عالمية كالحديد والنحاس والبترول والقطن والقمح والسكر وهي سوق منظمة ([1]) فبموجب هذه البورصة يعاين المشتري التاجر عيّنة من السلعة المتفق عليها من حيث الجودة والنوع، حيث يتم دفع الثمن في هذه البورصة مجزئا ويكون إتمامه عند التسليم، كما قد يكون الثمن كله مؤجلا إلى ما بعد التسليم بسعر بات أو بسعر معلق على السوق في فترة محددة ([2]).

-بورصة العملات.

تسمى كذلك بورصة الفوركس أي سوق العملات الأجنبية أو البورصة العالمية للنقود الأجنبية، حيث تتم المضاربة على العملات الأجنبية التي تحوز على الحصة الأساسية من العملات في سوق الفوركس، فهو سوق ليس له مكان محدد مثل بورصة القيم المنقولة، بل يتم التعامل والمضاربة عن طريق الأنترنت. حيث يتم الاتصال بالبنوك وشركات الوساطة عن طريق شبكة الأنترنت ([3]).

-بورصة المعادن النفيسة.

يتضح من تسمية هذه المجموعة بأن السلع والمنتوجات المتداولة بها هي المعادن النفيسة، فيتبادل البائعون والمشترون كل المعادن ذات القيمة العالية بما فيها من ذهب وفضة وبلاتين وغيرها ([4]).

-بورصة القيم المنقولة (الأسهم والسندات).

وهي السائدة والشائعة حاليا وتمثل جزءا من السوق المالي في العالم، وهي المكان الذي تحدث فيه المعاملات على الأسهم والسندات والذهب والعملات الصعبة عن طريق الوسطاء ولكل بورصة مؤشر خاص بها تقاس به معاملاتها ([5]).

1- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية "رؤية شرعية في ظل الفقه الإسلامي"، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،2006، ص41.

2- أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص27.

3- رابح حريزي، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دون طبعة، دار بلقيس للنشر، درا البيضاء الجزائر،2015، ص75.

4- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الطبعة الثانية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،2012، ص155.

5- البورصة، إضاءات، نشرة توعوية صادرة عن معهد الدراسات المصرفية، العدد الخامس، يوليو2010، دولة الكويت، ص04.

ثانيا–من حيث المدى الزمني لبيع القيم المنقولة.

نتيجة للاختلاف المسجل أعلاه في السلع اختلفت كيفية تنفيذ عقد بيعها بين ما هو عاجل وآجل ومستقبلي وهذا نسبة للعمليات التي ينفذ بواسطتها الاستثمار. فوفقا لهذا المعيار يتم تصنيف البورصات إلى نوعين هما:

أ–بورصات عقود عاجلة.

هي الأسواق التي تنفذ بها إجراءات عمليات البيع والشراء للأوراق المالية بالوقت الحاضر فوريا دون تأجيل، فيتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فورا ([1]).

فهذه العمليات توصف بالفورية نظرا لتنفيذها في الحال وذلك بأن يلتزم المتعاقدون بتنفيذ عقودهما في الحال فيسلم البائع القيم المنقولة ويسلم المشتري ثمنها في الحال([2]).

ب–بورصات عقود آجلة.

في هذه البورصات وعلى عكس الأولى، يتم انعقاد صفقات بيع وشراء القيم المنقولة لكن بدون تسليم أو استلام لا للمنتجات أو الأثمان بل تتم مضاربة على السعر فقط. فيمكن تعريف المعاملات الآجلة بأنها عمليات تنعقد في الحال بين البائع والمشتري على نوع الأوراق المباعة وثمنها، ولكن تنفيذ العقد بتسليم الثمن وتسليم الأوراق المالية يكون في تاريخ لاحق يسمى بيوم التصفية أو يوم التسوية ([3]).

ج–بورصات عقود مستقبلية.

تعرّف العقود المبرمة في هذا النوع من البورصات بأنّها عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين، وقد يكون سلعة أو ورقة مالية بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل. وتعود نشأة أسواق البورصات المستقبلية إلى عام1971 عندما بدأت بورصة شيكاغو بتنفيذ عقود مستقبلية على العملات الأجنبية([4]).

1– سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، دراسة مكملة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة،2010 ص20.

2 Reni Rodiére-,Roger Houin, droit commercial « acte commerce et commerçants » banque et bourse, sixième édition-DALLOZ 1970, p364.

3– بهية هوادف، انعكاس انضمام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الجزائر بن يوسف بن خدة،2015/2014، ص183.

4– عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص ص39–40.

ثالثا–من حيث مدى التعامل الجغرافي.

تم تقسيم البورصة بحسب التعاملات التي تتم داخل أسوارها بالنظر إلى مكان إجرائها إقليميا، إذ تضم نوعين أساسين هما:

أ– بورصات تعمل على المستوى المحلي.

وهي البورصة التي لا تمتد معاملاتها دوليا، وهي تتواجد عادة في اقتصاديات الدول المتخلفة وتكون محدودة النشاط([1]).

ب– بورصات تعمل على المستوى الدولي.

وهي البورصة التي تمتد معاملاتها إلى دول مختلفة، وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم([2]). وهناك مفهوم آخر للسوق الدولية، حيث يقصد بها تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء وبيعا في الأوراق المالية التي تصدرها شركات وهيئات محلية([3]).

رابعا–من حيث الرقابة والاعتراف الحكومي.

إنّ اعتراف حكومة الدولة بسوق البورصة صنع الفرق في نوعها بين ما إذا كانت بورصة رسمية أو غير رسمية، وعلى هذا الأساس يمكن تصنيفها إلى نوعين هما:

أ–بورصة رسمية.

هي بورصات منشأة وفقا للقوانين والقواعد وتمارس فيها المعاملات في إطار قواعد ونظم محددة تحت رقابة حكومية ([4]). حيث تعمل الدولة على سن قوانين وأنظمة وسياسات تنظم التعامل بها.

وتسمى أيضا أسواق منظمة لأنّ لها مكانا محددا يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق ([5])، وتدار هذه السوق من خلال لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتحت رقابة وزارة المالية.

1– رابح حريزي، مرجع سابق، ص79.

2– أحمد محسن الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، دار ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر،1999، ، ص25.

3– رابح حريزي، المرجع نفسه، ص80.

4– شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص39.

5– نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة مكملة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة،2007، ص24.

ب-بورصات غير رسمية.

تسمى كذلك بالسوق غير المنظمة بسبب أنّ التعامل بها لا يتم وفق قوانين وسياسات السوق المنظمة وتعليمات هيئاتها، فليس لها مكان محدد يتم تداول الأوراق المالية فيه، وتتعامل السوق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة وعلى الأخص السندات وتعاملها في الأسهم على نطاق ضيق. تسمى تعاملات هذا السوق معاملات على المنضدة، تجرى خارج البورصة وتتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء هذه المعاملات ([1]).

تقسم هذه البورصات غير الرسمية بدورها إلى نوعين هما:

-**السوق الثالث:** يعتبر هذا السوق جزءا من السوق غير الرسمية وغير المنظمة، إذ يتعامل به السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، فيقدمون خدمات التعامل في القيم المنقولة للمؤسسات الاستثمارية، وأهم ما يتميز به هذا السوق أن معاملاته صغيرة التكلفة وسريعة التنفيذ ([2]).

-**السوق الرابع:** هي جزء من سوق البورصة غير الرسمية، يتم بها التعامل مباشرة بين الشركات الكبيرة المصدرة للقيم المنقولة وبين المستثمرين الأغنياء دون الحاجة إلى سماسرة ووسطاء الأوراق المالية. يتصف التعامل في هذا السوق بالسرعة وبساطة التكلفة نظرا لإجرائه عبر شبكة اتصالات إلكترونية وتليفونية ([3]).

ج-بورصات احتكارية.

تحتكر هذه الأسواق وزارة الخزانة أو البنك المركزي في دول معنية، فيكون الاحتكار مرتكزا على التعامل في أنواع معيّنة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة ([4]).

تتجسد هذه السوق الاحتكارية في سوق البورصة الجزائري، السوق المخصص لكتل الدين إذ تحتكرها الدولة دون المستثمرين الآخرين، فتصدر الخزينة العمومية دون سواها كتل الدين لفئة معينة من المستثمرين.

1- شعبان محمد إسلام البرواري (بتصرف)، مرجع سابق، ص25.

2- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية،2000، ص24.

3- صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص24.

4- نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص26.

خامسا–من حيث موضوع العمل.

قسمت البورصة من حيث إصدار وتداول القيم المنقولة فيها إلى نوعين هما:

أ–السوق الأولية Primary Market

تسمى أيضا سوق الإصدار، فهي تلك السوق التي تطرح فيها الورقة المالية لأول مرة فور صدورها من الجهة المصدرة ([1])، أو هي السوق الذي تانشاءه مؤسسة متخصصة، تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقا مالية، قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية بغرض الحصول على التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية ([2]).

بفضل هذه السوق يتم تجميع رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة عن طريق إصدار سندات رأسمال، كما تستطيع الحكومة بفضل السوق ذاته الاقتراض من الجمهور المدخر للحصول على ما تحتاجه من أموال.

يتم التعاقد من خلال هذا السوق بين الشركة ومشتري الورقة على عكس السوق الثانوية أو سوق التداول أين يتم التعاقد بين مشتري الورقة من السوق الأولية وبين المشتري الجديد، فيصبح المشتري الجديد هو دائن الشركة(المقرض) في حالة بيع سند دين ([3]).

ب–السوق الثانوية Secondary Market.

هي السوق الذي يتم فيه إعادة بيع وتداول القيم المنقولة التي سبق إصدارها في السوق الأولية. حيث تمنح هذه السوق حق الخيار أمام المستثمر حيث يمكنه بيع القيم المنقولة التي يحملها في أي وقت شاء للتوجه نحو شركة قيمها أكثر ربحية ([4]).

كما توفر هذه السوق للشركة المستثمرة فوائد معنوية لا مادية مالية مثلما هو عليه الحال في السوق الأولية، فتسمح السوق الثانوية من الإعلان الدائم عن الشركة مما يكسبها شهرة تؤثر على حجم مبيعاتها، بالإضافة إلى أنها تعرّف المستثمرين بالمركز المالي للشركة من خلال الاطلاع على أسعار

1– ذكرى محمد عبد الرزاق، التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الأوراق المالية "دراسة مقارنة في أنظمة المملكة العربية السعودية مصر–فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية،2015، ص26.

2– منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص84.

3– مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص69.

4– هدى محمد رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، دون طبعة، مكتبة عين شمس، القاهرة،1998، ص51.

قيمها المنقولة المصدرة. مما يشجع المستثمرين على شراء إصداراتها الجديدة من قيم عندما ترغب في زيادة رأسمالها ([1]).

والواضح من نوعين السوق الذي تضمه البورصة، أنّ هناك علاقة وطيدة بين السوقين (الأولية والثانوية)، فلا وجود للسوق الثانوية بدون وجود السوق الأولية، كما أنه نجاح لا نجاح للسوق الأولية بدون وجود السوق الثانوية ([2]). كما قيل هنا بأنّ السوق الأولية هي سوق الاستثمار الحقيقي بينما السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي لا الاستثمار الحقيقي ([3]).

المطلب الثاني: مراحل إنشاء سوق بورصة بالجزائر وطبيعتها القانونية.

لا يرجع إنشاء بورصة الجزائر إلى وقت بعيد مثل البورصة المصرية التي تعد واحدة من أقدم البورصات المالية في العالم ([4])، إذ عرف تأسيس سوق للقيم المنقولة في الجزائر كغيرها من بلدان العالم المرور بفترات تاريخية تمخضت عن أسباب ودوافع أدت بالسلطة السياسية إلى الاتجاه نحو إنشاء سوق بورصة. حيث مرت عملية إنشاء هذا السوق في الجزائر بحقبة تاريخية تشكلت من مراحل وجب التمعن فيها جيّدا.

لم تكن مراحل النشأة وليدة الصدفة بل هي نابعة عن قرارات حكومية وتنظيمات سيادية وقطاعية بقصد ضبط كيان السوق المالي، اختلفت وظائفها حسب الغاية المرجو منها تحقيقها عند اتخاذ قرار إنشائها. رافق قرار الإنشاء هذا وجوب ضمان حسن سير سوق الأوراق المالية بواسطة إصدار أنظمة وقوانين تؤسس تنظيمه الهيكلي، حيث جعل المشرع الجزائري البورصة مثل غيرها من بورصات العالم تشتمل على هياكل تسهر على حسن سير سوق القيم المنقولة إلى جانب حماية المدخرين المستثمرين فيها.

نسعى من خلال فروع هذا المطلب للوصول إلى الهدف من إنشاء بورصة في الجزائر عبر التعريف بمراحل إنشائها وإبراز أسباب اتخاذ قرار إنشاء بورصة في الجزائر بالمسارعة في السعي إلى تنصيب هذه المؤسسة تحت عنوان: **التأصيل القانوني لفكرة البورصة في الجزائر (الفرع الأول)**، غير أنّ

1- سمير رضوان عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية (دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية)، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة،1996، ص44-45.

2- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص77.

3-أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، دون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،1998، ص22.

4- إذ تأسست بورصة الإسكندرية عام1883 ثم بورصة القاهرة في تاريخ لاحق من عام 1903، وقد شمل التداول في البورصة الأخيرة الأوراق المالية والبضائع إلى أن استقرت على تداول الأوراق المالية بها فقط اعتبارا من عام 1904/ عن

هذا التنصيب الذي تولد عن مجموعة من الأنظمة التي تحكم سوق البورصة جعله يحمل قالبا ذو خصائص، لذا نتطرق إلى **الطبيعة القانونية لسوق الجزائر (الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: التأصيل القانوني لفكرة البورصة في الجزائر.

بعد أن أبرزنا كيفية ظهور البورصة في العالم فيما سبق، ولأنّ دراستنا منصبة على البورصة الجزائرية باعتبارها دولة جنسية الباحث، كان يجب علينا التعريج إلى مسألة أصولها التاريخية. تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر في إطار إصلاحات اقتصادية، فلم يأت إنشاء البورصة في الجزائر صدفة، إذ مرت هذه العملية بعدة مراحل إلى أن أصبحت بما هي عليه حاليا، ففي ظل الظروف التي كانت تعيشها الجزائر لم يكن أبدا من السهل التفكير في إنشاء مثل هذه المؤسسة في تلك الفترة، فما هي المراحل التي أدت إلى إنشائها(**أولا**) وماهي الدوافع التي أدت إلى إنشائها(**ثانيا**).

أولا–مراحل إرساء أرضية قانونية للبورصة في الجزائر.

يتعلق سبب تأخر ظهور مؤسسة البورصة في الجزائر بطبيعة النظام الاقتصادي المتبنى آنذاك، حيث كانت الدولة الجزائرية هي المتحكمة في تسيير الاقتصاد نظرا للنظام الاشتراكي القائم على عدم منح الحرية في السوق للأفراد. إذ أن ظهورها يعود إلى فترة قريبة ليست بالبعيدة أي سنوات التسعينات.

لقد مر تنصيب البورصة في الجزائر بمراحل مختلفة عرفت فيها الجزائر إصلاحات اقتصادية أهمها الانفتاح على اقتصاد السوق الخارجية وكذلك إصدار مراسيم تشريعية وقوانين من أجل خوصصة المؤسسات العامة لترويج الاقتصاد الوطني وتطوير نظام التبادل التجاري داخليا وخارجيا([1]).

إنّ فكرة إنشاء بورصة الجزائر كانت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة1987 والتي دخلت حيز التطبيق سنة1988، وفي نفس الوقت صدرت عدة قوانين اقتصادية حول استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق الادخار والمساهمة، وكذلك عن رأس المال المؤسسات المحدد للمؤسسات العمومية ذات الطابع الاجتماعي الذي يحول حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع بين صناديق المساهمة.

وبذلك تحولت الشركات العامة التي تسير حسب أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين سنة 1988، وعليه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة من دون إنشاء سوق مالية لتتبادل فيها هذه الأسهم. لقد مرت بورصة الجزائر خلال نشأتها بالمراحل التالية([2]):

1– بورصة الجزائر، مطبوعة مقدمة من طرف شركة إدراة بورصة القيم، بدون سنة النشر، ص05.

2– وهيبة بن سعدي، دور الوساطة المالية في تطوير البورصة الجزائرية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية الاقتصادية والسياسية، كلية الحقوق، بن عكنون، العدد01، مارس2015، ص311.

حيث بدأ التحضير فعليا لإنشائها ابتداء من سنة 1990 ومنذ ذلك الوقت مرت بمراحل إلى غاية الوقت الحالي. وهذه المراحل تتمثل في:

-المرحلة التمهيدية أو التقريرية(1990-1992).

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وبهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسة العمومية فقط. كما أوضح المرسوم رقم90-102 المؤرخ بتاريخ 27مارس1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى. وفي أكتوبر من السنة نفسها، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة" شركة القيم المتداولة"، وبتاريخ 09 نوفمبر قامت صناديق المساهمة الثمانية بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر بمبلغ320000 دج ([1])، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة ([2]).

ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن" هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوافر لديها جميع الإمكانات للرقي والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها. ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00دج كما غيّر اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية ([3]). وبالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا أنّ البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرة في هذه المرحلة، حيث

1- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،1999، ص369.

2- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل1993 المعدل والمتمم للأمر 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر1975 المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية العدد27، الصادر بتاريخ25 افريل1993.

3- نسيمة لعبادي، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد-دراسة حالة الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2005، ص113.

اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد ([1]). وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية ([2]):

-المرسوم التنفيذي رقم 169الصادر في21ماي1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأوراق المالية.

-المرسوم التنفيذي رقم91-170 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركة الأموال.

-المرسوم التنفيذي رقم91-171 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث أوكلت لها مهام تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية وتعبئة الادخار وكيفية ممارسة الرقابة على السوق.

-المرحلة الابتدائية(1993-1996).

تميّزت هذه المرحلة باتخاذ عدة تعديلات وتغييرات على مستوى القوانين، من بينها تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منع قانون88-04 المؤرخ بتاريخ12 جانفي1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم93-08 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة([3])، أما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000 دج إلى:

-500.0000دج في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

-100.0000دج عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

1- فضيلة زواوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر-دراسة حالة مؤسسة سونلغاز-مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس،2009/2008، ص115.

2- وهيبة بن سعدي، مرجع سابق، ص311.

3- أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، العدد11، جوان1999، جامعة قسنطينة ص38.

والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب ([1]). كما تم وضع القانون الأساسي التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى والمرسوم التشريعي رقم10/93 المؤرخ في 23ماي1993([2]) الخاص ببورصة القيم المنقولة والذي نظم الخطوط العريضة لسيرها ([3])، وجعل مقرها كهيكل في مدينة الجزائر. غير أن هذا الهيكل مقسم إلى هيئتين رئيسيتين هما:

-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse(COSOB)

-شركة تسيير بورصة القيم ([4])، تسهر على تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة([5]).Société de gestion de la bourse des valeurs mobile(SGBV)

وبالرغم من تنصيب سوق البورصة الجزائرية كهيكل للاستثمار به؛ إلا أنه لم تشتغل بالمرة حيث اعترض انطلاقها جملة من الصعوبات عرقلت انضمام الشركات إليها وتداول القيم المنقولة بها.

-مرحلة الانطلاق الفعلي (من 1996 إلى يومنا الحالي).

مع نهاية سنة1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة، كما أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة([6]).

وفي هذه المرحلة ذاتها اكتمل تشكيل أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في فيفري 1996 إلى جانب شركة تسيير القيم مع تحديد مخطط كل منهما وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

1- فضيلة زواوي، المرجع نفسه، ص116.

2- قضت الفقرة الأولى من المادة الأولى المرسوم التشريعي رقم93-10 بإنشاء بورصة وذلك المقصود من جملة: تؤسس بورصة للقيم المنقولة.

3- وهيبة بن سعدي، مرجع سابق، ص312.

4- نتيجة عدم الاستقرار القانوني ولأنّ هيكل البورصة جديد نسبيا على الأوضاع الاقتصادية الجزائرية، لاحظنا وجود خلط في تسمية الهيكل الثاني للبورصة أي "شركة تسيير بورصة القيم" كما ذكرها المشرع الجزائري في المادة03 من المرسوم أعلاه، ثم يتراجع عن هذه التسمية ليطلق عليها تسمية "شركة إدارة بورصة القيم المنقولة". إذ كان من الأجدر التوحيد في التسمية وهو ما جسده من خلال تعديله للمرسوم 93-10 بموجب القانون03-04 في العديد من مواده07 و08 التي اعتمدت التسمية الأولى أي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

5- عدد المشرع الجزائري الهياكل المشكلة لبورصة الجزائر بموجب المادة03 من المرسوم التشريعي93-10.

6- هذا الأمر كان في الماضي أما حالية فتتواجد سوق البورصة في أعرق شارع بالجزائر العاصمة ألا وهو شارع عميروش، وهو هيكل مستقل بذاته.

ومع بداية سنة1997 تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي ([1]).

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة البورصة طوال سنة1997 على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية سنة1997. وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ02 جانفي1998 متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يدشن سوق الرأسمال في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية. ونشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا وهي:

-شركة الرياض سطيف التي فتحت رأسمالها الاجتماعي بنسبة20%.

-مجمع صيدال التي رفع رأسمالها الاجتماعي هي الأخرى بنسبة20%.

-فندق الأوراسي التي رفع رأسمالها الاجتماعي بنسبة20%([2]).

والجدير بالذكر بأن التدشين الفعلي لبورصة الجزائر لم يكن إلا يوم الأربعاء28 جويلية1999 باعتبارها مؤسسة جديدة مدعمة لسوق رؤوس الأموال، وقد أشرف على هذا التدشين رئيس مجلس الحكومة وسفراء الولايات المتحدة الأمريكية، كندا وفرنسا. وقد أعرب مدير شركة إدارة بورصة القيم آنذاك عن تجهيز كل ما من شأنه العمل على سير عمليات البورصة بداية من الإطار القانوني والمتمثل في صدور المرسوم التشريعي المنشئ لها، إلى تنصيب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تنظر في دخول الشركات إلى البورصة إلى تدشين البورصة والذي يعتبر دخولا للمرحلة الفعلية وقد حدد يوم الاثنين كيوم لتداول السندات المسجلة في البورصة ([3]). كما أنه وفي سنة2003 تدعمت سوق البورصة الجزائرية بهيكل جديد بموجب تعديل المرسوم التشريعي93-10 بالقانون03-04 سمي المؤتمن المركزي على السندات.

1- فضيلة زواوي، مرجع سابق، ص116.

2- فضيلة زواوي، مرجع نفسه، ص117.

3- عائشة بوخلخال، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيق، بحث مقدم لنيل شهادة الماجستير، معهد الحقوق والعلوم الإدارية بن عكنون، 2002/2001، ص26.

ثانيا-أسباب إنشاء بورصة في الجزائر.

المتمعن لعنوان النقطة الأولى المتعلقة بمراحل إنشاء البورصة في الجزائر والتفاصيل المذكورة في كل مرحلة يلمس بأن معظمها أشارت إلى الأسباب والدوافع التي أدت بالمشرع الجزائري يعمد إلى إنشاء سوق للقيم المنقولة على غرار باقي الدول المتطورة والنامية.

لكن مقتضيات الدراسة فرضت علينا تخصيص لهذه الأسباب حيّز يسمح لنا بشرح هذه الدوافع والتعمق فيها، بالنظر إلى الدور الفعال الذي يلعبه هذا السوق على جميع المستويات الاقتصادية، الاستثمارية، الاجتماعية...الخ. ولأجل هذا سنفصل في بعض هذه الدوافع المذكورة على سبيل المثال كالتالي:

-الحاجة الملحة إلى سوق يحقق الربح.

يطمح الإنسان بطبيعته في إطار أي عمل يقوم به إلى تحقيق الربح وزيادة أمواله، وهذا ما يعد السبب الرئيسي الذي دفع الدولة الجزائرية إلى التفكير في إنشاء بورصة أو سوق للقيم المنقولة مثل بقية الدول. فلما اعتبرت سوق البورصة احدى الموارد المالية الهامة وإحدى الوسائل التي توفر تجميعا للمدخرات الوطنية؛ مما يضفي تنشيطا للسوق الاقتصادي ويمد الشركات بالتمويلات الضرورية لتحقيق التنافسية بين المتعاملين. كان على المشرع الجزائري المسارعة إلى التفكير في إنشاء مثل هذا السوق الذي يمثل وسيلة للتمويل الحديث بعيدا عن تعقيدات الإجراءات البنكية الخاصة بمنح القروض.

فالأكيد أن التجسيد القانوني والتشريعي ينبع من رغبة الشعب تلبية لحاجياته، فالأفراد والشركات يرغبون دائما بالاستثمار في الأنشطة التي تحقق أرباحا مرتفعة نسبيا والتي تبعث بنوع من الطمأنينة. فلا يمكن مثلا للشركات اتخاذ قرار الاستثمار بالبورصة لتوسيع الطاقات الإنتاجية، إذا لم تتوفر لديها الأموال الضرورية ورؤوس الأموال لتغطية نفقات الإنتاج.

حيث تقف الشركات والدولة عاجزة في الكثير من الأحيان عن تغطية النقص التمويلي الذي تحتاجه مشاريعها، فالحاجة الملحة لسوق يجمع الادخار المستثمر من الجهور ويوجهه نحو الشركات العاجزة أدى إلى وجوب اللجوء إلى سوق البورصة وإنشائها كمطلب متعلق بالأفراد والدولة. ما ينجم عنه الاستقلالية عن الخزينة العمومية بتوفير تمويل للشركات ومشاريعها الاستثمارية.

-مواكبة التطورات العالمية بإدخال إصلاحات اقتصادية.

نتيجة ظهور بورصة في الكثير من دول العالم استوجب الأمر من المشرع الجزائري القيام بمجموعة من الإصلاحات الاقتصادية بما يتلاءم مع التطورات العالمية ويواكبها. وفي سبيل إرساء أرضية صلبة

للسوق المالية في الدولة الجزائرية، وفي إطار تغيير السياسة الاقتصادية المبنية على التفتح الاقتصادي، اتجهت الجزائر على غرار بقية الدول في الآونة الأخيرة نحو تبني مفاهيم النظام الرأسمالي، فقام المشرع باستحداث المرسوم التشريعي10/93المؤرخ في1993/5/23المتعلق ببورصة القيم المنقولة. حيث يعتبر هذا المرسوم هو أوّل خطوة تشريعية تم بموجبها إنشاء البورصة في الجزائر، والتّي تعدّ سوقا للأوراق المالية يتم فيها مفاوضة القيم المنقولة كالأسهم والسندات، فهي بذلك تعتبر مقرا لتجميع الأموال وتوجيهها إلى مختلف الأنشطة الاقتصادية ومجالات الاستثمار التي تحتاج إلى رؤوس أموال وذلك بغية تطوير الاقتصاد الوطني وإنعاش البورصة وتطوير العمل بها في ظل الانفتاح الاقتصادي التنويع الاستثماري.

-تنازل الدولة عن ضبط المجال الاقتصادي لسلطات إدارية.

إثر تبني الدولة الجزائرية مقومات النظام الرأسمالي وانفتاحها على اقتصاد السوق، قامت الدولة بالانسحاب من احتكار المجال الاقتصادي وتنظيمه. أدى هذا الأمر بها إلى تنصيب هيئات وسلطات كلفت بمهام الدولة نيابة عنها. حيث "تكفلت الدولة في الماضي حصريا بتنظيم السوق المالية، غير أنه و بعد عجزها في تحقيق ذلك ونظرا لدقة وتعقيد نشاط هذا السوق وحاجتها لكفاءات وتخصص لا تمتلكها السلطة التشريعية ولا الإدارة التقليدية التي واجهت أكبر تحدي حينما حاولت تسيير الأسواق المالية، دعت الضرورة تفويض سلطة تنظيم السوق المالية إلى المهنيين الذّين لطالما فرضوا وجودهم بقوّة في الساحة المالية"([1]) نذكر على رأسهم الهيئة المنصوص عليها في المادة03 من المرسوم التشريعي93-10 المسماة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي عرفت لاحقا بسلطة ضبط السوق المالية.

ففي هذا الإطار نصبت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لضبط سوق القيم المنقولة، فهي تعتبر أعلى هيكل في بورصة الجزائر. ولم يأتي تنصيب سوق للقيم المنقولة إلا استجابة لمتطلبات المرحلة الإصلاحية للسوق الاقتصادي بما فيها تخلي الدولة عن دورها الاحتكاري في ضبط السوق الاقتصادي للجنة تنظيم عمليات البورصة كهيئة ضابطة لسوق القيم المنقولة.

-مطلب للتوجه نحو التمويل الحديث.

يعد إنشاء بورصة في الجزائر احدى المتطلبات الحتمية لاتجاه الدولة الجزائرية نحو الاعتماد على التمويل الحديث، وهو الذي يقتضي توقف الدولة عن تمويل المشاريع التي تترأسها الشركات والمؤسسات الوطنية سواء عن طريق منحها مساعدات تدعيمية بموجب أموال خزينة العمومية أو عن طريق قروض بنكية. فقد كانت جل هذه المؤسسات الاقتصادية تعتمد على طرق التمويل التقليدية أي عن طريق البنوك،

1- نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، ص19.

التي طالما فرضت إجراءات وضمانات تعجز في كثير من الأحيان الشركات عن توفيرها وتسديد هذه القروض في الآجال المحددة.

أمام هذا الوضع، لم تعد هذه الطرق التمويلية تفي بالغرض المنشود منها، ما جعلها تتميز بمكانة ضيقة، وهو الأمر الذي أدى بالدولة الجزائرية إلى ضرورة التكيّف مع هذه المعطيات الاقتصادية عن طريق إنشاء بورصة في الجزائر، قصد تكملة وتنويع مصادر التمويل وتجميع الادخار المستثمر خاصة في ظل الظروف التي كانت تعيشها من مخلفات الاستعمار والنظام الاشتراكي، حيث بات حتميا على الحكومة والشركات اللجوء إلى الاقتراض من المواطنين المدخرين عن طريق سوق البورصة وتقديم لهم قيما منقولة على أساس أنها ضمانات دين يمكنهم بيعها في أي وقت واسترجاع السيولة.

الفرع الثاني: الطبيعة القانونية لسوق بورصة الجزائر.

لمعرفة القالب القانوني لسوق بورصة الجزائر ومعرفة الخصائص التي تميز طبيعته القانونية علينا الانطلاق من مسألة أنواع البورصات التي تواجدت قديما في العالم نظرا لتعدد التصنيفات ومقارنتها بالنصوص المنظمة لقطاع البورصة في الجزائر. فبعد عرض نماذج عن أنواع البورصات التي تتواجد في العالم بقصد تحديد طبيعة ونوع بورصة الجزائر بناء على ذلك. لذا سنعدد الخصائص التي تميّزت بها سوق البورصة الجزائرية بالاعتماد على تحليل النصوص التي نظمتها وفقا لما يلي:

أولا–سوق البورصة هي موقع تنفيذ الاستثمار المالي([1]).

تعتبر سوق القيم المنقولة من أهم القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (الأفراد المدخرة) إلى وحدات الاستثمار العاجزة (شركات اقتصادية عمومية أو خاصة، الدولة)، إذ أنها سوق هامة لتجميع المدخرات على المستوى الوطني، خاصة بالنسبة لدولة نامية كالجزائر يميزها اتساع الفجوة التمويلية بين المشاريع الاستثمارية للشركات وعجز ميزانية الدولة نتيجة الأزمة الاقتصادية.

1– قبل سنة 1997 كانت تسير بورصة كسوق استثماري بنظام السوق الوحيد كبداية نتيجة حداثة إنشائها، بغرض استقطاب المستثمرين والتناسب مع الوضع الاقتصادي آنذاك، أين اعتمد المشرع الجزائري على السوق الرسمي (سوق أسهم وسوق سندات الدين) لكن بعد النظام97–03 المعدل والمتمم أقر بتقسيمات أخرى لسوق البورصة/ نوارة حمليل، بورصة القيم المنقولة مجال حيوي للاستثمار، ملتقى وطني الموسوم بمستجدات الاستثمار في الجزائر في ظل القانون رقم 16–09 المتعلق بترقية الاستثمار المنظم يوم08ماي 2017، كلية الحقوق والعلوم السياسية بودواو، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، ص02.

تعد بورصة الجزائر هي الإطار والمكان الذي ينفذ به الاستثمار المالي، إذ يلجأ إليها الفرد لاستثمار مدخراته وتوظيفها بشراء القيم المنقولة الصادرة عن الشركات المصدرة لها([1]). فقد وفر المشرع الجزائري لهؤلاء المستثمرين الحماية والمساواة والحرية في الاستثمار. فبالنظر إلى الدور الفعال الذي تلعبه سوق البورصة على الاقتصاد الوطني صنف الاستثمار المالي الذي ينفذ فيها أحد أهم الاستثمارات التي تعود بالربح على صغار وكبار المستثمرين بها.

سمح المشرع الجزائري للمستثمرين بمختلف أصنافهم أفرادا مدخرين، شركات مساهمة، صناديق استثمار، بنوك، مؤسسات مالية، الدولة،...الخ بالانضمام إلى البورصة للاستثمار بها مهما اختلف عملهم بها بالنظر إلى اختلاف دوافع التعامل بها. فإتاحة سوق مستمرة للقيم المنقولة تمّكن المستثمر من استرداد مدخراته، حيث أن هذا الأخير يُقبل على شراء قيم منقولة صادرة عن الشركات المصدرة من سوق البورصة، ما يجعله غير قادر على استرداد مدخراته في أي وقت بسبب تحولها إلى موجودات في الشركة. "وهنا يبرز دور البورصة حيث يستطيع من خلالها التنازل عن أسهمه بالبيع أو بأي وسيلة أخرى، وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات وتلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على الربح الاستثماري لتلبية حاجياته"([2]).

ثانيا–سوق البورصة هي سوق منظمة.

تعد بورصة الجزائر بورصة رسمية ومنظمة نظرا لإنشائها من طرف الدولة الجزائرية بموجب المرسوم التشريعي93–10 المعدل والمتمم، فهو أول قانون اهتم بتنظيم كل أمور البورصة من متعاملين وشروط الانضمام إليها...الخ.

تمارس معاملات البورصة تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ووصاية وزارة المالية، فتنازل الدولة عن ضبط قطاع البورصة الاستثماري لا يعني تخليها عن تنظيم هذا القطاع وعدم مراقبتها وتأطيرها للمعاملات التي تتم به. إذ تسهر دائما للمحافظة على استقرار السوق وحماية المستثمرين من المخاطر.

1– الدليل هو الحماية بالوظيفة القانونية المسندة للجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها، فهي التي أوكلها المشرع لإصدار التقنينات الخاصة برؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.

2– حليمة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة(2008–2013)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص84.

أحكم المشرع الجزائري تنظيم سوق البورصة والمتعاملين بها بموجب أنظمة البورصة، فتداول القيم المنقولة والمنتوجات المالية الأخرى يتم داخل أسوار سوق البورصة الجزائرية. "فلا يجوز إجراء أيّة مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها عن طريق وسطاء في عمليات البورصة"([1]). ورد هذا النص في المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم وجاء بصيغة النفي. يفهم من هذا النص أن صفقات الاستثمار بالقيم المنقولة المسعرة في سوق البورصة الجزائرية لا تقبل التنفيذ إلا داخل البورصة أين تنتقل هذه القيم بين المستثمرين والمصدرين بواسطة وسطاء عمليات البورصة. فبورصة الجزائر منظمة حيث لا يتم تداول القيم المنقولة خارج أبواب سوق البورصة.

غير أننا تفاجئنا لدى تفحصنا لنصوص النظام04-02([2]) المتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة، بوجود احتمال للتداول خارج البورصة يخص السندات المسعرة ما يعني هناك تداول للقيم المنقولة خارج أسوارها. وقبل هذا النظام الأمر 96-10 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة الذي سمح بالتداول خارج أسوار البورصة بصفة مؤقتة عند انطلاق عمل البورصة ([3]).

وعليه، فتكريس فكرة التداول خارج السوق المنظمة وفقا للنظام04-02 ما هو إلا إعادة صياغة للفكرة وفقا لشروط، حيث يتبين أنها استثناء مرتبط بشروط كي يقبل التداول خارج البورصة، أين يقتصر التداول خارج البورصة على السندات المسعرة في البورصة وفق إجراء التراضي على الوسطاء في عمليات البورصة والبنوك والمؤسسات المالية([4]). ما يتضح منه أن انطلاق عملية بيع وشراء القيم المنقولة تتم داخل أسوار البورصة لإعطائها السعر المناسب لها، وبعد ذلك تأتي عملية التداول بالتراضي فيما بين الوسطاء في عمليات البورصة. وفي الإطار ذاته أقر المشرع الجزائري مجموعة من الشروط تخضع لها صفقات الاستثمار بالقيم المنقولة المتداولة خارج البورصة من أهمها:

1- المادة05 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

2- قرار وزير المالية المتعلق بالمصادقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم04-02 المتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة، المؤرخ في 10 نوفمبر سنة 2004، بموجب قرار الموافقة من وزير المالية الموافق ل 23يناير2005.

3- المادة 01 من النظام96-10 المؤرخ في 10يناير1996 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93-10 تنص على أنه:"... غير أنه يمكن أن تتم عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام وكذلك شركات الأسهم، خارج البورصة وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق... تطبق لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أحكام الفقرة الأولى من هذه المادة مدة ثمانية عشر(18) شهرا قابلة للتجديد".

4- المادة02 من النظام04-02.

-ألا يقل مبلغ الصفقة عن حد أدنى تحدده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

-إنجاز الصفقة على أساس القيمة المسعرة الأخيرة التي يضاف إليها أو يقتطع منها هامش تحدد نسبته القصوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([1]).

-وجوب نشر المعلومات المتعلقة بالعمليات المنجزة على السندات المسعرة من طرف المتدخلون في السوق والمؤتمن المركزي على السندات في النشرة التي يصدرها هذا الأخير([2]).

فالملاحظ أنه حتى وإن تم تداول بعض السندات خارج أسوار البورصة إلا أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تبقى هي السلطة الضابطة لمجال القيم المنقولة فلا يمكن إنكار دورها في ضبط وتنظيم سوق البورصة.

والجدير بالذكر، بالاطلاع على مفهوم التداول خارج البورصة أو السوق غير المنظمة نجد أنها تتطابق مع ما جاء به النظام04-02 إذ لم يبين المشرع الجزائري المكان المحدد لإجراء التعامل بين وسطاء عمليات البورصة حول قيم منقولة مسعرة ومسجلة في البورصة، "إذ عادة ما تتداول هذه القيم خارج البورصة بسبب عدم استيفاء الشركات المصدرة لها شروط الانضمام والإدراج لسوق البورصة وفي هذه الحالة يطلق على هذا السوق مصطلح السوق الثالث"([3]).

ثالثا-سوق البورصة سوق خاضعة لنظام قانوني معين.

تتميز البورصة بأنها تقوم على نظام قانوني محدد مستمد من عدة تشريعات ومفروض بواسطة أحكام الدولة المنشئة لمؤسسة البورصة فيها، فمن أهمها نجد: قانون النقد والقرض، القانون التجاري، قانون الاستثمار، الأنظمة التي تصدرها اللجنة المكلفة بتنظيم ومراقبة عمليات البورصة...الخ.

ومن جملة هذه النصوص ترتكز أحكام التعامل بالبورصة الجزائرية على سبيل المثال لا الحصر من ملامح النظام القانوني لها: وجوب تدخل شركات الوساطة عند التعامل في الأوراق المالية، علانية الأسعار بما يحقق الشفافية الكاملة لضمان حقوق المتعاملين فيها، تحديد مواعيد ثابتة للعمل بالبورصة، قيام هياكل متخصصة(المؤتمن المركزي) تتولى عمليات المقاصة والتسوية بعد تنفيذ عمليات التداول

1-المادة 03 من النظام04-02.

2- تضمنت المادة04 من النظام04-02 بالإضافة إلى شرط وجوبية نشر المعلومات في نشرة المؤتمن المركزي على السندات تخصيصا للمعلومات المنشورة هي: الكميات الإجمالية للسندات المتداولة، السعر الأعلى مع الكميات المتداولة، السعر الأدنى مع الكميات المتداولة. حيث تبقى اللجنة هي المسؤولة عن إعداد مقرر كل معلومة أخرى يمكن أن تنشر في نشرة المؤتمن.

3- بن محمد آل سليمان مبارك بن سليمان، مرجع سابق ص81.

بالبورصة، بالإضافة إلى وجود رقابة وتنظيم عمليات تداول القيم المنقولة من جانب اللجنة العليا الضابطة للسوق المالي، وكل ما من شأنه تحقيق حسن سير السوق وحماية الادخار المستثمر والمستثمرين.

رابعا –سوق البورصة هي سوق تداول القيم المنقولة.

نظم المشرع الجزائري أحكام التداول في سوق البورصة بموجب العديد من الأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، إذ جعل السلعة المتداولة والمنتوج الوحيد في هذا السوق هو القيم المنقولة بمختلف أنواعها الصادرة عن شركات المساهمة المدرجة بالبورصة.

تخضع القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة والدولة وأشخاص القانون العام إلى نظام البورصة 12-01([1]) المعدل والمتمم للنظام العام97-03([2]) إلى جانب القانون التجاري الجزائري. حيث أنّ هذا الأخير عدّد مجموعة من القيم المنقولة تصدرها شركة المساهمة التجارية، غير أنّ أنظمة البورصة ووفقا لمقتضيات السوق وحجم المستثمرين بها لم تتفق معه، فكانت القيم المنقولة المتداولة من حيث النوع ضئيلة.

وقد أشار المشرع الجزائري إلى أنّ بورصة الجزائر أو بورصة القيم المنقولة كما تم تسميتها في المرسوم التشريعي93-10 المنشئ لها، هي سوق تتكوّن بحسب النظر إلى القيم المنقولة من:

-سوق **لسندات الرأسمال** وسوق **لسندات الدين** إذا ما نظرنا إليها من جانب القيم المنقولة المتداولة فيها (أدوات الاستثمار)، والملاحظة المهمة التي يمكننا الإشارة إليها أن المشرع قد قام مرة أخرى بتقسيم هاتين السوقين التي تتضمنهما البورصة. بحيث جعل سوق سندات الرأسمال يتضمن: سوق رئيسية خاصة بشركات المساهمة وسوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما سوق سندات الدين فجعلها تتكون من: سوق لسندات الدين التي تصدرها شركات المساهمة والهيئات العمومية والدولة، سوق لكتلة سندات الدين التي تصدرها الدولة ([3]).

1- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير2012 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة رقم97-03، الجريدة الرسمية العدد41 الصادر في 15جويلية2012.

2- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 18 نوفمبر1997، الجريدة الرسمية العدد87 الصادر في 15 نوفمبر1997.

3- المادة13 من النظام12-01 المعدلة والمتممة للمادة77 من النظام97-03/ الملاحظة المهمة التي لفتت انتباهنا هي السماح بتواجد الدولة الجزائرية كمصدرة لسندات الدين في نوعين من سوق سندات الدين، حيث تتواجد في سوق سندات الدين إلى جانب شركات المساهمة والهيئات العمومية وتتواجد في سوق خاص بها حين تصدر كتل سندات الدين فما لفرق بينهما؟.

يكمن الفرق بين السوقين بأنّ الأول اعتبر الدولة مثلها مثل بقية المصدرين، في حين أنّ الثانية هي كتل دين تخضع لقوانين الخزينة، فهي صادرة عن الخزينة العمومية حسب برنامج معين تحدده السياسة النقدية للدولة، وهي موجهة لفئة

ومهما اختلف نوع سوق البورصة بالنظر إلى القيم المنقولة المتداولة فيه، إلا أنّ الهدف من وراء الاستثمار به يبقى موّحدا وهو السماح لأي شركة أو أي جهة يخول لها القانون بالانضمام إلى سوق البورصة بالحصول على تمويلات لمشاريعها عن طريق الاكتتاب العام بالاقتراض من المستثمرين بواسطة وسطاء عمليات البورصة.

-أما إذا ما تم التركيز على الأشخاص المصدرة المستثمرة في البورصة، فنجدها تضم: سوق **رئيسية لشركات المساهمة** سواء كانت عمومية أو خاصة ومهما اختلف نشاطها الاقتصادي وسوق **للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**([1]).

-أما إذا نظرنا إلى سوق البورصة الجزائرية فنجدها تضم من ناحية تنظيم عمليات التداول فتضم سوقا أولية وسوقا ثانوية، فبعد طرح شركات الأموال لأسهمها-أثناء فترة تأسيسها-على الجمهور للاكتتاب فيها كي تحصل على الأموال اللازمة لتحقيق غرضها، تنتقل تلك الأسهم للتداول بالبورصة.

ويطلق على السوق التي تطرح فيها أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب العام بسوق الإصدار أو السوق الأولية، حيث يلتقي فيها مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها لأول مرة. وترتكز هذه السوق على قيام البنوك غالبا كوسيط مالي بين الجمهور والشركات، مع وجود مؤسسات مالية متخصصة في مجال الأوراق المالية تتولى نشاط ترويج وتغطية الاكتتاب([2])، في حين يقوم السوق الثانوي على عمليات تسعير وتداول القيم المنقولة مطروحة سابقا في السوق الأولي.

خامسا-سوق البورصة هي سوق العمليات العاجلة.

جعل المشرع الجزائري سوق البورصة الجزائري سوقا عاجلا، فقد تضمنت المادة79 من النظام العام للبورصة رقم97-03 المعدل والمتمم بأن السعر الرسمي للبورصة هو سوق للدفع في الحال.

كما أنها بورصة للعمليات العاجلة والحاضرة حيث اشترط المشرع تسليم القيم المنقولة وثمنها بين البائع والمشتري عند إقفال جلسة التداول؛ فعمليات شراء وبيع القيم المنقولة التي تعقد بين المستثمرين الأفراد والشركات المصدرة بواسطة وسطاء عمليات البورصة الممثلين عن كل جهة، تتم بصفة عاجلة

=معينة من المشترين المستثمرين (البنوك، المؤسسات المالية، شركات التأمين) حيث يروج ويسير هذه القيم المختصون في قيم الخزينة المخول لهم شراء وبيع هذه القيم. ويرجع سبب إدراج مثل هذه السندات واستحداث سوق كتل سندات دين التي تصدرها الدولة مؤخرا في سنة2012 والسماح بتسعيرتها في سوق البورصة من أجل إعطاء دفع لنشاط بورصة الجزائر. فهي سوق احتكارية للدولة الجزائرية فقط.

1- المادة 77 من النظام12-01، مرجع سابق.

2- أحمد مخلوف، مرجع سابق، ص ص17-18.

وحالا، أين يتم استلام القيم والأموال فيما بينهم داخل أسوار سوق البورصة بعد انتهاء جلسات التداول وإقفالها بتحديد السعر الرسمي.

إنّ اعتماد هذا النوع من العمليات العاجلة تعطل مصالح المستثمرين الأجانب إذا تواجدوا في سوق البورصة الجزائرية، إذ أن المعمول به هو تعيين وسطاء في عمليات البورصة أو صناديق استثمار يعملون بالنيابة عنهم لإدارة المحافظ، إلا أن بُعد مقر الشركات الأجنبية وعدم تواجداها في الأراضي الجزائرية يجعلهم معرضين لمخاطر ارتفاع وانخفاض الأسعار دون متابعة الأوضاع عن قرب.

فالمشرع الجزائري جعل السوق المالي الجزائري غير آجل قياسا على أوضاع الشركات الوطنية وعدم سماحه بقيد وتداول قيم شركات أجنبية. غير أن متطلبات تنشيط سوق البورصة وجذب التمويل الأجنبي الخارجي يجعله يقوم بمراجعة قاعدة الشراكة ونوع هذا السوق. هذا باعتبار سوق البورصة الجزائري أحد الأسواق الناشئة التي تحتاج إلى تنمية، وأحد الأسواق التي تلبي احتياجات "المستثمر الأجنبي الذي يرغب في إيجاد سوق بورصة ناشئ لا يتوفر على مخاطر مالية عديدة مثل البورصات العالمية الأخرى ويحقق له الأرباح والعوائد"([1]).

سادسا–سوق البورصة هي سوق إقليمية.

تعد سوق البورصة الجزائرية سوقا وطنية ناشئة تتداول فيها القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة الاقتصادية العمومية والخاصة التي تتجنس بالجنسية الجزائرية. حيث يقتصر سوق البورصة الجزائري بالنظر إلى الرقعة الجغرافية على حدود الإقليم الجزائري ولا يتعداه نظرا لمحدودية نشاطها ([2]).

فمن بين الأحكام القانونية الرئيسية التي تحكم التعامل في القيم المنقولة المقيدة ببورصة الجزائر عدم جواز تداول هذه القيم خارج البورصة الجزائرية وإلا وقع التداول باطلا. فلم يفتح هذا السوق لحد الآن أبوابه للشركات الأجنبية ليصبح سوقا دوليا، ولم تخرج القيم المنقولة الصادرة عن الشركات المصدرة التي تعد على الأصابع إلى بورصات دول أخرى. وهو الأمر الذي يفسر عدم تواجد الاستثمار الأجنبي غير المباشر القائم على الاستثمار المحفظي للقيم المنقولة في الأراضي الجزائرية.

1– علي سعد محمد داود، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على معاملات سوق الأوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية، مجلة البحوث الإدارية، المجلد28، العدد03، 2010، مصر، ص96.

2– عددت المادة02/01 من المرسوم التشريعي93–10 المعدل والمتمم الأشخاص المصدرة المستثمرة في سوق البورصة الجزائرية وهم: الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم، فجاء هذا التعداد على سبيل الحصر لا المثال ما يقصي احتمال انضمام شركات أجنبية إلى سوق البورصة.

فالسبب في هذا الانغلاق الاستثماري راجع إلى رغبة المشرع الجزائري في المحافظة على السيادة الوطنية وثرواتها في ظل عزوف المستثمرين المحليين عن دخول سوق البورصة الجزائري ما ترتب عنه انعدام جذب المستثمرين الأجانب. غير أنّه، وفي خطوة إيجابية سمح المشرع الجزائري بتواجد وسطاء في عمليات البورصة أجانب نظرا لما يتمتعون به من كفاءات وخبرات تجعل المستثمرين يطمئنون أكثر على أموالهم واستثماراتهم. في تلميح منه إلى حاجة سوق البورصة إلى شركات أجنبية بقصد التأثير عليه من خلال تدفقات التمويل الخارجي والتنويع في القيم المنقولة في حالة مضاعفة كمية وقيمة التداول بارتفاع عدد الشركات المقيدة في هذا السوق.

حيث يترقب المحللين إقبال الشركات الأجنبية على إبرام عقود شراكة مع الشركات الوطنية المنضمة إلى سوق البورصة الجزائرية وخاصة منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ما يحقق تنشيطا لسوق البورصة الجزائرية ويعطي دفعا للاستثمارات الأجنبية حتى ولو في ظل قاعدة الشراكة49-51 التي تبقي أغلبية رأسمال للوطنيين ([1]).

سابعا-سوق البورصة بها شركات إدارة المحافظ المالية.

جعل المشرع الجزائري على غرار باقي تشريعات الدول المتقدمة والنامية سوق البورصة الجزائري يحتوي على متخصصين وكوادر فنية تمتلك خبرات لممارسة نشاط الوساطة المالية بالتفاوض حول القيم المنقولة وفقا لإدارة المحفظة المالية بصفة فردية أو بصفة جماعية، إذا تجمعت في شكل صناديق الاستثمار أو هيئات التوظيف الجماعي.

فمن الضروري أن تكون الكوادر الإدارية العاملة في البورصة على درجة عالية من التأهيل والخبرة، كي تمارس نشاطها بفعالية وكفاءة تحمي المستثمر من المخاطر التي قد تلحق به جراء الاستثمار بسوق البورصة. لأجل هذا وكما سبق الإشارة إليه في مراحل إنشاء البورصة في الجزائر، عمد المشرع الجزائري في بدايات البورصة وإلى غاية الآن إلى الرفع من درجة كفاءة المتعاملين في سوق البورصة (شركات الوساطة المالية، صناديق الاستثمار) عن طريق الاحتكاك بخبرات دولية أجنبية بإقامة تكوينات وتربصات وملتقيات مرتبطة بالسوق المالي.

ويأتي استحداث وإنشاء شركات وساطة مالية وصناديق الاستثمار بسوق البورصة الاستثماري كإحدى الضمانات والآليات المحفزة لتنشيط الاستثمار المالي فيها. إذ تقوم هذه الشركات بالنيابة عن

1- تصريح المدير العام لبورصة الجزائر "مصطفى فرفارة" لدى التحدث عن مزايا وأسباب دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة، عن الموقع الالكتروني: www.albawaba.com تاريخ الزيارة2018/12/17.

المستثمرين سواء كانوا صغار المدخرين أين تكلف صناديق الاستثمار حينها بتجميع المدخرات لاستثمارها في القيم الصادرة عنها أو عن الشركات المصدرة للقيم في سوق بورصة الجزائر.

كما قد تنوب عن الشركات المصدرة فتساعدها على الانضمام إلى سوق البورصة للاستثمار به وفتح رأسمالها على جمهور المدخرين، في هذه الحالة يختلف نشاط وسطاء عمليات البورصة عن صناديق الاستثمار. فالمشرع الجزائري أوجب واحتكر نشاط الوساطة المالية إلى الوسطاء وليس إلى صناديق الاستثمار التي لا تخصص محفظة مالية لكل عملية استثمار أو مستثمر على حدى.

حيث يتصرف هؤلاء الوسطاء المتخصصين بممارسة النشاط والذين يمتلكون خبرة في المجال تسيير المحافظ المالية للقيم المنقولة باسم ولحساب الزبائن العملاء، إذ يتلقى أوامر بيع وشراء القيم المنقولة منهم ويحق له تغيير مكونات المحفظة بحسب ظروف السوق المالي وبحسب ما يتلاءم مع مصلحة الشركات المستثمرة.

وفي ختام هذا المطلب وبناء على المعطيات أعلاه، نستشف الطبيعة القانونية والقالب الحقيقي لسوق البورصة الجزائري التي أضفاها المشرع عليه، فهي إذن سوق جزائرية إقليمية استثمارية تنفّذ بها الاستثمارات الوطنية، فتستعمل في هذه الاستثمارات القيم المنقولة كسلعة محددة تتداول في هذا السوق عند عقد صفقات عاجلة للبيع والشراء، غير أنّ هذا التداول لا يتم إلا بواسطة شركات الوساطة المالية وشركات إدارة المحافظ المالية العاملة على تسويقها داخل سوق منظمة أو خارجها وفقا لأنظمة وقوانين معينة تفرضها لجنة ضبط السوق المالي ووزارة المالية كسلطة وصية على هذا السوق.

المبحث الثاني: خصوصية الاستثمار بالبورصة من حيث تنظيمه القانوني.

يعد موضوع الاستثمار أحد المواضيع الهامة التي تحتل مكانا رئيسيا في سياسات أي دولة نظرا لما له من فوائد وعوائد على خزينتها العامة، غير أنه وبقصد توفير التنويع الاقتصادي كسياسة معتمدة في كثير من الدول برز مؤخرا للعلن نوع جديد من الاستثمار مجهول المبادئ والأحكام لدى عامة الجمهور ألا وهو الاستثمار بالبورصة (الاستثمار المالي).

عرفت العديد من الدول المتقدمة هذا النوع من الاستثمار واستفادت من فوائده لبناء اقتصاداتها الضخمة وذلك بفضل ما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في تجميع وحشد لمدخرات الجمهور المستثمر وإعادة توجيهها إلى مشروعات وشركات تحتاج إلى رؤوس أموال عبر قنوات استثمارية ترفع من أداء ومستوى الاقتصاد الوطني مما يحقق الأهداف الاستثمارية المسطرة في أجندة أصحاب القرار السياسي في الدولة.

وكعادة الدول النامية الراغبة في تحقيق التطور الاقتصادي في محاولة منها لمنافسة الدول المتقدمة، نجد أن العديد من دول العالم النامية –بما فيها الجزائر–حاولت تجسيد هذا النوع من الاستثمارات في بورصاتها. غير أنّ الملاحظ على الدول النامية وعلى وجه الخصوص سوق الاستثمار الجزائري، إنّ الإقبال على استعمال هذا النوع من الاستثمارات يبقى محتشما بسبب التخوف من مخاطر سوق القيم المنقولة التي تعرف أدواته انخفاضا وارتفاعا حسب ظروف السوق الاقتصادي الذي يحيط بالمستثمرين، لذا سنتطرق **مكانة الاستثمار بالبورصة في قانون ترقية الاستثمار الجزائري (المطلب الأول).**

يُقبل المستثمر الفرد أو الشركة على بيع وشراء قيما منقولة تكون هي محل الاستثمار بالبورصة، ولهذا يكمن سبب وجود هذه الأدوات والتعامل بها في الحاجة إلى المال الكثير لإقامة المشاريع الضخمة، فقد لا يتمكن رأس المال الخاص في الغالب من تمويل المشروعات الصناعية والزراعية والتجارية الكبرى التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة، كمشاريع شركات المساهمة التي تتطلب أموالا كثيرة لوجودها، تمثل القيم المنقولة **أدوات الاستثمار المتعامل بها في بورصة الجزائر (المطلب الثاني).**

المطلب الأول: مكانة الاستثمار بالبورصة في قانون ترقية الاستثمار الجزائري.

لم تعتمد الجزائر على الاستثمار في القيم المنقولة لبناء اقتصادها الوطني، والسبب راجع في ذلك إلى تأخر ظهور هيكل البورصة الجزائرية وإنشائها بموجب المرسوم التشريعي93-10 مقارنة ببورصة القاهرة أو بورصة فرنسا التي عرفت وجود سوق للقيم المنقولة منذ القدم، الأمر الذي أدى معه إلى ازدهار استثماراتها الوطنية واقتصادها نتيجة الاعتماد على هذا النوع الجديد من الاستثمار.

نهدف لإيجاد مكانة الاستثمار في البورصة من الناحية القانونية بالاستناد إلى قانون ترقية الاستثمار الجزائري16-09([1]) من خلال محاولة اسقاط أحكامه على الاستثمار المالي، بالإضافة إلى تحليل أحكام الأنظمة المتعلقة بالقيم المنقولة الصادرة عن أعلى هيئة بالبورصة للوصول إلى الالمام بكل جوانب الاستثمار المالي، لذا سنعرّف **الاستثمار في البورصة (الفرع الأول)** بالإضافة إلى التطرق أنواعه ومجالاته **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: تعريف الاستثمار في البورصة.

إنّ الوقوف على معرفة مكانة الاستثمار في البورصة يستوجب منا الرجوع إلى القانون المنظم للاستثمار في الجزائر لمعرفة مدى تلاءم أحكامه مع تلك المطبقة في سوق القيم المنقولة، إذ أن هاته الفكرة تطرح العديد من التساؤلات لنجد من خلالها الإجابة عن أفكار تثري هذا الفرع والتي يمكننا تبيانها من خلال التساؤل حول الفرق بين تعريف الاستثمار الوارد في قانون ترقية الاستثمار 16-09 والاستثمار في البورصة.

أولا- تعريف الاستثمار بوجه عام.

ما دفعنا إلى محاولة تعريف الاستثمار بالبورصة انطلاقا من تعريف الاستثمار بوجه عام من الناحية اللغوية والاقتصادية لضبطه كاستثمار في قطاع البورصة. "يرجع الى جهله خصوصا إلى عدم إعطاء المشرع الجزائري تعريفا له سواء في المرسوم التشريعي المنشئ للبورصة ولا حتى الأنظمة والقوانين المنظمة لعملها"([2]).

1- القانون رقم16-09 المؤرخ في 03 أوت2016المتعلق بترقية الاستثمار، الجريدة الرسمية العدد46 الصادر بتاريخ03 أوت2016.

2- بهية هوادف، انعكاس انضمام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص148.

-تعريف الاستثمار اقتصادا.

نعني بالاستثمار كمصطلح الاقتصادي بأنه: مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلا بشكل أكبر من خلال الحصول على تدفقات مالية ومستقبلية([1]).

وعرّف كذلك بأنّه: عبارة عن التوظيف لرأس المال، أو هو بعبارة أخرى: توجيه الأموال نحو استخدامات تؤدي إلى اشباع حاجة أو حاجات اقتصادية([2]). أو هو كذلك: إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس إلى الاكتناز([3]).

-تعريف الاستثمار قانونا.

إذا أردنا تحديد مجال الاستثمار قانونا وفقا للمنظومة القانونية الجزائرية وجب تصفح قانون ترقية الاستثمار 16-09 حيث تضمنت المادة الأولى منه ما يلي: "يهدف هذا القانون إلى تحديد النظام المطبق على الاستثمارات الوطنية والأجنبية المنجزة في النشاطات الاقتصادية لإنتاج السلع والخدمات". يعد النشاط البورصي المتعلق بالقيم المنقولة نشاطا استراتيجيا بالنسبة للاقتصاد الوطني فهو من الاستثمارات التي تمثل أهمية خاصة للاقتصاد الوطني. وهو ما يسمح بإدراجه ضمن النشاطات الاستثمارية الاقتصادية إذا ما ربطنا هذه الفكرة مع ما ورد في أحكام المادة **الثانية** منه والتي نصت: "يقصد بالاستثمار، في مفهوم هذا القانون، ما يأتي:

1-اقتناء أصول تندرج في إطار استحداث نشاطات جديدة وتوسيع قدرات الإنتاج و/ أو إعادة التأهيل.

2-المساهمات في رأسمال شركة".

لقد قدم المشرع الجزائري بموجب الفقرة الثانية من هذه المادة إشارة للاستثمار بالبورصة، معتبرا بذلك أنّ الشخص الذي يكتتب في رأسمال شركة قامت بطرح أسهمها أمام الجمهور للاكتتاب بقصد توسيع نشاطها والحصول على أموال أكثر زيادة لرأسمالها إذا كان المشروع الاستثماري قائم أو أنه بصدد

1- حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دون طبعة، دار النفائس، الأردن،2008، ص39.

2- محمود محمد حمودة، الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام، دون طبعة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن،2006، ص30.

3- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالي، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية،2003، ص16.

النشوء عملا استثماريا من جهة المكتتب، "حيث أن مساهمة الشخص مهما كان طبيعيا أو معنويا بأمواله في شكل حصة نقدية بقصد إنجاز مشروع استثماري تخول له حق الحصول على أسهم (أوراق مالية) تمثيلا لحصته في رأسمال الشركة المصدرة للقيم المنقولة"([1]) وهو ما يعد استثمارا للمدخرات بالبورصة.

هذا النوع من الاستثمار يوجد نوع آخر كذلك يتشابه معه ويقوم بالموازاة إلى جانبه وهو أيضا استثمار بالبورصة غير أنهما يختلفان من حيث الجهة المستثمرة فالأول يقوم به المدخر عندما يقتني قيما منقولة بينما الثاني تقوم بها الشركات والمؤسسات الاقتصادية عندما تطرح حصصا من رأسمالها للاكتتاب بها من طرف الجمهور فتعد هي الأخرى مستثمرة.

وبناء على هذا، يمكن القول إنّ هذا القانون الخاص بترقية الاستثمار ينظم نشاط التعامل في البورصة كقطاع اقتصادي مثل باقي القطاعات الأخرى. غير أن الملاحظ على المشرع أنه لم يجعل الاستثمار بالبورصة خاضعا كل الخضوع لقانون ترقية الاستثمار نظرا لحفاظه على خصوصيته كنشاط اقتصادي يحتوي على المخاطر([2]).

ثانيا-تعريف الاستثمار بالبورصة ودوافعه.

بعد أن قمنا بتبيان انتماء الاستثمار المالي أو الاستثمار في البورصة واستنتجنا أن هذا النوع يعد تجسيدا لنوع من أنواع الاستثمارات التي يحكمها قانون ترقية الاستثمار 16-09، نجد بالمقابل أن الفقه حاول إعطاء العديد من التعاريف **بخصوص الاستثمار المالي**، نذكر من بينها التي تتناسب مع دراستنا والأقرب منها:

-الاستثمار المالي هو حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع.. والأصل المالي يمثل حقا ماليا يخول لحامله المطالبة بأصل حقيقي ويكون عادة مرفق بمستند قانوني، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية([3]). يلاحظ على هذا التعريف بأنه عرف الاستثمار المالي من جهة الشخص المشتري للقيم

1- لعزيز المعيفي، الوسائل القانونية لتفعيل الاستثمارات في الجزائر، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،24 جوان2015، ص267.

2- عهد المشرع الجزائري بمهمة سن التقنينات الخاصة برؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها حسب نص المادة31 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم، وهو ما يوضح اختصاص الأنظمة والتعليمات الصادرة عنها بالاستثمار في البورصة أكثر من قانون ترقية الاستثمار نظرا لطبيعتها كسلطة إدارية ضابطة لمجال البورصة.

3- محمد مطر، إدارة الاستثمارات-الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن،2009، ص79.

المنقولة الصادرة عن الأشخاص المصدرة، في حين أنه تجاهل استثمار هاته الأخيرة عند تنازلها عن القيم لصالح المشتري.

-أو هو كذلك: يتمثل في شراء أصول مالية كالأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى المتداولة في البورصة، ويعطي هذا الاستثمار صاحبه ادعاء يتمثل بحقه في الحصول على جزء من عائد الموجودات الحقيقية التي يمتلكها مصدر الورقة المالية، أما فيما يتعلق بعمليات البيع والشراء للأوراق المتداولة في السوق الثانوي فإنها لا تتعدى تحويل ملكية يتخلى بموجبها حامل الورقة إلى المشتري (مصدر الورقة) عن أصل حقيقي وهو النقود مقابل حيازته للورقة([1]). إنّ هذا التعريف يؤخذ عليه نفس التعليق إذ تجاهل هو الآخر الاستثمار الذي تقدم عليه الشركات المصدرة والمتدخلة بصفتها وسيطا أو بصفتها مستثمرة لحسابها الخاص.

- كما يعرّف الاستثمار المالي بأنه " إنفاق مبالغ مالية من أجل تحقيق أرباح وعوائد مستقبلية"، فلا شك أن المستثمر في البورصة سوف يقوم بالتضحية بمبالغ حالية مؤكدة مقابل الحصول على عوائد مستقبلية غير مؤكدة([2]). يتضح من هذا التعريف بأنه جاء يركز على الجانب المالي التي يستثمره الشخص في البورصة مقابل الربح أو الخسارة في المشروع الاستثماري. وإذا أردنا محاولة تقديم تعريف للاستثمار على مستوى البورصة الجزائرية على غرار باقي البورصات الأخرى يمكننا القول بأنه:

"هو ذلك المشروع الذي يقوم به الشخص المستثمر من أجل الحصول على السيولة اللازمة بقصد الزيادة في رأسماله أو توظيف مدخراته المكتنزة، قد يتم هذا الاستثمار إما بصفة شخصية أو بصفة وكالة بالعمولة"([3]) على مستوى سوق منظم هو البورصة الذي تسهر فيه هيئة ضابطة (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها) على حماية المستثمرين فيه. يأخذ هذا الاستثمار شكل اقتناء المستثمر لسندات رأسمال أو سندات الدين فيختلف بذلك نوع هذا الاستثمار بحسب الأدوات الاستثمارية المستعملة فيه وبحسب القطاع الذي تنشط فيه الشركة المصدرة لهذه الأدوات. مما يسمح لنا بالقول إننا نعالج **الاستثمار التمويلي** الذي تسعى إليه الشركات بمختلف أنواعها، **والاستثمار المالي** أو استثمار الأوراق المالية الذي يسعى إليه الفرد أو الشخص الطبيعي والمعنوي.

1- عبد الحميد بورحومة، محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها، إعداد نموذج قياسي للاستثمار بالجزائر للفترة1994-2004، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة،2007/2006، ص07.

2- نجلاء محمد إبراهيم بكر، أسواق المال وإدارة الاستثمار، دون طبعة، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم، اتحاد مكتبات الجامعات المصرية، مرجع الكتروني،2018، مصر، ص123.

3- سيتم التطرق إلى هذه الأفكار بأكثر توضيح في المبحث الثاني الخاص بالأشخاص المستثمرة على مستوى البورصة.

إنّ التطرق إلى تعريف الاستثمار بالبورصة ينجر عنه محاولة تبيان المزايا التي يحققها هذا النوع من الاستثمارات بالنسبة للمستثمر، وسنحاول فيما يلي تعداد البعض من هذه المزايا:

-من خلال البورصة يتم الانتقال اللحظي(بواسطة نظام المعلوماتية ونظام المؤتمن المركزي) لملكية الأوراق المالية المتداولة بما يضمن سلامة المعاملات وزيادة كفاءتها.

-حماية حقوق المستثمرين من خلال ما أدخلته قوانين الاستثمار من وسائل لحماية المستثمر وتحقيق الأمان في السوق، ومن بين هذه الوسائل إنشاء صندوق ضمان للتسويات والتأمين ضد المخاطر[1].

-تنظيم سوق الإصدار وتسهيل إجراءات تأسيس الشركات([2]).

-تنظيم تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية مع تطوير البنية الأساسية للبورصة بتأسيس نظام فعال للتداول الآلي للأوراق المالية.

-إتاحة تنويع المحافظ الكبرى للدول والمؤسسات المالية الضخمة وكبار المتعاملين ([3]).

بعد التطرق إلى تبيان تعريف الاستثمار المالي؛ تبرز أمامنا مسألة الدوافع التي تؤدي بالمستثمر للجوء إلى مثل هذا النوع من أجل توظيف أمواله الفائضة أمام حاجة المستثمرين ذوي القيم المنقولة إليها، حيث يمكننا رد أسباب الاستثمار المالي إلى العوامل التالية:

- توفير إمكانية اختيار المستثمر بين عدة أصناف من المنتوجات في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي السهل رصدها بالمقارنة إلى أنواع أخرى من الاستثمارات.

- هو مكان محمي قانونا فالبورصة ميدان استثماري تنظمه سلطة عمومية بصرامة وهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تسهر على احترام المقاييس.

- المنتوجات (الأدوات الاستثمارية) تخضع لمقاييس دقيقة قبل عرضها في السوق ويكون تداولها موضوع رقابة من البورصة (شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها) وهو الأمر الذي يطمئن المستثمر ويحفزه على اختيار هذا النوع من الاستثمار.

- إنّ استحداث صندوق لحماية المدخرين "صندوق ضمان التزامات الوسطاء" من شأنه أن يتدخل عند عجز وسيط في عمليات البورصة على الوفاء، فهو يعد من أحد الدوافع التي تشجع المستثمر للجوء إلى الاستثمار المالي.

1- المادتين 53-54 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

2- علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية مصرية، المجلد20، العدد63-64، سنة2013، مصر، ص79.

3- المرجع نفسه، ص79.

-توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات، إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن" تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية مع الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناتجة عن التضخم"([1]).

-توفر مناخ اقتصادي مناسب للاستثمار، وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز وجوه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرون وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإنّ جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعا، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة بانشاء لهم دوافع الاستثمار مسبوقة بدوافع الادخار.

-تعد الأدوات الاستثمارية هي من التي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية، وتهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الزمن والفرصة والعائد والمخاطرة؛ وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة ومن أهم شروطها: العمق، الاتساع، الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام ([2]).

الفرع الثاني: طبيعة الاستثمار بالبورصة ومبادئه.

بعد التعرف إلى أنّ الاستثمار في القيم المنقولة هو من أحد الاستثمارات المالية الخاضعة للأنظمة والتنظيمات الصادرة عن اللجنة كسلطة ضابطة للقطاع الاقتصادي الخاص بالنشاط البورصي، استوجب منا الأمر معرفة طبيعة الاستثمار بالبورصة(**أولا**) بالإضافة إلى مبادئ الاستثمار بالبورصة(**ثانيا**).

أولا-طبيعة الاستثمار بالبورصة.

يمكننا استخلاص طبيعة الاستثمار بالبورصة انطلاقا من عدة معايير نذكرها فيما يلي:

-إذا ما تم النظر إلى معيار الملكية؛ نجده استثمار عام وخاص في الوقت ذاته فالاستثمار العام هو ما تنفقه الدولة على شراء سلع استثمارية تلزم لإقامة المشروعات العامة عندما تتجه إلى الاستثمار في المجالات التي لا يستطيع الاستثمار الخاص القيام بها([3]). وبالرجوع إلى الاستثمار بالبورصة يمكننا

1- حليمة عطية، مرجع سابق، ص151.

2- حليمة عطية، مرجع نفسه، ص151.

3- المرجع نفسه(بتصرف)، ص144.

إدراجه ضمن الاستثمار العام نظرا لأن الدولة والهيئات العمومية أحد المصدرين المستثمرين بالبورصة الجزائرية، إذ أصدرت الحكومة سندات حكومية للخزينة بقصد تغطية العجز وتوفير تمويلات للمشاريع.

وعليه، فهذا الأمر لا يمنع بالقول إن الاستثمار بالبورصة هو كذلك استثمار خاص وهذا راجع لكون الشركات والمؤسسات من القطاع الخاص تقوم بتوظيف مدخراتها أو تطرح قيما منقولة في قطاع البورصة لتغطية مشاريعها الاستثمارية الخاصة ساعية في ذلك إلى تحقيق الربح.

-بالنظر إلى تعدد أدوات الاستثمار؛ نجده يتراوح بين الاستثمار المتعدد وغير المتعدد وهذا بحسب تنوع أدوات الاستثمار التي يمتلكها المستثمر، إذ يسمى الاستثمار المتعدد أيضا باستثمار المحفظة حيث يقوم المستثمر بالاستثمار في أنواع مختلفة من أدوات الاستثمار المادية أو المالية في نفس الوقت. أما الاستثمار غير المتعدد "الوحيد" فهو القيام بعمل استثمار واحد فقط كأن يقوم الشخص (الطبيعي أو الاعتباري) بشراء أصل مادي أو مالي، فحتى لو تكررت عملية الشراء لنفس الأصل فيبقى نوع الاستثمار استثمارا غير متعدد وحيد ([1]).

ففي الاستثمار بالبورصة قد ينوع المستثمر حافظته المالية بالعديد من القيم الصادرة عن عدة شركات مصدرة في جل القطاعات، كما وقد يحتفظ بأداة استثمار واحدة لشركة واحدة. حيث ينطبق هذا النوع الآخر على الاستثمار المالي الذي يملك فيه المستثمر حق الخيار في تنويع سندات حافظته المالية على مستوى البورصة.

-بالنظر إلى الشخص القائم بها، تقسم الاستثمارات إلى استثمارات فردية واستثمارات مؤسسية، ينطبق هذا التقسيم هو الآخر على الاستثمار بالبورصة، حيث يتنوع المستثمرون في البورصة إلى: أشخاص طبيعية(الفرد) بواسطة الوسيط، أو الاستثمار الشخصي الذي يقوم به الوسيط لحسابه الخاص حيث ينفذ عمليات البورصة بمفرده دون الاشتراك مع غيره من الأفراد والمؤسسات. وأشخاص معنوية تقوم باستثمارات مؤسسية في مختلف مجالات الاستثمار وباستخدام مختلف أدوات الاستثمار حين تشترك هاته المؤسسات مع الأفراد للقيام بهذا الاستثمار (صناديق الاستثمار).

-بالنظر إلى مدة الاستثمار؛ ينطبق على الاستثمار بالبورصة صفة أنه متنوع بحسب القيم المنقولة فهو استثمار قصير الأجل، اذا تم التعامل بالقيم المنقولة(الأسهم) كأدوات استثمارية لتمويل رأسمال العامل وهي قصيرة الأجل تنطوي على خطورة أقل وتتميز بقابلية التحول إلى نقد أسرع من الاستثمارات طويلة الأجل. أما الاستثمار بموجب القيم المنقولة (السندات) كما يطلق عليه هو استثمار طويل الأجل،

1- حليمة عطية(بتصرف)، ص147.

"فالمستثمرون الذين يريدون التعامل في سوق رأس المال لابد أن تكون لديهم قدرة على الاستثمار على المدى الطويل لذلك يجب أن يكون هدفهم هو الربح العاجل (العائد المرتفع) وليس السيولة. إذ هم يبحثون في هذه الحالة عن نمو رأس المال والعائد المرتفع دون نسيان احتمالات المخاطرة التي تميز عمليات البورصة"([1]).

– بالنظر إلى الاستثمار من زاوية المعيار الجغرافي؛ فنجد أن الاستثمار بالبورصة استثمارا محليا بالنسبة للدولة وأشخاص القانون العام والشركات العامة والخاصة بسبب انعدام المستثمرين الأجانب بصفتهم مصدرين، في مقابل وجود وسطاء معتمدين أجانب مما يسمح بتكييف استثمارهم بالنظر إلى جنسيتهم أنه استثمار أجنبي مقام على أرض الدولة الجزائرية.

وكتقسيم ثان مبسط يأخذ الاستثمار في البورصة ببساطة أحد الأشكال:

–أن تكون شريك في عدد من الشركات عن طريق شراء أسهمها. فإذا حققت الشركة مكاسب ارتفع سعر السهم وحقق الشريك مكاسب، أما إذا تعثرت الشركة وانخفض سعر السهم انخفض استثمار المستثمر بالنتيجة هو كذلك.

– أو أن يقرض الدائن شركة مبلغ ما لمدة زمنية محددة عن طريق شراء سندات وتحصل على ربح دوري ثابت (الفائدة المتفق عليها) وفي نهاية مدة السند يحصل على المبلغ الذي أقرضه للشركة.

–أو النوع المتعلق بالشركات الاقتصادية والمؤسسات المستثمرة التي تقوم بفتح رأسمالها للخواص من أجل الهدف التمويلي.

ثانيا: المبادئ الأساسية للاستثمار ببورصة الجزائر.

لا يستطيع أي مستثمر المغامرة بدخوله البورصة والإقدام على الاستثمار في قيم منقولة إلا إذا تم توفير له ضمانات وإطار قانوني يتناسب مع أهدافه في تحقيق الربح من جهته مقابل تطوير الاستثمار الوطني وترقية الاقتصاد من جهة الدولة العاجزة عن تمويل المشاريع الاستثمارية.

لأجل الوصول إلى تحقيق هذه الأهداف، كرست الدولة الجزائرية مجموعة من مبادئ الاستثمار سواء على مستوى القانون الخاص بترقية الاستثمار16–09 أو حتى المرسوم التشريعي الخاص ببورصة القيم المنقولة 93–10بقصد تشجيع المستثمرين أكثر لولوج البورصة ومنحهم فرص استثمارية لتوظيف أموالهم بما يحقق أهدافهم وأهدافها على حد السواء.

1– حليمة عطية، مرجع سابق، ص146.

ركزت الدولة جهودها على فرض احترام هذه المبادئ بين المستثمرين مهما كانت صفتهم عبر توفير العديد من الضمانات والتحفيزات لمواجهة سبب عزوفهم عن استثمار مدخراتهم وفشل الاستثمارات على مستوى البورصة، أين نجد هذه المبادئ تتنوع بين القانونين لنقوم فيما يلي بتفصيلها كالتالي:

1-وجوب معاملة جميع الزبائن على قدم المساواة.

تم التنصيص على هذا المبدأ بموجب المادة49 من المرسوم التشريعي93-10 إذ اعتبرته أحد المبادئ العامة المفروض احترامها من طرف المتعاملين في السوق، حيث يقصد بهذا المبدأ أن اللجنة وجميع الهيئات المتواجدة في سوق البورصة تسهر على توفير المعاملة العادلة والمنصفة لكافة المستثمرين مهما اختلفت صفتهم وجنسيتهم بعدم التمييز بينهم، أين يتساوى من حيث المركز القانوني المستثمر الوطني والأجنبي وبين المركز القانوني للمستثمر الوطني والوطني، هذا المبدأ هو مبدأ عام تضمنه قانون ترقية الاستثمار فقط مع وجود اختلاف طفيف في التسمية اذ عبر عنه المشرع ب"مبدأ المعاملة العادلة والمنصفة"([1]) وقصد به تطبيقه على المستثمر الوطني والأجنبي في حين أنّ البورصة الجزائرية تخضع له رغم غياب المستثمرين الأجانب المصدرين للقيم المنقولة على وجه الخصوص. فتوفير مثل هذا المبدأ على الأكيد أنه يدفع بعجلة الاستثمار بالبورصة حين يطمئن المستثمرين إلى عدم وجود فروقات في التعامل معهم.

2-**الأولوية الواجب إعطاؤها لمصلحة الزبون.**

هذا المبدأ هو الآخر كرسه المشرع الجزائري ([2]) كمبدأ عام تسهر على المحافظة في تطبيقه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وهو من المبادئ غير المكرسة بموجب قانون ترقية الاستثمار نظرا للخصوصية التي ينطوي عليها سوق البورصة، ويقصد بهذا المبدأ أنّه وفي إطار قيام الوسيط بإدارة وتسيير المحافظ المالية يجب عليه دائما إعطاء الأولوية لمصلحة المستثمر الممثل له خاصة في حالة تسيير الوسيط لحافظة خاصة به أي لمصلحته الخاصة.

حيث ذهب المشرع الجزائري من وراء إدراج مثل هذا المبدأ دائما إلى تغليب مصلحة المستثمر أولا على مصلحة الوسيط أو مسير المحفظة واضعا بذلك مصلحة المستثمر فوق كل اعتبار. وهو ما ينجم عنه بالنتيجة تطوير الاستثمار المالي وترقية الاستثمار ككل.

1- نص المشرع الجزائري على مبدأ المعاملة المنصفة والعادلة في المادة21 من قانون ترقية الاستثمار16-09 واعتبره كأحد الضمانات الممنوحة للمستثمرين الأجانب والوطنيين.

2- تضمنت المادة49 من المرسوم التشريعي المبادئ العامة للاستثمار بالبورصة ومنها هذا المبدأ.

3-تنفيذ أوامر السحب التي يصدرها الزبائن بأحسن شروط السوق([1]).

هذا المبدأ وبقية المبادئ توضح أنها قواعد تكفلت بحماية مصلحة الزبائن المستثمرين في مواجهة عمل الوسطاء والهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أي المتدخلين في العملية الاستثمارية بصفة عامة، حيث ركز المشرع في هذا المبدأ على المهمة التي يوكلها المستثمر للمتدخل(الوسيط)، حيث ينفذ هذا الأخير العمليات لمصلحة موكله المستثمر في سوق البورصة بناء على الأوامر التي يصدرها هذا الأخير.

وفي هذا الصدد فرض المشرع على هذا الوسيط تنفيذ هذه الأوامر الخاصة بتداول القيم المنقولة وفقا لأحسن الشروط في السوق؛ فمتى توافر السعر المناسب والظروف الملائمة التي تحقق ربحا للمستثمر قام الوسيط بتنفيذ أوامر السحب الصادرة عن المستثمر مراعيا بذلك مصلحة هذا الأخير في كل الظروف. كما نشير أن هذا المبدأ هو الآخر مبدأ خاص بالاستثمار في البورصة وليس مبدأ عام وارد في قانون ترقية الاستثمار مما يستبعد تنفيذه خارج إطار قطاع البورصة.

4-عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها.

هذا المبدأ هو الآخر تم تكريسه مثله مثل بقية المبادئ السالف ذكرها أعلاه بموجب المادة49 من المرسوم التشريعي93-10، وهو مبدأ مطبق على الاستثمار في البورصة دون سواه ما يفهم منه أنه غير وارد في قانون ترقية الاستثمار، فبموجبه فرض المشرع الجزائري على المتعاملين في السوق ككل مهما اختلفت صفتهم احترام مبدأ عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها نظرا للحساسية التي تتميز بها هذه السوق التي تتأثر أسعار أدوات الاستثمار بها (القيم المنقولة) بسمعة وشهرة الشركات المصدرة لها. ويأخذ هذا المبدأ مجاله أكثر في مهمة المتدخل في تنفيذ عمليات البورصة أين يجب على الوسيط عند تنفيذ عمليات البورصة أن يبذل جهده ويحرص على عدم إفشاء الأسرار المهنية، التي تعرّف إليها من خلال الوثائق التي يحوزها عن المستثمر (الشركة المصدرة التي يمثلها)، وبمناسبة تأدية مهامه فهو دائما يسعى إلى احترام المهام المسندة اليه وتنفيذ الأوامر الموجهة اليه مع مراعاة عدم الإضرار بموكله بإشاعة أنباء خاطئة عنه تتسبب له في خسارة استثماره المالي. غير أنّ تفسير المشرع لهذا المبدأ اتضح جليا من خلال المادة19 من القانون03-04 المعدلة للمادة60 من المرسوم التشريعي93-10 إذ شرحته وأوضحت حالات تسريب المعلومات وهي كما يلي:

1- ورد ذكر هذا المبدأ هو الآخر بموجب نص المادة49 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل المتمم السالف ذكره.

– حالة الشخص الذي تتوفر له بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته معلومات إمتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بإنجازها إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات.

–أو الشخص الذي يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى عن منظور أو وضعية مصدر تكون سنداته محل تداول في البورصة أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير على الأسعار.

–أو كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير.

وبعد أن بيّن المشرع هاته الحالات التي تندرج ضمن مبدأ عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها، شدد العقوبة المقررة على مخالفيه إذ سلط عقوبة الحبس من ستة(6) أشهر إلى خمس(5) سنوات وبغرامة قدرها 30.000دج كما يمكن أن يرتفع مبلغ هذه الغرامة حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه.

5–مبدأ حرية تحركات وتدفقات رأس المال.

ينظر إلى هذا المبدأ المكرس في قانون ترقية الاستثمار16–09 من حيث إمكانية المستثمر الأجنبي نقل رؤوس أمواله بكل حرية بين دولته والدولة الجزائرية بمراعاة الشروط المقررة لذلك، ويجد هذا المبدأ تطبيقا له في سوق القيم المنقولة، متى فتحت البورصة الجزائرية أبوابها للمستثمرين الأجانب من أجل الانضمام إليها وضخ القيم المنقولة بها.

لم يتم تنظيم هذا المبدأ في أنظمة البورصة غير أنّ هذا لا يعني أن إمكانية تطبيقه معدومة، بل هو شرط متعلق بالسيولة، فمتى رأت الشركات والمؤسسات نفسها بحاجة إلى سيولة تعينها على مواصلة حياتها التنافسية في السوق الاقتصادي؛ نجم عنه أحقيّتها باللجوء إلى سوق القيم المنقولة لطرح سنداتها والحصول على التمويل المناسب لها وبالتالي الرفع من رأسمالها. وهذا ما يبين أن لهذه الشركات كامل الحرية في الحصول تدفقات وسيولة من سوق البورصة وفقا لتحرك وتنقل سنداتها من مستثمر إلى آخر.

6–تطبيق مبدأ حرية الاستثمار في قانون البورصة.

يبرز هذا المبدأ كأحد المبادئ الرئيسية التي تحكم قانون البورصة الجزائرية وقانون ترقية الاستثمار، فلا يمكن تطبيق أي نوع من الاستثمارات ما لم يتم توفير هذا المبدأ الذي يشكل دعامة أساسية للسياسة الاستثمارية في جميع الدول؛ التي تجذب وتحفز المستثمرين على الاستثمار في أي وقت دون أي تخوف.

يجد هذا المبدأ أساسه القانوني في نص المادة43 من التعديل الدستوري الجزائري لسنة2016 والتي تضمنت ما يلي: "حرية الاستثمار والتجارة معترف بها وتمارس في إطار القانون"، فهو مبدأ دستوري نص عليه المشرع بجانب حرية التجارة وذلك في ذات النص القانوني. غير أنّ قانون الاستثمار الجديد لسنة 2016 لم يعط تعريفا للمبدأ، ما يعني أن حرية الاستثمار مبدأ دستوري وليس قانوني. غير أن "حرية الاستثمار تعني الاعتراف للمستثمر بإنشاء مشروع استثماري والتحلل من القيود والعراقيل الإدارية التي قد تحول دون ذلك، واختيار نوع النشاط الذي سيمارسه، مكان ممارسته، حجم الأموال التي سيستثمر فيها وحرية امتلاك وإدارة أكثر من مشروع وفي أكثر من نشاط، تمتد حرية الاستثمار إلى حرية إدارة المشروع والسيطرة الكاملة على السياسة الإنتاجية والتسويقية والمالية له"([1]).

وإذا حاولنا تطبيق هذا التعريف على الاستثمار والمستثمرين بالبورصة نجد أن الشركات الاقتصادية لها كامل الحرية في: قبول الانضمام إلى السوق من عدمه، اختيار وقت طرح القيم المنقولة للتداول، حجم رأسمال المفتوح للاكتتاب...الخ، ولا تشكل شروط إدراجها بالبورصة قيودا وعراقيل إدارية تحول دون تحقيقها للهدف التمويلي، كما أن المستثمر المدخر لأمواله يملك كل الحرية لاستثمار جزء أو جل أمواله في شتى أنواع من القيم المنقولة دون أي جبر أو تقييد. كما يظهر تطبيق هذا المبدأ في حرية تداول القيم المنقولة في سوق البورصة وحرية التنازل عنها فيما بين المستثمرين.

7-تطبيق مبدأ اللجوء إلى التحكيم في مجال الاستثمار في البورصة.

أشار المشرع بموجب المادة24 من قانون ترقية الاستثمار إلى إمكانية لجوء المستثمرين إلى التحكيم عند نشوب خلاف بين المستثمر الأجنبي والدولة الجزائرية، وهذا في حالة وجود اتفاقية تتعلق باللجوء اليه. هذا المبدأ الذي يسمح باللجوء إلى التحكيم في الاستثمار المنظم في قانون ترقية الاستثمار نجده يطبق أيضا على الاستثمار بالبورصة([2]).

1- ربيحة حجارة، حرية الاستثمار في التجارة الخارجية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2017، ص31.

2- لا يرقى التحكيم الذي تختص به الغرفة التحكيمية للجنة البورصة إلى التحكيم المقرر بموجب قانون الاستثمار وقانون الإجراءات المدنية والإدارية المتعلق بعقود التجارة الدولية، حيث أنهما يختلفان من حيث الأطراف كما وأن التحكيم بين المتعاملين بسوق البورصة يبقى تحكيما داخليا في المجال البورصي على عكس التحكيم التجاري الدولي القائم بين المستثمر الأجنبي والدولة الجزائرية.

يعتبر التحكيم وسيلة من وسائل حل النزاعات، فهو وفقا للقواعد العامة إجراء اختياري يتفق عليه الأطراف([1])، لكن وفقا للقواعد التشريعية والتنظيمية التي تحكم البورصة يعدّ إجراء إجباريا لا يستغنى عنه خاصة إذا كان النزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة([2]).

حيث خوّلت للجنة السلطة التأديبية والتحكيمية، عند المساس بأي حق من حقوق المستثمرين أو الإخلال بالقوانين المشرعة، وبموجبها توقع عقوبات في حالة إخلال الوسطاء في عمليات البورصة بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة، وكذا الإخلال بالأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم. ففي سبيل تحقيق هذه الأهداف المسطرة قانونا، وضع المشرع ضوابط تهدف إلى شفافية وقانونية المعاملات فيها، فمن خلالها أراد إضفاء حماية للاستثمار المالي والمستثمرين بحماية السوق من كل العمليات التّي يشوبها الغش والتلاعب بغرض حماية الثقة في السوق المالي.

8-تطبيق مبدأ استقرار التشريع في مجال الاستثمار بالبورصة.

يعد استقرار التشريع هو التزام الدولة بعدم إدخال تعديلات على الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يحكم الاستثمار المقام عند تعديل أو إلغاء القوانين الخاصة بالاستثمار، فهو يعد تعطيل أو تجميد لحق الدولة باعتبارها كيان اقتصادي ذو سيادة على ثرواتها وسيادتها التي تخول لها التعديل في تصرفاتها بصفة انفرادية تحقيقا لأهدافها ([3]). وفي إطار تحقيق هذا الأمر كرست المادة22 من قانون ترقية الاستثمار هذا المبدأ من خلال النص على شرط استقرار التشريع فيما يتعلق بالنصوص القانونية التي تطبق على الاستثمارات.

وإذا أسقطنا هذا المبدأ على الأنظمة والمراسيم المتعلقة بقطاع البورصة نجدها تعرف استقرارا منذ زمن طويل، فلم يدخل عليها المشرع تعديلات أو إلغاءات على الرغم من قلة عددها مما يبعث الطمأنينة في نفوس المستثمرين في هذا المجال ويشجعهم على الاستثمار بالبورصة ككل.

1- انظر المادة1007 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية رقم08-09، الجريدة الرسمية العدد21 الصادر بتاريخ 25 فيفري2008.

2- نصت المادة 52 من المرسوم التشريعي93-10على ما يلي: تكون الغرفة المذكورة أعلاه (الغرفة التأديبية والتحكيمية) مختصة في المجال التحكيمي لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، وتتدخل فيما يأتي: بين الوسطاء في عمليات البورصة، بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم، بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم، بين الوسطاء في عمليات البورصة والآمرين بالسحب في البورصة.

3- محمد إقلولي، شروط الاستقرار التشريعي المدرجة في عقود الدولة في الاستثمار، العدد03، 2005، مجلة المحاماة" تيزي وزو"، ص82.

وفي ختام هذا المطلب يمكن القول بأنّ الواقع العملي في الجزائر أبان عن تخلفها اقتصاديا بعدم اعتمادها على الاستثمار في البورصة لتمويل المشاريع الاستثمارية القائمة على أراضيها خصوصا في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة التي تعايشها وعدم قدرة الخزينة العمومية على ضخ المزيد من الأموال لانعاش الاقتصاد الوطني، حيث أن عدد المستثمرين في البورصة الضئيل يكشف التداول الضعيف للأدوات الاستثمارية (القيم المنقولة) وركودها، مما يجعل إمكانية مقارنتها ببورصات دول العالم منها: بورصة القاهرة، بورصة نيويورك..الخ شبه مستحيل. وهذا كله راجع إلى العدد المحدود جدا للسندات المسعرة في بورصة الجزائر؛ ما لا يقدم للمستثمرين أي تنويع في فرص التوظيف الاستثماري، وكذا فإن هذا النقص في تموين سوق البورصة طوال سنوات عدة أثر تأثيرا سلبيا في ثقة المستثمرين إزاء فرص تطور سوق مالية حقيقية في الجزائر([1]).

وعليه من أجل تحقيق هذا التطور للسوق المالية وجب الاعتماد على الاستثمار في البورصة الذي يعد أحد المجالات الأساسية للاستثمار وليس هو المجال الوحيد للاستثمار. بالإضافة إلى السعي لأن يكون الاستثمار في البورصة مثمرا بالنسبة للدولة والمستثمر، وجب على هذا الأخير أن يشارك ويستثمر أمواله في أكثر من قطاع في البورصة، بحيث لا يضع البيض كله في سلة واحدة، كما أن الاستثمار في البورصة يعطي عائدا أعلى من أي نوع من أنواع الاستثمارات الأخرى.

المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المتعامل بها في بورصة الجزائر.

تعد القيم المنقولة عصب الحياة للبورصة باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق بالنظر إلى الطبيعة التي تتميز بها البورصة الجزائرية؛ فهي بورصة القيم المنقولة دون السلع الأخرى والسوق المنظم قانونا. حدّد المشرع الجزائري أدوات الاستثمار ([2]) في البورصة الجزائرية والحقوق والواجبات المرتبطة بها وكذا شروط إصدارها في السوق بموجب أحكام القانون التجاري، حيث خصّص لها القسم الحادي عشر الموسوم ب: القيم المنقولة المصدرة من شركات المساهمة ضمن الفصل الثالث المخصص لشركات المساهمة بدءا من المادة715مكرر30 إلى غاية المادة715 مكرر132([3]).

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة 2005، ص05.

2- أدوات الاستثمار هي الأصل الحقيقي أو الأصل المالي الذي يمتلكه المستثمر لقاء الأموال التي يستثمرها ويصطلح عليها بوسائط الاستثمار وأبرزها أدوات الاستثمار المباشرة القابلة للتداول (القيم المنقولة) / صالح الحناوي-نهال فريد، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دون طبعة، المكتب العربي الحديث، مصر،2007، ص11.

3- نجد المشرع يعدد على سبيل الحصر كالتالي: الأسهم، شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت، سندات المساهمة، سندات الاستحقاق، قيم منقولة أخرى التي تضم كل من سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم.

يعبّر عن الأدوات المستثمر فيها في البورصة باسم القيم المنقولة التي تعرف بأنها: سند مالي قابل للتداول يصدره كيان قانوني (شركة جماعة، هيئة عمومية أو خاصة..) يرغب في الحصول على تمويل يوجه لإنجاز مشاريع استثمارية ([1]). أما التعريف القانوني لها فنجد المادة 715مكرر30من القانون التجاري([2]) تنص على ما يلي:" القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها".

يتضح من خلال هذه المادة، أنّ هذه السندات تشهد لأصحابها بحيازتهم جزءا من الرأسمال(مساهمون) أو بامتلاكهم حقا للدين على الذمة المالية للكيان المصدر(دائنون). إذ يعتبر حائز سندات رأس المال كشريك في ملكية الشركة، وفي المقابل يعتبر من يحوز سندات الدين كمقرض للشركة، مما يسمح لنا بتقسيمها إلى قيم منقولة لزيادة رأس المال **(الفرع الأول)** وقيم منقولة للاقتراض **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: قيم منقولة لزيادة رأس المال كأداة للاستثمار في البورصة.

أطلقنا هذه التسمية على القيم المنقولة إذ الكثير من المؤلفين المتخصصين في دراسة الأسواق المالية والبورصة خاصة نجدهم يلجؤون إلى التقسيم التقليدي المعبر عنه بالأسهم والسندات. غير أننا ورغبة منا في إبراز دور هذه القيم بالنسبة للشركات المستثمرة قدمنا هذا التقسيم، إذ هو التقسيم نفسه الذي اعتمده المشرع الجزائري في القانون التجاري. وعليه نقصد بالقيم المنقولة لزيادة رأس المال هي الأسهم إلى جانب شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت، لنفصل فيها أكثر في النقاط التالية:

أولا: الأسهم.

تلعب الأسهم دورا هاما في حياة الشركات التجارية ومنه حياة كل الأشخاص المصدرة لأدوات الاستثمار في البورصة الجزائرية، مما يجعلنا نتطرق إليها هي كأهم أداة نظرا لهذا الدور والخصائص الهامة التي تتمتع بها. إذ سنفصل فيها ونتعمق فيها أكثر مقارنة بالأدوات الأخرى.

1-وثيقة صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن القيم المنقولة،2004، مرجع سابق.

2-الأمر 75-59المتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم بالقانون05-02 المؤرخ في 06فبراير2005، الجريدة الرسمية العدد 11 الصادر بتاريخ09 فيفري2005.

عرف الفقه السهم بأنه:" النصيب الذي يشترك به المساهم في شركة الأموال ويقابله حصة الشريك في شركة الأشخاص"([1]). أو هو كذلك: الحصة التي يقدمها الشركاء للشركة سواء كانت حصصا نقدية أم عينية ([2]).

أو هو الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه فيه ([3]). إذ هو نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال ([4]). ويعرف أيضا بأنه: يعتبر السهم شهادة تؤوّل لمالكها الحق في ملكية جزء من ممتلكات الشركة التي أصدرت هذا السهم، ويتميز هذا السهم بأنه ليس له تاريخ استحقاق ولا يحق لحامله المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها([5]).

أما التعريف القانوني له فهو: سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها([6]) مما يفهم منه أن رأسمال شركة المساهمة ينقسم إلى أسهم، وتمثل هذه الأسهم مقابل المساهمات (العينية و/أو النقدية) المقدمة إلى الشركة، فعند إنشاء شركة ما يدعى الأشخاص المساهمون في تكوين رأسمالها المساهمون المؤسسون، وتتمثل أسهم الشركة في السندات القابلة للتداول، أي أنه يمكن بيعها في السوق وحيازتها من أشخاص آخرين لم يشاركوا في إنشائها.

على هذا الأساس قد يختلط هنا المفهوم بين حصص التأسيس والأسهم خاصة أمام التقارب بين المؤسسين والمساهمين، مما يسمح لنا بالقول بأن حصص التأسيس هي الصكوك القابلة للتداول والتي تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة اسمية، وتمنح أصحابها نصيبا في أرباح الشركة، وذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة. أو هي صكوك تعطي الحق في الحصول على نصيب من أرباح الشركة دون أن يقابلها تقديم حصة في رأس المال([7]).

نخلص من ذلك أن حصص التأسيس تختلف اختلافا جوهريا عن الأسهم وذلك للآتي:

-حصص التأسيس لا تدخل في تكوين رأسمال الشركة، حيث يقدم صاحبها حصة نقدية أو عينية، وبذلك تختلف عن السهم الذي يمثل سند ملكية لحصة نقدية أو عينية تطابق جزءا من رأسمال الشركة.

1- يونس علي حسن، الشركات التجارية، دون طبعة، دار وهبة حسان للنشر والطباعة، القاهرة،1991، ص255.

2- علي جمال الدين عوض، شركات الأموال، دون طبعة، دار النهضة العربية، مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعي،1984، ص46.

3- سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية،1993، ص242.

4- أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص47.

5- أحمد محسن الخضيري، مرجع سابق، ص 59.

6- انظر المادة715مكرر40 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

7- مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية،1994، ص233.

– الصك الذي يمثل حصة التأسيس ليس له قيمة اسمية، وإنما يحدد له نصيب في الأرباح. وذلك بخلاف السهم الذي يحمل بيانا بقيمته الاسمية بحيث لا يجوز إصداره–كأصل عام–بأقل أو أعلى من هذه القيمة.

–لا تخول حصص التأسيس أصحابها الحق في التدخل في الإدارة، بخلاف السهم الذي يخول صاحبه حق إدارة الشركة والتصويت في الجمعيات العامة.

– تخول حصص التأسيس لأصحابها نصيبا من الأرباح. وهذا الحق معلق على وجود أرباح صافية. ومن هذه الناحية تختلف حصص التأسيس عن السندات، بحيث يعتبر حاملو السندات دائنين للشركة ولهم الحق في الحصول على فائدة ثابتة ولو لم تحقق الشركة أرباحا([1]).

1–أنواع الأسهم.

أشار المشرع الجزائري إلى أنواع الأسهم بموجب القانون التجاري ولم يشر اليه في الأنظمة المتعلقة بالبورصة، إذ نجده يقسمها إلى:

أ–**الأسهم النقدية والأسهم العينية:** لم يعطي المشرع تعريفا لهذا النوع من الأسهم بل اكتفى بالإشارة إلى الحالات التي يمكن اعتبارها أسهما نقدية وهي مذكورة على سبيل الحصر: الأسهم التي تم وفاؤها نقدا أو عن طريق المقاصة، والأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار، الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الاحتياطات أو الفوائد أو علاوات الإصدار وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقدا. حيث استثنى من هذه الحالات فئة الأسهم العينية دون أن يوضح تعريفها أو حتى حالاتها ([2]).

غير أنّ الفقه قد حاول إعطاء تعريفا لها بالقول: الأسهم النقدية هي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقدا. أما الأسهم العينية فهي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بدفع قيمتها عينا عقارا أو منقولا([3]).

1– عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة–دراسة فقهية مقارنة–الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2008، ص22.

2– انظر المادة 715 مكرر 41 من القانون التجاري.

3– شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص95.

ب-الأسهم العادية: هي حصص في رأس مال الشركات المساهمة تحقق أرباحا لحاملي تلك الأسهم بجانب الزيادة في أسعار السوق للسهم الواحد والتي يطلق عليها القيمة الرأسمالية أو العائد الرأسمالي([1]). تعرّف كذلك بأنها الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ولا تعود اليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، أي لا تستهلك قيمتها([2]).

قدّم المشرع تعريفا لهذا النوع من الأسهم بالنظر إلى خصائصها إذ عبّر عنها بأنها: الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير مع الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها([3]).

ج-أسهم التمتع: عرف المشرع هذا النوع هو الآخر، فهي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوم إما من الفوائد أو الاحتياطات. ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل([4]). أما الفقه فيرى بأن أسهم التمتع هي الأسهم التي استهلكت قيمتها بأن ردت قيمتها الاسمية إلى المساهم تدريجيا أو دفعة واحدة أثناء حياة الشركة([5]).

د-أسهم الضمان: ويقصد بها الأسهم التي يقدمها أعضاء مجلس إدارة الشركة ضمانا لحسن إدارتهم خلال فترة توليهم هذا المنصب([6]). وهي أسهم يجب على مجلس الإدارة أن يمتلكها بنسبة تمثل20% من رأسمال الشركة، إذ يجب على القائم بالإدارة تملكها يوم تعيينه. تخصص هذه الأسهم بأكملها حسب ما يدل اسمها لضمان جميع أعمال التسيير بما فيها الأعمال الخاصة بأحد القائمين بالإدارة، وهي غير قابلة للتصرف فيها([7]).

1- فريد راغب النجار، إدارة شركات، تداول الأوراق المالية (فنون الاستثمار في البورصة)، دون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية،2009، ص15.

2- شعبان محمد اسلام البرواري، مرجع سابق، ص98.

3- المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري.

4- المادة 715 مكرر 45 من القانون التجاري.

5- شعبان محمد اسلام البرواري، مرجع سابق،ص95.

6- يعقوب يوسف صرخوه، القيود الواردة على تداول الأسهم وأزمة سوق الأوراق المالية، السنة السابعة، العدد الأول من 01-04، مارس ،1983، مجلة كلية الحقوق، جامعة الكويت، ص78.

7- المادة619 من القانون التجاري.

2-خصائص الأسهم.

للسهم عدّة خصائص تميزه عن الحصة في شركات الأشخاص من جهة وعن الأوراق المالية عموما من جهة أخرى، وتتمثل هذه الخصائص في الآتي:

أ-هو أحد القيم المنقولة المصدرة عن شركة المساهمة: يعد السهم أحد أبرز القيم المنقولة التي تصدرها شركة مساهمة مسعرة أو يمكن أن تسعر في البورصة من أجل زيادة رأسمالها، مما يقصد به أن هذا السهم يصدر دوما عن شركة مساهمة سواء كانت منضمة إلى البورصة أو لا لأنه يمثل جزءا من رأسمالها،" كما يخول السهم لحامله الدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة له"([1]).

ب-المساواة في قيمة السهم: تتميّز الأسهم كذلك بخاصية التساوي من حيث القيمة، وهذه القيمة يتم تحديدها من قبل القانون يستوي في ذلك كل أنواع الأسهم، إذ أنها تقوم على مبدأ المساواة في الحقوق والالتزامات، والحكمة من تساوي قيمة الأسهم تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية بسهولة ويسر من غير عناء، وتسهل عملية توزيع الأرباح وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة([2]).

ج-وحدة السهم: ويقصد بوحدة السهم أن يحتفظ السهم بوحدته وإن تعدد مالكوه، فلا مانع من أن يشترك أكثر من شخص في ملكية سهم واحد، كأن تؤول إليهم ملكية السهم عن طريق الميراث أو الوصية، فإن الحقوق التي يخولها السهم بوصفه وحدة واحدة لا تتجزأ تبقى لهم جميعا. ومن ثمة فلا يكون لكل منهم-منفردا-حقوق في الجمعية العامة، وإنما عليهم أن يقوموا باختيار شخص يمثلهم في الهيئات الإدارية للشركة. وبالنسبة للالتزامات التي يرتبها السهم فهم مسؤولون فيما بينهم بالتضامن عن هذه الأسهم بقيمة اسمية متساوية. وتكون بالنسبة إلى الشركة غير قابلة للتجزئة، فإذا ملك السهم أكثر من شخص واحد بطريق الإرث، كان على الورثة أن ينيبوا شخصا واحدا يتولى مباشرة الحقوق المتصلة بالسهم في مواجهة الشركة ([3]).

هذا وقد يرد حق انتفاع على السهم، كأن توهب ملكية السهم مع الاحتفاظ بالانتفاع أو يوهب الانتفاع مع الاحتفاظ بملكية السهم، وحينئذ تكون الأرباح من حق المنتفع، ويكون أيضا هو ذو الصفة في

1- المادة715مكرر30 من القانون التجاري.

2- محمد فريد العريني، الشركة التجارية المشروع التجاري بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الأشكال، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة، 2003، ص187.

3- عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص06.

التصويت في الجمعية العامة، أما رد قيمة السهم فيكون لمالك الرقبة([1]). إنّ خاصية عدم قابلية السهم للتجزئة هي ذات الخاصية الواردة ضمن أحكام المادة 715مكرر32 من القانون التجاري الجزائري التي نصت: "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة".

د-تحديد المسؤولية بقيمة السهم: نصت المادة592 من القانون التجاري على أن شركة المساهمة تتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم، ما يفهم منه أن المساهم لا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما اكتتب فيه من أسهم. ومن ثم فلا يجوز الرجوع على المساهم بأي مبلغ آخر مهما بلغت ديون الشركة أو خسارتها.

وإذا كانت القاعدة هي أن مسؤولية المساهم محدودة بقيمة أسهمه، إلا أن هناك حالات يسأل فيها المساهم خارج حدود حصته، لا بصفته شريكا بل لارتكابه خطأ يوجب مسؤوليته قبل الشركة أو قبل الغير، وذلك كتعسف صاحب أغلبية الأسهم في التحكم في الأصوات في الجمعية العامة إضرارا بالشركة أو الدائنين، أو تلاعبه بأسعار الأسهم، أو كرفع المساهم دعوى بمسؤولية الشركة أو مديرها بسوء نية([2]).

هـ-قابلية السهم للتداول: يتم تداول السهم إما بالطرق التجارية كالمناولة إذا كان السهم لحامله، أو بالتظهير إذا كان إذنيا، أو بالقيد في سجل الشركة إذا كان اسميا، وإما بالطرق المدنية كحوالة الحق. وقد تنتقل ملكية السهم بطريق الميراث، وهو ما يميز السهم عن حصة الشريك في شركة الأشخاص([3]). هذه الخاصية تم ذكرها في المادة 715مكرر 40 من القانون التجاري التي ذكرت أنّ السهم الصادر عن شركة المساهمة قابل للتداول، كما أنه يكتسي شكل سندات للحامل أو سندات اسمية(المادة715 مكرر34).

أما عن كيفية التداول، فعند إصدار الشركة لهذا السهم قد يتم تداوله وتحويله للحامل إما في شكل مادي بتسليم السند أو أن تكون موضوع تسجيل في الحساب الذي تمسكه هذه الشركة في حالة الشكل الاسمي أو عن طريق وسيط مؤهل عندما تكتسي شكل قيم لحاملها([4]).

1- عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق ، ص07.

2 - المرجع نفسه، ص08/ انظر كذلك في هذا الخصوص أحكام المادة715مكرر23 من القانون التجاري الجزائري.

3- عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع نفسه، ص08.

4- المادة715مكرر37 من القانون التجاري الجزائري.

ثانيا: شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت.

تعتبر هذه الشهادات هي أيضا أدوات الاستثمار للزيادة في رأسمال الشركة المصدرة، اذ تشبه القواعد التي تحكم شروط الإصدار والحقوق المخولة للحائزين على هذه القيم المنقولة القواعد التي تطبق على الأسهم.

شهادات الاستثمار وهي قيم منقولة تشبه الأسهم من دون الحق في التصويت، وتنتج عن تقسيم سهم عاد إلى قسمين متمايزين، وهما شهادة الاستثمار والحق في التصويت. ولا يمكن إذن لحامل شهادة الاستثمار المشاركة في الجمعيات العامة والتصويت فيها، ولكنه يستفيد من الحقوق المالية المتصلة بالأسهم (الحق في الأرباح، في الإعلام، في الاكتتاب في حالة الزيادة في رأس المال وفي الحق مما تبقى من التصفية) تعد شهادات الاستثمار قابلة للتداول في البورصة وتكون موضوع تسعيرة منفصلة عن تسعيرة الأسهم ([1]). أما شهادات الحق في التصويت فهي تصدر اسمية وجوبا على غرار شهادات الاستثمار، بمناسبة الزيادة في رأس المال أو عند تجزئة الأسهم الموجودة وتمثل الحقوق غير المالية المتصلة بالأسهم وتصدر بالعدد المساوي لعدد شهادات الاستثمار، غير أنه يجوز التنازل عنها لصالح حامل شهادة الاستثمار([2]).

إنّ شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركة مساهمة بمناسبة رفع رأسمالها أو عند تجزئة الأسهم الموجودة. تمثل شهادة الاستثمار حقا ماليا يوجب أن تكون قيمته الاسمية مساوية لقيمة سهم الشركة المصدرة. أما شهادة الحق في التصويت فتمثل من جهتها وكما يتبين ذلك من اسمها حقا غير مالي يرتبط بالسهم. كما يجب أن تكتسي هاتين الشهادتين شكلا اسميا([3]). ما تجدر الإشارة إليه بأنه حتى وإن اعتبر المشرع شهادات الحق في التصويت من القيم المنقولة التي تزيد من رأسمال شركات المساهمة وتمثل احدى أدوات الاستثمار في القانون التجاري الجزائري مما يشير إلى السماح بتداولها على مستوى البورصة منطقيا. إلا أنّه تراجع عن السماح لها بتداولها كقيم منقولة لزيادة الرأسمال حسب ما قضت بها المادة 30 من النظام 97-03 المعدلة بموجب المادة 06 من النظام12-01 التي حصرت سندات رأسمال في الأسهم وشهادات الاستثمار([4]).

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها، دليل القيم المنقولة، مرجع سابق، ص13.

2- المرجع نفسه، ص13.

3- نظم المشرع الجزائري شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت في المواد من 715مكرر61 إلى غاية 715مكرر72 من القانون التجاري.

4- تنص المادة30 المعدلة على ما يلي: "تعتبر الأسهم وشهادات الاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة كسندات رأسمال".

الفرع الثاني: قيم منقولة للاقتراض كأداة للاستثمار في البورصة.

قد تحتاج الشركة أثناء قيامها بنشاطها إلى أموال جديدة من أجل توسيع موقفها المالي ونشاطها، ولا ترغب في زيادة رأسمالها عن طريق إصدار أسهم جديدة، "ورغبة من الشركة في الحصول على هذه الأموال خصوصا أنه يصعب توفيرها من مقترض واحد وأنها لأجل طويل لذا يتم طرح قيمة القرض على الجمهور بعد تقسيمه إلى أجزاء صغيرة يسمى كل منها سندا"([1]). لذا كان لزاما علينا التعريف بهذا السند ومعرفة خصائصه(**أولا**) ومن ثمة الوصول إلى أنواعه(**ثانيا**).

أولا-المقصود بسندات الاقتراض.

لم يترك المشرع الجزائري أي مجال للشك حول أدوات الاستثمار التي تمثل سندات للدين حين فصل في المسألة بموجب المادة 46-08 المعدلة للنظام 97-03([2]) وعدّدها بأنّها تتمثل في: سندات الاستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال، سندات المساهمة، أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال. وعليه وقبل التعمق أكثر في أنواع أدوات الاستثمار المخصصة للاقتراض كان لابد علينا توضيح مقصود معناها فيما يلي:

السند هو صك مديونية يثبت وجود دين على شركة ذات أسهم أو الدولة، وللسند مدة استحقاق محددة، وتسدد قيمته عند انتهاء هذه المدة([3]). أو هو صك قابل للتداول تصدره شركة أو شخص معنوي بمناسبة اقتراض رؤوس أموال مهمة([4]).

عرّف كذلك بأنه: سند مالي قابل للتداول يجسد التزام مقترض إزاء مقرض يضع في مقابل ذلك، أموالا تحت تصرفه. ويتجسد هذا الالتزام بموجب عقد إصدار يحدد خصائص الاقتراض وكيفيات تسديد الأموال وطريقة مكافأة المقرض([5]). أو هو عقد أو اتفاق بين المنشأة "المقترض" والمستثمر "المقرض" بمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة([6]).

1- سعيد محمد سيف النصر حسانين، دور البنوك التجارية في استثمار الأموال العملاء، رسالة دكتوراه، جامعة المنصورة، ص114.

2- نصت المادة46-08 من النظام 12-01المعدل والمتمم للنظام97-03المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة على ما يلي: " تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين".

3 - بورصة الجزائر، القيم المنقولة عن الموقع الالكتروني:www.sgbv.dz

4 Vidal Dominique, droits des sociétés, librairie générale de droit et jurisprudence, paris, 1993, p39.

5- وثيقة صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن القيم المنقولة،2004، المرجع السابق.

6- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص29.

وانطلاقا من هذه التعاريف المقدمة للسندات، نجد أن هذه الأخيرة تتمتع بخصائص تميزها عن غيرها من صكوك الديون العادية؛ حيث تتضح من خلال أن قرض السندات قرض جماعي، فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدى ولكن مع مجموع المقترضين. كما أن مدته غالبا ما تكون طويلة تتراوح بين عشر سنوات وثلاثين سنة. وهو قابل للتداول مثل السهم، فهو إما أن يكون اسميا تنتقل ملكيته بطريق القيد في سجلات الشركة أو لحامله فتنتقل ملكيته بطريق التسليم([1]). ومن جهة أخرى، فإن السندات المصدرة تخول حامليها حقوق دائنية مطابقة لها. غير أنه تجدر التوضيح أن هؤلاء الحاملين لا يشاركون في تسيير شؤون الشركة، ولكن يمكنهم مع ذلك أن ينتظموا في تكتل للدفاع عن مصالحهم([2]).

ثانيا-أنواع سندات الاقتراض.

أسلفنا الذكر بأنّ المشرع الجزائري قد حدد أنواع سندات الدين المسموح بتداولها كأدوات للاستثمار على مستوى البورصة الجزائرية **(سندات الاستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال، سندات المساهمة، أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال)** لنضيف **سندات الخزينة** الواجب التطرق إليها نظرا للأهمية البالغة التي تتميز بها، وبما أننا لم نفصل فيها سابقا، الحري بنا فعل ذلك بمقتضى هذه النقطة.

والجدير بالذكر، أنه وعلى الرغم من أنّ القانون التجاري قد ذكر أنواع السندات إلا أنه لم يصنّفها على حسب قابلية تداولها في البورصة، لذا اخترنا في دراستنا هذه أن نتناول هاته الأنواع وفقا لما ورد في نص المادة46-08 من النظام12-01 وذلك نظرا لملائمة هذا التقسيم أكثر مع مقتضيات الدراسة، رغم علمنا أن القانون التجاري يسمو عن نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من حيث مبدأ تدرج القوانين، وعليه سنعرض فيما يلي شرحا لهذه الأنواع:

1-سندات الاستحقاق.

سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية. حيث تكون سندات الاستحقاق حسب كل حالة مقترنة بشروط أو بنود التسديد أو الاستهلاك عند حلول الأجل أو عن طريق السحب. وفي الحالات المنصوص عليها صراحة عند الإصدار، يمكن أن يكون سند الاستحقاق دخلا دائما يسمح بدخل متغير وقابل للتحويل إلى رأسمال بدون تعويض الأصل([3]).

1- سمير رضوان عبد الحميد، مرجع سابق، ص295.

2- لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها، دليل القيم المنقولة، مرجع سابق، ص06.

3- المادتين715مكرر 81و715مكرر83 على التوالي من القانون التجاري.

2-السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال.

ننوه بخصوص هذه النقطة أن المشرع الجزائري قد تم بتسميتها في القانون التجاري" سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم"([1]) بينما أطلق عليها في النظام 12-01 تسمية" السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال"، ولعل أفضل تسمية لها حسب رأينا هي" سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم" لكون هذه التسمية تحمل مفهوما واحدا ووحيدا للسند القابل للتحول إلى سهم ولا يدع مجالا للتفسير بإمكانية تحويل السند إلى شهادة استثمار إذا ما اعتمدنا التسمية الواردة في النظام 12-01 باعتبار أن شهادات الاستثمار هي أيضا احدى سندات رأسمال.

سند الدين القابل للتحويل إلى سهم هو سند دين تقليدي ذو نسبة ثابتة عموما، تصدره شركات المساهمة المستوفية لشروط إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم. يخول المكتتب أثناء فترة التحويل، إمكانية استبداله بسهم أو بعدة أسهم للشركة المصدرة، حيث يستفيد المساهمون حق الاكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بنس الشروط المنصوص عليها لاكتتاب أسهم جديدة. وتحدد هذه العلاقة التي تدعى أساس التحويل عند الإصدار. يدعى سندا قابلا للتحويل السند الذي يخول صاحبه إمكانية وليس إلزامية استبداله بسندات الملكية الممثلة في أسهم المصدر نفسه. يمكن حاملو السندات القابلة للتحويل، عند الحاجة بيعها في البورصة من أجل الحصول على السيولة، حيث يتوقف سعر البيع على سعر الأسهم العادية وفي بعض الحالات على نسب الفائدة المطبقة في السوق([2]).

وما يمكن إضافته حول هذه النقطة أن المشرع الجزائري قد أدرج إلى جانب سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم نوعا آخرا من سندات الاستحقاق هو **سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم** حسب المواد 715 مكرر 126 وما يليها من القانون التجاري. والملاحظ على هذا النوع أنه هو الآخر قد أخلط في تسميته بين القانون التجاري والنظام12-01 والوثائق الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي أطلقت عليه تسمية **سندات الدين ذات أذونات اكتتاب بالأسهم**. ولعل أنسب تسمية هي ما ورد في وثائق الهيئة العليا بالبورصة الجزائرية أي تسمية **سندات الدين ذات أذونات اكتتاب بالأسهم** والسبب راجع حسب رأينا إلى أن كلمة "قسيمة" الواردة في القانون التجاري تعد كلمة

1- تسمية الفقرة الأولى من القانون التجاري الجزائري المتضمنة المواد من 715مكرر114 إلى غاية 715مكرر125.

2- وثيقة صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن القيم المنقولة،2004، مرجع سابق/ أنظر في نفس المعنى المادتين715مكرر114-715مكرر117 من القانون التجاري.

فضفاضة تحمل مدلولا واسعا وتطلق على العديد من الوثائق على عكس كلمة "أذون" المناسبة قانونيا لمرافقة تسمية الاكتتاب بالسهم([1]).

وعليه يمكننا توضيح المقصود بها كما يلي: السندات ذات أذونات اكتتاب بالأسهم هي قبل كل شيء سند عاد ذو نسبة ثابتة يتصل به أذن او أكثر. وتخول هذه الأذونات الحق في اكتتاب أسهم جديدة تصدرها الشركة بسعر أو أكثر وحسب شروط وآجال يحددها عقد الإصدار. بمجرد ادراج هذه السندات في البورصة، تنفصل الأذونات عن سندات الدين وتكون موضوع تسعيرة منفصلة. فالمكتتب سند بأذونات اكتتاب اسهم هو قبل كل شيء صاحب سندات الدين، ويتلقى إذن كل سنة أو ستة اشهر الفوائد المتعلقة بسند الاقتراض، كما يمكنه أن يبيع سند الاقتراض في البورصة وتحقيق ربح أو خسارة برأس المال([2]).

3 –سندات المساهمة.

سند المساهمة هو سند دين قابل للتداول، تصدره شركة المساهمة، تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند([3]).

ترتبط خصوصية سندات المساهمة بتسديدها. ولا يتم هذا التسديد إلا إذا كانت الشركة: في طور التصفية، قررت ذلك بعد انقضاء اجل خمس سنوات بعد إصدارها. تشبه حقوق حاملي سندات المساهمة، ولاسيما من أجل تكوينهم تكتلا لحاملي الأسهم، أو الاطلاع على وثائق الشركة، الحقوق المخولة لحاملي السندات المصدرة. وتمثل سندات المساهمة سندات وسيطة بين الأسهم والسندات، فهي إذن سندات هجينة تشبه السند من جهة لكونها توزع القسيمات، وتقترب من جهة أخرى من السهم لكونها لا تسدد مبدئيا إلا في حالة التصفية. ولا تشتمل سندات المساهمة على الحق في التصويت([4]).

4–أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال.

ترك المشرع الجزائر مفهوم هذا النوع من أدوات الاستثمار التي تمثل قيما منقولة للاقتراض غامضا، حيث تم ذكره كنوع من أنواع سندات الدين حسب النظام 12–01المنطلق منه مع عدم إعطاء تعريف واضح لها، وحسب رأينا قد يندرج هذا النوع في مفهوم قيم منقولة أخرى وفقا لما ورد في نص

1– تسمية الفقرة الثانية "سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم" من القسم الفرعي السادس المعنون "قيم منقولة أخرى" من القانون التجاري، المتضمنة المواد715مكرر126 وما يليها.

2– لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها، دليل القيم المنقولة، مرجع سابق، ص08.

3– المادة715مكرر73 من القانون التجاري.

4– لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها، دليل القيم المنقولة، المرجع نفسه، ص14.

المادة 715مكرر110من القانون التجاري التي خول فيها حق الترخيص بإصدار مثل هذه القيم إلى الجمعية العامة غير العادية للمساهمين بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين ومندوب الحسابات.

5-سندات الخزينة العمومية كإحدى سندات الاقتراض الاستثنائية.

تسمى كذلك بالسندات الحكومية، تتميز بأنها مضمونة من طرف الحكومة يمكن تعريفها بأنها صكوك متساوية القيمة تمثل دينا مضمونا في ذمة الحكومة، وهي تغل عائدا غالبا ما يكون ثابتا ولها آجال محددة ومعلومة ويتم طرحها للاكتتاب العام وتداولها بالطرق التجارية([1]).

وفي الجزائر، قام المشرع بالإشارة إلى هذا النوع من السندات في نص المادة46-09 من النظام12-01 السالف ذكره، أين أطلق عليها تسمية **سندات الخزينة** وجعلها مقبولة في البورصة بقوة القانون دون خضوعها لشروط قبول إدراج السندات في البورصة. غير أن الملاحظ على المشرع أنه يخلط في تسمية هاته السندات حيث يسميها في المادة المذكورة سابقا سندات الخزينة ليتراجع مرة أخرى عن التسمية ويسميها" **سندات شبيهة للخزينة**" في ذات النظام وفقا للمادة 77-01 منه، حيث جعلها مقبولة في البورصة وبالضبط على مستوى قسم المعاملات بالجملة بناء على طلب مقدم من وزير المالية. وحسب رأينا كان من الأجدر أن يختار لها تسمية موحدة كي لا يحدث هذا الخلط في التسمية التي تنظمان نفس النوع من السندات، وعلى سبيل المثال كان حريا به أن يطلق عليها اسم **سندات الخزينة العمومية** مثلما أسماها المشرع المصري.

وعليه وعلى الرغم من الخلط الموجود في تسميتها إلا أن مفهومها واحد، إذ يعبر عن سندات الخزينة العمومية بأنها سندات دين سيادية تصدرها الحكومة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة، وذلك بغرض تمويل العجز في ميزانيتها. "وقد تم إدخال هذا النوع من السندات للتداول ببورصة الجزائر بتاريخ 11 فبراير2008. تصدر المديرية العامة للخزينة سندات ذات ثلاث آجال وهي:7و10و15عاما وذلك عن طريق أسلوب مزايدة يسمى المزاد الهولندي (أو المزاد على الأسعار المطلوبة)"([2]).

تجدر الإشارة بأنّ القيمة الاسمية لسندات الخزينة حددت بمليون دينار جزائري، ويتم الاكتتاب فيها على مستوى القسم الأولي من طرف المتخصصين في قيم الخزينة المعتمدين من طرف المديرية العامة

1- سمير رضوان عبد الحميد، مرجع سابق، ص297.

2- لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها، دليل القيم المنقولة، مرجع سابق، ص15.

للخزينة، بالإضافة إلى أن التداول على السندات الشبيهة بالخزينة في بورصة الجزائر يتم بواسطة الوسطاء في عمليات البورصة والمتخصصين في قيم الخزينة([1]).

والملاحظ على هذا النوع من السندات من خلال التعريف المذكور أعلاه، أنه ذو أهمية بالغة بالنسبة للاقتصاد والاستثمار الوطني نظرا لما يوفره من عمولة تغطي عجز ميزانية الدولة، لأجل هذا جعلت الدولة لتداول هاته السندات قسما خاصا بها للاكتتاب فيها إلى جانب توفير أشخاص متخصصين يسهرون على حسن سير تداولها. لذا ينصح المستثمرين باقتناء هذا النوع من السندات نظرا لكونها تتمتع بميزة خاصة ألا وهي تمثل دين في ذمة الحكومة ومن المنطقي عدم تعرض الحكومة للإفلاس، فهو الشيء الذي يجعل المستثمرين في مثل هذا النوع مطمئنين.

-**الملاحظة الهامة التي يمكن إبداؤها أننا** أثناء دراستنا لعنصر أدوات الاستثمار المتداولة على مستوى سوق بورصة الجزائر لفت انتباهنا تنوع القيم المنقولة المصدرة عن مختلف أنواع المستثمرين المؤسساتيين، وهو الحافز الذي يجذب المستثمرين إلى تنويع الاستثمارات والاعتماد على الاستثمار المالي لفك أزمة تمويل مشروعاتهم، غير أنه ما تجدر الإشارة اليه أن المشرع الجزائري صحيح أنه عدد أدوات الاستثمار(القيم المنقولة) على سبيل المثال حسب المادة715مكرر30 أعلاه مما يفيد أنها تصلح جميعها أن تكون محل عمليات البورصة وهو الأمر الذي جسدته المادة77 من النظام رقم 97-03 المعدلة بموجب المادة13 من النظام 12-01([2]) المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، لكنه وفي الواقع لم يسمح إلا بتداول الأسهم وشهادات الاستثمار وسندات الدين في البورصة الجزائرية مما يجعلها هي وحدها محل عمليات البورصة دون سواها ما يعني إقصاء أدوات الاستثمار الأخرى التي ذكرناها آنفا.

وفي إطار فكرة القيم المنقولة الممنوعة من التداول في البورصة الجزائرية نفسها أقر المشرع الجزائري بموجب المادة715مكرر31 من القانون التجاري حظر إصدار حصص المستفيدين أو حصص المؤسسين وذلك تحت طائلة تطبيق عقوبات على مخالفي القانون، وهو الأمر الذي يصاحبه حظر التداول([3]).

1- بورصة الجزائر، القيم المنقولة عن الموقع الالكتروني: www.sgbv.dz تاريخ الزيارة:2018/05/22.

2- نصت المادة 77 على ما يلي: "يشتمل السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة على سوق لسندات الرأسمال وسوق لسندات الدين....".

3- نصت المادة715مكرر31 من القانون التجاري على ما يلي: "يحظر إصدار حصص المستفيدين أو حصص المؤسسين، تحت طائلة تطبيق العقوبات المنصوص عليها في المادة811 أدناه".

بالإضافة إلى كل هذه القيم الممنوعة من التداول نجد نوعا آخر هو أسهم الضمان الذي ورد ذكره في نص المادة619 من القانون التجاري إذ تضمنت عبارة "**وهي غير قابلة للتصرف فيها**" ما يفيد عدم قابليتها للتداول، وهو ما يقلل من فرصة تمكين المستثمرين من تنويع الحافظات المالية ويضيع فرصة توسيع قاعدة المستثمرين في سوق البورصة الجزائري.

وفي ختام هذه النقطة يمكننا أن نشجع الاستثمار عبر البورصة ودفع المستثمر (الشركات والمؤسسات) المحتاج إلى تمويل استثمارات بقصد رفع العدد الضئيل للمستثمرين في السوق المالي، من خلال اقتناء سندات حكومية أو سندات دين الشركات والمؤسسات لتوفرها على مزية إمكانية استيفاء الدين قبل حامل السهم لتمتعه بصفة الدائن، هذا إذا لم يكن يرغب في الحصول على السيولة العاجلة كون السندات تمثل استثمارا طويل الأجل وهذا بسبب أن السندات الحكومية أقل مخاطرة من سندات الشركات لأنه لا توجد إمكانية لإفلاس الحكومة، "ولكن من الطبيعي أن يكون عائدها وربحها أقل من العائد على سندات الشركات. فالتفكير الراشد يملي ضرورة الاهتمام بأسهم المؤسسات التي لدينا معرفة جيدة بها والتي تحقق أحسن النتائج أو تلك التي تكون نتائجها أقل عرضة لمخاطر الظرف الاقتصادي"([1]).

كما أنّ التساؤل الذي يثار هنا بما أننا أسلفنا الذكر أنّ فئة الأشخاص المصدرة للقيم المنقولة تتنوع إلى شركات مساهمة ومؤسسات صغيرة ومتوسطة إلى جانب الدولة وأشخاص القانون العام، فهل يصدر هؤلاء المستثمرين من أجل تمويل مشاريعهم قيما منقولة متماثلة؟.

وكإجابة عن هذا التساؤل وبعد دراسة كافة أنواع أدوات الاستثمار في البورصة الجزائرية لاحظنا وجود اختلاف فيها بحسب صفة المصدر، مما يقودنا إلى القول إن القيم المنقولة المصدرة عن الأشخاص التي تتداول قيمها بالبورصة هي غير متماثلة نظرا لما يلي:

-تصدر شركات المساهمة قيما منقولة لزيادة رأسمالها تتداول في السوق الرئيسي المخصص لها، ويمكن حصرها في الأسهم وشهادات الاستثمار، بالإضافة إلى سندات الدين وتتمثل حصرا في: سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة وأي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال.

- أما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهي تصدر قيما منقولة لزيادة رأسمالها دون سندات الدين ما يعني الأسهم وشهادات الاستثمار فقط.

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، دليل القيم المنقولة، أوت 2004، ص15.

– بالنسبة للدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام فنجدها تصدر سندات دين (الخزينة العمومية) دون سندات الزيادة في رأسمال.

المبحث الثالث: خصوصية الاستثمار بالبورصة من حيث أشخاصه.

إنّ مصطلح المستثمر كلمة مذكورة في قانون الاستثمار الجزائري وهو الشخص القائم بالعملية الاستثمارية بتملكه لكل المشروع أو في إطار شراكة، غير أنّ نفس المصطلح يمكن إطلاقه على الأشخاص الطبيعية أو الشركات الراغبة في شراء قيم منقولة في البورصة الجزائرية. فما الفرق بين المستثمر المذكور في قانون ترقية الاستثمار16-09 والمستثمر المذكور في المرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم المنقولة93-10؟.

إنّ الفرق الذي نلمسه من خلال التطرق إلى تعريف المستثمر في قانون الاستثمار والنظام العام لبورصة الجزائر، يكمن في أنّ المستثمر حسب قانون الاستثمار يعرّف بأنه: كل شخص طبيعي أو معنوي يقوم بإنجاز نشاطات اقتصادية لإنتاج السلع والخدمات، عندما يقوم باقتناء أصول تندرج في إطار استحداث نشاطات جديدة وتوسيع قدرات الإنتاج و/أو إعادة التأهيل، المساهمات في رأسمال الشركة([1]). فالمستثمر هو من يكوّن رأسمال داخل دولته أو خارجها(أجنبيا)، وقد تتم عملية الاستثمار في شكل ملكية للمشروع بنسبة100% أو في إطار شراكة بين الوطني المقيم والأجنبي المستثمر صاحب الرأسمال المستثمر في أراضي الدولة الجزائرية المستضيفة له.

أما المستثمر في البورصة فهو: المصدرون بصفة عامة، إذ يعتبر مستثمرا في القيم المنقولة كل شخص أو هيئة خاصة أو عامة قامت بالاكتتاب في هذه القيم عند إصدارها أو شرائها من البورصة عند تداولها، فهم الذين يعرضون الورقة للبيع لأول مرة أيا كانت صفتهم. بهذا تكون دائرة المستثمرين واسعة جدا إضافة إلى هؤلاء، يمكن اعتبار الوسيط في عمليات البورصة مستثمرا وذلك حينما يقوم بعمليات ذات مقابل، أي يتقدم للبورصة للبيع أو الشراء لحسابه الخاص([2]). وهو ما يبيّن أن الشخص المستثمر يختلف بحسب اختلاف مهمة توظيفه للقيم المنقولة فقد يكون مصدرا لها وقد يتولى توظيفها وتسييرها لحسابه الخاص وقد يكون فردا مستثمرا لمدخراته بدون إصدارها.

وعليه، تتنوع الأشخاص المستثمرة في بورصة الجزائر بحسب تنوع الاستثمار الذي تقوم به، فقد تكون أشخاصا مستثمرة بالنظر إلى قيامها بتوظيف أموالها المدخرة في شكل اقتناء للأسهم المعروضة من

1- تعريف وفقا لأحكام المادتين:01-02 من القانون16-09 المتعلق بترقية الاستثمار.

2- نصيرة تواتي، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، جامعة مولود معمري، كلية الحقوق، تيزي وزو،2005، ص105.

طرف **الأشخاص المصدرة (المطلب الأول)**، وقد تكون بالنظر إلى الاكتتاب به من طرف الجمهور اذا تم فتح رأسمال **الشركات والمؤسسات المستثمرة (المطلب الثاني)**، وقد تكون مستثمرة بالنظر إلى تقديمها خدمات تساعد بالمستثمرين **(المطلب الثالث)**. وبناء على هذا التنوع اخترنا تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب أين نبرز كل فئة مستثمرة على حدى.

المطلب الأول: الأشخاص المستثمرة لمدخراتها في بورصة الجزائر.

يشارك الناس عادة في البورصة لدوافع متباينة الغاية، فمنهم من يقصدها لرغبته في تحقيق الثروة ومنهم من يقصدها لممارسة مهنته التي يكسب رزقه منها. فعند رغبة الفرد في استثمار مدخراته في سوق البورصة وجب عليه أن يحدّد سبب رغبته بالمشاركة في السوق وما الدافع إلى ذلك هل بدافع الاستثمار أم المضاربة، فليس هناك من يجبره على ذلك تطبيقا لمبدأ حرية الاستثمار في سوق البورصة المكرس في جميع خطوات الاستثمار بالقيم المنقولة.

يمثل توسيع وتنويع قاعدة المستثمرين في سوق القيم المنقولة واحدا من أهم محاور تطويرها، كما يتعدى هذا التوسيع لينتج إيجابية على الحكومة بزيادة مردوديتها وخفض كلفة مديونيتها من خلال رفع حجم الاستثمارات والاستقلالية عن الميزانية العامة والتمويل البنكي. فتوفير أوراق مالية متنوعة وتنويع المستثمرين بإنشاء فرص استثمارية تلبي احتياجاتهم المختلفة مما يساهم في زيادة فعالية البورصة.

لأجل تحقيق هذه الأهداف سارعت الحكومة الجزائرية إلى حث المستثمرين لولوج سوق البورصة ففيها تستثمر أموال الأفراد والشركات المصدرة والشركات الوسيطة. غير أنّ الفئة الأولى (الأشخاص الطبيعية) تمثل الفئة الهامة بسبب امتلاكها الأموال المدخرة(السيولة). حيث يعتبر الشخص الطبيعي الفرد أحد المستثمرين الرئيسين في بورصة الجزائر عندما يقدم على استثمار أمواله المدخرة([1]) في هذا السوق، حيث يقوم باقتناء القيم المنقولة التي تطرحها الشركات المدرجة في البورصة بواسطة الوسيط. فما لمقصود باستثمار الفرد لمدخراته؟ وماهي الصفة التي يكتسبها الفرد نتيجة هذا الاستثمار؟ **(الفرع الأول)** وماهي الأساليب التي يتبعها الفرد لتنفيذ هذا الاستثمار؟ **(الفرع الثاني)**.

1- يكمن الفرق بين الادخار والاستثمار في أن الادخار هو الجزء من الدخل غير المخصص للاستهلاك و الذي يودع عادة في حسابات بنكية جارية أو يستخدم على المدى القصير (الأدوات المالية و الحسابات لأجل،...). و الادخار هو أيضا حفظ السيولة لأغراض الاستخدام على المدى القصير (مصاريف غير متوقعة، السفر، شراء الأثاث،..). أما الاستثمار فهو الجزء من الدخل المستثمر على المدى الطويل. و يتعلق عامة بالأصول التي يتم تقييم مداخيلها على المدى الطويل : أملاك عقارية و أسهم و حصص الشركة،... و الهدف من الاستثمار هو تنمية و زيادة قيمة الادخار لتحقيق أهداف على المدى الطويل (التقاعد و تعليم الأطفال و شراء المسكن و غيرها)، عن موقع الهيئة المغربية لسوق الرساميلhttp://www.ammc.ma تاريخ الزيارة2019/02/10.

الفرع الأول: تغير صفة المستثمر الفرد بحسب نوع القيم المنقولة.

قبل التحدث عن الصفة التي يكتسبها المستثمر الفرد جراء رغبته لدخول البورصة واستثمار مدخراته وجب علينا التعريف بهذا الفرد المدخر. " حيث يعرّف من الناحية الاقتصادية بأنه: الشخص الحائز على رساميل يخصصها لاستعمالات خارجة عن نشاطه المهني أو تخصصه، رغبة في تحقيق الربح. وهو أيضا الفرد الذي يضع جانبا جزء من مداخيله التي لا يجد حاجة حالة لإنفاقها، وذلك لاستعمالها مستقبلا، فغالبا ما يقوم المدخر بعملية الادخار بغرض تحقيق الأرباح التي تتجسد في عملية التوظيف سواء من خلال إيداعها في البنوك أو استثمارها مثلا بعقد وكالة لتسيير حافظته المالية مع وسيط مالي"([1]).

وهذا الطريق الأخير هو موضوع دراستنا أي الفرد المستثمر لمدخراته في بورصة الجزائر والمتعاقد مع الوسيط في عمليات البورصة الذي يمثله ويسير حافظته، وبذلك سوق البورصة الجهة التي تمّكن الشخص المدخر من اكتساب صفة المستثمر بالقيم المنقولة. "فالاستثمار في القيم المنقولة يعتبر أحد الأشكال التي تجسد عملية التوظيف، وعلى ذلك فإن الاكتتاب أو شراء القيم المنقولة يشكل استثمارا يقوم به الفرد المدخر"([2]).

إنّ استثمار الفرد بالبورصة يقصد به قيامه بشراء أحد الأصول المالية (القيم المنقولة) والتي تتيح له فوائد وأرباح معينة مستقبلا وذلك بأقل الأخطار الممكنة. وهو التعريف نفسه الذي قدمه المشرع الجزائري للمستثمر الفرد إذ اعتبره مستثمرا إذا كانت تتعلق العملية بالادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار عملية اللجوء العلني للادخار، وبأنّ الأموال المدخرة هي رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة([3]). كما يدخل وسيط عمليات البورصة ضمن فئة المستثمرين الأفراد في حالة ممارسة نشاط تسيير الحافظة المالية لحسابه الخاص فيعد مستثمرا لأمواله المدخرة، فقد سمح له المشرع الجزائري بتوظيف أمواله مثله مثل بقية المستثمرين الآخرين.

وبناء على هذه التعاريف والتوضيحات لصفة المدخر المستثمر، يمكننا أن نقسم هؤلاء المستثمرون في القيم المنقولة إلى نوعين هما: نوع يهدف إلى تحقيق الربح عن طريق شراء هذه الأوراق المالية

1- فاتح أيت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة تيزي وزو، جويلية2012، ص11.

2- المرجع نفسه، ص12.

3- هو تعريف مستنبط من المهام التي تضطلع بها لجنة ضبط السوق المالي وفقا للمادتين:30-31 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم بالقانون03-04.

وانتظار ارتفاع أسعارها ثم بيعها، ونوع آخر هم المستثمرون الحقيقيون الذين يهدفون إلى توظيف مدخراتهم والحصول على عائد لهذه المدخرات من الربح الموزع من قبل الشركات التي يحملون أسهمها وسنداتها. "حيث أنّ هذا النوع من المستثمرين يؤدي لمجتمعه خدمة جليلة، أما النوع الأول من المستثمرين فيعتبر آفة للسوق(المضاربون)، لأنهم يعمدون إلى التأثير على العرض والطلب، وإطلاق الشائعات وذلك لتحقيق أهدافهم من الكسب"([1]).

إنّ الفرد المستثمر لمدخراته الذي نهتم به في دراستنا هذه هو الذي ينضم إليها ليس بغرض المضاربة في القيم المنقولة التي تمثل أدوات الاستثمار المالي، وإنّما الشخص الذي ينضم إلى البورصة من أجل تنمية مدخراته وتوظيفها بغرض الحصول على الأرباح على المدى الطويل أو المدى القصير بحسب نوع هذه القيم.

يُقبل المستثمر على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين والمعنويين المستثمرة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أنّ دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقا لظروفه الطارئة والتي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة([2]).

يتخذ المدخر الراغب في استثمار مدخراته بالبورصة قراره بناء على المعلومات المقدمة من قبل سلطة ضبط السوق المالي (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها) فيما يخص الشركات المصدرة للقيم المنقولة وحالتها المالية وتطورها، فالأكيد أنه لن يغامر بأمواله المدخرة في حالة ما إذا لم يتعرف بشكل واضح عن طبيعة سوق البورصة الجزائرية وأدوات الاستثمار بها، لأنّ القيام بالتحليل الجيد يرفع من

احتمالات اتخاذ القرار السليم، فغالبا ما يختار هؤلاء المستثمرون بالسندات والأسهم الشركات المصدرة التي تزيد من الأرباح والمكاسب.

يقصد المستثمر الفرد البورصة بقصد شراء أو بيع سندات رأس المال أو سندات الدين المصدرة من قبل الشركات، فتضمن البورصة سيولة لسندات هذا المستثمر الفرد فله حرية اختيار القيم المنقولة التي تناسبه سواء في شكل أسهم أو سندات دين، وبعبارة أخرى قد يحبّذ الاستثمار على المدى الطويل أو

1- شمعون شمعون، مرجع سابق، ص16.

2- محمد زيدان، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر-المعوقات والآفاق، مداخلة بالملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-بسكرة يومي22/21 نوفمبر2006، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص03.

الاستثمار قصير المدى، وهو ما يبرر اكتساب الفرد المستثمر لمدخراته صفة المساهم تارة وصفة المقرض تارة أخرى.

الفرع الثاني: أساليب استثمار الفرد لمدخراته بالبورصة.

تختلف طرق استثمار الفرد لمدخراته بسوق البورصة بحسب أدوات الاستثمار التي يقتنيها لدى إبرامه لصفقات استثمار موضوعها قيما منقولة، الأمر الذي يجعله يتمتع بصفات تتنوع بين شريك أو دائن للشركة التي كانت الطرف الثاني من الصفقة البورصية، غير أنّ أسلوب اكتساب هذه الصفات لا يتأتى إلا من خلال استثمار المدخر لأمواله في شكل أسهم(**أولا**) أو باستثمار لأمواله في شكل سندات دين(**ثانيا**).

أولا-استثمار المدخر لأمواله في شكل أسهم.

يقوم الفرد بالاستثمار في البورصة بالاكتتاب في أسهم الشركات المطروحة بعد أن تلجأ إلى عملية اللجوء العلني للادخار، حيث يكتسب الفرد على إثر ذلك صفة الشريك في شركة المساهمة المسعرة في البورصة، ومن هنا وجب علينا توضيح مفهوم هذه المصطلحات التي تعّبر عن الطرق التي تهم الأشخاص المدخرة وتسمح لهم بحمل قيم منقولة تضمن حقوقهم كمستثمرين. فشراء المستثمر للأسهم يقصد به اقتناء سهم مطروح من طرف شركة مدرجة ببورصة الجزائر بواسطة وسيط عمليات البورصة عند انعقاد جلسات تداول القيم المنقولة، إذ يعرض هذا السهم على شاشة التداول في البورصة ليحدد سعره وفقا للعرض والطلب.

أما الاكتتاب فهو: الإجراءات المطبقة من قبل شخص معين من أجل المساهمة في شركة ما مثل تسديد قيمة اشتراك الاكتتاب وتعبئة النماذج الخاصة به سواء لتأسيس مؤسسة أو شركة جديدة أو للمساهمة في زيادة رأسمال شركة موجودة فعليا. والاكتتاب العام هو: عرض الشركات لقيمها المنقولة(الأسهم) في سوق البورصة أثناء تواجد الجمهور للتداول، ويتم تقدير قيمة السهم بناء على التوقعات المستقبلية لنمو الشركة وزيادة الدخل، وغالبا ما يكون الاكتتاب فرصة لأصحاب الشركات والمستثمرين من أجل تحقيق أرباح أعلى، كما يعرف بأنه شراء للأسهم الجديدة التي تطرحها شركات المساهمة لأول مرة في سوق البورصة([1]).

عند تأسيس شركة مساهمة يجب على المؤسسين أن يحددوا في عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يمكن للشركة إصدارها والقيمة الإسمية للسهم وهو ما يعرف

1- محمد فيضي، التمييز بين الاكتتاب العام والخاص، مقال منشور بتاريخ29 مارس2017 على الموقع الالكتروني: https://mawdoo3.com تاريخ الزيارة 2019/02/12

برأس المال المرخص به. وفي حال رغبت الشركة في الحصول على أموال لبدء نشاطها فيتم ذلك عن طريق إصدار أسهم وهو ما لا يتجاوز الحد الأقصى المرخص به ويتم ذلك بعد إخطار سلطة ضبط السوق المالي (لجنة البورصة). وعند عرض الأسهم المصدرة أو جزء منها سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها فإنه يطلق على ذلك طرح للاكتتاب العام. وتستعين الشركة المصدرة بصناديق استثمار وشركات الوساطة المالية لترويج وتغطية الاكتتاب من قبل المستثمرين من الأفراد والمؤسسات يفتح الباب أمام الجمهور للاكتتاب العام بعد أن يحدد سعر الطرح بواسطة كل من الشركة المصدرة وصناديق الاستثمار وشركات الوساطة وبعد أن توافق اللجنة على هذا السعر([1]).

إنّ تقسيم شركة المساهمة للمبلغ الذي ترغب باستثماره إلى أجزاء وطرحه للمدخرين على صورة أسهم، يترتب عنه بأنّ المكتتب في عدد معين من هذه الأسهم، يصبح **مساهما** في الشركة، هذا ما يجعله في مركز مميز عن غيره من حملة الأوراق المالية الأخرى، مما يخضعه لبعض القواعد الخاصة التي تحكم المساهمين في شركة المساهمة. إذ تعتبر الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة عبارة عن صكوك تمنحها الشركة نتيجة للاكتتاب في رأسمالها، فمن بين الطرق التي تنتقل فيها الأسهم للمدخر هي بيع شركات المساهمة المقيدة بالبورصة لأسهمها عن طريق اللجوء العلني للادخار([2]).

ثانيا-استثمار المدخر لأمواله في شكل سندات دين (سندات استحقاق).

تلجأ شركة المساهمة المقيدة ببورصة القيم المنقولة إلى عملية الادخار العلني، فتطرح سندات دين إلى جانب سندات رأس المال(الأسهم)، وهذا ما يجعل الفرد الراغب في استثمار مدخراته مخيّرا بين النوعين. فإذا رغب في استثمار مدخراته بصفته مقرضا ودائنا لشركة المساهمة التي تحتاج إلى "أموال كبيرة ويتعذر عليها وفاؤها خلال فترة قصيرة أو أن أسعار الفائدة التي تتقاضاها البنوك عالية، عندئذ تلجأ إلى الجمهور للحصول على القرض عن طريق إصدار سندات القرض لطرحها للاكتتاب العام"([3]) ويحصل عندئذ هذا المستثمر المقرض إثر ذلك على سندات دين تضمن له حقه بهذه الصفة تجاه شركات المساهمة الضخمة المقيدة في السوق الرئيسي.

1-عن الموقع الالكتروني للبورصة السعودية، الفرق بين الاكتتاب وشراء الأسهم: hawamer.com تاريخ الزيارة2019/02/12.

2- خديجة بن عزوز، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة»، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان،2016/2015، ص96.

3- فاتح ايت مولود ، مرجع سابق، ص75.

فغالبا ما تكون أموال الشركة غير كافية لضمان تمويل مجموع احتياجاتها ونشاطاتها، أو بالأحرى نموها، وحتى تغطي ماليا مشاريعها المختلفة تلجأ الشركات إلى طلب رؤوس أموال خارجية. إذا لجأت إلى سبيل الاقتراض دون اللجوء إلى البنوك، حيث تقترض لدى جمهور المدخرين –المنضمين إلى البورصة بغرض الاستثمار–عن طريق عرض عمومي لإقراضها وتصدر بذلك سندات دين التي يرجع مبرر استخدامها وتفضيلها من قبل المساهمين على إصدار أسهم جديدة وعرضها للاكتتاب العام اجتنابا لدخول شركاء جدد يقاسمونهم الأرباح وهو ما يؤدي إلى انخفاض حصة ربح المساهم.

وتجدر الإشارة إلى أنّ القروض كبيرة القيمة وطويلة المدة تكون فائدتها أقل من القروض الأقل قيمة ولمدة قصيرة، ولهذا تلجأ الشركات عادة إلى طلب قروض طويلة الأجل لأن فوائدها تكون أقل. هذا الإصدار لشركة المساهمة لسندات القرض والاقتراض لدى المستثمر المدخر يطبق إذا كان حجم الشركة يسمح بذلك، بالنظر إلى الدور الفعال لحجم الشركة وقوتها، فهذا الأخير يسمح بتواجدها في سوق البورصة ويدفع الجمهور إلى الثقة في التعاقد معها والاطمئنان إلى أن المبالغ التي سيقرضونها إياها سوف تسدد حسب الشروط وفي الآجال المتفق عليها، وعليه فإن هذه الوسيلة لا تستعمل من قبل الشركات الصغيرة والتي لا يؤهلها حجمها لطلب القروض لدى المدخرين([1]).

هذا ويبرز الفرق بين الزيادة في رأسمال شركة المساهمة بواسطة إصدار الأسهم وإصدار سندات القرض في أن كليهما يؤديان الوظيفة ذاتها ألا وهي تقديم الأموال الإضافية التي تحتاجها الشركة لتوسيع أعمالها أو لمواجهة ديونها والتزاماتها، فقد تفضل الشركة إصدار سندات الدين لتمويلها عن طريق المستثمرين والمدخرين، لأنّ الاقتراض لا يلزم الشركة خلال مدة القرض إلا بدفع ربح معين.

وعليه، فمهما كانت صفة المدخر المستثمر ومهما كان الأسلوب الذي يختاره لاستثمار أمواله يجب عليه في حال قرر استثمار أمواله في البورصة يجب أن تكون خطوته الأولى هي الاتصال بأحد الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB) ، إذ سيقوم الوسيط في عمليات البورصة (IOB) بجمع أوامر الشراء أو البيع على السندات المسجلة في تسعيرة البورصة والمصدرة عن شركات المساهمة، ومن ثمّ يعمد إلى إحالتها إلى قاعة التداول في البورصة، وضمان تنفيذ العمليات على نحو سليم.

1– عائشة بوخلخال، مرجع سابق، ص45.

المطلب الثاني: الأشخاص المصدرة لأدوات الاستثمار في بورصة الجزائر.

تضمن البورصة سيولة السندات للمستثمرين الأفراد وتحقيق الأرباح، في حين أنها تسمح للشركات بالحصول على التمويلات اللازمة لتنمية أنشطتها عبر اللجوء إلى الاكتتاب العام، وعلى هذا الأساس تمثل البورصة إحدى الروافد الأساسية لتمويل الاقتصاد.

سطرت البورصة الجزائرية أهدافا تصبو إلى تحقيقها منذ تنصيبها، يأتي على رأسها الدور الفعال الذي تلعبه تجاه القطاع الاستثماري، فعن طريقها يتم توسيع وتعميم العمل الاستثماري والرقي به، كما أنها تضمن الاستدامة وطول حياة الشركات بمختلف أنواعها. غير أن هذه الأخيرة هي من تمثل الأشخاص المصدرة للقيم المنقولة هي أبرز مثال لفئة المستثمرين المؤسساتيين.

اهتم المشرع الجزائري بهاته الفئة حيث أنه عدّدها وحدّدها من خلال فصله في موضوع الأشخاص المصدرة للقيم المنقولة بالبورصة الجزائرية مما لا يدع مجالا للشك أو التفسير، وذلك بموجب نص قانوني وفقا لأحكام الفقرة الثانية من **المادة الأولى** من المرسوم التشريعي93-10 المنشئ للبورصة([1])، والتي حصرت هؤلاء الأشخاص التي يمكنها إصدار القيم المنقولة قانونا هي: شركات المساهمة من جهة، والدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام من جهة أخرى.

فمتى انضمت هذه الأشخاص المصدرة إلى البورصة يمكن اعتبارها مستثمرة في هذا السوق ومتفتحة على قطاع سوق القيم المنقولة، إذا اعتبرنا أن فتح الرأسمال في شكل سندات للاكتتاب فيه من قبل الجمهور هو فتح الشركة على الاستثمار بالبورصة. لذا واقتداء بتعداد المشرع لهؤلاء الأشخاص، يمكننا تناول أنماط الأشخاص المصدرة وفقا للتقسيم القانوني الممنوح لنا من طرف المشرع الجزائري، شركة المساهمة **(الفرع الأول)** ثم نتطرق إلى الدولة وأشخاص القانون العام **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: شركة المساهمة المصدرة للقيم المنقولة.

اشترط المشرع الجزائري على أية شركة تودّ الانضمام إلى البورصة من أجل أن تصبح قيمها المنقولة متداولة اتخاذ الشكل القانوني المفروض ألا وهو شركة مساهمة. وهذا من أجل أن يتناسب هذا الشكل مع نوعية السوق المتوفر على مستوى البورصة.

فكما أسلفنا الذكر تتضمن البورصة سوقا رئيسيا خاص بشركات المساهمة الضخمة إلى جانب سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فهذه الأخيرة رغم تسميتها إلا أنه هي الأخرى فرض عليها اتخاذ شكل شركة مساهمة. فالشكل القانوني المفروض اعتماده من طرف الشركات الراغبة في الاستثمار بسوق

1- تنص المادة02/01 من المرسوم التشريعي93-10 على ما يلي: " ...وتعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

البورصة هو شكل شركة المساهمة، إذ أن استثمار هذه الشركة الضخمة بهذا السوق هو اختصاص أصيل لها(**أولا**) أما ما يرد على ذلك من انضمام لشركات صغيرة بهذا الشكل فهو استثناء(**ثانيا**). وفي خضم هذا وجب علينا التطرق إلى هاتين التنظيمين القانونيين من خلال التطرق إلى التعريف بهما وتبيان شروط قبول إدراجهما بالبورصة، وكذا التحدث عن أهميتهما كأكبر المستثمرين في سوق البورصة حسب ما يلي:

أولا: شركة المساهمة ذات الاختصاص الأصيل بالاستثمار في البورصة[1].

تعد شركة المساهمة محيط اقتصادي ملائم وشرطا أساسيا لإنشاء سوق القيم المنقولة يندرج في حتمية تسويق الاقتصاد، فتعدد المصدرين وكذا تنوع الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات والأسهم لا يتأتى إلا عبر شركات الأموال ذات الأرباح الضخمة المحفزة للمدخرين. فشركة المساهمة النظام القانوني الوحيد الذي استطاع استيعاب وبامتياز المشاريع الاستثمارية الكبرى ذات الرساميل الضخمة، كما تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية وتوجيه وتوظيف مدخرات الجمهور باستثمارها الذي يكون بإصدار القيم المنقولة وتداولها في البورصة([2])، حيث يعتبر مصدرو الأوراق المالية بمثابة طالبين لرؤوس الأموال فهم يمثلون الفئة التي تكون بحاجة إلى أموال تؤمنها عن طريق الإصدار.

إنّ وجود شركة مساهمة من الناحية القانونية غير كاف لاكتساب المدخر صفة المساهم أو المقرض بل تقترن بإصدار الأوراق المالية أو القيم المنقولة وفتح رأس المال الشركة، بحسب ما نص عليه القانون التجاري الجزائري:

-إما بتأسيس شركة المساهمة على إثر التأسيس باللجوء العلني للادخار([3]).

-أو بزيادة رأسمالها، إذا كانت تسعى لتوسيع نشاطها وتمويل استثماراتها الجديدة، وتطوير نشاطها لترقية مكانتها في السوق.

- أو بفتح رأسمالها([4])عن طريق طرح سندات يكتتب فيها الجمهور حيث قد تعجز الشركة عن توفير أموال ضخمة عن طريق التمويل الداخلي، فتضطر إلى فتح رأسمالها عن طريق طرح سندات يكتتب فيها الجمهور، سواءً كانت سندات دين أو سندات رأسمال، وهو ما يعرف باللجوء العلني للادخار.

1- شركة المساهمة هي الشكل المطلوب اتخاذه من طرف المستثمر المؤسساتي(شركات ذات أسهم) وفقا للمادة01 من المرسوم التشريعي93-10.

2- دور البورصة عن الموقع الالكتروني: www.elbassair.net تاريخ الزيارة15جانفي2017.

3- المادة595 وما يليها من القانون التجاري الجزائري.

4- المادة 687 من القانون التجاري الجزائري.

إذن طرح شركات المساهمة للسندات وإصدارها للأوراق المالية يسمح للشركة ولوج عالم السوق المالية (البورصة) والاستفادة من مزاياها الكثيرة.

إنّ حالة الإصدار من أجل تأسيس شركة المساهمة لا تعني دراستنا نظرا لشروط القيد والإدراج ببورصة الجزائر التي تشترط قيام شركة المساهمة وتحقيقها أرباحا خلال السنتين السابقتين للانضمام والتي تثبت من خلال كشوفها المالية، فنحن سنهتم بالحالتين الأخريين أن تقوم الشركة بفتح رأسمالها من أجل تغطية العجز التمويلي أو فتح رأسمالها للجمهور بغرض تطوير وترقية نشاطاتها وبالتالي الزيادة في رأسمالها. ففي هذه الحالة تستفيد شركة المساهمة الضخمة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مدخرات الفرد المستثمر التي يقتني القيم المنقولة الصادرة عنها في إطار عملية اللجوء العلني للادخار. ومن هنا تبرز العلاقة المترابطة التي تنشأ بين الفرد المستثمر والشركة المصدرة للقيم المنقولة.

عهد المشرع الجزائري ومنذ القدم إلى شركات المساهمة باختصاص الاستثمار في سوق البورصة فلا يتصور بورصة بدون وجود شركات ذات أسهم تصدر قيما منقولة من أجل تداولها بين المستثمرين، فقد عدل المشرع الجزائري من نظامه الاقتصادي([1]) تماشيا ومتطلبات الاعتماد على البورصة كمكان يطبق فيه الاستثمار المالي كأحد أنواع الاستثمارات المنشطة للاقتصاد الوطني عبر تحقيق التنافسية بين الأعوان الاقتصاديين المصدرين للقيم المنقولة.

فالشركات المستثمرة هي شركات المساهمة بصورة عامة التي تستوفي عددا معيّنا من الشروط المحددة في القانون التجاري. وتهدف هذه الشروط إلى تقديم قدر أقصى من الضمانات والشفافية المالية للمستثمرين في هذه القيم المنقولة. حيث قدم المشرع الجزائري تعريفا لشركة المساهمة في القانون التجاري فهي: "الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى حصص، وتتكوّن من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم. ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة(07). ولا يطبق الشرط المذكور في المقطع أعلاه على الشركات ذات رؤوس أموال عمومية"([2]).

بالإضافة إلى هذا التعريف يمكن القول إنّ شركة المساهمة المستثمرة في البورصة هي الشركة التي تتوفر فيها شرطي التسعير([3]) والإصدار، إذ يجب أن تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر([4])،

1- تطرقنا إلى هذه الفكرة بأكثر توضيح في المبحث الأول من الفصل الأول الخاص بنشأة البورصة الجزائرية.

2- نظم المشرع الجزائري تعريف شركة المساهمة بموجب نص المادة592 من القانون التجاري.

3- المقصود بالتسعير هو: نظام مفروض اتباعه من طرف شركة المساهمة لقبولها في البورصة، حيث تخضع أوراقها المالية التي تصدرها لنظام التسعيرة نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف وسطاء عمليات البورصة (حسب المادة82 من النظام 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بالنظام12-01).

4- المادة715مكرر30 من القانون التجاري.

كما يجب أن تسند إليها صفة المصدر([1]) إذا قامت بإصدار سندات كتمثيل لرأسمالها أو سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها أو سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأسمال الشركة عن طريق التحويل أو التسديد أو أي إجراء آخر([2]).

إنّ الشرطين المتعلقين بالتسعير والإصدار لا يمكن القول إنهما كافيين لقبول إدراج شركة المساهمة بالبورصة الجزائرية، حيث فرضت عليها شروط أخرى نظمتها الأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها باعتبارها السلطة الضابطة لسوق البورصة ومجال الاستثمار المالي، تقسم هذه الشروط بين شروط وجب على شركة المساهمة أن تتوافر فيها كهيئة إلى جانب وجود شروط خاصة بالقيم المنقولة الصادرة عنها، لذا سنفصل في هذه الشروط على النحو التالي:

1-شروط قبول إدراج شركة المساهمة في البورصة الجزائرية.

إنّ شروط الالتحاق ببورصة الجزائر بالنسبة للمؤسسات العمومية هي نفسها بالنسبة للمؤسسات الخاصة فلم يفصل المشرع الجزائري لا في القانون التجاري ولا في الأنظمة الصادرة عن اللجنة بين شركات المساهمة الخاصة وشركات المساهمة العامة مما يضعنا أمام فرضية تطبيق شروط قبول الإدراج ذاتها، حيث أسندت مهمة تحديد شروط إدراج هؤلاء المصدرين إلى اللجنة.

سمح المشرع الجزائري لشركات الأسهم الناشئة طبقا للقانون التجاري الجزائري بإصدار أوراق مالية بغرض رفع رأسمالها في الحدود التي يسمح بها القانون([3])، حيث تدرج في السوق الرئيسية للبورصة، فلا يمكن للشركة التي تقدّم طلب قيد قيمها المنقولة في البورصة أن تخلو من هذه الشروط التي يمكننا تلخيصها في النقاط التالية:

1- يقصد بإصدار الأوراق المالية عرضها على الجمهور للاكتتاب فيها لأول مرة في السوق الأولية، ويقترن إصدارها إما بتأسيس شركة المساهمة أو بزيادة رأسمالها إذا كانت تسعى لتوسيع نشاطها وتمويل استثماراتها الجديدة، حيث تضطر إلى فتح رأسمالها عن طريق طرح سندات يكتتب فيها الجمهور عند عجزها عن توفير التمويل البنكي التقليدي.

2- المادة715مكرر33 من القانون التجاري.

3- طبقا للمادة 715 مكرر 33 من الامر75-59 المتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم بالقانون05-02 المؤرخ في 2005/02/06.

-إيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة قبل نشرها([1]): يشترط القانون على كل مؤسسة أو شركة تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني للادخار([2]) أن تضع بين يدي الجمهور مذكرة إعلامية مؤشر عليها من طرف لجنة البورصة قبل نشرها، ويرجع سبب إدراج هذا الشرط من طرف المشرع إلى رغبته في عدم تغليط الجمهور المستثمر في القيم المنقولة المصدرة عن شركة المساهمة وتبيان مجالها ونشاطها فعن طريق هاته المذكرة يتم إعلام الجمهور بمختلف المعلومات المتعلقة بالشركة من اجل تمكينه من اتخاذ قراره الاستثماري([3]) المناسب لملء حافظة قيمه المنقولة.

-ألاّ يقل قيمة رأسمال الشركة الذي تم وفاؤه عن خمسمائة(500.000.000) مليون دينار جزائري([4])، هذا الشرط يمثل إحدى الضمانات المقدمة للمستثمر الذي يرغب في اقتناء أو بيع القيم المنقولة الصادرة عن شركة المساهمة فبفضله يتم وفاء ديون الشركة في حالة خسارة وفشل الاستثمار المالي للشركة.

-أن تعيّن الشركة وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمتابعة إجراءات الإدخال والقبول([5]). وهو وكيل متخصص يقوم بالتعامل حول عمليات القيم المنقولة لحسابها بقصد ترشيدها إلى القرارات السليمة، كونها غير خبيرة ومؤهلة في مجال الاستثمار بالقيم.

1- نصت المادة16 من القانون03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93-10 على ما يلي:" يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتوج مالي آخر مذكور في المادة30اعلاه، باللجوء العلني للادخار ان تنشر مسبقا مذكرة موجهة إلى اعلام الجمهور تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها..".

2- أهم المعلومات التي تحتويها هاته المذكرة: تقديم مصدر القيم المنقولة أي التعريف به وتنظيمه، وضعيته المالية، تطور نشاطه، موضوع العملية المنجزة وخصائصها، تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر.

3- إنّ القرار الاستثماري هو ذلك القرار الذ يتخذه الشخص بنفسه بناء على مشورة أو نصح من الخبراء المتخصصين، مما يظهر يتناسب مع أهدافه واستراتيجيته الاستثمارية الخاصة/ أساسيات الاستثمار في السندات، مطبوعة صادرة عن بورصتي القاهرة والإسكندرية، ص 03، مصدر الكتروني عن الموقعwww.egyptse.com.

4- المادة07 من النظام 12-01 السابق ذكره.

5- المواد:02-03-07-08 من القرار رقم 12-01المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 جانفي 2012الذي يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الموافق، يتضمن كيفيّة استفادة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من التمويل عن طريق البورصة.

–أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تمّ خلالها تقديم "طلب القبول([1])"، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك([2]). هذا الشرط أدرجه المشرع بقصد التعريف بالحالة المالية للشركة فملاءة ذمتها يعتبر من بين محفزات الاقدام على الاستثمار المالي.

–أن تقدّم الشركة تقريرا تقييميا لأصولها ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه([3]). وهذا الشرط هو الآخر يبين حالة الشركة مما لديها من ديون لدى الغير (بصفتها دائنا).

–يجب أن تكون الشركة قد حقّقت أرباحا خلال السنة المالية التّي تسبق طلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك([4]). وهو شرط مكمل لشرط نشر الكشوف المالية يحمل نفس المعنى. حيث يؤدي استغلال هذا الشرط بصورة فعالة إلى تحفيز وتحسين الصورة والشهرة المرتبطتين بعلامة الشركة المسعرة أين ينبغي عليها من أجل تحقيق ذلك أن تضاعف اللقاءات والعروض مع الوسطاء والمساهمين والمستثمرين المحتملين والصحافة المتخصصة، والجمهور بصورة عامة لإعلامهم بالمستجدات في مجال نشاطاتها وإنجازاتها ووضعياتها المالية وآفاقها على المدى القصير([5]).

–أن تبرّر الشركة وجود هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية لها وان لم تتوافر مثل هذه الهيئة لدى الشركة، فعليها تنصيبها خلال السنة المالية الموالية لقبول السندات([6]). إن هذا الشرط من بين شروط التقنية الواجب على الشركة توفيرها وهو يمثل ضمانة للشركة المستثمرة أكثر منه ضمانة للجمهور المستثمر، فبناء على تقارير مندوبي الحسابات يتم اتخاذ أو عدم قرار الإدراج في البورصة.

ينبغي الإشارة، في هذا الصدد إلى وجود عدة شركات تم إدراجها في البورصة وأخضعت لهذه الشروط وفقا لنظام اللجنة، إلا أنّ جلسات تداول القيم المنقولة المصدرة عنها يكشف عكس العدد المعتمد.

1– يرفق طلب القبول المقدم من طرف الشركة المعنية إلى اللجنة بملف يحتوي على: وثائق عامة حول الشركة، وثائق تحمل معلومات عن رأسمال الشركة، وثائق عن حالتها الاقتصادية والمالية، وثائق عن حالتها القانونية/ commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse ,guide de l'admission,novembre1997,p19.

2– المادة31 من النظام 97–03 المعدل والمتمم بالنظام 12–01.

3– المادة 32 من النظام 97–03.

4– المادة34 من النظام97–03.

5– لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة2007 المعروض على رئيس الحكومة، ص22.

6– المادة 36من النظام97–03.

2-شروط قبول تداول القيم المنقولة الصادرة عن شركة المساهمة.

إنّ اكتمال شروط إدراج الشركات في بورصة القيم المنقولة غير كاف حيث لابد من توافر شروط بالقيم المنقولة، حتّى يمكنها أن تكون موضوع تداول وفي سبيل تنظيم هذه القيم وتداولها في الجدول الرسمي، تسهر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على السير الحسن لقيد الأوراق المالية في البورصة، فهو الإجراء الذي يسمح لمثل هذه الأوراق بالتداول في الأسواق المنظمة.

تم تحديد شروط قبول القيم المنقولة لعمليات التداول في البورصة في النظام العام97-03 المعدل والمتمم. الذي قضى بإخضاع القيم المنقولة إلى مقرّر تصدره اللجنة. ويرجع سبب هذا التحديد إلى إلزام المستثمرين المصدرين للقيم باحترام هذه الأنظمة حماية لمصالح المدّخرين الذين وجهوا مدخراتهم نحو الاستثمار في القيم المنقولة المصدرة عن شركة المساهمة. وعليه يمكن إيجاز شروط إدراج القيم المنقولة الصادرة عن شركة المساهمة في البورصة كالتالي:

-يجب أن تكون القيم المنقولة محل طلب قبول لدى اللجنة.

-يجب أن تودع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة، ويتم إعداد مشروع المذكرة الإعلامية حسب الشروط المحددة بموجب تعليمة من اللجنة([1])على أن تصدر هذه المذكرة ضمن الشروط المنصوص عليها بموجب نظام اللجنة96-02([2]) المؤرخ في 22يونيو1996 والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة([3]).

-يجب أن تكون الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بكاملها([4]).

-أن توّزع على الجمهور سندات تمثل20%على الأقل من رأسمال الاجتماعي للشركة وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير([5])، حدد المشرع نسبة رأس المال المفتوح للاكتتاب من طرف الجمهور في إشارة واضحة واضحة منه إلى بعث الطمأنينة في نفوس رؤساء الشركات بعدم فقدان شركاتهم نتيجة فتح رأسمالها.

-يجب أن توّزع سندات رأس المال على جمهور يقدّر بـ (150) مساهما وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير([6]). وهذا الشرط يبين أن أول إصدار للشركة يكون على مستوى السوق الأولي قبل التداول.

1- المادة02 من النظام12-01.

2- نظام اللجنة رقم96-02 المؤرخ في 22جوان1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، الجريدة الرسمية العدد36، الصادر في 01جوان1997.

3- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وثيقة خاصة بالاستعلام عن سير البورصة،2004، ص5.

4- حسب أحكام المادة 33من النظام العام97-03 المعدل والمتمم السابق ذكره.

5- الفقرة الثانية من المادة07 من النظام 12-01.

6- طبقا لأحكام المادة08 من النظام12-01المعدل والمتمم للنطام97-03.

والملاحظ على هذه الشروط التي خصصها المشرع لقبول إدراج شركة المساهمة وقبول تداول قيمها المنقولة أنها جاءت شروط تتماشى وحجم هيكل الشركة كما وأنها مشددة ومعقدة إذا ما قورنت بشروط قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقيمها، وبتوافر هذه الشروط تعتبر الشركة مستثمرة "اذا قامت بفتح رأسمالها بواسطة دعوة الجمهور للادخار، فإن 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 مراقبا وذلك بتحديد عدد الأسهم المطروحة في السوق. وعليه، فإنه يمكن لشهرة المؤسسة أن تزداد عندما تكون قيمتها مقبولة في البورصة، حيث أن الدخول والقبول في البورصة يقوّي مصداقية الشركة تجاه الغير، فتصبح معروفة لدى الجمهور، وسعر السهم فيها تصبح لديه قيمة مرجعية للمتدخلين في السوق"([1]).

ثانيا: إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة كاستثناء.

تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد المستثمرين المسموح لهم بدخول البورصة الجزائرية عن طريق فتح رأسمالها للاكتتاب به من طرف الجمهور[2]، ويعد السماح لمثل هذه الشركات الواعدة والناشئة بدخول البورصة للاستثمار بها كدفعة قوية ونفس جديد أتى به المشرع الجزائري على غرار باقي التشريعات العربية والغربية، التي اعتمدت على إدراج هذه المؤسسات لتنشئة اقتصاداتها.

يعتبر إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفرض عليها شرط اتخاذ شكل شركة مساهمة لقبول انضمامها استثناء عن الأصل المعمول به سابقا، أين اعتبرت شركة المساهمة ذات الرساميل الضخمة النموذج الأمثل والأنسب لمسألة الاستثمار بالقيم المنقولة.

خفّف المشرع الجزائري الشروط والإجراءات الواجبة الاتباع من طرف رؤساء ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بشركات المساهمة ذات الرساميل الضخمة ما يعني أنه قرر عناية خاصة ومعاملة تليق بهذا الكيان الصغير.

كل هذه الأفكار سنعود للتفصيل فيها أكثر في المبحث الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإدراجها بالبورصة كإحدى أساليب تفعيل البورصة الجزائرية.

1- فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص42.

2- النظام 12-01 الذي يعدل ويتمم النظام97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

الفرع الثاني: الدولة وأشخاص القانون العام كأحد المصدرين للقيم المنقولة.

تعد الدولة وأشخاص القانون العام هم الآخرين من فئة المصدرين بحسب ما قضت به المادة01 من المرسوم التشريعي93-10 فهل تخضع هذه الفئة إلى الشروط السابق بيانها في الفرع الأول والتي تراوحت بين الصرامة والتخفيف؟. للإجابة عن هذا السؤال سنتطرق إلى كيفية الإصدار وسببه(**أولا**) ثم شروط الانضمام إلى البورصة وإصدار القيم بها(**ثانيا**).

أولا-كيفية وسبب إصدار الدولة وأشخاص القانون العام قيما بالبورصة.

يمكن لكل من الدولة و الجماعات المحلية أو الهيئات العمومية التي تتمتع بضمان من الدولة أن تصدر هي أيضا قيما منقولة ولاسيما سندات الدين قصد تمويل مشاريع كبرى مثل الطرق السريعة والسدود.. الخ([1]). تعد الدولة وأشخاص القانون العام([2]) من بين الأشخاص المصدرة التي تستثمر قيمها المنقولة على مستوى البورصة الجزائرية حسب ما ذهب اليه المشرع الجزائري في المادة الأولى من المرسوم التشريعي93-10، والهدف الذي يصبو إلى تحقيقه هؤلاء المصدرين يمكن ابرازه فيما يلي:

-الدولة، تأتي في المرتبة الأولى من حيث طلب الحصول على الأموال تتدخل في السوق المالي بهدف تمويل العجز المالي الناتج عن عدم كفاية الإيرادات الجبائية والموارد الأخرى لتغطية التكاليف أو كذلك من أجل تحقيق تمويل المشاريع ذات الطابع العام والمنفعة العامة مثل بناء الهياكل القاعدية، المدارس، المستشفيات..الخ([3]).

-الهيئات العمومية، والتي تهدف إلى رفع رأسمالها أو إلى تمويل احتياجاتها في مجال الاستثمار أو الاستغلال، كما يمكن أن يكون الهدف من وراء هذا التدخل لتمويل مشاريع الإنعاش الاقتصادي أو ببساطة ضمان رأس المال العامل وهذا حسب السياسة المتبعة من هذه الهيئات([4]).

وبناء على ما سبق، سمح المشرع للدولة بولوج عالم البورصة كشخص مستثمر شأنها في ذلك شأن شركات المساهمة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك في صورة ما يعرف بالاكتتاب في القروض العامة عن طريق البورصة، حيث تقوم الدولة بطرح السندات العامة "سندات دين شبيهة بالخزينة" في بورصة الأوراق المالية. وفي هذه الحالة لا تعرض الدولة سنداتها للبيع دفعة واحدة، وإنما

---

1 - وثيقة صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن القيم المنقولة،2004.

2- يتضح من المادة02 النظام12-01 أن أشخاص القانون العام المصدرة للقيم المنقولة يقصد بهم المشرع الجماعات المحلية، وهو الأمر نفسه الذي عبر عليه المشرع في المادة13 من النظام ذاته إذ أشارت إلى أن أشخاص القانون العام هم الهيئات العمومية، فهو المفهوم ذاته الذي تبنته الوثيقة الصادرة عن اللجنة التي اعتمدناها كمرجع في التهميش رقم01.

3- فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص145.

4- المرجع نفسه، ص145.

تعرضها للبيع على دفعات صغيرة، لأنّ عرضها على دفعة واحدة يعني زيادة عرضها مما يؤدي إلى انخفاض أثمانها. وهذا يعني ارتفاع سعر فائدتها الحقيقي مما يحمل الدولة أعباء مالية إضافية، ولذا يشترط لنجاح هذه الطريقة أن تكون البورصات على درجة كبيرة من النمو، وأن يكون مبلغ القرض (عدد السندات) بسيطا وألا تكون الدولة في حاجة عاجلة له([1]).

وتمتاز هذه الطريقة بأنّ الدولة تستطيع أن تتابع تطورات الأسعار في سوق الأوراق المالية، وتتحين الفرصة المواتية، حتى تبيع السندات عندما ترتفع الأسعار وتجني بذلك نفعا كبيرا، ومعنى ذلك أن السعر الذي تبيع به الدولة سندات القرض العام في هذه الحالة لا يتحدد بمعرفة الدولة ذاتها، وإنما يتم التحديد وفقا للأسعار المدرجة في البورصة–أي سعر الاقفال في اليوم الذي يتم فيه البيع([2]).

ثانيا–شروط إصدار القيم المنقولة من طرف الدولة وأشخاص القانون العام.

إذا أردنا التحدث عن القيم المنقولة الصادرة عن الدولة وأشخاص القانون العام، نجد أن المشرع الجزائري قد أشار إليها وحصرها في سندات الدين، مما يعني عدم إمكانية إصدار سندات رأسمال وهو الأمر الذي يتناسب مع طبيعة السوق الذي تتوافر عليه البورصة، حيث أشرنا سابقا أن سوق سندات الدين تتكون من سوق سندات تصدرها الهيئات العمومية والدولة وشركات المساهمة إلى جانب سوق لكتلة سندات الدين التي تصدرها الدولة([3]).

تصدر الدولة سندات الدين التي أسماها المشرع سندات شبيهة بالخزينة([4]) تم إعفاؤها من شروط الإدراج وشكليات القبول لأنها تقبل تلقائيا في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية([5]). غير أنّ الملاحظ على هذا الإعفاء أنه يرد عليه قيد نظمته المادة44 من المرسوم التشريعي93–10 التي جعلت سندات القرض الصادرة عن الدولة الجزائرية أو الجماعات المحلية مقبولة بقوة القانون بناء على طلب المصدر([6]) مما يثير تناقضا مع ما ورد في نص المادة77–1 من النظام 12–01 التي جعلتها مقبولة تلقائيا بطلب وزير المالية.

1– سيد حسن عبد الله، مرجع سابق، ص14.

2– المرجع نفسه، ص15.

3– المادة13 من النظام12–01/ انظر المادة44 من المرسوم التشريعي93–10 التي أشارت أنّ الدولة والجماعات المحلية تصدر سندات القرض.

4– قمنا بالإشارة إلى هذا النوع من السندات بأكثر تفصيل في المطلب الخاص بأدوات الاستثمار بالبورصة الجزائرية.

5– المادة77–1 من النظام12–01.

6– نصت المادة44 من المرسوم التشريعي93–10 على ما يلي:" تقبل سندات القرض التي تصدرها الدولة الجزائرية او الجماعات المحلية بقوة القانون في المفاوضات اذا طلب مصدرها ذلك.." وجب على المشرع الجزائري تعديل المادة 44

كما تم إعفاء سندات الدين الصادرة عن الدولة وأشخاص القانون العام من شرط أن تكون هاته القيم محل طلب قبول لدى اللجنة، بالإضافة إلى إعفاءها من تقديم مشروع مذكرة إعلامية([1]). إلا أنّ هذا الإعفاء الأخير منظم بموجب نص المادة02 من النظام12-01 لكنه مقيد من جهة أخرى إذ جعلت المادة08([2]) من النظام 96-02 هؤلاء الأشخاص ملزمين بضرورة وضع بيان إعلامي لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على سبيل الإعلام فقط وليس الخضوع، مما يقلص من صلاحيات اللجنة السيادية كسلطة ضابطة لسوق القيم المنقولة حيث أنها لا تمارس سلطتها في رقابة الإصدارات التي تطرحها الهيئات المحلية ([3]). فهذه المعاملة الخاصة والإعفاءات التي أولاها المشرع بالسندات الصادرة عن الدولة وأشخاص القانون العام تتلاءم والطبيعة الخاصة لهؤلاء الأشخاص نظرا لتمتعها بامتيازات السلطة العامة.

المطلب الثالث: الأشخاص المتدخلة في تنفيذ عملية الاستثمار ببورصة الجزائر.

يحتاج السوق المالي كغيره من الأسواق ولأجل توفير بيئة استثمارية ملائمة للمستثمرين الراغبين في إقامة عمليات به إلى تكاثف جهود هيئاته سواء المكلفة بالتنظيم أو التسيير أو حتى تلك المكلفة بمهام المرافقة والمساعدة على تسيير الحافظات المالية([4]).

فأمام سعي المستثمرين إلى تحقيق أكبر نسبة فوائد تتأتى من القيم المنقولة المطروحة من قبلهم لتوفير مردودية وعملة تنشط استثماراتهم، يبرز العديد من المشاكل التي تعرقل السير الحسن للحافظات المالية للمستثمرين من أهمها: عدم قدرتهم على تسيير الحافظة المالية شخصيا نظرا لكثرة تعقيدات عمليات الأوراق المالية والتعاملات بها كونها من العمليات التقنية التي تحتاج إلى وجود متخصصين ذوو

=وفقا لما يتناسب من مضمون المادة77-1 لتكون عملية قبول القيم واضحة بالنسبة للمصدر واكثر تنظيما لمجال الاستثمار المالي.

1- المادة02 من النظام12-01.

2- نصت المادة08 على ما يلي: "تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها سندات عن طريق اللجوء العلني للادخار بوضع بيان إعلامي يصف العملية المزمع إنجازها، يوضع هذا البيان تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المصدرة، ويودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام".

3- حمليل نوارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص269.

4- يقصد بالمحفظة المالية الاستثمارية: مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو الاستثمار والمتاجرة لها، وتحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح، فقد يفضل بعض المستثمرين اعتماد أسلوب المحفظة في الاستثمار حتى إن حصل على عائد أقل، في حين هناك بعض منهم من يقومون ببناء محافظ استثمارية متوازية في الأسهم والسندات، أي أن بعضها يتضمن درجة عالية من المخاطرة/ الجماهيرية العربية الليبية الشعبية الاشتراكية العظمى، بحث بعنوان: دور سوق رأس المال في عملية الاستثمار، مصدر الكتروني، ص10.

دراية بالسوق المالي، يملكون خبرات ودراسات استشرافية للأوراق المالية الأقل مخاطرة، بالإضافة إلى وجود صعوبات في إطار العلاقة بين المستثمرين التي عادة ما تؤدي إلى فشل الاستثمار المالي.

قام بتخصيص وتوفير أشخاص كلفها بالسهر على حسن سير العملية الاستثمارية وحماية مصالح وحقوق المستثمرين لضمان أفضل تسيير للقيم المنقولة التي يطرحها أو يكتتب فيها هؤلاء المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق الربح واتخاذ القرار الإيجابي بالاستثمار بناء على الخبرات المقدمة إليهم. إذ أوجب المشرع عليهم اتخاذ هؤلاء الأشخاص المساعدة من أجل قبول التفاوض حول قيمهم المنقولة إنهم: **وسطاء عمليات البورصة.** وانطلاقا مما سبق نسعى من خلال هذا المطلب إلى توضيح دور هاته الفئة المهمة في البورصة الجزائرية، عبر تقديم دراسة تحليلية للأنظمة القانونية الصادرة عن أعلى سلطة في البورصة وهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بتبيان مفهوم الوساطة المالية في البورصة الجزائرية **(الفرع الأول)** إلى جانب توضيح مسألة التكييف القانوني لعقد الوساطة المالية المبرم بين المستثمر والوسيط **(الفرع الثاني).**

الفرع الأول: مفهوم الوساطة المالية في البورصة الجزائرية.

تثير مهنة الوساطة المالية غموضا لدى المستثمرين على اختلاف أصنافهم، فالوسطاء هم أشخاص كلفهم القانون بإدارة وتسيير حافظة القيم المنقولة ومجموعة من المهام الأخرى، لذا قمنا بتقديم **تعريف لمهنة الوساطة المالية(أولا)** فلم يسمح المشرع الجزائري لأي مستثمر مهما كانت صفته وتحت أي ظرف بممارسة نشاطه الاستثماري بسوق البورصة بصفة منفردة، فنكون أمام **حتمية لجوء المستثمر بالبورصة الجزائرية إلى وسطاء عمليات البورصة(ثانيا).**

أولا-التعريف بمهنة الوساطة المالية في البورصة الجزائرية.

قبل تقديم تعريف الوساطة المالية وطبيعتها القانونية ينبغي الإشارة إلى نشأتها القانونية، حيث نجد أنّ المشرع الجزائري قد أخضع وسطاء عمليات البورصة إلى كل الأنظمة الصادرة عن اللجنة بما فيها المرسوم التشريعي93-10 المنشئ لبورصة الجزائر، مع تخصيص لهاته الفئة نظاما خاصا بها ألا وهو النظام 15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم فهو النص المنظم لهذا النشاط أين تم من خلاله الإشارة إلى: تعريفهم، وتبيان مهامهم وشروط اكتساب صفة وسيط وتبيان حقوقهم وواجباتهم والالتزامات الواقعة على عاتقهم والعقوبات التي تترتب عن الإخلال بها، بعد أن ألغي النظام96-03 الذي كان يحكم نشاط وسطاء عمليات البورصة.

يلعب وسطاء عمليات البورصة دورا هاما في الربط بين حلقات المستثمرين والمصدرين في إطار تنفيذ المهام الموكلة إليهم والتي تبرز خاصة في تبصير وكلائهم ومرافقتهم من أجل تحقيق الربح. فالغني

عن البيان أن التعريف بالشيء ومزاياه (الوساطة المالية) يبعث الاطمئنان في نفوس المستثمرين. لذا سنتناول بناء على هذا تعريف الوساطة المالية، والأشخاص المخول لها ممارسة هذا النشاط، وهذا حسب النقاط التالية:

1-تعريف الوساطة المالية.

تتعدد التعاريف التي قدمها الفقه لمهنة الوساطة المالية بحسب اختلاف المعاملات الاقتصادية المعمول بها، وسعيا منا للوصول إلى أخذ فكرة عن الوساطة المالية([1]) وإزالة اللبس الذي يعتري مفهوم هذه العملية المهمة بالنسبة للمستثمرين الذين يكتسبون الثقة انطلاقا من الشخص الذي يسير الحافظة المالية، ارتأينا أخذ عينة نراها أكثر تعبيرا عن الوساطة المالية، ويتعلق الأمر بجملة التعاريف التالية:

يقصد بالوساطة المالية" النشاط الذي يسمح بعملية الإقراض والاقتراض، حيث عادة ما تقوم مؤسسات وجهات مختصة بعملية الوساطة بين المقرضين النهائيين والمقترضين النهائيين، فهي بذلك تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما البعض، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين ومن ثم-في عملية منفصلة-يقوم بالإقراض إلى المدينين النهائيين"([2]).

كما تعني الوساطة المالية عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة([3]).

أو هي كذلك بالنظر الى الشخص القائم بها: شخص ذو دراية وكفاية في سوق الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في المواعيد الرسمية، وذلك لحساب الزبائن مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري، فيعتبر مسؤولا وضامنا لصحة كل عملية تم

1- يمارس نشاط الوساطة المالية على مستوى بورصة الجزائر من طرف المؤسسات الآتي ذكرها:
Tell Marquets، Société général ،BNP Paribas el djazair ،CNEP Banque ،CPA Banque ،BEA Banque ،BDL Banque banque ،SPDM Badr banque,Soficop ،Errached el mali،Brokerage ،BNA

عن الموقع الالكتروني:www.cosob.org /والملاحظ من قرارات الاعتماد الممنوحة لهؤلاء الوسطاء وآخرين هو ارتفاع عددهم على مستوى بورصة الجزائر بعد أن أصبحوا في شكل شركات ومؤسسات، والسبب راجع إلى فرض اللجنة ضرورة مرافقة الوسيط للشركات المدرجة، وهو الأمر الذي يتماشى مع ارتفاع عدد هذه الأخيرة المشار إليها سابقا غير أن الركود الذي تعرفه سوق التداول أدى إلى عدم فعالية عمل هؤلاء الوسطاء بالرغم من كثرة عددهم وانتشارهم.

2- نعيمة العربي، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة مع الإشارة إلى بورصة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر للعلوم الاقتصادية،2009، ص75.

3- المرجع نفسه، ص79.

تنفيذها بيعا وشراء([1]). نشير في هذا الصدد أنّ بعض التشريعات كمصر وفرنسا من يطلق اسم السمسار أو وكلاء الصرف (agent de change) على الوسيط، إذ يعرف الوسيط حسب هذه التسمية بأنه شخص له دراية وخبرة في شؤون الأوراق المالية وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء القيم المنقولة لحساب العملاء في المواعيد الرسمية([2]).

بالنسبة للتعريف القانوني، نجد أنّ المشرع الجزائري قام أيضا بإعطاء تعريف للوسيط المالي ونظم هاته العملية بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15-01 السالف ذكره حسب ما يلي:" الوسيط في عمليات البورصة هو كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص"([3]). إذا أردنا تحليل هذا التعريف نجد أنه ورد ناقصا من عدة خصائص تم التطرق إليها واستدراكها بمقتضى نصوص النظام نذكرها فيما يلي:

- حدد التعريف عمل الوسيط بالتفاوض حول القيم المنقولة دون باقي العمليات، هذا إذا ما استندنا إلى الفقرة الأولى بدون النظر إلى الفقرة الثانية من المادة02.
- لم يحدد المشرع الجزائري صفة الوسيط بالشخص المعنوي في هذا التعريف مما يثير اللبس حول إمكانية ممارسة الشخص الطبيعي لهذا النشاط، لولا أنه تدارك الموقف بنص المادة04 من النظام ذاته.
- لم يشر التعريف إلى العمولة التي يتلقاها الوسيط وإلى حق احتكار النشاط الممنوح له، وهو الأمر الذي تفطن له المشرع وأدرجه في نص المادة37 من النظام ذاته.
- لم يبين المشرع مكان عمل الوسيط والمتمثل في سوق الأوراق المالية، غير أن هذه الخاصية يمكن تغطية نقصها من وراء التسمية الممنوحة للوسيط وهي وسطاء عمليات البورصة، مما يعني معه أن الوسيط يعمل في البورصة.

وعليه واعتمادا على هذه التعاريف التي تطرقنا إليها يمكننا التوصل إلى تعريف الوسيط المالي كما يلي: هو شخص معنوي ذو دراية وخبرة بشؤون القيم المنقولة، معتمد من طرف لجنة تنظيم عمليات

1- محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت-لبنان،2004، ص72.

2- عبد الغفار حنفي، رسمية قريقاص، البورصات-المؤسسات المالية، دون طبعة، الدار الجامعية-تانيس،2002، ص326.

3- المادة02 /2 من النظام15-01، مرجع سابق.

البورصة ومراقبتها من أجل ممارسة كل المهام التي تندرج ضمن مفهوم نشاط الوساطة المالية المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول داخل البورصة الجزائرية لحساب الغير أو لحسابه الخاص فيعتبرا وكيلا عن المستثمر في الحالة الأولى ومستثمرا في الحالة الثانية، ما يعني بأنه يمكن للوسيط تقمص الدورين(وكيلا–مستثمرا) خلال تأدية مهامه، فيخضع عندئذ إلى قانون البورصة وأنظمتها وتعليماتها، فهو يقوم بأعمال محددة قانونا تهيئه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والأشخاص المصدرة للقيم المنقولة مقابل عمولة محددة يتلقاها نظير خدماته المقدمة.

2–الأشخاص المخول لها ممارسة الوساطة المالية وشروطها.

الملاحظ على المشرع الجزائري أنه لم يترك مجال ممارسة نشاط الوساطة مفتوحا لكل من رغب بذلك، بل جعله مقتصرا على كل من: الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لغرض الوساطة المالية، البنوك، المؤسسات المالية([1]).

إنّ تحديد الأشخاص الممارسة لنشاط الوساطة المالية يرافقه إقصاء الفئات الأخرى من ممارستها، إذ سمح بممارستها من طرف الأشخاص المعنوية فقط دون الطبيعية على عكس ما كان معمولا به من قبل بموجب المرسوم التشريعي93–10 المنشئ لبورصة القيم المنقولة بالجزائر أين سمح للشخص الطبيعي والشخص المعنوي الممثل في شكل شركة أسهم أنشأت لهذا الغرض بممارسة هذا النشاط([2]) كما نجده يحصر المهام التي يمارسها هؤلاء الوسطاء في التالي:

–التفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول، وهي المهمة الأساسية التي تم تفويضها إلى هؤلاء الوسطاء بالإضافة إلى واحد أو عدة نشاطات من النشاطات الآتية:

–الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة.

–التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب.

–تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

–توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية.

–ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب المضمون في إصدار السندات.

1– نصت المادة06 من القانون03–04 المؤرخ في 17فبراير2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93–10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على ما يلي:" يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك، والمؤسسات المالية".

2– المادة 06 من المرسوم التشريعي93–10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، بالإضافة إلى المادة06 من النظام96–03(الملغى) المؤرخ في03يوليو1996المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

-التداول للحساب الخاص للوسيط.

-حفظ القيم المنقولة وإدارتها.

-إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة رأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

-أي نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتدعى في صلب النص "اللجنة"([1]).

انطلاقا من هاته المهام التي يمارسها الوسيط في عمليات البورصة الذي قد يمارس نشاطا واحدا أو عدة نشاطات من بين النشاطات المذكورة أعلاه، يحق للجنة أن تجعل ممارسة هذا النشاط محددا بأن تمنح الاعتماد المقدم للوسيط في جزء من النشاطات فقط وهو ما يطلق عليه تسمية "الوسيط ذو النشاط المحدود". وبالمقابل فإنّ عدم تحديد النشاطات في طلب اعتماده والتي يمكن للوسيط القيام بها والمذكورة أعلاه يتضح منه أنه مخول له ممارسة كل النشاطات مما يعني أن وسيط ذو نشاط واسع "غير محدود"([2]).

أما البعض فيرون أن الوسيط ذي النشاط المحدود هو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه للوساطة للتفويض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات للقيم أو في التوظيف أو السعي المصفقي، في حين أن الوسيط ذي النشاط الكامل(الدائم) فهو من يمارس إضافة إلى مهمة التفاوض حول القيم المنقولة القابلة للتداول بالبورصة الأنشطة الموسعة المذكورة أعلاه([3]).

ولم يكتف المشرع بتنظيم نشاط الوساطة المالية من خلال المهام والحدود نظرا لمكانتها الهامة ضمن السوق المالية نظرا لقدرتها على تطوير البورصة من خلال زيادة كفاءتها وفعاليتها، بل نجده يضبطها عند التنصيص على شروط ممارسة هذا النشاط فجعلها تتراوح بين شروط عامة يخضع لها كل الوسطاء دون استثناء وبين شروط خاصة بكل وسيط على حدى، حيث خصص شروطا للشركات التجارية المنشئة بغرض ممارسة الوساطة إلى جانب الشروط الخاصة بالبنوك والمؤسسات المالية، وعليه يمكننا التفصيل في هاته الشروط وفقا لما يلي:

1- أشارت المادة2/02 من النظام15-01 إلى مهام الوسيط وتضمنت شرح لكل هاته المهام.

2- المادة07 من القانون03-04 المعدل المتمم للمرسوم التشريعي93-10التي تضمنت مهام الوسيط وبمقارنتها مع المهام المذكورة بالمادة02 من النظام15-01 نجدها ذاتها بفرق الإشارة إلى اختلاف مجال الوساطة بين التحديد والاتساع.

3- بهية هوادف، النظام القانوني لتداول القيم المنقولة في البورصة، مذكرة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، جامعة الجزائر، كلية الحقوق بن عكنون،2008/2007، ص44.

تتمثل الشروط العامة التي يخضع لها كافة وسطاء عمليات البورصة على وجه الخصوص في: وجوب تقديم طلب الاعتماد إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([1])، و إلزامية اقتناء الوسيط قسط من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة حتى يصبح اعتماده فعليا([2]).

أما الشروط الخاصة فبالنسبة للشركات التجارية التي أنشئت لممارسة هذا النشاط فتتمثل فيما يلي:

-امتلاك رأسمال اجتماعي أدنى قدره عشرة ملايين دينار جزائري(10.000.000) يدفع كليا ونقدا.

-حيازة محلات ملائمة لضمان أمن مصالح زبائنها.

-أن يكون مقرها الاجتماعي موجودا بالجزائر.

-أن يكون لها مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة كفء ومؤهل.

غير أننا نجد شروط ممارسة الوساطة من طرف البنوك والمؤسسات المالية تنحصر فيما يلي:

-تبرير وجود قسم مرتبط مباشرة بالإدارة العامة لضمان استقلالية التسيير.

-أن تتوفر شروط التأهيل بمسؤول الهيكل([3]).

بالإضافة إلى ضرورة توفير وسائل تقنية وبشرية مناسبة([4]).

ما يمكن قوله حول شروط ممارسة الوساطة أن المشرع الجزائري أحسن صنيعا بتنظيمها وضبطها، فهو الشيء الذي يحفز المستثمرين بالبورصة إلى اكتساب ثقة كبيرة في هؤلاء المساعدين والمسارعة إلى اتخاذ قرار إدراج شركاتهم بالبورصة خاصة في ظل توافر هذه الشروط وأهمها وجود شرطي: الالتزام بدفع مساهمة في صندوق ضمان الوسطاء في عمليات البورصة والاكتتاب في عقود تأمين مع مصالح التأمين تضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم.

فأمام ارتفاع نسبة المخاطر والمغامرة لدى المستثمرين بسبب الارتفاع المفاجئ والسريع للقيم المنقولة المتداولة في سوق البورصة يخفف هذين الشرطين وقع صدمة فشل الاستثمار على رؤساء الشركات كونهم يحصلون على تعويض نتيجة الخسارة، فلهذا نجد المشرع قد أقصى الشخص الطبيعي من ممارسة نشاط الوساطة المالية بسبب عدم إمكانيته على توفير هاته الشروط التي تؤمن ضمانا وحماية للمستثمرين خاصة وأن هذا الشخص الطبيعي عاجز ماليا بسبب محدودية الملاءة المالية

1- المادة04 من النظام15-01 السالف ذكره.

2- هذا ما جاء في المادة17 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم إلى غاية2018.

3- المادة 06 من النظام 15-01.

4- حسب نص المادة 07 من النظام نفسه التي قضت: "على الوسيط في عمليات البورصة أن يوفر الوسائل التقنية والبشرية المناسبة....".

بالإضافة إلى إمكانية تعرضه للإفلاس والإعسار. وعليه فإذا أردنا تقييم هذين الشرطين يمكن اعتبارهما من بين الحوافز الحمائية الوقائية للمستثمرين المتخوفين من سوق البورصة.

ينبغي التنويه في هذا الصدد أنه وبعد توافر هذه الشروط بالأشخاص المساعدة على اتخاذ القرار الاستثماري، تقع على هؤلاء الأشخاص التزامات ذكرها المشرع الجزائري على سبيل الحصر فهي:

-الالتزام بآداب المهنية وقواعد الانضباط والحذر.

-الالتزام باكتتاب أو شراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم ضمن الشروط التي تحددها اللجنة.

-الالتزام بدفع مساهمة في صندوق ضمان الوسطاء في عمليات البورصة([1]).

-الاكتتاب في عقود تأمين مع مصالح التأمين تضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم([2]).

-التصرف بكل أمانة ونزاهة واحترافية لصالح الزبون.

- الالتزام بمعاملة كل الزبائن نفس المعاملة.

-تقديم للزبائن معلومات دقيقة وواضحة وغير مضللة.

-كتم السر المهني فيما يتعلق بجميع المعلومات التي يقدمها الزبون([3]).

كما يجب على الوسطاء تسليم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الوثائق المحاسبية والمالية حسب فترات دورية([4]).

تجدر الإشارة إلى أن الوسيط يخضع قبل بدء نشاطه إلى التزام غاية في الأهمية وهو التأكد من مصدر أموال المستثمرين والمعبر عنها من طرف المشرع بوضع الإجراءات والوسائل اللازمة لكشف مخاطر تبييض الأموال وتمويل الإرهاب([5])، إذ عمل المشرع على ضمان حماية السوق المالية من الأموال غير النظيفة للحيلولة دون إغراقها وإخلال توازنها حيث يأتي هذا الإجراء في سياق بسط الرقابة على الأموال التي تستثمر في البورصة([6]).

1- تضمنت المادة 09 من النظام 15-01 هاته الالتزامات المذكورة في المتن.

2- نصت المادة54 من النظام15-01 على هذا الالتزام.

3- عددت المادة50 من النظام15-01 الالتزامات التي يخضع لها وسطاء عمليات البورصة وأعوانهم.

4- ورد ذكر هذا الالتزام بموجب المادة56 من النظام ذاته.

5- ورد هذا الالتزام في مضمون المادة49 من النظام15-01، المرجع السابق وقد أحسن المشرع بتنظيمه والتنصيص عليه.

6- عبد الغني حسونة، الضوابط القانونية لعمل الوسيط المالي في بورصة القيم المنقولة، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، العدد الحادي عشر، جامعة محمد خيضر بسكرة ص11.

ثانيا–حتمية لجوء المستثمر بالبورصة الجزائرية إلى وسطاء عمليات البورصة.

تتزايد أهمية سوق الأوراق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية بما يجعلها تحتل مكانة بارزة في الاقتصاد الوطني، وتعتبر مؤسسات الوساطة المالية آلية حيوية لها من خلال دورها في توعية المستثمرين ومسؤولياتها في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، فهي تمثل لغة ترابط بين المستثمرين والمدخرين.

يعتبر الوسيط المالي من بين المتدخلين في بورصة القيم المنقولة، فهو يشكل الحلقة الهامة في السلسلة التي تربط بين بائعي ومشتريي القيم بفضل الدور الفعال الذي يلعبه في تنشيط البورصة. حيث يترجم تدخله في كونه الطرف الثالث المتوسط بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي([1]).

تعد الوساطة المالية أداة فعالة لتنشيط البورصة في الجزائر ويتم ممارستها وفقا لضوابط قانونية واقتصادية، وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بضبط عمليات الوساطة لحماية أموال المستثمرين فيه، إذ أشار المشرع الجزائري إلى هؤلاء الأشخاص مقدمي خدمات الاستثمار في البورصة الجزائرية بموجب نص المادتين:04–05 من المرسوم التشريعي93–10السالف ذكره التي أوكلت لهم حصريا مهمة القيام بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة، فلا يجوز إجراء أية مفاوضة موضوعها قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا عن طريق هؤلاء **الوسطاء في عمليات البورصة وداخل هيكل البورصة**([2]).

وأمام توفير هؤلاء الأشخاص المتخصصين لمرافقة المستثمرين في البورصة يظهر المنع من التسيير الذاتي للحافظة المالية بمفهوم المخالفة. فقد أوجب المشرع الجزائري على المستثمرين اللجوء إلى الوسطاء بقصد تسيير حافظاتهم المالية دون إمكانية تسييرها ذاتيا من طرفهم([3]). وعليه فالتعامل في البورصة لا يكون صحيحا إلا إذا تم على يد شركات الوساطة، فبعد الدور الإيجابي الذي تلعبه الوساطة المالية كآلية قانونية لتفعيل الاستثمار بهذا السوق لم تعد مهمة الوسيط تقتصر على مجرد التقريب بين مصالح المستثمرين البائعين للأوراق المالية والمشترين لها، بل جعل المشرع مهمة الوسيط أكثر اتساعا

---

1 MERVILLE Anne Dominique, Droit des marchés financiers, Gualino éditeur, Paris, 2006, p 67.

2– رتب المشرع الجزائري عقوبة على الشخص الذي يقوم بنشاط الوساطة المالية دون اكتساب صفة الوسيط قانونا وأخضعه إلى عقوبة سوء الائتمان المنظمة في قانون العقوبات حسب ما قضت به المادة58 من المرسوم التشريعي10/93.

3– يمكننا رد الحكمة التي يتوخاها المشرع الجزائري من وجوب التداول بواسطة وسيط عمليات البورصة إلى ضمان سلامة عملية التداول من الناحية القانونية ومنع المضاربات الضارة والترويج غير المشروع للأوراق المالية ما ينتج معه استقرار التعامل بها.

من خلال تقرير إلزامية اللجوء إليه لصحة الاستثمار بالبورصة ما ينتج عنه احتكار التعامل في القيم المنقولة وكل العمليات الخاصة بها لشركات الوساطة المالية المعتمدة قانونا.

تبدو حتمية لجوء المستثمر إلى وسطاء عمليات البورصة حصريا لممارسة مهامها غير مكفولة قانونا لوحدها، بل اتجه المشرع الجزائري إلى التضييق أكثر على فئة الوسطاء عند تنظيمه لمسألة نشاطاتهم بموجب النظام 15-01([1]) أين حصر هذه النشاطات التي يزاولها الوسطاء في ست(06) نشاطات هي:

-مفاوضة القيم المنقولة في السوق لحساب الزبائن.

-تسيير حافظات القيم المنقولة لحساب الغير بموجب توكيل.

-نشاط المفاوضة للحساب الخاص.

-نشاط الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.

-نشاط توظيف الأموال.

-نشاط إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات([2]).

الفرع الثاني: التكييف القانوني لعقد الوساطة المالية المبرم بين الوسيط والمستثمر.

يأخذ مفهوم التنظيم القانوني لعقد ما الإحاطة بجل المسائل والأحكام التي يسير عليها هذا العقد، فعقد الوساطة المالية هو الآخر يحتاج إلى تبيان نظامه بدءا من تعريفه وتبيان خصائصه(**أولا**)، والتطرق إلى تكييفه القانوني(**ثانيا**).

أولا-تنظيم عقد الوساطة المالية.

لم ينظم المشرع الجزائري هذا العقد في الأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولا حتى في قانون الاستثمار بل أشار إلى طبيعته القانونية في مادة وحيدة وردت في النظام المتعلق بوسطاء عمليات البورصة15-01، ما يجعلنا نتجه إلى التعريف الفقهي وبيان خصائصه.

1- النظام15-01المؤرخ في 15أبريل 2015المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، الجريدة الرسمية العدد55 الصادر بتاريخ21 أكتوبر 2015.

2- هي النشاطات المذكورة في الباب الثاني من النظام15-01 المواد من18 إلى غاية36 منه.

1- تعريف عقد الوساطة المالية وخصائصه: يمكننا الإشارة إلى التعريف الفقهي الممنوح لهذا العقد بأنّه: عقد يجمع بين العميل صاحب المحفظة المالية مع مديرها "الوسيط"، حيث أنّ تخويل إدارة حافظة شركة الاستثمار لجهة متخصصة في استثمارات القيم المنقولة كالبنوك وسماسرة الأوراق المالية وذلك مقابل أجر متفق عليه([1]).

أو هو اتفاق خطي يلتزم بمقتضاه شخص بإدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير لقاء أجر معين وفقا للاتفاقية الموقعة بينهما والتي تحدد بدورها صلاحيات مدير الاستثمار والتزاماته تجاه عميل واحد أو جمهور من العملاء، وعليه بذلك بذل ما على المهني المحتاط بذات خبرته وكفاءته من جهد([2]). وهو كذلك: عقد لتسيير محفظة القيم المنقولة ينشئ علاقة قانونية بين كل من العميل صاحب المحفظة والوسيط في عمليات البورصة المرخص له بممارسة نشاط تسيير المحافظ لحساب الغير، وذلك دون تبادل الطرفين التعبير عن إرادتيهما المتطابقتين دون تدخل إرادة طرف ثالث في إبرامه، ومن ثم يبتعد عن تطبيق نظرية التصرف الثلاثي([3]).

-تنبثق بعض الخصائص الملازمة لصفة عقد الوساطة المالية وتبرز انطلاقا من تعريفه، وهي التي سنوضحها فيما يلي:

-**عقد رسمي:** عقد الوساطة هو عقد رضائي يتم باتفاق إرادتين من خلال الطلب الذي يقدمه المستثمر للوسيط، سواء كان طلبا بالبيع أم بالشراء، ويقبل الوسيط بما يعرض عليه المستثمر للقيام بالوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية في السوق ([4]). يعتبر عقد الوساطة المالية عقد تكفي فيه إرادة الأطراف لإبرامه وبالتالي تترتب آثاره دون الحاجة إلى إفراغه في قالب شكلي معين، وهذا هو الأصل ما لم ينص القانون استثناء على ضرورة إفراغه في قالب شكلي ([5]).

ذهب المشرع الجزائري إلى عكس ما أقره الفقه حينما اعتبر بأنّ الكتابة في عقد الوساطة المالية شرطا للانعقاد والصحة؛ عندما أوجب ضرورة أن تكون الأوامر التي بادر بها الوسيط في عمليات

1- المصري حسني، شركات الاستثمار، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة،1981، ص219.

2- رولا نائل سلامة، رشا حطاب، الماهية القانونية لعقد إدارة الاستثمار في سوق عمان المالي، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد41، العدد2، 2014، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، ص1474.

3-رفيق نسير، نظرية التصرف القانوني الثلاثي، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2014، ص08.

4- كريم مولود عبد الباسط، تداول الأوراق المالية "دراسة قانونية مقارنة"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان،2009، ص168.

5- رضا عبيد، القانون التجاري، الطبعة الخامسة، شركة النصر للتصدير والاستيراد،1984، ص236.

البورصة في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل محل وثيقة مكتوبة ترسل من قبل الشخص المكلف بتسيير محفظات مالية الزبائن أو الشخص المكلف بعمليات الطرف المقابل إلى الشخص المكلف بعمليات المفاوضة. بل أكثر من ذلك قرر المشرع الجزائري ضرورة تأكيد إرسال أوامر الزبائن إلى الوسيط كتابيا في حالة تلقي الوسيط للأمر عن طريق الهاتف من الزبون ([1]) وهذا من أجل توثيق مكالمته الشفوية أو الهاتفية.

-**عقد معاوضة:** عقد الوساطة المبرم بين الوسيط والزبون شأنه شأن العقود الأخرى، فهو عقد معاوضة وليس تبرعا، إذ يتحصل فيه كل من الوسيط والعميل على مقابل لما التزم به، لذلك نجد أن العميل(الزبون) ملزم بدفع العمولة مقابل حصوله على السعر المناسب للورقة المالية سواء كان بائعا أو مشتريا وليس ذلك فحسب بل مقابل الخدمات الأخرى التي تقدمها شركة الوسيط المالي من النصح والمعلومات والإرشادات ([2]).

-**عقد تجاري:** تشترط الأنظمة التي تحكم سوق البورصة الجزائرية في وسيط عمليات البورصة أن ينتمي إلى أحد الفئات: المؤسسات المالية، البنوك، الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض. ولهذا فلا مجال هنا للبحث عن مدى اعتبار الوساطة في الأوراق المالية عملا تجاريا أم عملا مدنيا بالنسبة للوسيط. فكلما كانت الوساطة بقصد تحقيق الربح فإنها تعتبر عملا تجاريا. لهذا يعد عمل الوسيط تجاريا بحيث يستحق عمولة نتيجة القيام بعمله وبالتالي يعتبر نشاطه من قبيل الوكالة بالعمولة.

-**عقد مساومة:** لا يعد عقد الوساطة في الأوراق المالية من عقود الإذعان وذلك لعدم توافر خصائص هذا العقد فيه، إذ هو من عقود المساومة لأن العميل لا يكون في موقف حرج يجعله فيه إما أن يأخذ أو يدع، لأنه لا يتعامل ولا يتعاقد على سلعة أو خدمة ضرورية لا غنى للجمهور عنها، اذ يستطيع العميل أن يتعاقد مع أية شركة وساطة تعمل في مجال الأوراق المالية([3])، بالإضافة إلى ذلك فإن العميل يكون أمام خيارات عديدة لاستثمار وتوظيف أمواله في مجالات استثمارية أخرى، فاقتناءه للورقة المالية ما هو إلا مجرد وعاء من تلك الأوعية الاستثمارية المتاحة له، وبالتالي فإن الوساطة هي ليست خدمة ضرورية بالنسبة للجمهور لا يمكن الاستغناء عنها.

1- حسب ما قضت به المادة 97 من النظام 97-03 المعدل والمتمم والسالف ذكره.

2- نصيرة تواتي، ضبط سوق القيم المنقولة-دراسة مقارنة، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2013، ص61.

3- كريم مولود عبد الباسط، مرجع سابق، ص172.

2-خصوصية أطراف عقد الوساطة: يعبّر عن مقدمي خدمات الاستثمار في البورصة بوسطاء عمليات البورصة أو مديري الحافظة المالية، حيث يبرم هذا الأخير عقدا مع العملاء أو الزبائن موضوعه تسيير هذه الحافظة وإدارتها بدلا عن المستثمر ذاته الذي كما سبق بيانه هو: المستثمر الفرد، شركة المساهمة مهما اختلف حجمها، الدولة وأشخاص القانون العام...الخ.

باستقرائنا لنصوص الأنظمة المتعلقة بعقد الوساطة المبرم بين المستثمر والوسيط المالي، لاحظنا بأنّ المشرع الجزائري يفصل بين الشخص المرافق لشركات المساهمة ذات الرساميل الضخمة الذي يسميه "**وسيطا**" ويقوم بإبرام عقد تفويض بينه وبين الشركة على عكس الشخص "**الراعي المرافق**" للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي يتعاقد معها بناء على اتفاقية محددة المدة، في حين أنه لم يعطي ملامح هذا العقد إذا أبرمه المستثمر لمدخراته (الشخص الطبيعي) مع الوسيط([1]).

أما بالنسبة لمجال تطبيق عقد الوساطة المالية على الدولة فنجد أن المشرع الجزائري قد عهد بنشاط الوساطة المالية للتفاوض حول سندات الخزينة العمومية الخاصة بالدولة إلى **الوسطاء** في عمليات البورصة بالإضافة إلى "**المتخصصين في تلك السندات**" دون أن يبين طريقة التعاقد بين الدولة وهاته الفئة الأخيرة، حيث أن لجوء المستثمر إلى الاستثمار في حافظة قيم الخزينة يجعله ملزما باللجوء إلى خدمات متخصص في قيم الخزينة معتمد من المديرية العامة للخزينة بدلا من اللجوء إلى وسطاء في عمليات البورصة، واختيارهم يخضع إلى جودة الخدمات المقدمة والأسعار التي يقترحها كل منهم على المستثمر([2]).

ثانيا-الطبيعة القانونية لعقد الوساطة المالية.

نجم عن تحليلنا أعلاه في النقطة المتعلقة بخصوصية عقد الوساطة نسبة إلى أطرافه، بأنّ تسمية الوسيط والطبيعة القانونية للعقد المنظم لنشاط الوساطة المالية تختلف باختلاف صفة المستثمر، فهذه المسألة هي الأخرى تثير إشكالا بالنظر إلى نشاط الوسيط وعمله عما إذا كان وكالة أم عقدا للتسيير.

1- بالرغم من عدم وجود إشارة واضحة لتنظيم عقد الوسيط بالمستثمر الفرد المتعلق بممارسة نشاط الوساطة المالية، إلا أنّ كلام المشرع في العديد من مواد النظام15-01 يقصد بالزبون المستثمر الفرد والمؤسساتي. وهو الأمر الذي يرجح خضوع الفرد لشروط ابرام عقد وساطة مالية مثله مثل الشركات بدءا بفتح حساب سندات إلى دفع عمولات...الخ من التزامات تقع على عاتق المستثمر تجاه الوسيط المالي.

2- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، دليل القيم المنقولة، مرجع سابق، ص14/انظر حمليل نوارة، مرجع سابق، ص285 للاطلاع عن الفكرة موسعة.

1-هو عقد توكيل التسيير مبرم بين شركة المساهمة المستثمرة والوسيط: يدير وسطاء عمليات البورصة حافظات القيم المنقولة لحساب زبائنهم بشرط تلقيهم لأموال مشفوعة بتفويض إدارة([1])، فإذا أخذت شركة المساهمة صفة الزبون وجب عليها أن تبرم **عقد تفويض** بينها وبين الوسيط في عمليات البورصة([2]) وهذا من أجل أن يباشر الوسيط العمل المعترف له قانونا، وهو الأمر ذاته التي ذهب اليه المشرع الجزائري في المادة20 من النظام15-01 المتعلق بالوسطاء التي أشارت إلى وجود علاقة تعاقدية بين الوسيط في عمليات البورصة وزبونه. فهو ما يوضح أن المشرع قد بيّن الطبيعة القانونية للعلاقة التي تنظم عملية الاستثمار المالي، مما لا يدع مجالا للتفسير حول طبيعة العلاقة التي تكيّف بأنها خاضعة لقواعد عقد التفويض(الوساطة).

وبالموازاة مع هذا العقد، لكي يباشر الوسيط عمليات التعامل بالبورصة يجب عليه أن يبرم **عقد توكيل التسيير** بينه وبين الزبون المستثمر وهو شركة المساهمة التي تفوضه للقيام بدلا عنها بتسيير الحافظة المالية حسب أحكام المادة23 من النظام15-01 المتعلق بشروط اعتماد وسطاء عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم. فالوسيط في مجال التعامل بالأوراق المالية هو مفوض وينفذ هذا التفويض بإبرام العقود باسمه "فلا يعرف بائع الورقة الشخص مشتريها فكل العمليات يقوم بها هذا الوسيط، حيث لا يقف عند حد التقريب بين الطرفين وإنما يحل محلهم في تنفيذ أوامرهم، كما أنه يضمن سلامة العمليات التي يبرمها"([3]).

فمن خلال المادة ذاتها أعطى المشرع الجزائري التكييف القانوني لنشاط الوسيط المتعلق بتسيير حافظة القيم المنقولة لحساب شخص طبيعي أو معنوي أو هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (المستثمرين) بموجب توكيل التسيير([4]).

وعليه، يبرم العقد([5]) الذي موضوعه توكيل تسيير حافظة القيم المنقولة بين المستثمر (صاحب الحساب المسيّر) والوسيط في عمليات البورصة ويوقع عليه هذين الطرفين، حيث يوّقع عليه الأول

1- المادة07/ 01 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

2- تنص المادة13 من المرسم التشريعي93-10 على ما يلي: "يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا مع زبائنهم عقود تفويض...".

3- مختار أحمد بريري، قانون المعاملات المالية، الأوراق التجارية، الإفلاس، دون طبعة، دار النهضة العربية، 1996، ص151.

4- المادة1/23 من النظام 15-01، مرجع سابق.

5- يأخذ هذا العقد شكل عقد نموذجي يملأ من طرف الأطراف المتعاقدة به، ويحتوي شروطا تحددها تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب تعليمة تصدرها/ انظر المادة23فقرة4 من النظام15-01، المرجع السابق.

للموافقة على وسيط عمليات البورصة، ويجب أن يحدد في العقد طبيعة العمليات وشروط تشغيل الحساب أو أجرة المسيّر وبموجب هذا العقد يمتثل الوسيط لتوكيل التسيير بدقة وذلك بالحرص على عدم استعماله لأغراض أخرى غير تلك المحددة في العقد([1]).

يعمل الوسيط في إطار علاقته مع الزبائن بأقصى جهده للحرص على مصالح هؤلاء وتنفيذ الأوامر وفقا لأحسن شروط السوق، كما يتقيد باطلاعهم بكل المعلومات التي هم بحاجة إليها، خاصة المتعلقة بالعمليات المبرمة لحسابهم، وذلك بإبرام عقود مع الزبون تتعدد أشكالها فبعد عقد الوساطة(التفويض) وعقد توكيل التسيير المذكورين أعلاه نظم المشرع مسألة فتح حساب السندات وفقا "لاتفاقية مبرمة بين وسيط عمليات البورصة المخول لممارسة مسك الحساب والمستثمر الزبون، كما تحتوي هذه الاتفاقية شروط استعمال الحساب وحقوق وواجبات كل طرف"([2]).

المثير للانتباه أنه وعلى الرغم من تبيان طبيعة العلاقة التي تربط الوسيط بالمستثمر إلا أن طبيعة العقد المنظم للعلاقة يبقى الإشكال حوله مطروحا لصعوبة تكييف هذا العمل، إذ يأخذ هذا العقد الذي موضوعه التفويض شكل الوكالة التي تثير إشكالا حول نوعها، فهناك من يكيّفها بأنها وكالة مدنية وهناك من يرى أنها وكالة تجارية([3])، لذا نعرض الموقفين وفقا لما يلي:

الوكالة المدنية: هي عقد بمقتضاه يفوّض شخص شخصا آخر للقيام بعمل شيء لحساب الموكل وباسمه([4]). فإذا ما رجعنا إلى المادة المعتمد عليها لتبيان طبيعة العقد المبرم بين المستثمر نجد أنه صحيح أن الوسيط يعمل باسم ولحساب موكله(المستثمر) غير أن هذا لا ينفي إمكانية تسيير الوسيط لحافظة مالية يتملكها لحسابه وباسمه.

فبالرجوع إلى المادة 02 من النظام15-01 المتعلق بشروط اعتماد وسطاء عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم نجدها قد تضمنت إمكانية تفاوض الوسيط في القيم المنقولة أو منتجات مالية قابلة للتداول أو حقوق متعلقة بها لحسابه الخاص، وهو ما ينفي معه بالضرورة أن يتكون طبيعة العقد وكالة مدنية مادام أنه يملك إمكانية ممارسة التفاوض لحسابه لخاص على عكس الوكالة المدنية التي تشترط أن

1- المادة 23/ 02-03من النظام 15-01 .

2- المادة19 من النظام15-01.

3- غنية هدال، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002/2001، ص39.

4- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، رئاسة الجمهورية، الأمانة العامة للحكومة، القانون المدني، سنة2007، المادة571 منه تضمنت تعريف الوكالة المدنية، ص96.

يكون التفاوض باسم ولحساب شخص آخر(المستثمر). وأمام هذا التحليل يبرز لنا إمكانية الاتجاه إلى التوافق مع الموقف الثاني الذي يعتبر العقد المبرم بين شركة المساهمة المستثمرة بالبورصة يأخذ شكل عقد **الوكالة التجارية.**

يعرّف عقد الوكالة التجارية بأنه: "اتفاقية يلتزم بواسطتها الشخص عادة بإعداد أو إبرام البيوع أو الشراءات وبوجه عام جميع العمليات التجارية باسم ولحساب تاجر، والقيام عند الاقتضاء بعمليات تجارية لحسابه الخاص..."([1]). وبإسقاط هاته المادة على العمل المسند للوسيط هناك من يرى أنه يمارس نشاط الوكالة بالعمولة لعدة اعتبارات منها:

-بالنظر إلى أن الوسيط يتعاقد في عمليات البورصة باسمه الشخصي ولكن لحساب العميل المستثمر، وهو حال الوكيل بالعمولة الذي يلتزم ببعض العمليات القانونية باسمه الخاص لحساب موكله مقابل عمولة.

-بالنظر إلى محل التعاقد أي العمل المسند اليه "التعامل بالأوراق المالية " وهي التي تعد من المنقولات، وهو العمل ذاته الذي يتعامل به الوكيل بالعمولة، بالإضافة إلى ما إذا كان العمل المسند تجاريا فهو أيضا وكيل بالعمولة([2]) إذا أمكن اعتباره يندرج ضمن فئة "كل عملية مصرفية أو عملية صرف أو سمسرة أو خاصة بالعمولة"([3]).

-بالنظر إلى تلقي الوسيط عمولة مثله مثل الوكيل بالعمولة تنطبق عليه أحكام الوكالة بالعمولة وهو الأمر المحقق من خلال المادة37من النظام 15-01 التي نصت: "يتقاضى الوسطاء في عمليات البورصة بعنوان العمليات والخدمات المقدمة للزبائن، عمولات تعلق تعريفاتها داخل محلات الوسطاء المتفق عليها تعاقديا مع الزبائن. إلى جانب أحكام المادة 3/23 من النظام ذاته التي تضمنت: "يجب أن تحدد في العقد طبيعة العمليات وشروط تشغيل الحساب أو أجرة المسير".

وعليه وبعد عرض هذه الاعتبارات التي تطابقت مع نصوص مواد النظام15-01 نستنتج أنّ عمل الوسيط يعتبر تجاريا بحيث يستحق عمولة نتيجة القيام بعمله وبالتالي يعتبر نشاطه من قبيل الوكالة بالعمولة([4]).

1- المادة 34من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

2- بهية هوادف، انعكاس انضمام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص243.

3- المادة02 من القانون التجاري الجزائري.

4- بهية هوادف، انعكاس انضمام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص244.

2-هو اتفاقية مبرمة بين المؤسسة الصغيرة والمتوسطة المستثمرة والراعي في البورصة: يشترط لقبول إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة بالبورصة أن تتخذ مستشارا مرافقا لها يسمى الراعي في البورصة بموجب إبرام **اتفاقية بينهما**، فهو الشكل الذي تأخذه الوساطة المالية في إطار تقديم خدمات الاستثمار للمستثمرين، تتطابق الاتفاقية المبرمة بين الراعي([1]) والمؤسسة مع عقد توكيل التسيير المبرم بين الوسيط وشركة المساهمة من حيث تحديد شكله بموجب عقد نموذجي من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([2]).

يخضع الراعي المرافق على وجه الخصوص للنظام15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم بالإضافة إلى النظام12-01 المنشئ لسوق سندات رأسمال المؤسسات. وعليه بموجب هاته الاتفاقية يحق للراعي في البورصة تمثيل المؤسسة المستثمرة وممارسة كل النشاطات المسموح له القيام بها قانونا([3]).

تعد الاتفاقية المذكورة أعلاه بعد حصول الراعي على اعتماد من طرف اللجنة بمثابة عقد وساطة، تتراوح زمن هذه الاتفاقية بين مدة أقصاها خمس(05) سنوات وأدناها سنتان(02) يتفق عليها الطرفان، فلا يمكن للمؤسسة البقاء في سوق البورصة من دون راعي مرافق، إذ عليها أن تعيّن راعيا آخرا في حالة فسخ الاتفاقية بينها وبين الراعي الأول مع ضرورة تبليغ اللجنة بهذا الفسخ([4]).

كما يبرم هذا الراعي "المستشار المرافق" والمؤسسة المصدرة للقيم المنقولة أو مع المؤسسة المبادرة لمشروع إدماج أو إعادة شراء المؤسسات **عقد مرافقة** في حالة ممارسته لنشاط إرشاد المؤسسات في

1-Le promoteur ou le listing sponsor est un véritable partenaire financier et juridique de la PME dans le long temps ; il intervient aux cotés de la PME pour l'accompagner dans la préparation de sa cotation en bourse et l'assister durant son parcours boursier/présentation du promoteur de la PME en bourse, rapport annuel cosob2011, p27

والملاحظ أن التقرير السنوي لسنة2011 الصادر عن (ل ت ع ب م) أنه قدّم تعريفا للراعي في البورصة كالتالي: المشرف أو الراعي (المتعهد بالترقية) هو شريك مالي وقانوني حقيقي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، يتدخل كممثل لمصلحة المؤسسات ليرافقها في إجراءات التحضير لتسعيرها وادراجها بالبورصة وتقديم المساعدة لها خلال مسارها في البورصة، وهو ما يبين أن الوضع القانوني لهذا المتعامل الجديد في الساحة المالية مختلف عن وضع الوسيط في عمليات البورصة.

2- المادة46-03 من النظام15-01.

3- الملاحظ على المادة34 من النظام15-01 أنها قد أوكلت الراعي بالبورصة مهام واسعة وإضافية إلى مهام الوسيط بالنظر إلى دور الفعال والحساس الذي يلعبه تجاه هاته المؤسسات الناشئة نظرا لمكانتها الفاعلة على مستوى الاقتصاد الوطني.

4- المادة46-03 من التظام15-01.

مجال هيكلة الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات، فهذا العقد يبرم بين الراعي والمؤسسة المستثمرة بقصد ممارسة هذا النشاط دون الاستغناء عن اتفاقية المرافقة([1]).

يرجع سبب تكريس هذا الراعي المرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة([2]) إلى رغبة المشرع في بعث الطمأنينة لدى رؤساء المؤسسات وحثهم على الاستثمار المالي والمسارعة إلى إدراج مؤسساتهم بالبورصة. حيث تم توفير هذا الشخص الذي يعمل على الرقي بهذا الكيان الصغير وترشيده بكل الواجبات والمخاطر التي من المحتمل أن يتعرضون إليها خلال تعاملهم فيها. فقد خصص هذا الراعي كشخص يعمل على تنوير هذه المؤسسات بكيفية طرح السندات في البورصة، كما أنه يعمل على توضيح مكانة هذه المؤسسات وسط الشركات المدرجة بغرض تحفيز الجمهور على الاكتتاب في أسهمها([3]).

في ختام هذا المبحث، نخلص من كل هذا إلى أن الأشخاص المستثمرة بسوق القيم المنقولة متعددة ومتفاوتة، سواء من حيث الطبيعة أو الإمكانيات أو الوظيفة المؤداة، إذ تتراوح من الفرد المدخر لجزء بسيط من دخله ويرغب بالاستثمار إلى المستثمرين المؤسساتيين الراغبين في الحصول على تمويل لمشاريعهم سواء كانوا شركات مساهمة ضخمة أو مؤسسات صغيرة ومتوسطة لتصل إلى الحكومة(الدولة) المتدخلة في بورصتها بغرض تغطية العجز الجبائي وضعف الإيرادات لتنتهي العملية بتنفيذ قرار الاستثمار بالقيم المنقولة على يد شركات الوساطة المالية المعتمدة قانونا، فكل هؤلاء الأطراف تتنافس داخل بورصة واحدة.

1-هذا ما تضمنته بنود المادة 35 من النظام15-01 السالف ذكره.

2- يأخذ الراعي في البورصة شكل وسيط معتمد أو بنك أو مؤسسة مالية أو شركة استشارة في المالية والقانون واستراتيجية المؤسسات تتمتع بالتجربة الكافية في مجال هيكلة الرأسمال والإدماج وشراء المؤسسات حسب المادة46-02 من النظام12-01، والملاحظ على الراعي في البورصة أن المشرع ألزم الشركة التجارية المنشئة بغرض ممارسة نشاط الوساطة ومرافقة المؤسسة بشروط تقييدية مقارنة بالشركة التجارية المرافقة لشركة المساهمة وهذا حرصا منه على ترقية وتطوير الاقتصاد الوطني عبر هاته المؤسسات المعول عليها لتوفير التنويع الاقتصادي في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة.

3- المادة 02من النظام15-01.

الفصل الثاني

هياكل تفعيل سير معاملات

الاستثمار في البورصة.

الفصل الثاني

هياكل تفعيل سير معاملات الاستثمار في البورصة.

تبرز كيفية تفعيل سير معاملات الاستثمار بسوق البورصة من خلال التنظيم الهيكلي الذي أقرّه المشرع الجزائري لإحكام الرقابة وحسن سير هذا النشاط الدقيق والمعقد، فقد اهتم إلى جانب التنظيم الهيكلي بالمخطط الإجرائي الذي تسير عليه عملية الاستثمار بالبورصة.

يحظى الجانب الهيكلي في إنشاء الهيئات بمكانة حساسة تجعله لا ينفصل عن الدور الذي تلعبه، أين تم تزويد سوق البورصة الجزائرية وعلى غرار أسواق القيم المنقولة الأخرى بمجموعة هياكل أو هيئات تعمل على تشغيله وإدارته تبعا للأهداف التي أنشئ من أجلها، فظهرت **لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كهيئة مكلفة بحماية معاملات الاستثمار بالبورصة (المبحث الأول).**

نظرا لما تتميز به صفقات الاستثمار القائمة بسوق البورصة من تعقيدات وحاجة إلى هيئات متخصصة تسعى إلى تنظيمها وتسييرها ضمن إطار قانوني تحكمه السلطات العليا في الدولة بمرافقة سلطة ضبط السوق المالي، جعلت كل هذه المسائل المشرع الجزائري يبادر إلى إنشاء هياكل من أجل إتمام نصاب هياكل سوق البورصة ضمن ثلاث هياكل؛ اللجنة، شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات، حيث يعد هذين الأخيرين **هياكل مساعدة على تسيير معاملات الاستثمار بالبورصة (المبحث الثاني).**

لم يترك المشرع مجال السير الإجرائي لمعاملات الاستثمار مفتوحا أمام فئة المستثمرين أو المصدرين، بل أحكم تنظيمه بموجب قوانين وأنظمة السوق، أين جعل كل الهيئات المركبة لهيكل البورصة–والمذكورة أعلاه–تسعى إلى تحقيق حسن سيره، فقد أخضع هذه المعاملات لنظام خاص يهتم بها منذ عملية انطلاقها إلى غاية مرحلة انتهائها هو **نظام سير تعاملات الاستثمار في البورصة (المبحث الثالث).**

المبحث الأول: الهيئة المكلفة بحماية معاملات الاستثمار بالبورصة.

فرض تنوع المستثمرين بمختلف أشكالهم سواء كانوا أشخاصا معنوية أو طبيعية أو حتى هياكل سوق البورصة الجزائرية على المشرع الجزائري حتمية إنشاء جهات رقابة وتنظيم تتمتع بصلاحيات تجعلها تتأكد من حجم الأموال المتداولة ومن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق بما يحقق معه الكفاءة والفاعلية.

في سبيل تحقيق هذا الغرض تنازلت الدولة الجزائرية عن تنظيم سوق البورصة وضبطها للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كجهة كلفتها بالرقابة والضبط وسن القوانين الخاصة بقطاع البورصة، أملا منها في تحقيق توازن وشفافية تؤمّن صحة التعاملات الاستثمارية في سوق البورصة. ترجع أسباب إنشاء المشرع الجزائري لهذا الهيكل على رأس قطاع سوق القيم المنقولة إلى رغبته في توفير مناخ استثماري يتناسب مع التطورات الاقتصادية العالمية، فبعد تخلي الكثير من الدول عن احتكار المجال الاقتصادي ظهر إلى الوجود وتم ابتكار سلطات ضبط اقتصادية تمارس سلطات الدولة ذاتها وتنوب عنها في حماية وضبط السوق الاقتصادي نظرا لفشل الدولة في إدارتها بسبب عدم تخصصها.

نتيجة هذا التوجه الاقتصادي الجديد نصبت الدولة الجزائرية العديد من سلطات الضبط الاقتصادي نظرا لاختلاف المجالات الاقتصادية التي يضمها نظامها الاقتصادي، فكانت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أحد هاته السلطات التي أوكلتها الدولة ضبط وحماية سوق القيم المنقولة بما فيه من معاملات وصفقات استثمارية تحتاج إلى توفير الأمن والأمان لصحة انعقادها والإقبال عليها. وهو الأمر الذي جعل هذه **اللجنة هي التي تسهر على ضبط مجال الاستثمار بالبورصة (المطلب الأول).**

أطلق المشرع الجزائري تسمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفتها الهيئة التي تعلو هرم هياكل البورصة، إذ تعتبر هي الجهة أو الهيئة المكلفة بحماية الاستثمار بالبورصة؛ نظرا لما تتمتع به من صلاحيات متنوعة تسمح لها بممارسة التنظيم والرقابة وسن القوانين وحتى مهام التأديب والتحكيم. فقد جاءت هذه المهام والصلاحيات التي زوّدت بها اللجنة من أجل حماية المستثمرين في سوق القيم المنقولة وحماية العمليات التي تجرى بها، أو بمفهوم آخر **حماية اللجنة لمعاملات المستثمرين بالقيم المنقولة (المطلب الثاني).**

المطلب الأول: ضبط لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مجال الاستثمار بالبورصة.

تكفلت الدولة الجزائرية في الماضي حصريا بتنظيم وتوجيه السوق المالية على نوعيها سوق النقد وسوق القيم المنقولة (رأس المال) في ظل الاقتصاد الموجه، غير أنه ونظرا لدقة وتعقيد نشاط هذا السوق الذي يحتاج إلى متخصصين وتقنيين ذو خبرات لا تمتلكها السلطة التشريعية ولا السلطات التابعة للإدارة التقليدية؛ عجزت الدولة عن تسيير سوق القيم المنقولة وتحقيق مطلب التدخل المباشر فيه كذلك المقرر بموجب نظام الاقتصاد الموجه؛ فبات ضروريا عليها بعد تبني نظام اقتصاد السوق الحر المكرس كأحد مقتضيات النظام الرأسمالي إنشاء هياكل مهنية مفوضة بتنظيم وضبط سوق القيم المنقولة نذكر على رأسهم الهيئة المنصوص عليها في المادة03 من المرسوم التشريعي93-10([1]) المسماة "**لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**".

أقبل المشرع الجزائري على تنصيب هذه اللجنة كسلطة لضبط سوق القيم المنقولة في مقابل تنصيب مجلس النقد والقرض واللجنة المصرفية لضبط سوق النقد، هذا على عكس السوق الفرنسي الذي جمع بين السوقين ونصب عليه هيئة ضبط مختصة واحدة في تسيير السوقين نظرا لارتفاع حجم التداول وسرعته مقارنة بالسوق المالي الجزائري.

أوكل المشرع الجزائري ضبط ومراقبة ورقابة سوق القيم المنقولة إلى اللجنة أملا منه في تحقيق الهدف الذي حققته العديد من الدول لدى تنمية اقتصادها واستثمارها الوطني، وهو الأمر الذي جعله يخصّص لها تشكيلة عضوية وهيكلية تبذل مجهوداتها من أجل تحقيق الهدف المنشود من وراء إنشاءها تنصيب **اللجنة كهدف وطني دافع للاستثمار (الفرع الأول)** ولم يتوقف الهدف من تنصيبها على دفع الاستثمار بل تعداه إلى تزويدها بمهام جعلتها تتمتع **بطبيعة قانونية تتناسب مع وظيفة ضبط مجال الاستثمار البورصي (الفرع الثاني).**

الفرع الأول: تنصيب اللجنة هدف وطني دافع للاستثمار.

لم يأت تنصيب وتبني فكرة لجنة تنظيم عمليات البورصة كسلطة لضبط السوق المالي عبثا، بل جاء نتيجة لمجموعة من المطالب والضغوطات التي تولدت عن إنشاء سوق بورصة، إذ ترافق ظهور هذا السوق مع إنشاء هذه السلطة التي اعتبرها الكثير من القانونيين بالنظر إلى دورها الفعال آلية لتفعيل سوق البورصة. لكن وقبل الوصول إلى تقييم هذا الدور وأثره، ينبغي علينا إعطاء لمحة عن التشكيلة الهيكلية

1- نصت المادة03 من المرسوم93-10 المعدل والمتمم بالقانون03-04 على ما يلي:" تشتمل بورصة القيم المنقولة على: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تشكل سلطة سوق القيم المنقولة. وتدعى في صلب النص(اللجنة)، شركة تسيير بورصة القيم، المؤتمن المركزي على السندات".

للجنة **(أولا)** ومن ثمة إبراز أهم الصلاحيات التي تؤديها اللجنة من أجل تفعيل دور البورصة في الجزائر **(ثانيا)**.

أولا-التشكيلة العضوية للجنة مصدر تسميتها.

يعدّ التطرق إلى تشكيلة اللجنة أمرا ضروريا بقصد رفع اللبس الذي يدور في ذهنية الأشخاص خاصة وأنّ البورصة جهاز حديث ذو هياكل مجهولة لدى العامة، فسوق البورصة ككل هيئة أو مؤسسة مالية يتمتع بتنظيم هيكلي خاص به، تترأسه لجنة تضم تشكيلة هيكلية مقسمة إلى تشكيلة عضوية إلى جانب تشكيلة إدارية.

يرجع مصدر تسمية الهيئة المكلفة بحماية تعاملات الاستثمار بالبورصة ب "لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها" إلى التشكيلة العضوية التي تكوّنها، حيث تضم رئيسا وستة أعضاء([1]) هم متخذي قرارات السوق، بالإضافة إلى تواجد مصالح إدارية إلى جانبهم تسهر على تسيير اللجنة([2]) وتمكينها من القيام بمهامها على أحسن وجه.

جاء المشرع الجزائري بهذا التنظيم الهيكلي([3]) نظرا لتشعب أعمال البورصة واتساعها، اذ لا تستطيع هيئة تضم بضعة أعضاء أن تحيط بكل الأعمال وتضبطها، في ظل أنها معول عليها بضبط سوق القيم وحماية المستثمرين به بفرض سلطتها التنظيمية والرقابية. واتباعا لهذه الأفكار نفصل في التشكيلة الهيكلية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وفقا للنقاط الآتية:

1-اللجنة المصغرة.

تضم التشكيلة العضوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رئيسا للجنة وستة(6) أعضاء، هي المصدر الرئيسي فيما يخص إصدار القرارات، إذ يكمن دورها في: اعتماد أنظمة جديدة تتعلق بالسوق المالية، اتخاذ قرارات منح التأشيرات للمصدرين، إصدار الموافقات، التأهيلات أو التسجيلات والاعترافات

1- نصت المادة2/20 من المرسوم التشريعي93-10 المعدلة والمتممة بموجب نص المادة12 من القانون03-04 على ما يلي: "...وتتكون من رئيس وستة(6) أعضاء".

2- المادة29 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم.

3- يقصد بالتنظيم الهيكلي للجنة تبيان الهياكل التي تتضمنها هذه اللجنة بموجب اللوائح والنصوص المنظمة لها بتحليل أنظمة البورصة، إذ يهدف كذلك إلى تحديد مهام وصلاحيات وحدود عمل أعضاء الهياكل المكونة للجنة وكيفية سير عملها/ عن سامية حساين، كريمة شليحي، سلطة ضبط نشاط البورصة في القانون الجزائري، الطبعة الأولى، بيت الأفكار للنشر والتوزيع، الدار البيضاء الجزائر،2019، ص39.

بمهنيي السوق، فتح إجراءات متعلقة بالعقوبات([1])، ولتبيان أعضاء التشكيلة العضوية بأكثر تفصيل نتطرق إلى الرئيس والأعضاء الستة كما يلي:

أ-رئيس اللجنة.

زوّد المشرع الجزائري ووفقا للمادة20 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم اللجنة برئيس يعلو قمة الهرم الإداري للجنة، يعمل هذا الرئيس على حسن سير عملها خلال المدة النيابية المسموح بها قانونا التي قُدرت بأربع(4) سنوات([2]) وهي مدة توصف بالقصيرة؛ نظرا لأنها تشكل عائقا أمام استمرارية عمل اللجنة خاصة بالنسبة لرئيس اللجنة المتجدد الذي عادة ما يفضل استخدام طاقم جديد يرافقه في أداء مهامه والاستغناء عن الطاقم القديم، مما ينجم عنه عدم الاستقرار على مستوى أعمال اللجنة([3]).

بالاطلاع على الموقع الإلكتروني للجنة لاحظنا بأن رئيس اللجنة وبالرغم من انتهاء مدته النيابية بقي يشغل هذا المنصب إذ عُيّن عبد الحكيم براح كرئيس للجنة سنة2013 لعهدة واحدة، لكن وإلى حد سنة 2019 لا يزال رئيسا لها([4])، وقد جاء تعيينه بناء على مرسوم رئاسي صادر عن رئيس الجمهورية، ففي هذا الصدد صدر المرسوم الرئاسي المؤرخ في 15 يناير2013([5]) الذي تضمن ما يلي: "... يُعيّن السيد عبد الحكيم براح، رئيسا للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لمدة أربع(4) سنوات".

يفهم من هذه المعطيات أنه تم تجديد عهدة الرئيس في ظل وجود ثغرة قانونية لم تنظم مسألة إمكانية التجديد من عدمها، وهو ما يمنح الجهة التي عينته حق تمديد العهدة من عدمها، هذا على عكس ما ذهب إليه المشرع الفرنسي فيما يخص مدة التعيين المغلقة " إذ يتم تعيين رئيس لجنة عمليات البورصة الفرنسية(COB) بموجب مرسوم صادر عن مجلس الوزراء لمدة ستة(6) سنوات غير قابلة للتجديد"([6]).

ويلتزم رئيس اللجنة خلال هذه المدة المقررة له قانونا بالتفرغ كليا لرئاسة اللجنة وعدم ممارسة أية مهام أخرى، والسبب في ذلك راجع إلى تنافي وظيفة رئيس للجنة مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية أو

1- عن الموقع الإلكتروني للجنة: www.cosob.org تاريخ الزيارة2019/5/15.

2- نصت المادة21 من المرسوم التشريعي93-10 على ما يلي: "يعين الرئيس لمدة نيابة تدوم أربع(4) سنوات. تحدد شروط تعيين رئيس اللجنة وإنهاء مهامه ووضعه القانوني عن طريق التنظيم".

3- حفيظة زوار، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون العام، كلية الحقوق بن عكنون، جامعة الجزائر،2004/2003، ص42.

4- الموقع الالكتروني للجنة: www.cosob.org تاريخ الزيارة 2019/05/15.

5- المرسوم الرئاسي المؤرخ في15 يناير2013 المتضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية العدد06 الصادر بتاريخ 10 فبراير 2015.

6- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص187.

ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري([1])، كما لا يحق للرئيس والأعضاء الستة إجراء معاملات تجارية لصالحه حول أسهم مقبولة في البورصة([2]).

ب-الأعضاء الستة.

نتيجة عجز رئيس اللجنة عن القيام بمهام اللجنة وأعمالها لوحده وعدم تمكنه القيام بجميع أعمال وأنشطة اللجنة لوحده بموجب قرار انفرادي، تظهر هنا أهمية تواجد أعضاء إلى جانب الرئيس تمارس وظيفة التداول والانتخاب بكل حرية من أجل اتخاذ جميع القرارات التي تختص اللجنة بإصدارها([3]).

لأجل هذا استدعى الأمر توفير أعضاء تشكل هي الأخرى التشكيلة العضوية للجنة وتعمل على مساعدة رئيس اللجنة، تم الإشارة قانونا إلى هؤلاء الأعضاء وعددهم (06) في نص المادة20 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

أما بالنسبة لصفة هؤلاء الأعضاء الستة والجهة المخول لها تعيينهم فقد عالجها المشرع الجزائري بنص المادة22من المرسوم التشريعي93-10([4])، حيث تتكون التشكيلة العضوية التي تُعين لمدة أربع(4) سنوات من الأعضاء الآتية:

-قاض يقترحه وزير العدل الممثل في شخص **محمد مجبر**، إن إقحام العنصر القضائي في التشكيلة لا يعني تكييف اللجنة بأنها جهة قضائية، بل تم الاستعانة بالقاضي بسبب إلمامه بالقوانين نظرا للدور الذي سيلعبه على مستوى اللجنة في فض النزاعات والخلافات الناشئة بين المستثمرين والمتدخلين([5]).

-عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية الممثل في شخص **حسن بودالي**، هذا العضو لم يكن متواجدا قبل سنة2003، إذ استحدث بالقانون03-04 فتعيينه يرجع إلى بسط الرقابة الوصائية على اللجنة خاصة في ظل غياب ممثل عن الحكومة بتشكيلة اللجنة، بشرط أن يتمتع بقدرات في المجالين المالي والبورصي.

-أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي يمثله **عثمان لخلف**، يجب أيضا أن يتمتع هذا الأستاذ الجامعي بقدرات في المجالين المالي والبورصي. كأن يكون مثلا مختص بالاقتصاد أو القانون ولها دراية بمقياس البورصة والاستثمار المالي.

1- المادة24 من المرسوم 93-10 المعدل والمتمم بالقانون03-04.

2- المادة25 من المرسوم 93-10.

3-L'article30du règlement intérieur dela (COSOB), non publier , fait à Alger le 28 février 1999.

4- تم تعديل هذه المادة بموجب نص المادة13 من القانون03-04 الذي يعدل ويتمم المرسوم التشريعي93-10.

5- فاتح أيت مولود ، مرجع سابق، ص162.

-عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر الممثل في شخص **سعيد ديب**، هذا العضو يتضح بأنه مختص بالمجال المالي والبورصي على اعتبار أن الوسطاء هم بنوك، وتسوية عمليات البورصة تتم بواسطتهم وعن طريق بنك الجزائر.

-عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة يمثله **حكيم تمزي**، تعيين هذا العضو فرض تواجده في تشكيلة اللجنة لتحقيق التوازن وجعل اتخاذ قرارات السوق التي تهم الشركات المصدرة لا تتم بعيدا عنهم، وكذا لجعل هؤلاء من يمثلون أهم المستثمرين لهم صوت مسموع ويؤخذ بآرائهم بما أنهم المعنيين بالدرجة الأولى.

-عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين يمثله **محمد سمير حاج علي**([1]). فُرض تواجد مثل هذا العضو باللجنة نتيجة الحاجة الملحة إلى اختصاصيين بالحسابات يراقبون ويراجعون ما يقدم إليهم من كشوف حسابات من صادرة عن الشركات المصدرة للقيم المنقولة، فلا يعقل تقديم كشوف الحسابات إلى غير المختصين، تم إيجاد هذا العضو بالتشكيلة سنة2003 بموجب القانون03-04 "وهو أمر يحتسب للقانون الجديد نظرا لما للمحاسبة من دور هام في تنفيذ وتسوية عمليات البورصة"([2]).

والواضح من خلال هذه التشكيلة بأنه المشرع الجزائري يهدف للبحث عن التعددية في التركيبة لضمان آراء وأفكار مختلفة من خلال إشراك حد أقصى من جهات مختلفة وفاعلة في القطاع، من أجل تحقيق مشروعية ديمقراطية تستمدها من القدرة الخبراتية لأعضائها([3]).

اعتمد المشرع في تحديد أعضاء اللجنة مراعاة إنشاء تركيبة ملائمة تعكس متطلبات وخصوصيات السوق المالية، والهدف المتوخى من ذلك هو إنشاء هيئة تضم أعضاء وأعوان قادرين على تنظيم ومراقبة العمليات المتعلقة بالمجال المالي والبورصي([4])، الشّيء الذي لن يتحقّق إلاّ إذا كانوا مختصين وعلى دراية بأصول السوق المالية([5]) مما يحقق الفعالية للسوق والدفع بعجلة الاقتصاد ومناخ الاستثمار.

1- هذه تشكيلة الأعضاء الستة اسميا التي تضمها اللجنة حاليا، بحسب الموقع الإلكتروني للجنة: www.cosob.org

2- حمليل نوارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص27.

3- وليد بوجملين، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر،2007/2006، ص69.

4- فاتح آيت مولود، مرجع سابق، ص161.

5- جاءت المادة1/22 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم تنص على ما يلي: "يعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي، لمدة أربع سنوات..." فالواضح أن المشرع الجزائري يهدف من التشكيلة العضوية

يتم تعيين أعضاء اللجنة الستة بموجب قرار الوزير المكلف بالمالية كما وتنهى مهامهم بالطريقة نفسها([1]) هذا وتمارس الأعمال الموكلة إليهم لمدة نيابية محددة بأربع(4) سنوات وهي مدة قابلة لتجديدها نصفيا أي تجدد كل سنتين([2])، وذلك بإنهاء مهام نصف الأعضاء بعد سنتين من تعيينهم لممارسة أعمالهم ليتم تعويضهم بأعضاء آخرين في حين يواصل نصف عدد الأعضاء المتبقي المدة النيابية كاملة لغاية السنة الرابعة.

غير أنّ الملاحظ على تجديد نصف الأعضاء خلال المدة القانونية المقررة لذلك أنها عرفت عدم التطبيق خلال مدة الانتداب الأول لهؤلاء الأعضاء في اللجنة([3]) فيبدو هدف المشرع واضحا في تقرير هذا المنع المؤقت من تجديد الأعضاء، فقد جاء به في سبيل المحافظة على استقرار اللجنة عضويا نظرا لأهمية مرحلة الانطلاق الأولى للبورصة، إلى حين تجهيزها وإرساء الأرضية الأولى لعملها باعتبارها هيئة جديدة شبه مجهولة من قبل غالبية أفراد المجتمع([4]). وفي نظرنا بعد مرور مدة 25 سنة من ظهور البورصة كسوق استثماري في الجزائر، كان على المشرع الجزائري عدم الاحتفاظ بالمادة62 التي جاءت كنص ظرفي آني. فهذا الأسلوب من التجديد يحافظ على استقرار التشكيلة العضوية للجنة بسبب بقاء نصف الأعضاء كمساعدين للطاقم الجديد فمواصلة العمل بالأعضاء ذاتها يسمح بنقل الخبرات والكفاءة بينهم.

2-التشكيلة الإدارية للجنة.

بعد بيان التشكيلة العضوية التي تتكون منها اللجنة، نوضح في هذه النقطة التشكيلة الإدارية التي تتواجد جنبا لجنب مع التشكيلة العضوية كتنظيم هيكلي للجنة. أقر المشرع الجزائري في نص المادة المادة29 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم بحتمية تواجد أجهزة لتسيير اللجنة، تمثلت هذه الأخيرة في أمانة مزودة بمصالح إدارية وتقنية([5]).

=مهما اختلفت صفتهم ضرورة امتلاكهم لخبرة وقدرة بالمجالين المالي والبورصي أي الاختصاص بمعرفة خبايا سوق القيم المنقولة.

1- المادة 06 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في 13 جوان1994 المتضمن العمل على تطبيق المواد 21،22،29من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية العدد 41 الصادر بتاريخ26 جوان1994.

2- المادة 23 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

3- نصت المادة62 من المرسوم التشريعي93-10 على ما يلي: "خلافا لأحكام المادة23، لا يجدد نصف تشكيلة اللجنة طوال مدة الانتداب الأول لممارسة اللجنة".

4- عائشة بوخلخال، مرجع سابق، ص54.

5- تنص المادة29 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم على ما يلي:" تكون للجنة، قصد تسييرها، أمانة مزودة بمصالح إدارية وتقنية.

ويحدد تنظيم هذه المصالح وسيرها ووضعية مستخدميها القانونية في لائحة تصدرها اللجنة".

جاء المشرع الجزائري بهذه الأجهزة بهدف تمكين اللجنة من القيام بمهامها على أحسن وجه، هذا من جهة ومن جهة أخرى قصد ضمان حسن سير القيم المنقولة وشفافيتها([1]). أشار المشرع الجزائري إلى سير وتنظيم هذه المصالح والوضعية القانونية لمستخدميها في نص لائحة اللجنة رقم 2000-03[2] التي أحالت إليها الفقرة 02 المادة29 من المرسوم التشريعي93-10.

تتضمن هذه المصالح الإدارية والتقنية حسب المادة02 من النظام2000-03 ما يلي:

-الأمين العام الذي تلحق به خلية الاتصال والعلاقات العمومية.

-مستشارين لدى رئيس اللجنة.

بالإضافة إلى الهياكل الأتية: مديرية تطوير ومراقبة السوق، مديرية الإعلام والعمليات المالية، مديرية الشؤون القانونية والإدارية. حيث يتم تنشيط وتنسيق هذه المصالح من طرف الأمين العام تحت سلطة رئيس اللجنة، وتسند إدارة هياكل اللجنة إلى مديرين يساعدهم في تأدية مهامهم حسب الحالة نواب مديرين أو مكلفون بمهمة ورؤساء دراسات([3]).

وعليه، وبناء على ما تقدم يتضح الغرض الذي جعل المشرع الجزائري يتبنى فكرة تنصيب لجنة تنظيم عمليات البورصة في إطار إرساء قواعد اقتصاد الحر لمواكبة التطورات العالمية. الأمر الذي جسده بإدخال إصلاحات اقتصادية تمس جل القطاعات الاقتصادية التي تلعب دورا فعالا في تنمية الاستثمار والاقتصاد، حيث سارع إلى تنظيم قواعد يقوم عليها السوق بما فيها تلك ما تعلق بظهور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ومهامها. الأمر الذي يؤكد من جديد أنّ فكرة تنصيب هذه الأخيرة على رأس هرم سوق القيم المنقولة جاء كمطلب وطني يهدف إلى توفير مناخ استثماري مناسب، يؤدي إلى ترقية سوق البورصة والنهوض به وتفعيله.

ثانيا: الصلاحيات الموكلة للجنة تفعيلا لدور البورصة.

نهدف من خلال مقتضيات التقسيم المعتمد في هذا المبحث للوصول إلى إجابة عن مدى فعالية تنصيب المشرع الجزائري للجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها، وذلك من خلال سعي المشرع في توفيره مناخ استثماري مناسب يحقق تفعيل لدور سوق البورصة من أجل النهوض بالاقتصاد الوطني.

1- سامية حساين، كريمة شليحي، مرجع سابق، ص55.

2- النظام2000-03 المؤرخ في 2000/9/28 المتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية العدد08، الصادر بتاريخ31 جانفي2001.

3- المادة 05 من النظام2000-03.

غير أنّ مسألة تفعيل هذا السوق يمس بالدرجة الأولى عمل اللجنة كأداة أساسية ضابطة له، ما يدفعنا للتركيز على مسألة كيفية تأثير العمل الموكل إلى اللجنة في سبيل تحسين هذا النظام الاقتصادي الذي لا يتضح إلا من خلال الصلاحيات التي تؤديها هذه اللجنة سواء على المستوى الوطني الداخلي أو على المستوى الخارجي. وهو الأمر الذي دفعنا إلى تبني تقسيم هذه الفكرة إلى النقطتين الآتيتين:

1-الصلاحيات الداخلية للجنة الدافعة بعجلة الاقتصاد الوطني.

يقصد بالبورصة الفعالة بورصة تؤدي دور في تحريك عجلة الاقتصاد، تكون شفافة بشأن المعلومات التّي تحيط بها، وهي تمارس أعمالها وفق آلية مدروسة ومنظمة، يجب إتباعها من طرف كل المتعاملين فيه لتحقيق العمليات المطلوب تنفيذها في جو يسوده النظام والشفافية التّامة. فكلما استطاعت البورصة تأدية دورها الاقتصادي والقانوني على أكمل وجه ألقى هذا الأمر بتأثيره على حسن سير عمل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

في سبيل ضبط المجال الاقتصادي خوّل المشرع الجزائري اللجنة جملة من المهام والصلاحيات التي أدرجها ضمن الفصل الثاني من الباب الثالث المتعلق باللجنة تحت عنوان " المهام والصلاحيات " وفي اعتقادنا أنّ لفظ " المهام " لا يليق بسلطة أو هيئة متكونة من خبراء بل بهيئة لها حجم السلطة([1]) وعليه من الأفضل الاحتفاظ بمصطلح الصلاحيات حتّى يمكنها أن تؤدي الوظائف المنوط بها.

نصّب المشرع الجزائري اللجنة على هرم سوق القيم المنقولة حرصا منه على تزويد البورصة بكافة الآليات والوسائل القانونية لممارسة مهامها بعيدا عن ضغوطات المتعاملين الاقتصاديين، وأوكل لها مهمة السهر على حماية السوق وحماية المستثمرين والمدّخرين فيها لضمان سيرها بشكل جيد([2])، لذا أوكل لها المهام الآتي بيانها:

1- الصلاحية حق يمنح لصاحب المركز أو السلطة نتيجة تسلمه هذا المركز أو السلطة وفق القوانين، أما المهمة هي تكليف لشخص أو لعدة أشخاص من أجل القيام بعمل معين خلال مدة معينة. لذا تمارس اللجنة صلاحيات قمنا بتبيانها في المتن.

2- عبد الحليم سعيدي، محاولة تقييم إفصاح القوائم المالية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي، دراسة عينة من المؤسسات، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، الطور الثالث في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة،2015/2014 ص 197.

أ-حماية الادخار المستثمر والسير الحسن للسوق.

اعتبرت مؤسسة البورصة بالنظر إلى ما حققته من نتائج هامة في البلدان المتقدمة الإطار الأمثل للاستثمار والنهوض بالسوق المالية على وجه الخصوص والاقتصاد الوطني عموما، إذ أصبحت من بين المقاييس التي يقاس بها تقدم اقتصاد دولة ما، فهي بمثابة هيكل لتعبئة الادخار([1]).

أسندت للجنة مهام بهدف أن تتدخل لضمان فعالية أكبر في حماية وضبط السوق المالي؛ الأمر الذي يتجلى بمهمة حماية الادخار المستثمر في مجال القيم المنقولة، إلى جانب تكفلها بالسهر على حسن سير سوق القيم المنقولة.

1-أ-حماية الادخار المستثمر.

إنّ الاستثمار في القيم المنقولة يعتبر أحد الأشكال التي تجسّد عملية توظيف الأموال المدخرة، وعلى ذلك فإنّ الاكتتاب أو شراء القيم المنقولة يشكّل استثمارا يقوم به المدخر الذي يوظف أمواله تجاه السوق التي يعد متدخلا ومتعاملا فيها بهدف تحقيق أرباح. أمّا عملية الادخار فيقصد بها تأجيل عملية الاستهلاك إلى المستقبل، بأن يضع الفرد جزءا من مداخيله جانبا لمواجهة الاحتياطات التي تطرأ في المستقبل([2]).

وفي سبيل المراقبة والتنظيم زوّد المشرع مؤسسة البورصة بجهاز اللجنة لضمان عملية الادخار في البورصة، وحماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى. أين تتضح مهمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على وجه الخصوص في السهر على حماية المستثمرين بتسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ علنيا إلى الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية.

تقوم "اللجنة" زيادة على هذه المراقبة القبلية على الإعلام بممارسة مراقبة بعدية على الشركات المقبولة في جدول التسعيرة وتنصب على المنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات وعلى الكشوف المالية والتقارير السنوية خصوصا.

في المقابل لا تتضمن تأشيرة اللجنة تقديرا لجدوى أو نوعية العملية التي يقرّرها المصدر، بل تعني أنّ المعلومات التّي تتضمنها المذكرات الإعلامية ملائمة ومتّسقة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية([3]).

1-Adjimi Adnane, l'épargne en Tunisie, thèse de doctorat, université. Panthéon, Assas-parisII ,1992.p54et196.

2- فاتح آيت مولود، مرجع سابق، ص 7.

3- التقرير السنوي للجنة لسنة2005، نسخة ورقية، ص 10.

2-أ-السير الحسن لسوق القيم المنقولة.

تتمثّل المهمة الرئيسية للجنة عند مراقبة السوق، في ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها وشفافيتها من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات، وحافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

وتسمح هذه المراقبة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف، وتعمل على أن يكون سير السوق حسب القواعد التّي تضمن الشفافية وحماية المستثمر. بالإضافة إلى أنّها تقوم بإدارة السندات وتسييرها وفق الأحكام القانونية والتنظيمية التي حددتها سلطة ضبط السوق. كل هذا يكون من أجل تحقيق هدف واحد وهو ضمان نزاهة السوق المالية من خلال المراقبة أيضا حيث أنها ترمي إلى ترصد أي جنحة في البورصة، أو جنحة استعمال المعلومات السرية، أو التلاعب بالأسعار، أو المعلومات الخاطئة أو المظللة([1]).

ب-استراتيجية تمويل الشركات الناشئة.

لا يتوقف عمل اللجنة في مجال تحسين مناخ الاستثمار والدفع بالاقتصاد الوطني على حماية الادخار المستثمر والسهر على حسن سير سوق الأوراق المالية، بل يتعداه إلى السهر على الرقي وتطوير الشركات الناشئة بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لما لهذه الأخيرة من دور فعال في ترقية الاستثمار الوطني.

وفرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ومنذ سنة2012 عن طريق النظام 12-01([2]) طريقة تمويل جديدة لهاته المؤسسات الفتية بعيدة عن تعقيدات التمويل البنكي وضماناته التعجيزية، تمثلت هذه الطريقة في إمكانية ادراج هذه في المؤسسات في سوق سندات الرأسمال على مستوى البورصة إلى جانب شركات المساهمة الضخمة، فهي الاستراتيجية الحديثة نسبيا بالنسبة للجزائر التي اعتمدتها اللجنة في هذا الإطار.

1- التقرير السنوي للجنة لسنة2005، مرجع سابق، ص 10.

2- قرار وزارة المالية المؤرخ في 24جانفي 2012المتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم12-01 المؤرخ في 12 جانفي2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم97-03 المؤرخ في 18نوفمبر1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

2-الصلاحيات الخارجية للجنة المعدلة وفقا لقانون المالية2018.

تظهر الصلاحيات التي تتمتع بها اللجنة على المستوى الخارجي في سعيها إلى إنشاء التعاون الخارجي مع هيئات أجنبية قصد نقل الخبرات وتطوير عملها في مجال ضبط قطاع السوق المالي مثل: إبرام اتفاقيات شراكة وعقود، وتنظيم مؤتمرات.

ولأجل تحقيق هذا منح المشرع الجزائري للجنة حق التمتع بالشخصية المعنوية التي يترتب عنها: أهلية التصرف والتعاقد. حيث تظهر أهلية التصرف في صدور عدّة تصرفات عن اللجنة بمناسبة ممارستها لمهامها وصلاحياتها المخوّلة لها قانونا. أمّا أهلية التعاقد فتتضح من خلال إمكانية اللجنة في إبرام العقود كالتي تبرمها اللجنة في شكل اتفاقيات تعاون مع هيئات دولية، يذكر في هذا الإطار انضمام اللجنة إلى المنظمة العالمية للجان القيم(OICV)التي أنشئت بمدريد سنة1983، وهي تشكل إطارا مفضلا لتبادل المهارة والتفكير في التكييف الضروري لوظائف سلطات ضبط الأسواق في مختلف البلدان، كما أبرمت اللجنة اتفاقيات تعاون مع لجان مماثلة لها في مختلف البلدان (فرنسا، بلجيكا، كندا...)([1]).

تجسدت هذه الصلاحيات الخارجية في قانون المالية لسنة2018 وبالضبط في المادة95 المعدلة والمتممة للمرسوم التشريعي93-10بموجب المادتين63مكرر1و63مكرر2([2]) التي نصت على أنه:" يجوز للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن تتعاون مع نظيراتها الأجنبية أو مع هيئات تمارس مهام مماثلة لمهامها وفقا للقوانين والنظم السارية المفعول. ولهذه الغاية يجوز للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ابرام اتفاقيات تعاون يتضمن محتواها بصفة خاصة تبادل المعلومات والتعاون في مجال التحقيقات في إطار ممارسة مهامها...".

إنّ المشرع من خلال تكريسه لهذه الصلاحيات مقررا تعديل المرسوم التشريعي93-10 المتعلق بالبورصة بموجب قانون المالية خاصة في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة التي تعايشها الجزائر، يتضح منه أنه أراد بعث روح التعاون من أجل تطوير وترقية عمل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الجزائرية عند احتكاكها بلجان دول أجنبية أخرى أملا من المشرع في دفع عجلة الاقتصاد بالاعتماد على البورصة كمصدر تمويل غير تقليدي للمشاريع الاستثمارية. إذ أنه قرر التعاون بين اللجان في مجال التحقيقات التي

1- وثيقة صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعنوان الاستعلام عن تنظيم اللجنة: مهامها وصلاحياتها، 2004.

2- القانون17-11 المؤرخ في 27ديسمبر2017 المتضمن قانون المالية لسنة،2018 الجريدة الرسمية العدد76 الصادر بتاريخ2017/12/28.

تنجزها عن الشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل قبول أو رفض إدراجها في البورصة خاصة في ظل تواجد شركات أجنبية مستثمرة في الأراضي الجزائرية.

الفرع الثاني: تناسب الطبيعة القانونية للجنة مع وظيفة ضبط مجال الاستثمار البورصي.

أوكل المشرع الجزائري للجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها العديد من المهام وهو الشيء ذاته الذي قرره مع سلطات الضبط الاقتصادي الأخرى، فقد عبرت هذه المهام المتنوعة عن الطبيعة القانونية الممنوحة لهذه اللجنة من أجل الدفع بالاستثمار في قطاع البورصة. لذا كان لزاما التطرق إلى الطبيعة القانونية للجنة المتناسبة مع دورها.

يقصد بدراسة الطبيعة القانونية لهيئة معيّنة إعطاء تكييف لها بالنظر إلى الأشخاص القانونية الموجودة في النظام القانوني لدولة ما، من أجل إدراجها ضمن فئة معينة أو قالب قانوني معين، بشرط أن تتوفر هذه الهيئة على نفس خصائص الفئة المدرجة ضمنها([1]). فإذا أردنا معرفة الفئة القانونية التي تندرج ضمنها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وجب علينا تحليل الأنظمة المنشئة للبورصة وخاصة موادها المتعلقة بهيكل اللجنة.

لقد فصل المشرع الجزائري في مسألة التكييف القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، عند توضيحه لطبيعتها القانونية بموجب نص المادة12من القانون03-04مما لا يدع مجالا للشك أو التفسير اذ تضمنت ما يلي: «**تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي...**».

يتضح من خلال هذه المادة أنها تصف اللجنة ب**سلطة ضبط مستقلة**، وعليه يمكننا إبراز الخصائص اللصيقة بهذه التسمية التي أعطاها إياها المشرع أي سلطة ضابطة مستقلة، اذ أن مجموع هذه الخصائص هي من تكوّن الطبيعة القانونية للجنة. الأمر الذي يجعلنا نفصل في كل واحدة منها على حدى فيما يلي:

-أولا: السلطة: "**L'autorité**"

وصف المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بوصف "السلطة" إذ يعتبر هذا الطابع ملازم لظهور السلطات الإدارية المستقلة، غير أن المشرع بتقريره إنشاء سلطات ضبط اقتصادي لم يكن ينوي استحداث سلطات إلى جانب السلطات التقليدية السياسية (التنفيذية، التشريعية، القضائية) بل فرضت عليه مقتضيات تبني نظام الاقتصاد الحر إنشائها. "هذا على غرار ما ذهب إليه الفقه الفرنسي

1- سامية حساين، كريمة شليحي، مرجع سابق، ص60.

المتفق على أن المشرع الفرنسي يهدف من وراء إعطاء الطابع السلطوي لهيئات الضبط الاقتصادي رغبته في بيان الطبيعة القانونية الخاصة التي تميزها وتبعدها عن نطاق السلطات التقليدية"([1]).

يقصد بالسلطة كمفهوم إعطاء هيئات الضبط الاقتصادي بما فيهم "اللجنة" القدرة على اتخاذ قرارات تُمكّنها من مباشرة الاختصاصات التي استحدثت لأجلها بكل فعالية ومصداقية، وتبقى أعمالها بمثابة أعمال الإدارة([2]). كما يعرّفها البعض بأنها: الحق في التوجه نحو من تمتلك نحوهم هذه السلطة وتأمرهم بالاستماع إليك وطاعتك بتنفيذ أوامرك وتجنب نواهيك، أو هي لغة للسيطرة والتحكم؛ فالتسلط هو الحق في أن توجه الآخرين وتأمرهم بالاستماع اليك وطاعتك([3]).

وعلى اعتبار اللجنة أحد سلطات الضبط الاقتصادي فهي ليست مجرد هيئة استشارية تنصّب مهمتها على تقديم آراء، وإنّما تتمتع بسلطة إصدار قرارات يعود اختصاصها الأصلي للسلطة التنفيذية([4])، مما يعني تحويل أو نزع بعض الاختصاصات لهذه الأخيرة لفائدة اللجنة في مجال ضبط سوق البورصة([5]).

إنّ الحديث في هذا المقام عن السلطة وبالنظر للجنة لا يكتمل إلاّ إذا تم اقترانها بلفظ الضبط على أساس أنها تدعى تارة بهيئة الضبط «Institution de régulation» وتارة أخرى بسلطة الضبط autorités de régulation في كلتا الحالتين لا تعطى الأهمية للفظ " السلطة" وإنما للضبط، فالمصطلح الأول ما هو إلا تعبير عن الشخص الذي سيؤدي هذه المهمة، حيث تختلف السلطات الإدارية المستقلة عن السلطات الإدارية التقليدية، بأنها لا تخضع لأية رقابة إدارية أو وصائية. ولا تخضع لمبدأ التدرج الهرمي الذي تتميز به الإدارة والهياكل المكونة لها([6]).

1- نوال ايراين، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كآلية لتفعيل السوق المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المركز الجامعي مرسلي عبد الله تيبازة-الجزائر، العدد 05، ديسمبر 2014 ص114.

2- زاينة آيت وازو، دراسة نقدية في سلطات الضبط المستقلة: في شرعية سلطة الضبط، ملتقى وطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي أيام24/23ماي2007، جامعة عبد الرحمان ميرة بجاية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، ص348.

3- لزهر نوبال، المركز القانوني للجنة ضبط الكهرباء والغاز في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الإداري، كلية الحقوق، جامعة منتوري، قسنطينة،2012/2011، ص16.

4-Zouaimia Rachid, les autorité administratives indépendantes et la régulation économique, revue idara, sommaire du numéro 26, juillet 2016,école supérieur d'adminstration, alger,p05.

5- سعيدة راشدي، مفهوم السلطات الإدارية المستقلة، ملتقى وطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي أيام24/23ماي2007، جامعة عبد الرحمان ميرة بجاية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، ص 407.

6- سامية حساين، كريمة شليحي، مرجع سابق، ص25

ثانيا: الضبط: " **la Régulation** "

يعد تبني الجزائر لفكرة الضبط الاقتصادي من بين المفاهيم الجديدة التي واكبت سياسة الإصلاحات الاقتصادية التي تمخضت عن توصيات ارتباط الجزائر بالمؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك العالمي للإنشاء والتعمير([1])، أما عن ظهور الضبط كمفهوم فلم يتفق الفقهاء حول تعريف موحد لمصطلح الضبط، غير أنهم اتفقوا على أنه يتولد الضبط عند تبني الدولة للنظام الرأسمالي والخروج من نظام الاقتصاد الموجه إلى نظام الاقتصاد الحر، اذ يبرز الضبط حينئذ في دور الدولة التي تنتقل من مهامها كمتدخلة إلى دولة ضابطة للمجال الاقتصادي بكل قطاعاته.

وبموجب الضبط لا تكتفي الدولة بالتسيير وإنما تراقب نشاط معين في المجال الاقتصاد قصد تحقيق التوازن من خلال سلطات الضبط المستقلة كإدارة حديثة تفرضها حتمية اقتصادية على الدول بسبب تبنيها لتنمية أسواقها وتفتحها على الأسواق العالمية([2]).

يرجع استعمال مصطلح الضبط من الناحية القانونية إلى قانون المنافسة08-12 المؤرخ في25جوان2008 المعدل والمتمم للقانون03-03 المتعلق بالمنافسة([3]) حيث عرفه المشرع الجزائري في المادة 03 بأنه: " كل إجراء أيا كانت طبيعته، صادر عن أي هيئة عمومية يهدف بالخصوص إلى تدعيم وضمان قوى السوق وحرية المنافسة ورفع القيود التي بإمكانها عرقلة الدخول إليها وسيرها المرن وكذا السماح بالتوزيع الاقتصادي الأمثل لموارد السوق بين مختلف أعوانها".

أما من الناحية الفقهية، فيعرّف الأستاذ جوبارتJOBART الضبط بأنه الشكل الجديد للقانون الذي يسعى بوسائل مرنة إلى حثّ توجيه وملائمة السلوك الاجتماعي في مجال يجب فيه التوفيق بين مصالح متعارضة لضمان نوع من الاستقرار، فهو طريقة جديدة لتدخل الدولة التي انتقلت من ميكانيزمات الرقابة إلى أشكال جديدة من التدخل، والتي تسمى بالضبط. فبعد أن كانت دولة حارسة أصبحت دولة ضابطة مما يعني انسحاب الدولة من الحقل الاقتصادي([4]). أما عملية الضبط فهي مجموع القوانين والتنظيمات المفروضة من قبل الدولة على النشاط الاقتصادي([5]).

1- ريم خيدر، سلطة ضبط سوق القيم المنقولة في القانون الجزائري، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الحادي عشر، 08فيفري 2018، ص206.

2- سامية حساين، كريمة شليحي، المرجع نفسه، ص26.

3- ريم خيدر، المرجع نفسه،207.

4- Zouaimia Rachid, les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie. Edition Houma, Alger, 2005,p5.

5- عماد عجابي، التجربة الجزائرية لاستحداث سلطات الضبط الاقتصادي في إطار الدور الجديد للدولة، مجلة القانون والمجتمع، جامعة أدرار، العدد الرابع، ديسمبر2014، ص115.

وإذا أردنا تطبيق هذه المفاهيم على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نجد بأنها هيئة عمومية مكلفة بضبط مجال سوق القيم المنقولة، حيث زوّدها المشرع الجزائري بكافة الآليات والوسائل القانونية لممارسة صلاحيات ومهام تقوم بها بعيدا عن ضغوطات المستثمرين بسوق القيم، ويتجلى الضبط في مجال البورصة في إطار تنازل الدولة الممثلة في وزير المالية عن تسيير سوق البورصة للجنة التي تصدر كل القرارات التي تراها متناسبة مع ضمان حرية المنافسة وتقرير الحماية المناسبة للمستثمرين في هذا السوق.

ثالثا: الاستقلالية.L'**indépendance**

توصل الأستاذ "رشيد زوايمية" إلى أنّ المقصود بالاستقلالية هو عدم الخضوع لأيّة رقابة سُلمية كانت أو وصائية، سواء كانت السلطة المعنية تتمتع بالشخصية المعنوية أم لا، على أساس أن هذه الأخيرة لا تعد معيارا فعالا لقياس درجة الاستقلالية([1]).

يقصد بوصف المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بهذه الصفة عدم خضوعها لأيّة رقابة وصائية كانت أو إدارية مع عدم تلقيها أيّة تعليمة أو وصاية من أيّة جهة وهذا راجع إلى عدم تكييفها صراحة من قبل المشرع([2]).

إنّ الاستقلالية كصفة للجنة ترتبط بالهدف التي أُنشأت لأجله حيث لا يمكن لها أن تؤدي وظيفتها ولا يمكن أن تكون فعالة لو لم تتمتع بذلك([3])، إذ تتجلى مظاهر استقلالية اللجنة فيما يلي:

1-**الاستقلالية العضوية.**

تظهر مؤشرات الاستقلالية العضوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في طريقة إنشاء هذه السلطة المنشئة بموجب مرسوم تشريعي، كما تظهر في القواعد المتعلقة والمطبقة على العهدة التي يتمتع بها أعضاء اللجنة، حيث يعبّر تعداد التشكيلة العضوية للجنة باختلاف صفاتهم ومراكزهم القانونية والجهات المقترحة لهم عن أهم مظاهر الاستقلالية العضوية للجنة([4]).

تجسدت مظاهر الاستقلالية العضوية بالنسبة للجنة في أنها تعرف تنوعا على مستوى مراكز الأعضاء التي تتكون منها، حيث تضم فئة القضاة وشخصيات مؤهلة بالمجال المالي والبورصي وخبراء

1- سمير حدري، السلطات الإدارية المستقلة الفاصلة في المواد الاقتصادية والمالية، مذكرة لنيل درجة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، جامعة محمد بوقرة، كلية الحقوق والعلوم التجارية،2006، بومرداس، ص 42.

2- نصيرة تواتي، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة ماجستير، مرجع سابق، ص 7.

3- أحسن غربي، نسبية الاستقلالية الوظيفية للسلطات الإدارية المستقلة، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، العدد 11 2015،جامعة 20أوت1955 سكيكدة، الجزائر، ص ص233-266.

4- سامية حساين، كريمة شليحي، مرجع سابق، ص66.

ماليين وأساتذة جامعيين. اذ يشترك كل من وزير العدل ووزير المالية ووزير التعليم العالي ومحافظ بنك الجزائر في اقتراح هؤلاء الأعضاء، ما يعني أن الجهات المقترحة لأعضاء اللجنة يشكل هو الآخر مؤشرا من مؤشرات الاستقلالية العضوية([1]).

2-الاستقلالية الوظيفية.

لا تتمتع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالاستقلالية العضوية فقط بل تتمتع كذلك بالاستقلالية الوظيفية في ممارسة مهامها، اذ تتبين هذه الاستقلالية من خلال النقاط التالية:

أ- غياب سلطة سلمية عليا على اللجنة.

يتمثل الدور الأساسي للسلطة العليا لسوق القيم في الرقابة، لكن المسجل على اللجنة أنها تفلت من الرقابة بسبب غياب سلطة سلمية تعلوها، فبدراسة جميع الأنظمة الخاصة بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لا نجد أي إشارة إلى تلقي أعضائها تعليمات من أية جهة أو سلطة سواء كانت تشريعية أو تنفيذية([2]).

ب-استقلالية اللجنة في وضع نظامها الداخلي.

سمح المشرع الجزائري للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على غرار السلطات الإدارية المستقلة الأخرى المتواجدة في الجزائر بوضع نظامها الداخلي بنفسها وباستقلالية تامة دون تدخل أية جهة أخرى بشرط أن تصادق عليه بأول اجتماع لها([3]).

يتضمن هذا النظام تحديد كيفية سير اللجنة وطرق عملها وتحديد التنظيم الإداري والهياكل التي تتشكل منها، اذ يرجع تاريخ المصادقة على نظامها الداخلي إلى أول اجتماع لها في 20 أفريل1996، وهو نظام تحتكره اللجنة لوحدها فلا تنشره في الجريدة الرسمية ولا تمّكن الجمهور من الاطلاع عليه([4]).

3-الاستقلالية القضائية.

نتيجة تزويد اللجنة بالوظيفة التأديبية والتحكيمية يتشابه عمل اللجنة بالعمل القضائي، فيختلط مصدر العلاقة التي تربط بينهما خاصة إذا تعلق الأمر بمدى خضوع أعمال اللجنة للسلطة القضائية واستقلاليتها.

1- المادة22 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

2- نوال إيراين، مرجع سابق، ص117.

3- المادة26 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

4- حفيظة زوار، مرجع سابق، ص31.

تظهر العلاقة بين اللجنة والسلطة القضائية في تكامل العمل بينهما وفي مشاركة اللجنة بالعمل القضائي عند فض نزاعات المستثمرين في مقابل مشاركة القضاء في الوظيفة الضبطية، " فيترجم هذا التعاون بينهما حين اللجوء إلى القضاء في إطار الضبط الذي يعني تسخير الطرق القضائية في معالجة النزاعات ضد قرارات سلطة ضبط السوق المالي(اللجنة)، ما يدعو إلى إعادة تكييف دور القضاء قصد ممارسة وظائف الضبط عند خروجه من الدور التقليدي إلى الدور الجديد"([1]). لكن وعلى الرغم من اختلاف دور القضاء واللجنة نظرا لمحدودية طبيعته، إلا أنه لا يمكن الفصل بينهما، بسبب تواجد آليات تبادلية تكاملية بينهما اعترف بها القانون([2]).

إنّ المشرع الجزائري قد فصل بصورة صريحة في طبيعة اختصاص كل من القضاء واللجنة، اذ يهدف الأول إلى حماية المتعاملين الاقتصاديين وتعويضهم عن الأضرار التي يمكن أن تلحق بهم في بورصة القيم المنقولة، في حين يبرز دور اللجنة في تنظيم وحماية ورقابة الاستثمار في البورصة للمحافظة على توازن هذا النشاط الاستثماري والاقتصادي ككل([3]).

4-الاستقلالية المالية.

تتضح الاستقلالية المالية للجنة المؤكدة بنص المادة03 التي بّينت طبيعتها القانونية من خلال امتلاك هذه الهيئة لمصادر تمويلية خارج إعانة التسيير التي تقدمها لها الدولة الجزائرية، اذ تتقاضى اللجنة أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤديها([4])، وتندرج هذه الأخيرة ضمن ميزانيتها التي تسهر على تنفيذها وتسييرها بكل استقلالية.

أما عن مسألة تحديد قواعد هذه الأتاوى وحسابها فقد أحالتنا الفقرة الثانية من المادة27 المذكورة أدناه إلى التنظيم، فصدر المرسوم التنفيذي98-170([5]) الذي جاء لتحديد الجهات التي خولها القانون

1- سامية حساين، كريمة شليحي، مرجع سابق، ص29.

2- حفيظة مستاوي، العلاقة بين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والسلطة القضائية، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، مارس2016، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص174.

3- حفيظة مستاوي، مرجع سابق، ص174.

4- المادة 27 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

5- المرسوم التنفيذي98-170 المتعلق بالأتاوى المحصلة من طرف اللجنة المؤرخ في 1998/5/20، الجريدة الرسمية العدد34 الصادر بتاريخ24ماي1998.

الالتزام بدفع الأتاوى للجنة، كما تم تحديد مقدار هذه الأتاوى وكيفيات تحصيلها بموجب قرار صادر عن الوزير المكلف بالمالية([1]). وهو ما يؤكد تبعية اللجنة لوزارة المالية وانعدام استقلالها الوظيفي المطلق.

وفي السياق ذاته، تثير مسألة حصول اللجنة على إعانة تسيير من الدولة الجزائرية الشك في مدى استقلالها ماليا، ففي ظل حصولها على مداخيل خاصة تتجسد في الأتاوى المحصلة عن خدماتها المقدمة للمستثمرين، ما لفائدة من تقرير هذا التدعيم من الخزينة العمومية؟.

هل قصد المشرع الجزائري إبقاء اللجنة تحت تبعية السلطة التنفيذية، أم أن هذا الدعم هو مساهمة لتشجيع هيئة فتية مداخيلها لا يمكن أن تكون كافية لوحدها لسد جميع احتياجاتها وحسن تسييرها نظرا لمحدودية عدد المتعاملين المدرجين في سوق البورصة والخاضعين لهذه اللجنة([2]).

لكن أمام كل هذا وذاك وجب على الدولة الجزائرية إزالة هذا الدعم في الوقت الحالي لتأكيد الاستقلال المالي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في ظل أملنا وترقبنا ارتفاع عدد المستثمرين في سوق البورصة، الأمر الذي يجعل ميزانية اللجنة ليست بحاجة إلى إعانة التسيير.

وكخلاصة لما سبق قوله، تتجلى الطبيعة القانونية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بأنّها إحدى السلطات الإدارية المستقلة التي تعتبر مؤسسات جديدة في جهاز الدولة الجزائرية([3])، حيث تعد سلطة تنظيم سوق القيم المنقولة عن طريق سن الأنظمة، لذا تعتبر الجهاز التشريعي لسوق البورصة"l'organe législatif"، و سلطة السوق« L'autorité de marché» إذ خوّل لها كذلك سلطة الرقابة والمراقبة من أجل احترام التنظيم الساري المفعول وضمان أمن وسلامة السوق والمعاملات، مما يبعث الاطمئنان لدى المستثمر بوجود هذه اللجنة الضابطة له؛ فهي الهيكل الأعلى المكلف بحماية وضبط المجال الاقتصادي بما فيه من قطاع الاستثمار المالي البورصي.

المطلب الثاني: حماية اللجنة لمعاملات المستثمرين بالقيم المنقولة.

أسند المشرع الجزائري مهمة الحماية القانونية للاستثمار في سوق القيم المنقولة إلى اللجنة بقصد حسن سير هذا السوق وضمان شفافيتها إلى اللجنة التي تعد أحد الميكانيزمات المجسدة لقواعد اقتصاد السوق، إذ تعد أعلى سلطة ضابطة وأداة مهمة لترقية الاستثمار في المجال البورصي والمالي ككل.

1- القرار الوزاري المؤرخ في 1998/08/02 المتضمن تطبيق المادة03 من المرسوم التنفيذي98-170، الجريدة الرسمية العدد70 الصادر بتاريخ20 سبتمبر1998.

2- حفيظة زوار، مرجع سابق، ص43.

3- ناصر لباد، القانون الإداري، الجزء الأول التنظيم الإداري، الطبعة الثانية مزيدة ومنقحة، لبادéditeur ، سطيف الجزائر،2005، ص109.

تتجسد الحماية القانونية للجنة المكلفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من خلال الوظائف التي أنيطت بها، اذ تعمل اللجنة كهيئة ساهرة على فرض الاستقرار والتوازن في حقوق المستثمرين وحرية المنافسة داخل سوق القيم المنقولة. تطّلب الأمر من المشرع الجزائري في سبيل تحقيق هذه الأهداف التي يقع على عاتق اللجنة تنفيذها أن يزودها بمجموعة وظائف قانونية تضمنها المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

يتضح من تسمية اللجنة "لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها" بأنها الهيئة الساهرة على تنظيم عمليات البورصة أو صفقاتها وبالموازاة تسهر على رقابتها، وفي هذا الصدد كلّف المشرع الجزائري اللجنة بمجموعة من المهام تأتي على رأسها وظيفة التنظيم والرقابة التي تفرضها على جميع المتعاملين المستثمرين والقيم المنقولة المتداولة في السوق.

إنّ وظيفة الرقابة تعد أهم وظيفة تؤديها اللجنة بما أنها الوسيلة التي تحقق بها احترام القوانين والأحكام التشريعية المعمول بها في سوق القيم، ما جعل اللجنة تفرض رقابتها على مجال واسع يشمل جميع المتعاملين في هذا السوق، حيث تؤدي اللجنة دور المصفاة في السهر على شفافية تعاملات الاستثمار ونزاهتها، فيأخذ شكل حماية اللجنة سوق البورصة **بالوظيفة الرقابية (الفرع الأول).**

لا يتوقف دور اللجنة في حماية سوق البورصة بممارسة وظيفة الرقابة التي تتطلب منها تسخير كل العتاد البشري والهيكلي لتوفير الرقابة اليقظة والعميقة، بل يتعدى الأمر إلى ضرورة سن اللجنة قوانين وأحكام تشريعية وتنظيمية تعمل على حماية رؤوس الأموال والمستثمرين في سوق القيم المنقولة، يطلق على هذه المهمة تسمية **الوظيفة القانونية(الفرع الثاني).**

اخترنا التطرق إلى هاتين الوظيفتين دون **الوظيفة التأديبية والتحكيمية،** لأننا سنتطرق إليها في خضم الدراسة كأحد الضمانات القضائية التي كرس القانون للجنة ممارستها من أجل ردع التصرفات المخالفة للنصوص التشريعية والتنظيمية التي تمس بحقوق المستثمرين وتنتهك الحماية المقررة لهم.

الفرع الأول: حماية اللجنة لسوق البورصة بممارسة الوظيفة الرقابية.

أمام تزايد عمليات التحايل والغش والهروب من الضرائب في أوساط المستثمرين بالبورصة نتيجة الرغبة في تحقيق مكاسب سريعة([1])؛ ونظرا لخطورة عمليات البورصة لما لها من آثار، فرض المشرع

1- فالهدف من مراقبة السوق كمهمة كلفت بها اللجنة هو ترصد أي جنحة في البورصة أو جنحة استعمال المعلومات السرية أو التلاعب بالأسعار أو المعلومات الخاطئة أو المظللة/ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن تنظيم اللجنة مهامها وصلاحياتها، وثيقة ورقية،2004.

الجزائري رقابة عليها تجسدت في تكليف هيئة حماية الاستثمار المالي(اللجنة) بضبط عمليات البورصة ورقابتها.

تهدف اللجنة لدى تنفيذها لمهمة الرقابة إلى الحد من التلاعب وحماية رؤوس الأموال المستثمرة ما يحقق معه حماية المستثمرين بسوق القيم المنقولة والسوق الاقتصادي ككل في سبيل نشر العدالة والشفافية.

يتجلى دور اللجنة الرقابي على السوق في ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وشفافيتها، بتنوع الرقابة التي تفرضها اللجنة بالنظر إلى صفة الأشخاص الخاضعين لرقابتها، حيث تفرض اللجنة رقابتها على جل المتعاملين المتواجدين في سوق البورصة سواء كانوا هياكل تشكل سوق البورصة إلى جانبها أو شركات مساهمة مدرجة بالسوق أو وسطاء على اختلاف أشكالهم، لذا سنبرز أوجه السلطة الرقابية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وفقا للتالي:

أولا: رقابة اللجنة على أجهزة البورصة المكلفة بالتسيير.

نظرا لكون اللجنة أعلى هيئة تتصدر سوق القيم المنقولة لما تتمتع به من صلاحيات ووظائف واسعة، جعلتها تفرض رقابتها على جل المتعاملين بسوق القيم المنقولة، تعدى مجال رقابة اللجنة إلى تلك الهياكل التي تساعدها في تسيير سوق القيم. فرغم كون كل من شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي هيئتان تتواجد إلى جانب اللجنة لتكوين التنظيم الهيكلي لسوق البورصة إلا أنّهما لم يفلتا من رقابتها. ولتبيان الرقابة التي تفرضها اللجنة على كل من شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات، استوجب الأمر منا اختيار بعض النصوص القانونية على سبيل المثال، التي تعبّر عن خضوعهما للرقابة وذلك حسب ما يلي:

1- رقابة اللجنة على شركة تسيير بورصة القيم.

تهتم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيم حصص تداول القيم المنقولة داخل سوق القيم المنقولة، اذ تلعب دورا فعالا في حسن سير التعاملات الاستثمارية الواقعة على القيم المنقولة. حيث تسهر شركة تسيير بورصة القيم في إطار احترام قواعد تنظيم السوق وسيره، على شرعية العمليات المنجزة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة أو من طرف الأشخاص الذين يتصرفون لحساب هذه الشركات([1]).

تظهر رقابة اللجنة على شركة تسيير بورصة القيم من خلال ما يلي:

1- المادة 1/03من النظام 97-03 المعدل والمتمم بالنظام 12-01 السالف ذكرهما.

–وجوب اشعار اللجنة بكل إخلال أو مخالفة لقواعد السوق أو اتفاق بين متدخلين اثنين أو أكثر أو أي شذوذ آخر من شأنه المساس بسلامة السوق([1]).

–وجوب عرض المقررات التي توضح كيفيات تطبيق النظام العام للبورصة على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أجل التصديق عليها([2]).

–خضوع الشركة في ممارسة مهامها الموكلة لها بموجب نص المادة18 من المرسوم التشريعي93–10 المعدل والمتمم إلى رقابة اللجنة.

–تحدد اللجنة بلائحة صادرة عنها قواعد حساب العمولات التي تتلقاها شركة تسيير بورصة القيم عن العمليات التي تجرى في البورصة([3])، كما تقوم بنشر هذه القواعد في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة بقصد إعلام المستثمرين([4]).

– دفع شركة تسيير بورصة القيم إتاوة للجنة محددة بنسبة15% من مبلغ العمولات التي تتلقاها هذه الشركة عن عمليات البورصة([5]).

– تبين اللجنة بلائحة صادرة عنها كيفية تطبيق المادة17 من المرسوم التشريعي93–10 والمتعلقة باقتناء أو اكتتاب الوسيط قسطا من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم.

–يكون شطب القيم من جدول الأسعار الخاضع لتقدير شركة تسيير بورصة القيم محل مقرر صادر عن اللجنة تحدد فيه تاريخ دخول هذا التدبير حيز التطبيق وينشر في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة([6]).

–في إطار الرقابة المفروضة من اللجنة على شركة تسيير بورصة القيم، يتولى مراقب منتدب من طرف اللجنة حضور اجتماعات البورصة من أجل مراقبتها، حيث يكلّف بالسهر على مراعاة أحكام النظام العام، وكذا فض النزعات الظرفية التي تحدث أثناء اجتماعات البورصة والناتجة عن تأويل الأحكام التنظيمية التي تحكم سير السوق([7]).

1– المادة2/03 من النظام 97–03 المعدل والمتمم.

2– المادة01 من النظام 97–03 المعدل والمتمم.

3– المادة19 من المرسوم التشريعي93–10 المعدل والمتمم.

4 المادة15 من النظام 97–03 المعدل والمتمم.

5– القرار المؤرخ في 03أوت1998 المتضمن تطبيق المادة03 من المرسوم التنفيذي98–170، الجريدة الرسمية العدد70 الصادر بتاريخ20 سبتمبر1998.

6– المادة69 من النظام 97–03 المعدل والمتمم بالنظام 12–01.

7– المادة86 من النظام97–03المعدل والمتمم بالنظام 12–01، الفكرة ذاتها تبناها المشرع الجزائري في نص المادة46 من المرسوم التشريعي93–10 التي نصت على ما يلي: "تجري اجتماعات البورصة تحت مراقبة مراقب تفوضه اللجنة،

2- رقابة اللجنة على المؤتمن المركزي.

يعد المؤتمن المركزي على السندات هيكل يتواجد إلى جانب شركة تسيير بورصة القيم ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ليشكلوا باجتماعهم هيكل سوق البورصة. تتجلى وظيفته في حفظ السندات وإدارتها وكل المهام التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي([1]).

تظهر رقابة اللجنة على هيكل المؤتمن المركزي على السندات في أن الطلبات الجديدة للمساهمة في رأسمال المؤتمن المركزي على السندات تخضع لموافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات. كما تظهر الرقابة في أن اللجنة تحدد بموجب لائحة تصدرها الشروط المتعلقة بالمساهمة في رأسمال الشركة([2]). كما لا يمكن للمؤتمن المركزي على السندات ممارسة مهامه المذكورة في المادة19مكرر02 من القانون03-04 إلا تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([3]).

هذا وتتجسد رقابة اللجنة على المؤتمن المركزي كذلك في أن رئيس اللجنة يؤخذ برأيه عند موافقة وزير المالية على القانون الأساسي وتعديلاته الخاصة بالمؤتمن المركزي، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين له، كما يحق لوزير المالية بناء على تقرير معلل من اللجنة وبصفة احتياطية عزل المدير العام للمؤتمن المركزي على السندات و/أو المسيرين الرئيسيين واستخلافهم([4]).

ثانيا: رقابة اللجنة على الشركات المصدرة للقيم.

تقع التزامات على عاتق الشركات المصدرة للقيم المنقولة تجعلها مقيدة بالخضوع إلى الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تندرج في الأنظمة الصادرة عن اللجنة، وهنا تظهر الوظيفة الرقابية للجنة فهي الساهرة على متابعة مدى احترام هؤلاء المتعاملين للأنظمة وجل التنظيمات الخاصة بسوق القيم المنقولة.

تظهر الوظيفة الرقابية للجنة في التأكد من أن الشركات التي تم قبول قيمها المنقولة للتداول في البورصة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها، ولا سيما في مجال القيم المنقولة وعقد

=ويمكن المراقب أن يتدخل في اجتماع البورصة لتسوية أحداث أو نزاعات عارضة ذات طابع تقني من شأنها أن تعوق سير اجتماع البورصة. وتحدد كيفيات تدخل المراقب في لائحة تصدرها اللجنة".

1- المادة19مكرر4/2 من القانون03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93-10 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

2- المادة19مكرر3 من القانون03-04.

3- المادة19مكرر4 من القانون03-04.

4- المادة19مكرر2/2-3 من القانون03-04.

الجمعيات العامة وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية. كما يمكن للجنة أن تأمر الشركات عند الاقتضاء بنشر الاستدراكات إذا لاحظت إغفالا في الوثائق المنشورة أو المقدمة([1]).

يتضح الدور الرقابي الهام الذي تمارسه اللجنة على الشركات التي تدخل إلى سوق القيم في وجوب الامتثال لالتزامات الإعلام المقررة قانونا، حيث تدرس اللجنة مشروع هذه المذكرة وتشير عند الاقتضاء إلى البيانات الواجب تعديلها أو المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها، كما يمكنها أن ترفض التأشير على المذكرة إذا لم تستجب الشركات لطلبات التعديل([2]).

خوّل المشرع الجزائري اللجنة في إطار ضمان تنفيذ مهمة المراقبة والرقابة إجراء مداولة خاصة بتحقيقات حول الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علنا نظرا لنشاطها المهني ومساهمتها في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو المنتوجات المالية المسعرة أو يتولون إدارة مستندات سندات مالية. حيث يمكن للأعوان المؤهلين من طرف اللجنة أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعامتها وأن يحصلوا على نسخ منها، فيمكنهم إثر ذلك الوصول إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني([3]).

وفي إطار إجراءات التحقيق التي يقوم بها الأعوان المؤهلين وأعضاء اللجنة يلتزمون بالسر المهني فيما يخص الوقائع والأعمال والمعلومات التي يطّلعون عليها بحكم وظيفتهم الرقابية، وذلك حسب الشروط وتحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات([4]). فيمكن للجنة عقب مداولة خاصة أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها أو تأمر أعوانها باستدعائه ([5]).

ثالثا: رقابة اللجنة على الوسطاء وصناديق الاستثمار.

يخضع نشاط الوسطاء على اختلاف صفاتهم سواء كانوا وسطاء عمليات البورصة أو صناديق الاستثمار ذات الإدارة الجماعية للمحافظ المالية لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فلا تتوقف تطبيق الوظيفة الرقابية للجنة على منح هؤلاء الوسطاء الاعتمادات لممارسة مهنة الوساطة المخولة لهم قانونا، بل يتسع مجال الرقابة ليستمر بعد ذلك إلى غاية التأكد من أن الوسطاء يحترمون الأحكام

1- المادة35 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

2- المادة42 من المرسوم التشريعي93-10.

3- المادة37 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

4- المادة39من المرسوم التشريعي93-10.

5- المادة38من المرسوم التشريعي93-10.

التشريعية والتنظيمية أثناء ممارسة أنشطتهم. لذا سنبين هذه الرقابة المفروضة على هؤلاء المتدخلين فيما يلي:

1-رقابة اللجنة على الوسطاء في عمليات البورصة.

تتجلى رقابة اللجنة على الوسطاء بأن كل نشاطاتهم تخضع لمراقبتها، وهو الأمر الواضح من نصوص النظام 15-01 والمرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم. حيث تسهر اللجنة في إطار حماية السوق عن طريق الرقابة على مراعاة قواعد أخلاقيات المهنة التي تفرض نفسها على المتعاملين في السوق، اذ تكون هذه القواعد محل موضوع لائحة صادرة عن اللجنة([1]).

تمارس اللجنة الوظيفة الرقابية عن طريق الأعوان المؤهلين الذين يقومون بإجراء تحقيقات عن هؤلاء الوسطاء، بشرط أن يتم منح لهم كل وثيقة ضرورية تمكنهم الدخول إلى المحلات ذات الصبغة المهنية خلال ساعات العمل العادية([2]).

كما يلتزم وسطاء عمليات البورصة عند فرض رقابة اللجنة عليهم بتسليمها الوثائق المحاسبية والمالية حسب فترات دورية محددة من طرف اللجنة([3]). اذ يخضع الوسيط لاحترام التزام قواعد الحذر المحددة بتعليمة اللجنة، فكل إخلال بهذه القواعد تجعله معرض للعقوبات التي تصدرها الغرفة التأديبية والتحكيمية التابعة للجنة وفقا لما قررته المادة55 من المرسوم التشريعي93-10([4]).

تعد التزامات الوسيط الواقعة على عاتقه كلها واجبة الاحترام تجاه الوظيفة الرقابية التي تمارسها اللجنة، اذ يقع عليه في هذا الصدد إخبار اللجنة دون تأخير في حالة: تغيير الوسيط قانونه الأساسي، وتعديل توزيع رأسماله، وتغيير مقر مؤسسته، وتعيينه مسيرين جدد، وتوقيف عمل أعوانه المؤهلين. كما يجب عليه أن يخبرها بالتنازل عن الأملاك التي من شأنها أن تضر بشكل أساسي بقدرة الوسيط في عمليات البورصة لممارسة نشاطه، وبكل قضية إدارية مدنية أو جنائية ترفع ضده، وكل تعديل بالنسبة للمعلومات التي قدمها عند حصوله على الاعتماد([5]).

1- المادة49/1-2 من المرسوم التشريعي93-10.

2- المادة55 من النظام 15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، مرجع سابق.

3- المادة56 من النظام15-01.

4- حسب ما جاء في الفرع 7(المادتين51-52) المتضمن قواعد الحذر الواردة في النظام15-01.

5- المادة48 من النظام15-01.

2- رقابة اللجنة على صناديق الاستثمار.

يستوجب حصول صناديق الاستثمار الممثلة في شكل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على اعتماد اللجنة لممارسة النشاط المعهود إليهم في سوق البورصة، فيمثل هذا الاعتماد لمشاريع القوانين الأساسية وأنظمة صناديق الاستثمار([1]) شكلا يجسد ممارسة اللجنة وظيفتها الرقابية. اذ تتميز ممارسة هذه الوظيفة بميزة الاستمرار والمواصلة، حيث تتابع اللجنة جل النشاطات التي تقوم بها صناديق الاستثمار([2])، ما يجعلها لا تفلت من الرقابة بنوعيها، السابقة واللاحقة والتي تظهر في:

-تمارس اللجنة رقابة سابقة أو مسبقة على أعمال صناديق الاستثمار أو هيئات التوظيف الجماعي للقيم، من حيث التزام هذه الأخيرة بإخطار اللجنة فورا عند اتخاذ قرار عقد جمعية عامة غير عادية بمناسبة انخفاض رأسمال شركة الاستثمار ذات رأسمال متغير (هي أحد اشكال صناديق الاستثمار)، خلال الأربعة(4) أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم عن نصف المبلغ الأدنى وهو خمسة(5) ملايين دج([3]).كما يجب إعلام اللجنة فورا بقرار الانحلال في حالة موافقة الجمعية العامة غير العادية على انحلال شركة الاستثمار ذات رأسمال متغير، وبقرار مجلس الإدارة أو مجلس المديرين للشركة أو المسير بتعليق عملية إعادة شراء الأسهم الموجودة وكذلك عند إصدار أسهم جديدة([4]).

-النوع الثاني من الرقابة التي تفرضه اللجنة على نشاط صناديق الاستثمار هي الرقابة اللاحقة، اذ تتمثل أساسا في موافقة اللجنة المسبقة على كل تغيير في القوانين الأساسية لهذه الهيئات، وفي الإطار نفسه يقع على عاتق هذه الأخيرة الالتزام بإخطار اللجنة فورا بتواريخ توقف نشاط واستبدال المؤسسة المؤتمنة جراء قرار مجلس الإدارة أو مديري شركة الاستثمار ذات رأسمال متغير خلال ثلاثة أشهر، فإذا لم يتم الاستبدال سحبت اللجنة الاعتماد من الشركة([5]).

1- تضمنت المادة05 من النظام97-04 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة(ه.ت.ج.ق.م) المؤرخ في 25نوفمبر1997، الجريدة الرسمية العدد87 الصادر بتاريخ29شعبان1418 أن تأسيس هذه الهيئات مشروط بإيداع المؤسسين ملف اعتماد لدى اللجنة.

2- نصت المادة 38 من النظام97-04 عل ما يلي: يمارس نشاط هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها القيام في أي وقت بمهمة التفتيش على نشاط كل هيئة توظيف جماعي في القيم المنقولة المعنية.

3- المادة23/1-2 من النظام97-04المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

4- المادة23/3من النظام97-04.

5- المادة24 من النظام97-04.

تراقب اللجنة صناديق الاستثمار من حيث ضرورة نشر المعلومات حول كل العمليات وتقديم تقارير عن نشاطها وأصولها بعد مراقبتها من قبل محافظ الحسابات، حيث يقع على عاتق هذه الصناديق الالتزام بنشر المعلومات الحسابية والمالية الظرفية والدورية الدائمة المتعلقة بنشاطها والموجهة للجمهور، فيتعلق الأمر خاصة بنشرة إعلامية خاضعة لتأشيرة اللجنة قبل اصدار الأسهم أو الحصص الأولى، الحسابات، تقارير النشاطات السداسية الأشهر والسنوية وتكوين الأصول([1]).

فلا يمكن نشر جميع هذه المعلومات إلا بعد صدور تقرير عن اللجنة يتضمن التصديق عليها، كما يمكن لهذه الأخيرة أن تطلب معلومة إضافية أو تشترط عند الاقتضاء تعديلات ضرورية. وقبل إرسال هذه المعلومات إلى اللجنة يجب أن يتحقق منها محافظ الحسابات ويثبت صحتها([2]) مع الإشارة إلى أن هذا الأخير يتم اختياره من بين قائمة تعدها اللجنة بنفسها مسبقا([3])، كما تسهر اللجنة أيضا على ضمان احترام صناديق الاستثمار لقواعد الحذر([4]).

الفرع الثاني: حماية اللجنة للمستثمرين ورؤوس الأموال المستثمرة بممارسة الوظيفة القانونية.

اعترف المشرع الجزائري للجنة في سبيل تحقيق الحماية للمستثمرين وسوق القيم المنقولة بالحرية في ممارسة الوظيفة القانونية التي نظمها بموجب المواد من 31 إلى غاية34 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم بالقانون03-04، اذ يقصد المشرع بهذه الوظيفة قدرة اللجنة على سن التقنينات الضرورية لمتابعة عملها(**أولا**) ولمعرفة مدى فعالية هذه الوظيفة القانونية ارتأينا التطرق إلى تقييم تأثير عمل اللجنة القانوني على مناخ الاستثمار في الجزائر(**ثانيا**).

أولا: سن اللجنة للتقنينات([5]) الضرورية لمتابعة عملها.

تولد عن رغبة المشرع الجزائري في بعث الاستثمار في القيم المنقولة كسلعة متداولة، اهتمامه بسوق القيم المنقولة على غرار سوق السلع والبضائع. اذ قام بتوفير لجنة عليا تسهر على ضبط وإدارة سوق

1- المادة46 من الأمر96-08 المؤرخ في 10 يناير1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة(هـ.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، الجريدة الرسمية العدد03 الصادر بتاريخ 14 يناير1996.

2- المادة47 من النظام96-08.

3- المادة43من النظام96-08.

4- المادة35 من النظام97-04.

5- أشار المشرع الجزائري بأن ممارسة اللجنة للوظيفة القانونية يتميز بسن تقنينات هدفها تنظيم سير سوق القيم المنقولة (حسب نص المادة31 من المرسوم التشريعي93-10)، غير أن مصطلح التقنينات جاء في النص العربي ولم يكن يقصد بها قوانين بل هي أنظمة" règlement مثلما عبر عنها النص باللغة الفرنسية، مادامت تصدر عن سلطة إدارية وليست عن السلطة التشريعية.

القيم من أجل توفير الأمن والأمان للمستثمرين مهما اختلفت صفتهم سواء كانوا أشخاصا طبيعية أو معنوية الذين تنتقل من وإليهم ملكية هذه السندات.

ولأجل هذا سمح لهذه اللجنة بإصدار جل الأنظمة التي تراها ضرورية ومناسبة لتحقيق الغرض المنشود منها، تجلت عملية إصدار الأنظمة الخاصة بتنظيم سوق القيم المنقولة في الوظيفة القانونية التي تمارسها اللجنة عن طريق مجموعة أدوات قانونية. لذا سنبرز ما لمقصود بالوظيفة القانونية وما هي الأدوات القانونية التي تطبق بها؟

أ- المقصود بالوظيفة القانونية الممنوحة للجنة ومجالاتها.

تسمى هذه الوظيفة القانونية التي كرسها القانون لصالح اللجنة المكلفة بحماية الاستثمار البورصي بالسلطة التنظيمية كذلك، "على أساس أن المشرع الجزائري خوّلها صلاحية وضع التنظيم في الميدان المالي ولا سيما مجال القيم المنقولة، حيث تلعب اللجنة دور المصدر لقانون القيم المنقولة"([1]).

كما تعد هذه السلطة الوسيلة القانونية التي منحها إياها المشرع لتتمكن من تنظيم السوق وحماية المستثمرين، ومن هنا وجب على المشرع استعمال لفظ سلطة أحسن من لفظ وظيفة أو مهمة، اذ أن المهام هي وسيلة غير قانونية بل تخول لها بموجب المراسيم والقرارات([2]). لكننا سنتبع اللفظ القانوني الذي ورد في المرسوم التشريعي93-10 بما أنّ المشرع الجزائري لم يغيّره إلى حد الساعة.

إنّ مضمون الوظيفة القانونية هو أن تقوم اللجنة بسن ما تراه مناسبا من الأنظمة من أجل تنظيم سير سوق القيم المنقولة، "أوكل المشرع الجزائري مهمة التشريع في مجال القيم المنقولة للجنة ما يجعلها ثاني هيئة يوكل لها هذا الاختصاص بعد مجلس النقد والقرض"([3]). حيث تمارس اللجنة الوظيفة القانونية التّي تستمد مشروعيتها من القانون المنشئ لها والذّي سمح لها بإصدار أنظمة، يكون الغرض منها تنظيم السوق والسهر على حسن سيرها بتطبيق النصوص القانونية أحسن تطبيق على ألا تتعدّى هذه الوظيفة القانونية المجال المحدّد لها قانونا المبين ضمن المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم، فهي حدود تتشابه مع مجالات التشريع التي يتمتع بها البرلمان الجزائري.

1- سامية حساين، كريمة شليحي، مرجع سابق، ص119.

2-المرجع نفسه، ص118.

3- نوارة حمليل، عمليات بورصة القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري والقوانين المقارنة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2003، ص95.

حُدّدت مجالات الوظيفة القانونية للجنة بموجب نص المادة31 من المرسوم التشريعي93-10([1]) التي تنص على ما يلي: «تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سوق القيم المنقولة، وبسن تقنينات متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة،
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم،
- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم،
- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته المذكورة في المادة19مكرر2 أعلاه،
-القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات،
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.
- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات».

وبغرض بسط سلطة اللجنة وتوسيع مجالات وظيفتها القانونية من أجل عدم إفلات بعض النشاطات وخروجها عن سيطرتها، استدرك المشرع الجزائري الوضع بإضافته مجالات أخرى وردت في الملحق الاستدراكي للقانون03-04 تجلت هذه المجالات فيما يلي:" يقرأ بعد السطر 18 ما يأتي:

-الشروط الخاصة بأهلية الاعوان المرخص بهم بإجراء مفاوضات في مجال البورصة،
-الإصدار في أوساط الجمهور،
-قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها،
-تنظيم عمليات المقاصة،
-الشروط التي يتفاوض ضمنها حول القيم المنقولة في البورصة ويتم تسليمها،
-تسيير حافظات القيم المنقولة وسنداتها المقبولة في البورصة،
-محتوى الشروط الإلزامية الواجب ادراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبونهم.
-العروض العمومية لشراء القيم المنقولة.
-القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة أسعار قيمها".

1- عرفت قائمة المجالات التي تمارس اللجنة فيها وظيفتها القانونية ضمنها تعديلا بموجب القانون03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93-10 وهذا ضمن المادة15المعدلة للمادة31.

ب-أدوات تطبيق الوظيفة القانونية للجنة.

نتيجة للمركز القانوني الذي تتمتع به لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في مجال ضبط وحماية الاستثمار المالي، خولها المشرع استعمال مجموعة أدوات في سبيل تطبيق وظيفتها القانونية، تختلف هذه الأدوات باختلاف موضوع التنظيم وباختلاف الأشخاص المخاطبين به، فتتمتع بإمكانية إصدار الأنظمة التي تنشر بالجريدة الرسمية، التعليمات، التوصيات، الآراء، وتنشر جميع هذه الأعمال في الكشوف التي تصدرها اللجنة دوريا. كما يمكن للجنة تقديم اقتراحات قوانين للحكومة تتعلق بسوق البورصة أو الاستعانة بالمنشورات، نتناول بعض هذه الأدوات في النقاط التالية:

-**الأنظمة les règlements :** تمثل الأنظمة([1]) التي تصدرها اللجنة أهم أداة تستعملها في إطار ممارسة الوظيفة القانونية من أجل تنظيم سوق القيم المنقولة، "فهي بمثابة مجموعة القواعد التي تأتي لتطبيق نصوص تشريعية وتنظيمية سابقة، لذا يسميّها البعض بالسلطة التنظيمية التطبيقية"([2]).

تطبيقا لأحكام المادة31 من المرسوم التشريعي 93-10 لا يجوز للجنة سن أنظمة خارج المجالات التّي حدّدتها هذه المادة، وحتى إن احترمت اللجنة هذه المجالات فإنّ أنظمتها لا تتمتع بأي مركز قانوني ولا قوة إلزامية إلاّ بعد مصادقة وزير المالية عليها([3]) وإصدارها في الجريدة الرسمية. وحفاظا على مصالح المستثمرين على اختلاف صفاتهم في السوق فقد أخضع المشرع الجزائري الأنظمة التي تعدها اللجنة للرقابة القضائية ممثلة في مجلس الدولة وإذا حصل هذا الطعن يمكن تأجيل إصدار النظام المطعون فيه([4]).

ترك المشرع الجزائري الحرية المطلقة للجنة في كيفية اتخاذ أنظمتها وصياغتها، دون أن يلزمها باتخاذ إجراءات محددة مسبقا في سبيل ذلك، عكس المشرع الفرنسي الذي يلزم سلطة السوق المالية

1- تسمى كذلك باللوائح وهي مجموع القرارات الإدارية التي تتضمن قواعد عامة وموضوعية ومجردة تتعلق بجملة من الحالات والمراكز القانونية والأفراد غير المحددين بذواتهم، وظيفتها انشاء أو تعديل أو إلغاء الحالات والمراكز القانونية العامة، تسمى كذلك التنظيم أو التشريع الفرعي الصادر عن السلطات التنفيذية تمييزا عن التشريع البرلماني/ عن عمار عوابدي، نظرية القرارات الإدارية بين علم الإدارة والقانون الإداري، الطبعة02، دار هومة للنشر، الجزائر، بدون سنة النشر، ص12.

2- نصيرة تواتي، مرجع سابق، ص 112.

3- فحسب المدير العام للجنة متحدثا أكد لنا عدم رفض وزير المالية لأي نظام عرض عليه للموافقة إلى حد الساعة.

4- فريد زقموط، دور لجنة عمليات البورصة ومراقبتها في ترقية الاستثمار في المجال البورصي والمالي، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، العدد 1، المجلد 5، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، ص 295.

بمجموعة من الإجراءات واستشارة بعض الهيئات قبل اتخاذ أنظمتها([1]). وما تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أنّ عدد الأنظمة الصادرة عن اللجنة غير كافية لمواجهة ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة والمستثمرين في المستقبل، إذا ما تحلى أفراد المجتمع بروح الثقافة البورصية والابتعاد عن الادخار.

– **التوصيات les recommandations:** نصت المادة 32من النظام الداخلي للجنة بأنّ التوصيات التّي تصدرها هذه الأخيرة تهدف إلى تحقيق أحسن إعلام من طرف جميع الفاعلين في سوق القيم المنقولة، وكذلك احترام المساواة بين المستثمرين وطبعا التطبيق الأمثل للنصوص التشريعية والتنظيمية.

تعتبر التوصيات كأداة لشرح وتفسير النصوص التشريعية والتنظيمية في المجالات التي تتمتع فيها اللجنة برقابة بعدية عامة إذ نجدها خاصة في المجالات التي لا تتمتع فيها اللجنة بسلطة القرار([2]). تجدر الإشارة وبعد الاطلاع على الموقع الالكتروني للجنة إلى أنّ هذه الأداة غير مستعملة بكثرة من طرف اللجنة، وذلك لكونها تملك سلطات وأدوات أكثر فاعلية.

– **التعليمات les instructions:** تعرّف المادة 25 من النظام الداخلي للجنة التعليمات بأنّها "أعمال تحدد بواسطة قواعد مضمون وإجراءات الشروط التي تطبق في إطارها قرارات اللجنة"، والتعليمات في الحقيقة تعتبر كنصوص تطبيقية أو تتخذ خاصة في مجال القرارات الفردية، فهي تسمح بتحديد الشروط العامة لاتخاذ اللجنة القرارات ذات الطابع الفردي كما تحدد أيضا مجموع المعلومات التي يجب أن تحتويها الوثائق الإعلامية([3]).

تلجأ اللجنة لاستعمال هذه الأداة بكثرة، لذلك فقد أصدرت منذ تأسيسها عددا معتبرا من التعليمات، ومن بين أهم هذه التعليمات تلك المتعلقة بقبول القيم المنقولة، نموذج اتفاقية فتح الحساب، السجلات الواجب مسكها من طرف الوسطاء في عمليات البورصة...الخ.

– **المنشورات les communiqués:** تلجأ اللجنة إلى إصدار المنشورات لإعلام الجمهور المتعاملين في السوق بالمعلومات التي ترغب اللجنة بإيصالها إليهم، فيمكن للجنة أن تعلم الجمهور بنتائج التحقيقات التي تجريها مصالحها ضد أحد الشركات أو إظهار موقفها من طلب تقدمه شركة لطرح قيمها في السوق عن طريق المنشورات. قد تكون هذه المنشورات بشكل ورقي أو إلكتروني([4]) نشير إلى أننّا تحصلنا على

1– نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص 78.

2– حفيظة زوار، مرجع سابق، ص85.

3– حفيظة زوار، مرجع سابق، ص 84.

4– نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص 81.

هذه المنشورات من مكتبة اللجنة التي أفادتنا كثيرا، بالإضافة إلى موقعها الالكتروني المليء بالمعلومات المنشورة ضمنه.

ثانيا: تقييم تأثير عمل اللجنة القانوني على مناخ الاستثمار في الجزائر.

منذ إنشاء اللجنة في سنة1993 انتهجت سياسة تمحورت في السعي إلى تحسين مناخ الاستثمار في مجال القيم المنقولة بضبط هذا السوق الاقتصادي وحماية المستثمرين فيه، خاصة في ظل ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم والسندات وعدم استقرارها، فهو الأمر الذي أدى بالكثير من رؤساء الشركات والمؤسسات إلى العزوف عن الانضمام إلى البورصة الجزائرية.

وإذا ما أردنا إجراء تقييم لعمل اللجنة منذ إنشائها وجب علينا الاطلاع على مدى استقلاليتها نتيجة تمتعها بالشخصية المعنوية والسياسة القانونية المعتمدة من طرف اللجنة. لنوضح هاتين النقطتين فيما يلي:

1-أثر استقلالية اللجنة على فعالية دورها: تعتبر معرفة فعالية دور اللجنة من خلال مدى استقلالية اللجنة كسلطة ضبط لسوق القيم المنقولة أحد النقاط الهامة التي تندرج في عنصر تقييم تأثير عمل اللجنة على مناخ الاستثمار في الجزائر، بالنظر إلى أن أعمال اللجنة كلها لا تتحقق ما لم تتمتع بالشخصية المعنوية.

عند تفحص المرسوم التشريعي93-10 المنشئ للجنة نجد أنها لا تتمتع بالشخصية المعنوية هذا إلى غاية سنة2003 أين اعترف المشرع بتمتع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالشخصية المعنوية بموجب القانون03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93-10.

إذن قبل سنة2003 لم يبين التكييف القانوني المناسب للجنة كما لم يضفي عليها أهم عنصر-الشخصية المعنوية-يسمح لها كهيئة بممارسة كافة أنواع التصرفات القانونية في التعامل، وفي اكتساب الحقوق وتحمل الالتزامات وأن يكون لها ذمة مالية حسب ما يقره القانون لها، إذا عاملها معاملة الشخص الطبيعي فيما يخص منحها الشخصية([1]). لكن الفرق الملموس بين الشخص الطبيعي والشخص المعنوي(اللجنة) هو أن الشخصية المعنوية للجنة تكون أقل اتساعا من تلك التي يتمتع بها الشخص الطبيعي([2]).

إنّ المشرع الجزائري بإسباغه الشخصية المعنوية على السلطات الإدارية المستقلة بما فيها سلطة ضبط مجال الاستثمار البورصي(اللجنة) يكون قد أدرك أهمية ذلك، حيث أنها ضرورية من أجل ممارسة هذه

1- معلومات عن الشخصية المعنوية عن الموقع الالكتروني: شخصية معنوية/wikipedia.org/wiki تاريخ الزيارة 2019/5/18.

2- مصطفى بن لطيف، القانون، المحور2: المؤسسات الإدارية والقانون الاداري، مناظرة الدخول إلى المرحلة العليا، المدرسة الوطنية للإدارة، الجمهورية التونسية، 2007، ص37

السلطات لوظائفها بكل حرية، إذ يرى بعض الفقهاء أن هذه السلطات لا تتمتع بالشخصية المعنوية، لكن الواقع الحالي يبيّن أن أغلب السلطات تتمتع بالشخصية المعنوية لأنها تمارس صلاحيات وتُكلّف بأدوار مهمة([1]).

تظهر أهمية الاعتراف بالشخصية المعنوية للجنة من خلال البحث عن الآثار المترتبة عنها؛ ثبوت حق التقاضي والقدرة على تحمل مسؤولية أعمالها، فحتى وإن اختلف الفقهاء حول المظاهر الناتجة عن تمتع السلطات الإدارية المستقلة بالشخصية المعنوية بما فيهم اللجنة، رغم ذلك فهي موجودة وملموسة في الواقع. ما يجعلنا نفصل في هذه الآثار في النقاط الآتية:

-**تمتع اللجنة بأهلية التقاضي:** يعد تمتع اللجنة بأهلية الوجوب والحرية في التصرفات ركن من أركان الشخصية المعنوية المدنية الممنوحة للجنة، اذ ينجم عن هذه الشخصية تمتع اللجنة بأهلية التقاضي([2])، حيث لا تستطيع الهيئات الإدارية المستقلة المجردة من الشخصية المعنوية التقاضي بصفتها مدعية أو مدعى عليها إلا بإسم الدولة، الممثلة في شخص الوزير المكلف بالقطاع.

لم تكن اللجنة تتمتع بأهلية التقاضي في ظل المرسوم التشريعي93-10 بسبب عدم إضفاء الشخصية المعنوية عليه إلا في حالة وحيدة، وهي حالة وقوع جرائم جزائية. اذ ترتب عن هذا السماح لرئيس اللجنة بالمثول أمام القضاء باسم اللجنة بصفته طرفا مدنيا([3]).

لكن تغيّر الأمر سنة2003 فاعتراف المشرع الجزائري للجنة بالشخصية المعنوية بموجب المادة 12 من القانون03-04 السابق ذكره منحها أهلية التقاضي، فأصبح رئيس اللجنة هو صاحب الصفة في الخصومة سواء كان مدعي أو مدعى عليه في جميع الحالات ليس فقط حالة وقوع جرائم جزائية. أي أن رئيس اللجنة هو ممثل باسمها ولحسابها دون الحاجة لوزير المالية.

إنّ تقرير حق التقاضي لرئيس اللجنة يمنح اللجنة حرية القيام بمهامها، ويحرّرها من تبعية وزارة المالية التي تعلوها، فكلما اتسعت الاستقلالية نتجت أعمال تخدم الهدف التي أنشئت لأجله اللجنة، وأدت دورها بالنهوض بسوق القيم المنقولة بكل فعالية.

-**قدرة اللجنة في تحمل المسؤولية عن أعمالها:** ينتج عن تمتع الهيئة الإدارية المستقلة بالشخصية المعنوية، قدرتها على تحمل المسؤولية عن أعمالها فهي تكتسب حقوقا وتتحمل التزامات، حيث يتمثل

1- وليد بوجملين، مرجع سابق، ص62.

2- مصطفى بن لطيف، مرجع سابق، ص37.

3- المادة40 من المرسوم التشريعي93-10.

التزامها الأساسي في حسن آدائها لمهامها على الوجه الذي يتحقق به ضبط السوق وحماية المستثمرين به، مما يرتب نشوء مسؤوليتها تجاه الغير المتضرر في حال ارتكابها لخطأ عند أدائها لمهامها([1]).

بالرجوع إلى أحكام القانون03-04 المتضمن الاعتراف بالشخصية المعنوية للجنة لم نلمس أية إشارة تدل على تحمل اللجنة المسؤولية التي تنجم عن الأضرار التي تسببها لدى ممارسة أعمالها، ليبقى التساؤل مطروح هل اللجنة هي المسؤولة أم أن الدولة هي من تتحمل المسؤولية عن أفعال اللجنة نظرا لقلة نشاط اللجنة ما ينتج عنه انعدام أخطائها وبالضرورة انعدام القضايا والأحكام التي تثار فيها مسؤوليتها([2]).

إنّ تمتع اللجنة بالشخصية المعنوية يجعلها متمتعة بحق التقاضي ويؤهلها لتحمل المسؤولية عن أعمالها إلى جانب الاستقلالية في ذمتها المالية، هذا اذ تجسدت جميع المقاييس التي تحقق الاستقلالية المطلقة لها من بينها: عدم التبعية لسلطة وصائية، الاستقلالية بوضع نظام داخلي، القدرة على سن أنظمة تخضع للموافقة فقط من طرف وزير المالية عليها التي كنا قد أشرنا إليها سابقا في عنصر الطبيعة القانونية للجنة فكل هذا يجعل دور اللجنة في ضبط سوق القيم المنقولة يتفعّل، ما يؤدي بالضرورة معه إلى ترقية المجال الاستثماري البورصي والاقتصادي ككل.

2-**السياسة القانونية المعتمدة من طرف اللجنة:** أُوكل للجنة تنظيم السوق الاقتصادي بصفتها سلطة إدارية مستقلة وضابطة لسوق القيم المنقولة، الشيء الذي يفترض معه أن تكون سيّدة السوق تنظمه وفقا للمتطلبات الاقتصادية الوطنية والدولية. لذاعزّز المشرع مركز اللجنة بمنحها سلطة قانونية تنظيمية تشرّع بها ما تحتاجه في تنظيم وضبط السوق، تظهر ممارسة اللجنة للسلطة التنظيمية من خلال إصدارها للوائح، التعليمات، التوصيات، الآراء، الاقتراحات.

خوّل المشرع الجزائري اللجنة عدّة وظائف منها الوظيفة القانونية، التي تمارسها اللجنة عن طريق إصدار أنظمة([3])، لكن بعد موافقة وزير المالية عليها([4]) لتنشر بعدها في الجريدة الرسمية مشفوعة بقرار وزير المالية المتضمن الموافقة عليه.

أصدرت هذه اللجنة منذ إنشاءها حوالي: خمسة وعشرون(25) نظاما ومجموعة تعليمات، فيما أصدرت السلطة التنفيذية لتنظيمها: مرسوما تشريعيا(93-10) معدلا ومتمما بموجب قانونين

1- نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية، الجزائرية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص70.

2- المرجع نفسه، ص71.

3- المادة 32من المرسوم التشريعي93-10.

4- المادة 01 من المرسوم التنفيذي 96-102المؤرخ في11 مارس1996، المتضمن تطبيق المادة32 من المرسوم التشريعي93-10 المذكور سابقا، الجريدة الرسمية العدد18الصادر بتاريخ20مارس1996.

(القانون03-04 وقانون المالية لسنة2018) وأمر (96-10)، مرسوما رئاسيا واحدا، خمس(05) مراسيم تنفيذية، ست(06) قرارات وزارية.

والملاحظ على عدد الأنظمة هو توقف صدورها منذ سنة2012، وما يميّزها كذلك هو قلّتها خصوصا في انتظار ارتفاع عدد الشركات المنضمة إلى البورصة، فحاليا يتواجد على مستوى بورصة الجزائر عشرين(20) شركة معتمدة وجديد هذه السنة هو دخول شركة أ أوم أنفست إلى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى البورصة الجزائرية.

وعلى الرغم هذا العدد إلا أنه في الحقيقة لا يوجد تداول للقيم المنقولة إلا لست شركات، ويرجع قلة العدد إلى أنّ رؤساء المؤسسات الخاصة يرفضون دخول عالم البورصة، والسبب في اعتقادهم هذا هو أنهم سيفقدون السيطرة على مؤسساتهم بإدخال أشخاص غرباء بصفتهم شركاء، بالإضافة إلى اعتماد عشرون(20) وسيطا، وهو ما يجعل دور اللجنة محدودا ومحصورا بهؤلاء الشركات والوسطاء الضعفاء نشاطا، مما يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار والتداول مما ينتج عنه تراجع لنمو السوق الاقتصادي.

إذ الملاحظ بأنّ تنصيب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على رأس قطاع سوق القيم المنقولة كهيئة مكلفة بحماية الاستثمار المالي، لم يمّكن الجزائر لحد الآن من توفير مناخ استثماري يرقى إلى تطلعات المهتمين بشؤون البورصة من أجل النهوض بالاقتصاد الوطني، والسبب يرجع إلى ضعف عمل اللجنة بالرغم من توسع الصلاحيات الممنوحة لهذه اللجنة، وهذا كله بسبب وجود عوائق-منها عدم توافر ضمانات استقلال حقيقية-حالت دون الرفع من حجم التداول وعدد الشركات المدرجة في هذا السوق.

المبحث الثاني: الهياكل المساعدة([1]) على تسيير معاملات الاستثمار بالبورصة.

تعد هياكل البورصة المُساعدة أحد الوسائل المؤسساتية التي تفعّل سوق القيم المنقولة الجزائرية، إذ اعتمدها المشرع الجزائري من أجل مساعدة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في إتمام مهامها على أكمل وجه. فتم الاستعانة بمثل هذه الهياكل المؤسساتية من أجل السهر على حسن سير نظام التداول والمقاصة المتعلق بمعاملات الاستثمار البورصي، بما يضمن معه شفافية هذه الأخيرة وتحقيق تنشيط عمل سوق البورصة.

تتواجد إلى جانب الهيئة العليا المكلفة بحماية معاملات الاستثمار بالبورصة هياكل تعمل على مساعدتها في تسيير هذه المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، ويعود زمن تكريس مثل هذه الهياكل إلى صدور المرسوم التشريعي93-10 الذي أقر بتواجد شركة إدارة بورصة القيم المنقولة قبل تغيير اسمها إلى جانب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها حسب ما ورد في المادة03 منه، غير أنه وبعد تعديل هذا المرسوم بموجب القانون03-04 أضاف المشرع الجزائري هيكلا جديدا إلى بورصة الجزائر أطلق عليه تسمية المؤتمن المركزي على السندات.

تُرجمت رغبة المشرع الجزائري في تزويد سوق البورصة الجزائرية بحجم أكبر من الشفافية والفعالية في المعاملات التي تُعقد بهذا السوق، بإنشائه ثاني هيكل في بورصة الجزائر بعد اللجنة هو **هيكل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (المطلب الأول)**. أما الهيكل الثالث الذي استحدث بغرض تدارك مشكل ضياع القيم المنقولة بسبب عدم حفظها بمكان واحد والرغبة في إنقاص التكاليف التي تقع على عاتق المستثمرين فهو **المؤتمن المركزي على السندات (المطلب الثاني)**.

المطلب الأول: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

دعت الحاجة الملحة في كثير من تشريعات الدول ذوي البورصات المتقدمة إلى تدعيم أسواقها المالية بهيكل يهتم بإدارة وتسيير العمليات والمعاملات التي تحدث داخل المقصورة، فنظرا للصعوبة والتعقيدات التي تتميز بها هذه الصفقات الاستثمارية التي يبرمها وسطاء عمليات البورصة بات من الضروري تخويل مهام الإشراف ومتابعة حسن سيرها لهيئة مختصة قانونا.

1- ارتأينا في خضم الدراسة الإشارة إلى أن كلا من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي على السندات هما الهيئتان المقصودة بمصطلح الهياكل المساعدة على تسيير معاملات الاستثمار بالبورصة بالنظر إلى المهام التي أسندت اليهما.

وعلى غرار باقي الدول التي زودت بورصاتها بهيكل منوط به تسيير معاملات البورصة، سار المشرع الجزائري على هذا الدرب وأقر بإنشاء شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عند نشأة سوق القيم المنقولة الجزائري بموجب المادة15 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم، فهي هيكل تتابع عملها تحت رقابة وإشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

يرجع السبب التاريخي لتأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى رغبة السلطات العمومية في تكريس بيئة قانونية ملائمة مع إصدار وتداول القيم المنقولة في الجزائر بين المستثمرين المسموح لهم بالمساهمة في رؤوس أموال المؤسسات العمومية، بغرض تغطية وتفادي إفلاس هذه المؤسسات بالدرجة الأولى. الأمر الذي جعلنا نشير لزاما إلى تأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة(**الفرع الأول**).

تعد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة احدى الهيئات الرئيسية التي تحرك بورصة الجزائر نظرا لما لها من دور فعال في سير عمليات الاستثمار في هذا السوق، فهي المكلفة بالتسيير الفعلي اليومي المتعلق بالمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، والسهر على نشر كافة المعلومات الخاصة بها بالإضافة إلى تسهيل المعاملات بين الوسطاء وذلك من خلال إعداد القواعد والمعايير التي تحكم سيرها. إذ يتجلى دور هذا الهيكل من خلال سير عمل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (**الفرع الثاني**).

الفرع الأول: تأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

تجسدت فكرة تأسيس هيكل شركة تسير بورصة القيم([1]) من خلال صدور المرسوم التشريعي93-10 الذي حمل في طياته تنصيصا على نشأة هيكل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة جنبا لجنب مع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. غير أنّ موضوع هياكل البورصة المتواجدة إلى جانب اللجنة يبقى يثير بعض اللبس لدى عامة الجمهور المستثمر، حيث يبقى متخوفا من آليات وقواعد التعامل بسوق القيم المنقولة، خاصة ما تعلق منه بالتكوين والطبيعة القانونية والمهام التي أسندت إلى هذه الهياكل. الأمر الذي جعلنا نبادر إلى رفع هذا اللبس عن هيكل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالتطرق إلى تكوينها(**أولا**) ثم استنباط الخصائص اللصيقة بهذه الشركة التي تجعلها تتمتع بطابع استثنائي(**ثانيا**).

1- يرجع الإنشاء التاريخي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى المرسوم التنفيذي رقم91-169 الذي سبق الإشارة اليه في المراحل التاريخية لظهور البورصة في الجزائر، غير أنّ التنصيب الفعلي الذي رافقه التكريس القانوني لمواكبة التغييرات بالاقتصاد الوطني والإرادة التشريعية التي ضبطت تكوين وإجراءات تأسيس هذا الهيكل نظمها المشرع بموجب المرسوم التشريعي93-10.

أولا: تكوين شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

تميّزت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بطابع استثنائي جعلها مزدوجة القالب فهي شركة تجارية وهيكل ذو أهمية فعالة بسوق القيم المنقولة تتلخص في السهر على حماية حقوق المستثمر، لذا سنتعرض إلى التعريف القانوني لهذا الهيكل ونبرز التنظيم العضوي والهيكلي الذي يحتويه، وذلك حسب النقاط التالية:

1-تعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

خص المشرع الجزائري شركة تسيير بورصة القيم بتعريف يهتم بها، ضمن مواد مبعثرة من المرسوم التشريعي93-10 بالإضافة إلى النظام97-01 المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة البورصة للقيم المنقولة([1])، غير أنه وبالجمع بين هذه النصوص نجد بأنها:

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي تدعى في صلب النص "شركة" والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي رقم93-10 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم هي عبارة عن شركة ذات أسهم([2]) مؤسسة بين الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانونا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. حيث تمارس هذه الشركة مهامها طبقا للأحكام التشريعية والتنظيمية التي تسيّر تنظيم وسير العمليات على القيم المنقولة([3]).

كما يمكن تعريفها بأن: شركة تسيير بورصة القيم المعروفة اختصاراًSGBV ، هيكل من هياكل البورصة يقع في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة. إذ تمثل سوق تداول القيم المنقولة (مكان بيع وشراء القيم المنقولة). "فهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25

1- أطلق المشرع الجزائري في ظل المرسوم التشريعي93-10 على هيكل الشركة تسمية "شركة إدارة بورصة القيم المنقولة" غير أنه تراجع عن هذه التسمية في ظل القانون المعدل له أي القانون03-04 واستبدل التسمية ب"شركة تسيير بورصة القيم المنقولة". إذ مع إضفاء صفة سلطة ضبط السوق المالي على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لم يسمح للشركة في هذا الصدد إلا بتسيير البورصة ورفعت عنها مهمة الإدارة.

2- المادة15 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

3- المادة 02 من النظام 97-01المؤرخ في 18 نوفمبر1997 المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد87 الصادر بتاريخ25نوفمبر1997، المعدل والمتمم بالنظام رقم03-04 الصادر بتاريخ18 مارس2003 .

مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها"([1]).

وعليه، تم استحداث وتأسيس شركة بورصة القيم المنقولة أو كما تدعى باللغة الفرنسية (Société de gestion de la bourse des valeurs mobilières) من أجل العمل على ترقية تداول القيم المنقولة في الجزائر وفقا لأحدث التقنيات بقصد مواكبة ما هو حاصل لدى البورصات العالم المتطورة، فهي كيان قانوني جاء في صدد تخويل المشرع الجزائري نشاط تسيير صفقات البورصة لهيكل عمومي يهتم بتنظيم عمل وسطاء البورصة باعتبارهم مهنيي سوق القيم والقائمين بهذه العمليات التقنية.

2-التشكيلة العضوية والهيكلية لشركة تسيير بورصة القيم.

شرعت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة لحسن سير معاملات القيم المنقولة المقبولة في بورصة الجزائر. فتجسد ذلك المسعى في تشكيلة عضوية وهيكلية تندرج ضمن هيكل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وفقا لما يلي:

أ- الهيكل العضوي.

نقصد به التحدث عن التشكيلة العضوية التي تضمها اللجان التي تتكون منها شركة تسيير بورصة القيم، حيث نتطرق إلى أعضاء مجلس الإدارة ثم أعضاء لجنة التداول أو التفاوض.

1-أ-مجلس الإدارة.

تبنى المشرع الجزائري في تسيير وإدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة النظام الكلاسيكي، حيث عهد بتسييرها إلى مجلس إدارة باعتبارها شركة مساهمة، فجعل هذا المجلس يتكون من الشركاء المساهمين في رأسمالها على شرط امتلاكهم لنسبة معينة من أسهم الشركة التي يتولون إدارتها وتسيير شؤونها([2]).

يتولى رئاسة مجلس الإدارة للشركة أحد أعضائه طبقا لما نصت عليه القواعد العامة، إذ يقوم بهذه المهمة حاليا، قائم بالإدارة يمثل المساهم البنك الوطني الجزائرBNA. ويتواجد إلى جانب رئيس مجلس الإدارة خمسة(05) أعضاء مساهمين هم وسطاء في عمليات البورصة بشكل بنوك وهم على التوالي: قائم بالإدارة يمثل المساهم البنك الخارجي الجزائريBEA، قائم بالإدارة يمثل المساهم القرض الشعبي الجزائريCPA، قائم بالإدارة يمثل المساهم الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP

1- الموقع الالكتروني لشركة تسيير بورصة القيم www.sgbv.dzتاريخ الزيارة: 2019/01/16.

2- تضمنت المادة619 من القانون التجاري الجزائري شرط امتلاك أعضاء مجلس الإدارة في شركات المساهمة نسبة 20% من أسهم الشركة التي يديرونها.

BANQUE، قائم بالإدارة يمثل المساهم بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR، قائم بالإدارة يمثل المساهم بنك التنمية المحليةBDL([1]).

2-أ-لجنة التداول.

يترأس هذه اللجنة المدير العام لبورصة القيم المنقولة، تم تنصيب لجنة التداول المنصوص عليها في المادة15 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 02/98 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول([2])، ابتداء من حصة التداول المنعقدة في يوم16أفريل2001. وتضم هذه اللجنة ثلاثة أعضاء على الأقل أو عدد فردي من الأعضاء يعينهم مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم، حيث يتم اختيارهم من الوسطاء في عمليات البورصة وأعضاء من الشركة وكذا العاملين فيها. هذا ويجوز تعيين ضمن اللجنة عضوين اثنين من البنك ذاته بشرط ألا يكون لهذا الوسيط (البنك) إلا صوت واحد لدى التصويت([3]).

ويحمل هؤلاء الأعضاء صفة مسؤولي قاعة التداول، بالإضافة إلى هؤلاء الأعضاء يمكن للمشرف التابع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بناء على طلبه المشاركة في لجنة التداول بصفته مراقب في اجتماعات اللجنة. أما بالنسبة لكيفية تسيير حصص التداول، فيرجع تسييرها إلى لجنة التداول المذكورة أعلاه بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، كما أنها تسيّر سلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بالتداول في البورصة وكل الأشخاص الآخرين المرتبطين بهم كموظفين أو من خلال عقد([4]).

ب- **الهيكل التنظيمي.**

سنختصر هذا الهيكل التنظيمي الذي تحتويه شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالإشارة إلى مجموعة المصالح التي تنتمي إلى هذا الهيكل بشكل توضيحي([5]) دون تقديم تفاصيل أكثر، لأنّ ما يهمنا هو المهام التي تؤديها.

1- الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

2- قرار رقم02/98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم بتاريخ 22مارس1998 يتضمن تنظيم وتسيير حصص التسعيرة في بورصة القيم المنقولة.

3- الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

4- الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

5- هذا الشكل المبين للهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة منقول عن موقعها الالكتروني.



ثانيا: الخصائص اللصيقة بشركة تسيير بورصة القيم.

نظرا لطبيعة الدور الهام المنوط بتأديته لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، أكسب المشرع الجزائري هذه الشركة مجموعة من الخصائص تتناسب مع هذا الهيكل الذي يعمل على مساعدة اللجنة في تسيير سوق البورصة؛ وبناء على هذا سنحاول استقراء نصوص الأنظمة الصادرة عن اللجنة لتعداد هذه الخصائص التي يمكن اعتبارها شروطا لقيام هذا الهيكل. وذلك حسب ما يلي بيانه:

1-اتخاذ الشركة شكل شركة مساهمة.

أبرز المشرع الجزائري الطبيعة القانونية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، فبالرغم من أنها هيكل من هياكل البورصة؛ إلا أنه يشترط فيها أن تكتسي شكلا قانونيا هو شركة ذات أسهم([1]) وهو ما لا

1- المادة 02 من النظام97-01 السالف ذكره.

يتعارض مع طبيعة النشاط الذي تمارسه، ويواكب تطور الآليات المؤسساتية على غرار باقي البورصات التي يعرف بها حجم التداول نموا متسارعا.

إنّ القول بأنّ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تأخذ شكل شركة ذات أسهم وتتكون من رأسمال موزع بين الوسطاء في عمليات البورصة هذا ما يجعلها قريبة نوعا ما من الخضوع للأحكام القانونية لشركات المساهمة الواردة في القانون التجاري الجزائري. غير أنّ هذا لا يمنع من القول بأن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تبقى محتفظة بخصوصيتها على مستوى العديد من النقاط التي نوجزها فيما يلي على سبيل المثال لا الحصر:

- هي شركة تجارية وهيكل بسوق البورصة نشأت بموجب مرسوم تنفيذي91-169 ثم تطورت بموجب مرسوم تشريعي93-10، ثم أقر القانون 03-04 المعدل للمرسوم التشريعي93-10 بخضوعها إلى الوزير المكلف بالمالية ولجنة تنظيم عمليات البورصة فيما خص القانون الأساسي الذي ينظمها وتعيين أعضاء إدارتها، كل هذا الضبط التشريعي والرقابة الصارمة التي تحظى بها الشركة تبرهن المكانة الهامة التي تؤديها وتتمتع بها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في مجال ترقية سوق القيم المنقولة.

-غياب ركن رضا الأطراف عن عقد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، إذ أن كل العناصر التي توضح حرية المتعاقدين نتيجة تلاقي إرادتهم منعدمة بسبب أنّ لها عناصر مفروضة -الشكل القانوني، الاسم التجاري، المقر الاجتماعي، الأعضاء المساهمين والمؤسسين-من طرف المشرع الجزائري، حسب ما ورد في نص المادتين15 و16 من المرسوم التشريعي93-10([1]).

-غرض شركة تسيير بورصة القيم المنقولة يختلف تماما عن غرض الشركات التجارية الأخرى، إذ أنّ غرضها محدد بموجب القانون، يتمثل خصوصا في تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة وتسيير بورصة القيم المنقولة كما يتضح من تسميتها([2]).

-انتفاء الهدف من إنشاء شركة تجارية "تحقيق الأرباح واقتسام الخسائر بين الشركاء" اذ أنّ هذا الهدف لا نجد له أثرا في التنظيم القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، فهدفها يجعلها تحقق الربح المالي لذاتها([3]) والمنفعة العامة للاقتصاد الوطني، إذا أتمت مهامها على أكمل وجه وحققت الشفافية والنزاهة على مستوى معاملات المستثمرين بالقيم المنقولة.

1- فاتح آيت مولود، مرجع سابق، ص146.

2- المادة15 من المرسوم التشريعي93-10، مرجع سابق.

3- تنص المادة19 من المرسوم التشريعي93-10 على ما يلي:" تتلقى الشركة عمولات عن العمليات التي تجرى في البورصة. وتحدد قواعد حسابها في لائحة تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

– خضوع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لرقابة اللجنة لدى ممارسة النشاط الموكل إليها([1])، وهذا على عكس ما هو معمول به في الشركات التجارية ذات الأسهم، أين يمارس مجلس المراقبة مهمة الرقابة الداخلية على الشركة([2]).

إذن، تبقى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة خاضعة لأحكام القانون التجاري في بعض جوانبه وأنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتعليمات الصادرة عنها وملتزمة بالقرارات الصادرة عنها ذاتيا، "ما يؤكد خصوصيتها وطبيعتها القائلة بأنها شركة مهنية من نظام خاص"([3]) أي أنها شركة خاضعة لنظام قانوني جديد هو النظام العام المهني([4]).

2–صفة الأعضاء بالشركة.

نتيجة للطبيعة الخاصة لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، فإنّ المشرع الجزائري لم يسمح بامتلاك أسهمها إلا من طرف الوسطاء في عمليات البورصة([5])، ما يتجلى معه بأنّ رأسمالها غير مفتوح على عامة الجمهور، إذن فهي ليست كغيرها من شركات المساهمة التي تسمح لأي شخص بالمساهمة في رأسمالها، بل عهد بخاصية المساهمة في رأسمالها للمهنيين بسوق القيم.

إنّ صفة الأعضاء المؤسسين والمساهمين بالشركة هي مقتصرة على وسطاء عمليات البورصة المفروض عليهم قانونا اقتناء أو اكتتاب قسط من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم من أجل سريان مفعول اعتماد ممارسة نشاط الوساطة المالية الممنوح لهم من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([6]). حيث يترتب على ممارسة النشاط التزام الوسيط بالانضمام كمساهم إلى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. غير أن انضمام الوسيط كمساهم أو مؤسس لهذه الشركة لا يمنح له حق فرض سلطة رقابته على هذه الشركة في أي حال من الأحوال([7]).

1– تنص المادة18ف أخيرة المتعلقة بمهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على ما يلي:" تمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة".

2– المادة662 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

3– فاتح آيت مولود ، مرجع سابق، ص150.

4– لأكثر تفاصيل حول هذا النظام راجع حمليل نوارة، مرجع سابق، ص155.

5– تنص المادة16 من المرسوم التشريعي93–10 على ما يلي: "تمثل رأسمال الشركة أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة".

6– المادة17 من المرسوم التشريعي93–10 المعدل والمتمم.

7– المادة4/01 من النظام03–04 الذي يعدل ويتمم النظام97–01.

وبما أنّ وسطاء عمليات البورصة هم حصرا الأشخاص المعنوية المتمثلة في: الشركات التجارية التي تهدف أساسا للوساطة في عمليات البورصة وكذا البنوك والمؤسسات المالية([1])؛ فإن صفة الأعضاء المؤسسين والمساهمين في شركة تسيير بورصة القيم هم أشخاصا معنوية مفروض عليها اقتناء الأسهم على عكس الجمهور الذي يحق له اقتناء أسهم شركات المساهمة بكل حرية متى توافرت لديه سيولة. وفي الواقع العملي نجد هؤلاء الأعضاء هم عبارة عن شركات تأمين ومجموعة بنوك وطنية وأجنبية، إذ ينقسم هؤلاء في شكل فئتين هما:

-فئة المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

البنوك الوطنية: بنك التنمية المحليةBDL، البنك الخارجي الجزائريBEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR، القرض الشعبي الجزائريCPA، البنك الوطني الجزائريBNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياطCNEP Banque. البنك الخاص:يونيون بنك UB

شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمينCAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمينSAA ، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT ، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحيةCNMA

-فئة المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

بنك التنمية المحلية (BDL)

البنك الخارجي الجزائري (BEA)

بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)

القرض الشعبي الجزائري (CPA)

البنك الوطني الجزائري (BNA)

الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (بنكCNEP)([2]).

1- نصت المادة72 من الأمر03-10 المعدل والمتمم سنة 2010 المؤرخ في 26 أوت2003 المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية العدد52الصادر بتاريخ 27أوت2003 على ما يلي:" يمكن البنوك والمؤسسات المالية أن تجري جميع العمليات ذات العلاقة بنشاطها كالعمليات الآتية: ..... توظيف القيم المنقولة وكل منتوج مالي واكتتابها وشرائها وتسييرها وحفظها وبيعها،....".

2- الموقع الالكتروني لشركة تسيير بورصة القيم: www.sgbv.dzتاريخ الزيارة:2019/07/02.

فالواضح على هؤلاء الوسطاء بأنهم يكتسبون صفة التاجر بسبب عقد الوساطة المالية التي يربطهم بالمستثمرين المشترين والبائعين للقيم المنقولة، وهنا يتقارب صفة أعضاء شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مع أعضاء الشركات التجارية على مختلف أشكالها، ولا تبقى ضرورة للتمييز بين الأعضاء.

3-تكوين رأسمال شركة تسيير بورصة القيم.

حدد المشرع الجزائري نسبة المساهمة الدنيا للوسيط في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم بمليوني دينار (2.000.000.00دج)([1])، ما يعني ضرورة تقديم الوسيط المساهم حصته في شكل نقدي. هذا على عكس شركات المساهمة العادية التي يمكن بها تقديم الحصص النقدية والعينية([2]). ما يجعل طابع الهيكل يتغلب على طابع شركة المساهمة التجارية.

كما أشار المشرع الجزائري إلى حالتي الزيادة والنقصان من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم في الفقرتين التاليتين لتحديد نسبة المساهمة الدنيا ضمن المادة الأولى من النظام03-04، حيث:

-يزداد الرأسمال الاجتماعي للشركة بمقدار الحصة التي يقدمها الوسيط الجديد، كلما عرف سوق البورصة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة.

-ولتفادي نقصان نسبة الرأسمال للشركة بسبب انسحاب وسيط من وسطاء عمليات البورصة بصفته مساهما، أقر المشرع بحق الوسطاء الآخرين في إعادة شراء حصته من رأسمال الشركة، حسب كيفيات إعادة الشراء المنصوص عليها في القانون الأساسي للشركة. ونظرا لكون شركة تسيير بورصة القيم احدى الهياكل الهامة في سوق البورصة فلم يسمح المشرع الجزائري بتداول أسهمها إلا فيما بين الوسطاء أي أن أسهمها لا يمكن التنازل عنها للجمهور المستثمر.

4-تعيين أعضاء إدارة الشركة وزاريا.

ينجم عن الأهمية التي تلعبها المهام والوظائف التي تمارسها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في ترقية الاقتصاد الوطني من خلال تطوير عمل البورصة الجزائرية؛ ضرورة إخضاعها لرقابة عليا تجعلها تعمل جاهدة على تحقيق الهدف المنشود من إنشائها. تجسد أمر الرقابة من خلال تكليف وزير المالية بتعيين أعضاء إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، إذ أنّ الوزير هو المكلف بالموافقة على تعيين

1- المادة1/01 من النظام03-04المؤرخ في 2003/03/18 يعدل ويتمم نظام اللجنة رقم97-01 المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد73 الصادر في 30نوفمبر2003.

2- المادة 416 من الأمر رقم58/75 المتضمن القانون المدني الجزائري المعدل والمتمم.

وعزل المدير العام والمسيرين الرئيسيين للشركة وكذا الموافقة على قانونها الأساسي وتعديلاته، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([1]).

الفرع الثاني: سير عمل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

نقصد بالتطرق إلى سير عمل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة الإشارة إلى المهام التي أوكلت إليها، دون التطرق إلى إجراءات سير عملها. حيث أوكل المشرع الجزائري حق تسيير سوق القيم المنقولة بما فيها من معاملات واردة على هذه القيم المقبولة للتداول إلى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة([2])، فتسهر هذه الشركة الخاضعة لرقابة اللجنة حينئذ على تسيير المعاملات وتنظيم حصص التداول منذ انطلاقها إلى نهايتها بالتسوية النقدية وتسليم السندات([3]).

وعلى غرار هذه المهمة التي تستأثر بها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في تنظيم حصص التداول والسهر على حسن سيرها إلى غاية إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة، عهد المشرع الجزائري إلى هذه الشركة بمجموعة من المهام تمارسها كهدف أساسي يعكس سبب تواجدها كجهاز بسوق البورصة([4]) وسبب اعتمادها على غرار باقي البورصات المتقدمة في العالم. تعلقت مهام الشركة بمهمة تنظيم عملية إدراج القيم المنقولة(**أولا**) ومهمة إعلام المستثمرين ونشر المعلومات(**ثانيا**).

1- المادة19 مكرر من القانون 03-04 المؤرخ في17 فيفري2003 يعدل ويتمم المرسوم التشريعي93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 11 الصادر بتاريخ19 فيفري2003.

2Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, guide de l'investisseur, novembre199, P24.

3- لقد أسلفنا ذكر مهمة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المتعلقة بتنظيم حسن سير حصص التداول في المبحث الخاص بنظام سير معاملات الاستثمار في البورصة، لذا ولتفادي التكرار، سنحصي في هذا المطلب بقية المهام الموكلة إليها دون التطرق إلى مهمة تنظيم حصص التداول.

4- أخلط المشرع الجزائري في المادة18 من المرسوم التشريعي93-10 بين الأهداف التي تسعى شركة بورصة القيم تحقيقها وبين المهام التي تمارسها، حين أحصى المهام المسندة إليها وحصرها في:

-التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة،

-التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها،

-تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة،

-تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة (هذه الفقرة كان يستوجب على المشرع حذفها من هذه المادة بسبب إحالة مهمة إجراء مقاصة المعاملات البورصية لهيكل المؤتمن المركزي على السندات بعد إلغاء وتوقيف لجنة المقاصة عن عملها التي كانت تابعة لشركة تسيير بورصة القيم، فقد تم حذف هذه المهمة المخولة إلى الشركة في الموقع الإلكتروني للشركة، ما يبين صحة تحليلنا وانتقادنا للمشرع بضرورة حذف هذه الفقرة بسبب تنصيب المؤتمن المركزي على السندات منذ سنة2003).

-تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها،

أولا-مهمة شركة تسيير بورصة القيم المتعلقة بعملية الإدراج.

أشار المشرع الجزائري إلى مهمة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب الفقرة الثانية من المادة18 من المرسوم التشريعي93-10 التي عددت مهام الشركة، إذ عبّر المشرع عن عملية الإدراج بجملة" التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة" فكل من لفظ الإدخال والإدراج يحملان معنى واحد لمصطلح واحد. لذا سنبين الشرط الشكلي لقبول عملية إدخال القيم المنقولة، ومن ثمة نبزر الأنماط القانونية المسموح بها لإدخال هذه القيم إلى البورصة.

1-الشرط الشكلي المطلوب في عملية الإدراج.

يتم إدخال القيم المنقولة إلى البورصة بعد أن تحدّد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة النمط المناسب لإدخال نوع معين من السندات، لكن هذا لا يحدث إلا بعد الاتفاق مع المصدر ووسطاء عمليات البورصة المكلفين بالإدخال في البورصة([1])، وتتلقى اللجنة طلبات قبول قيم منقولة في عمليات التداول في البورصة من طرف الوسطاء في أجل ستين(60) يوما قبل تاريخ التسعرة ([2]).

وبعد تقديم طلب القبول، تصدر اللجنة مقرر يقضي بقبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة، ترسله هذه الأخيرة إلى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من أجل نشره في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة([3]). هذا ولا يبقى على الشركة المستثمرة (المصدرة) بعد قبول طلب إدراج قيمها في البورصة، إلا استكمال الشرط الشكلي المطلوب في عملية الإدراج واتباع النمط القانوني الذي يتناسب مع إرادة شركة تسيير بورصة القيم وإرادة الوسطاء والمصدرين.

يتمثل الشرط الشكلي الذي تقوم عملية الإدراج على ضوئه في وجوب توقيع الشركة المصدرة التي قُبلت قيمها في البورصة **اتفاقية قيد السند** الملحقة بقرار القبول، فبموجب هذه الاتفاقية تكون الشركة

=-نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة،

- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

والملاحظ على هذه الفقرات الواردة بالمادة المذكورة أعلاه تمثل مهام الشركة وليست الأهداف المرجو تحقيقها، إذ هناك فرق شاسع بين الهدف والمهمة إذ يتعلق الهدف بالنتيجة التي تصبو الشركة إلى تحقيقها من وراء إنشائها، على سبيل المثال نجد أنها تعمل جاهدة على ترقية حسن سير تداول القيم المنقولة وفقا لنظام إلكتروني يواكب التطورات العالمية. لذا كان على المشرع الجزائري تفادي هذا اللبس بين لفظي الهدف والمهام، بحذف كلمة "هدف" الواردة في الفقرة الأولى من المادة، واستبدالها بكلمة "مهام" كي تتلاءم مع الفقرة الأخيرة منها والتي استعمل بها لفظ" مهام" والتي يقصد بها الفقرات ذاتها.

1- المادة 07 من القرار98-01 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم بتاريخ 22مارس1998 المتضمن تحديد إجراءات إدخال القيم لمنقولة في البورصة ونشر المعلومات.

2- حسب ما ورد في نص المادتين19-20 من النظام العام للبورصة97-03، مرجع سابق.

3- المادة22ف01 و02 من النظام97-03.

المصدرة ملتزمة باحترام النظام العام والقواعد والإجراءات التي تحددها شركة تسيير بورصة القيم والسارية المفعول وكذا كل التعديلات أو الإضافات التي تلحق بها فيما بعد([1]).

2-الأنماط القانونية لإدراج القيم المنقولة.

قصد المشرع الجزائري من لفظ الإدراج أو الإدخال وجوبية خضوع القيم المنقولة لمجموعة من الشروط كي تصبح مقبولة في سوق القيم المنقولة الجزائري وقابلة للتداول فيه بعد قبول وقيد الشركة الاقتصادية الصادرة عنها. الأمر الذي جعله يقرر أنماطا لكيفية الإدخال، تم تنظيمها بموجب النظام97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المعدل والمتمم في المواد من 56 إلى غاية68. وهذه الأنماط المتعلقة بكيفية الإدخال هي ثلاثة تمثلت في: الإجراء العادي، إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت([2]).

أ- الإجراء العادي.

عرّف المشرع الجزائري الإجراء العادي كنمط يتم الاتفاق عليه تأخذه عملية إدراج القيم المنقولة، وذلك في نص المادة56 من النظام97-03، فهو الإجراء الذي يمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأس مال الشركة موزعا بين الجمهور بمقدار كاف، من تسجيل قيمة في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعرة في السوق وذلك ابتداء من سعر إدخال تصادق عليه شركة تسيير بورصة القيم على أساس شروط السوق.

أما حالات اللجوء إلى مثل هذا النمط من أجل إدخال القيم المنقولة، فهي محصورة في ثلاث حالات محددة بموجب النظام العام لبورصة القيم المنقولة وهذه الحالات هي:

-عندما يتعلق الأمر بالقيم المثيلة التي سبق تسعيرها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسساتيين.

-عندما يتعلق الأمر بسندات الدين التي تصدرها الدول أو الجماعات المحلية.

1- المادة 04 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 98-01، مرجع سابق.

2- نصت المادة50 من النظام97-03 على ما يلي:" يتم إدخال سندات رأس المال التي قررت اللجنة قبولها في البورصة وفق الإجراءات الآتية:

-إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى،

-إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود،

-الإجراء العادي،

تضبط شركة تسيير بورصة القيم المنقولة الإجراء المتبع بالنسبة لكل إدخال بالاتفاق مع المدخلين ووسطاء عمليات البورصة المكلفين بالإدخال".

-عندما يتعلق الأمر بسندات الدين التي تصدرها شركات الأسهم([1]).

ب-إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

يعد هذا الإجراء النمط الثاني لتنفيذ عملية إدراج القيم المنقولة بالبورصة، تم التنصيص عليه في المادة59 من النظام97-03، إذ يقصد بإجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر أدنى يقبل به المدخلون للتنازل عنها.

ويتم تنفيذ هذا النمط أثناء الحصة الخاصة بالبورصة باتفاق شركة تسيير بورصة القيم مع المدخلين على تحديد نتائج الإدخال، كما تعين سعر الإدخال المساوي لحد آخر أمر مدفوع، وعند الاقتضاء تحدد الشركة نسبة التخفيض المطبقة على الأوامر الحالية([2]).

ولتحقيق العرض العمومي للبيع بسعر أدنى تجمع شركة تسيير بورصة القيم كل أوامر الشراء المرسلة من طرف الوسطاء وتتولى عملية الفرز([3])، فلا تقبل حينها إلا أوامر الشراء ذات السعر المحدد. وأخيرا يكون سعر الإدخال موافقا لحد آخر أمر مدفوع لهذا السعر الوحيد إذا لقي العرض استجابة([4]).

ج-إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.

هذا النمط الثالث المتعلق بتنفيذ عملية إدراج القيم المنقولة في بورصة الجزائر، أعطى له المشرع الجزائري هو الآخر تعريفا له، فهو ذلك الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر قار محدد سلفا([5]).

ينفذ هذا النمط خلال الحصة الخاصة بالبورصة، عند قيام شركة تسيير بورصة القيم بتحديد نتيجة الإدخال في البورصة وذلك بالاتفاق مع وسطاء عمليات البورصة، تحديد عند الاقتضاء نسبة التخفيض المطبقة بالنسبة للأوامر الحالية([6]).

1- المادة11 من النظام12-01 التي تعدل وتتمم المادة57 من النظام 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

2- المادة13 من قرار شركة تسيير بورصة القيم98-01.

3- المادة61 من النظام97-03.

4- المادة62 من النظام97-03.

5- المادة64 من النظام97-03.

6- المادة16 من قرار شركة تسيير بورصة القيم98-01.

تقوم شركة تسيير بورصة القيم بجمع أوامر الشراء المرسلة من قبل وسطاء عمليات البورصة ولا تقبل الشركة إلا أوامر الشراء المحصورة في سعر العرض، فإذا حظي العرض بالاستجابة كان سعر التداول السعر المقترح في العرض([1]).

وعملا على تشجيع إدراج المصدرين في القيم المنقولة والاستثمار بالبورصة، باتباع العرض العلني للبيع، فإنّ قانون المالية لسنة2010 أقر بإعفاء العمليات التي ينجزها المصدرون في هذا الإطار من الجباية، ويتعلق الأمر في الواقع بإعفاء فائض القيمة من بيع الأسهم المنجزة في إطار عملية الإدراج في البورصة([2]).

ثانيا-مهمة شركة تسيير بورصة القيم المتعلقة بإعلام المستثمرين.

نظرا لكون سوق القيم المنقولة سوقا مبدؤه شفافية المعاملات والنزاهة ومصداقية المعلومات، توجب على المشرع الجزائري إلزام جميع المنتمين إلى هذا السوق بما فيه من هياكل البورصة ومستثمرين بنشر المعلومات الضرورية، التي تسمح لعامة الجمهور المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في القيم المنقولة بما يلائمه. غير أن شركة تسيير بورصة القيم هي المخولة بإعلام المستثمرين، عند نشرها للمعلومات ضمن النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، وهو الأمر الذي سنوضحه فيما يلي:

1- الجهة المكلفة بإعلام الجمهور المستثمر.

كُلفت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بضبط وسيلة للنشر يتم بفضلها إعلام كافة المهتمين بالعمليات المنجزة في البورصة([3])، تتمثل هذه الوسيلة الإعلامية في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة التي تعتني بنشر كل المعلومات المتعلقة بالعمليات التي تجري داخل البورصة بما فيها من معلومات حول حصص التداول والأسعار الخاصة بالقيم المنقولة، بالإضافة إلى مجموع المقررات والبلاغات والآراء الخاصة بشركة تسيير بورصة القيم.

تهدف شركة تسيير بورصة القيم من وراء ممارسة مهمة الإعلام بواسطة النشرة الرسمية إلى وضع تحت تصرف الوسطاء وموظفيهم بواسطة شركة تسيير بورصة القيم كل المعلومات التي تقدمها الشركات المصدرة المسجلة في التسعيرة ([4]). كما يتم نشر المعطيات المتعلقة بالمفاوضات وذلك بإنجاز تقارير

1-المادة66 من النظام97-03.

2-Rapport annuel de commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, année2009, p26.

3- محمد بن زريق، النظام القانوني لأمر البورصة في القانوني الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر-1-، 2014/2013، ص73.

4- المادة21 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم98-01.

إحصائية ووضعها تحت تصرف المتدخلين في سوق البورصة، وفي حالة تباين المعطيات الآتية من مصادر أخرى وتلك المقدمة من شركة تسيير بورصة القيم، تعطى الأولوية للمعطيات التي تقدمها هذه الأخيرة([1]).

تكون شركة تسيير بورصة القيم المنقولة هي المسؤولة عن ضبط شكل ومضمون ودورة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، فهي الوسيلة الرسمية التي تحرر بعد كل حصة التسعيرة ضمن الآجال المحددة من قبل الشركة، إذ تتعلق معلومات هذه النشرة الرسمية لجدول التسعيرة بما يأتي: معلومات السوق، المعلومات حول القيم ذات السعر القار، المعلومات الضرورية لحسن سير السوق([2]).

وعليه، فالنشرة الرسمية هي الوسيلة القانونية الوحيدة المتاحة لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة من أجل ممارسة المهمة الإعلامية تجاه المستثمرين وكل المتعاملين بسوق القيم المنقولة، وكل نشر لمعلومات متعلقة بالبورصة خارج هذه النشرة الرسمية لجدول التسعيرة تعد غير صحيحة ولا يعتد بها.

2- المعلومات المنشورة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

أسلفنا الذكر بأن شركة تسيير بورصة القيم هي الجهة المخولة لنشر المعلومات المحددة بنص المادة13 من النظام العام للبورصة97-03 بالإضافة إلى معلومات قواعد حساب العمولات التي تقبضها الشركة([3])، ومقرر قبول القيم المنقولة الصادر عن اللجنة، وقرار شطب القيم المنقولة من التسعيرة في حالة الشطب الإرادي من المصدر([4])...الخ من معلومات يمكن للشركة نشرها في هذه النشرة الرسمية. كما يحق للشركة إجراء تعديلات في معلومات النشرة الرسمية إذا تعلق الأمر بأسعار البورصة المغفلة أو الملغاة وكذا الأخطاء المادية بشرط احترام أجل شهر ابتداء من تاريخ معاينة الخطأ أو الإغفال، وهذا حسب نص المادة14 من النظام97-03.

المطلب الثاني: المؤتمن المركزي على السندات.

لم تكن تحتوي بورصة القيم المنقولة الجزائرية قبل سنة 2003 على هيكل يسمى المؤتمن المركزي على السندات، إذ كانت تُسيّر معاملات البورصة وفقا لعمل هيكلين فقط هما: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ما جعل المستثمرين معرضون إلى مخاطر عديدة

1- المادة35 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم98-02 المؤرخ في 1998/03/22.

2- المادة13 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة97-03.

3- المادة15 من النظام97-03.

4- المادتين22 و69 من النظام97-03.

منها ضياع السندات بسبب طريقة التسليم اليدوي للسندات، نظرا لعدم تواجد مكان موحد أو هيئة تختص بحفظ السندات وتودعها لديها إلى غاية إبرام الصفقات الاستثمارية.

نتيجة للعديد من الأسباب ورغبة في مواكبة ما توصلت اليه الدول العربية والغربية لدى استحداثها لهياكل تعمل على تطوير بورصاتها، قام المشرع الجزائري هو الآخر سنة 2003 بإدخال تعديل جوهري على المرسوم التشريعي93-10 بموجب القانون03-04 وأقر باستحداث هيكل المؤتمن المركزي على السندات في سوق البورصة الجزائرية **(الفرع الأول)**.

استكمالا لسلسلة الإصلاحات الهيكلية التي أدخلها المشرع الجزائري على سوق البورصة الجزائرية، أصدر المشرع نظاما قانونيا صادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هو النظام03-01، الذي اعتنى بتنظيم كل المهام والأهداف التي يسهر المؤتمن المركزي على تنفيذها من أجل حسن سير معاملات الاستثمار في البورصة منذ بدء فتح الحسابات وتداول السندات إلى غاية التسوية والتسليم بين المستثمرين المشترين والبائعين. لذا سنحاول في قراءة تحليلية لهذه القوانين المنشئة لهيكل المؤتمن المركزي على السندات تبيان مهامه **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: استحداث المشرع الجزائري هيكل المؤتمن المركزي في سوق البورصة.

تمخضت فكرة تزويد سوق البورصة الجزائرية بهيكل ثالث إلى جانب اللجنة وشركة تسيير بورصة القيم كنتيجة حتمية تترجم حقيقة التطور الذي لامسه المشرع الجزائري لدى الدول التي خاضت تجربة إنشاء هيكل المؤتمن المركزي على السندات واعتمدته في أسواقها الخاصة بالقيم المنقولة**(أولا)**.

إنّ إنشاء المشرع لمثل هذا الهيكل لم ينجم عن إرادته القانونية المحضة بل أدت به الآثار السلبية لانعدام هذا الهيكل؛ إلى استحداثه واعتماده في السوق البورصة حيث جاء به للقضاء على كل الأسباب التي من شأنها المساس بحرية المستثمرين والزيادة في تخوفهم**(ثانيا)** ولم يجعل المشرع الجزائري لكل شركة الحق بأن تكون مؤتمنا مركزيا على السندات إذ اشترط توافر فيها شروط قانونية لإنشائه كونه هيكل يختص بحفظ السندات وحمايتها في سوق البورصة**(ثالثا)**.

أولا: تجارب اعتماد المؤتمن المركزي على السندات لدى بعض الدول.

اخترنا التطرق في هذه النقطة إلى بعض النماذج عن دول غربية وعربية قامت بإنشاء مؤتمن مركزي أو مراكز لإيداع السندات على مستوى بورصاتها، وهي دول سنذكرها على سبيل المثال لا الحصر؛ بقصد إسقاط تجارب هذه الدول على التجربة الجزائرية التي أخذت هي الأخرى بنظام المؤتمن المركزي على السندات في قوانينها المتعلقة بالبورصة. فمن بين هذا الدول التي سنتطرق إليها؛ أمريكا، فرنسا، مصر، العراق، إذ يختلف هذا الهيكل من حيث التسمية والنظام المتبع في كل من هذه الدول، وفقا للتالي:

1-إجراء القيد الدفتري حسب نظام الخزانة المباشرة في أمريكا.

لجأت الولايات المتحدة الأمريكية من أجل المحافظة على ريادة تنشيط سوقها المالية إلى ابتكار نظام إزالة الكيان المادي للأوراق المالية سنة 1968، ثم تلاها بعد ذلك النموذج الفرنسي والجزائري الذي تأثر بها. ففي هذه السنة أقرت الحكومة الأمريكية وتسهيلا للحركة النقدية وسرعة تداول السندات بإجراء القيد الدفتري الذي يسمح بتحويل السندات من الصفة المادية إلى اللامادية([1]).

بموجب هذا، يتم قيد هذه السندات في شكل دفتري على إثر إنشاء برنامج الخزانة المباشرة التي تمكن المستثمرين في سوق القيم بفتح حسابات خزانة لشراء السندات مباشرة في صيغة القيد الدفتري([2]). وبسبب اعتماد الولايات المتحدة الأمريكية لنظام إزالة الكيان المادي للسندات وتحويلها إلى قيود دفترية انتعش سوق القيم المنقولة الأمريكي وتضاعف حجم تعاملات المستثمرين به بعد تعزيز الثقة لديهم وفقا لهذا النظام، فأقرت الحكومة الأمريكية إبان ذلك سنة 2016 بإنهاء التعامل بالسندات بشكلها المادي مهما كانت صفة الشخص المصدر (شركات عمومية أو خاصة)([3]).

2-جهات الإيداع المركزي في فرنسا.

تعد فرنسا هي الدولة الثانية التي استمدت اعتماد نظام الإيداع المركزي من النظام الأمريكي، حيث أنّ بوادر هذا النظام ظهرت بمحاولات لإنشاء حساب جاري للأوراق المالية لدى بنوك فرنسا بواسطة الوسطاء خلال الفترة1854إلى 1857، فبسبب التخوف من مخاطر ضياع السندات في فترات الحرب العالمية الثانية ازداد إيداع السندات لدى البنوك الفرنسية، الأمر الذي أرهقها وجعلها غير قادرة على تقديم مهمة الحفظ على أكمل وجه([4]).

وبعد ذلك برز دور المشرع الفرنسي؛ ونظم في قوانينه جهات مركزية يتم فيها إيداع السندات وحفظها من أجل تسهيل عملية انتقال السندات فيما بين المستثمرين. تمثلت هذه الجهات في هيئتين هما: الصندوق المركزي لودائع وتحويلات الأوراق المالية، وشركة مقاصة الأوراق المالية بين الوسطاء ماسكي الحسابات، نفصل فيها كالتالي:

1- نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص175.

2- أشرف الضبع، النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، جامعة القاهرة،2006، ص171.

3- المرجع نفسه، ص174.

4 RIPERT(George) et ROBLOT(René) traité de droit commercial, edition1994,tom2,p17.

أ- الصندوق المركزي لودائع وتحويلات الأوراق المالية([1]).

أخذ هذا الصندوق شكل شركة مساهمة، تضم البنوك الفرنسية وشركات الوساطة في الأوراق المالية، وتمثل غرض الشركة في احتكار عمليات إيداع وتحويل الأوراق المالية وليس الربح. وفي ظل إنشاء هذا الصندوق تم إلغاء التعامل بالصكوك المادية إذ عوقبت كل شركة سلمت أسهما لحاملها واعتبرتها مخالفة لنظام الإيداع لدى الصندوق([2]).

رغم المزايا التي حققها نظام الإيداع المركزي للسندات بفضل استحداث المشرع الفرنسي للصندوق المركزي لودائع وتحويلات الأوراق المالية، إلا أن هذا النظام طالته العديد من الانتقادات خاصة تلك ما تعلق منها ببطء العمليات البورصية وارتفاع مصروفات حفظ الأوراق المالية. الأمر الذي أدى بالمشرع الفرنسي إلى التخلي عن هذا النظام وإصدار مرسوم في سنة1949 قضى بتصفية هذا الصندوق([3]).

ب- شركة مقاصة الأوراق المالية بين الوسطاء ماسكي الحسابات([4]).

جاء المشرع الفرنسي بهذه الشركة من أجل استخلاف الصندوق المركزي لودائع وتحويلات الأوراق المالية الذي تم تصفيته في سنة1949، إذ لم يترك السندات دون مركز لحفظها([5]). ففي سنة1950 أقر بإنشاء شركة مقاصة الأوراق المالية بين الوسطاء ماسكي الحسابات، وهي شركة اتخذت شركة المساهمة شكلا قانونيا لها، كما أنها تضمنت وسطاء البورصة (مؤدو خدمات الاستثمار) والبنوك والمؤسسات المالية هم الأعضاء المُؤسسة للشركة"([6]).

اهتمت هذه الشركة بالقيام بأعمال مقاصة وتسوية الأوراق المالية محتكرة بذلك هذا النشاط، إذ تمثل هدفها الرئيسي في تجميع وحفظ الأوراق المالية المودعة لدى البنك وقيدها في حسابات، وتسهيل تداولها بين الوسطاء وذلك عن طريق نقلها من حساب مستثمر إلى حساب مستثمر آخر([7]).

1- يسمى هذا الصندوق باللغة الفرنسية le caisse centrale de dépôts et de virement de titres(C.C.D.V.T)

2- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، دور البنك في خدمة الوراق المالية، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة،2003، ص130.

3- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص470.

4- تسمى هذه الشركة باللغة الفرنسية société interprofessionnelle de compensation des valeurs mobilières(SICOVAM)

5- ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص236.

6- عبد الباسط كريم مولود، المرجع نفسه، ص471.

7-عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص132.

وبفضل اعتماد المشرع الفرنسي على مثل هذه الشركة لحفظ السندات عرف عدد الخدمات التي تقدمها الشركة للمستثمرين بالقيم المنقولة في بورصة فرنسا ارتفاعا في حجمها، الأمر الذي حقق معه تحريكا لرؤوس الأموال المملوكة للشركات المستثمرة وأموال الجمهور المدخرة([1]).

3-شركة الإيداع والقيد المركزي في مصر.

تولّت الهيئة العليا بالبورصة المصرية في بادئ الأمر مهمة تصفية وتسوية المراكز المالية الناجمة عن تعاملات سوق القيم المصري إلى حين إنشاء شركة مصر للمقاصة والإيداع المركزي سنة 2001([2])، اتخذت هذه الشركة شكل شركة مساهمة التي لا يقل رأسمالها عن(30) ثلاثين مليون جنيه مصري مدفوعا بالكامل عند التأسيس، كما ويتم هذا التأسيس وفقا للأوضاع والإجراءات المفروض اتباعها من قبل الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية([3]).

لعبت شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي دور المقاصة والتسوية في معاملات البورصة بصفتها شركة وحيدة تنشط في هذا المجال، إذ تمثل دورها في التعاون مع أمناء الحفظ بإعلامهم بكل عمليات بيع وشراء القيم المنقولة المنفذة في جلسات التداول، والتي تلقتها آليا من إدارة البورصة (الهيئة العليا)، وهذا كله بقصد تمكين أمناء الحفظ من مطابقة بيانات العمليات المنفذة بما لديهم من أرصدة للعملاء بقصد تسوية المعاملات([4]).

4-مركز الإيداع في العراق.

لم يتردد المشرع العراقي هو الآخر بالأخذ بنظام الإيداع المركزي في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية، إذ أنشأ بموجب هذا القانون مركز يسمى" مركز الإيداع العراقي"بتاريخ 01 جانفي1999 يتمتع هذا المركز بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، يمثل هذا المركز الجهة المركزية التي تقوم بإجراء التسوية والتصفية لكل التعاملات بالسندات. بهدف تحقيق الأمان في التعامل بالأوراق المالية وحفظ ملكية تلك الأوراق في أسواق التداول([5]).

1- عبد الباسط كريم مولود، المرجع نفسه، ص472.

2- أحمد مخلوف، مرجع سابق، ص116.

3- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص474.

4- أحمد مخلوف، مرجع سابق، ص117.

5- عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص235.

ثانيا: دوافع اعتماد هيكل المؤتمن المركزي على السندات بالجزائر.

انطلاقا من تجارب الدول التي اتبعت نظام الإيداع المركزي وحفظ القيم المنقولة المتداولة في البورصة لدى هيئة تسهر على حمايتها قبل بدء معاملات الاستثمار، عمد المشرع الجزائري إلى مواكبة التطورات المؤسساتية الحاصلة في جل الأسواق المالية، الأمر الذي جعله يتبنى فكرة إنشاء شركة المؤتمن المركزي على السندات كهيكل يهتم بحفظ وإدارة القيم المنقولة في سوق البورصة الجزائري؛ غير أنه إذا أردنا تبيان بعض الأسباب التاريخية التي أدت إلى ظهور المؤتمن المركزي في معظم بورصات الدول وبالنتيجة هي دوافع لاعتماده من طرف المشرع الجزائري، نعدّدها كالتالي:

-يعد دافع بعث الاطمئنان في نفوس المستثمرين بتنصيب المؤتمن المركزي على السندات أحد الأسباب الرئيسية لاستحداث مثل هذا الهيكل، إذ أن هؤلاء المستثمرين يُقبلون على استثمار أموالهم وتوظيف رؤوس أموالهم بكل أريحية دون التخوف من ضياع القيم المنقولة التي يمتلكونها بسبب السرقة أو الحريق...الخ. حيث أنه وبفضل المؤتمن المركزي على السندات صارت القيم المنقولة محفوظة لدى جهة معترف بها قانونا مرخص لها ممارسة وظيفة حفظ وإدارة السندات منذ وقت استلامها إلى غاية تسليمها للمستثمر المشتري.

- يرجع سبب استحداث المؤتمن المركزي على السندات إلى تحقيق هدف توفير الجهد والوقت لحفظ وإدارة السندات بشكل لامادي (حساب سندات)، إذ أن الاحتفاظ بالأوراق المالية على شكل سندات ورقية مادية يتطلب بذل جهد كبير ووقت طويل من طرف إدارة البورصة، "ما يجعل هذه الأخيرة تقف عاجزة أمام العوائق التي تحول دون الانتقال السريع والآمن للسندات لصالح المالكين الجدد"([1]).

-"رغبة التشريعات في إلغاء الدعامات المادية للقيم المنقولة واستبدالها بقيود في حسابات السندات لدى المؤتمن المركزي، فبعد أن كانت تتم تعاملات البورصة بالتسليم اليدوي أي تقديم الأوراق لحاملها، تم التخلي عن هذه الفكرة التقليدية بغرض تحقيق سرعة دوران هذه الأوراق المالية وحماية المستثمرين من مخاطر عمليات التداول"([2])، إذ أن تكليف جهة المؤتمن المركزي على السندات بإدارة السندات وحفظها سيرافقه نجاح عمليات التسوية بين البائع والمشتري دون مشاكل أو عوائق.

-تسهيل عمليات البورصة بالقضاء على المشاكل التي كانت تعتريها، حيث أنه بمجيء المؤتمن المركزي على السندات تم تنشيط سوق البورصة بفضل التخلي عن أسلوب تكديس القيم المنقولة وضعف وثقل

1- هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، دراسة قانونية مقارنة، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،2005، ص100.

2- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص476.

الخدمات المؤداة، التي كانت تعاني منها عديد البورصات قبل اتباع هذا النظام الذي سمح بإتمام عمليات التسوية ونقل ملكية السندات والنقود بين المستثمرين البائعين والمشترين في ظرف وجيز.

– جاء استحداث المؤتمن المركزي على السندات بغرض الإنقاص من التكاليف والمصاريف المطلوبة لحفظ السندات في بنوك شركات الوساطة أو حتى خزائن الشركات التي كانت السندات المادية بالنسبة لها مصدر للتكاليف بسبب طبع السندات، وتخصيص مصلحة بعمال على مستوى على كل شركة لتسيير سجل المساهمين، ونقل السندات وتوزيعها بعد التسوية، إذ بات من الضروري تبني فكرة إنشاء جهة معينة أو مركز مختص بحفظ السندات في مكان واحد بشرط أن يتم إثبات حقوق المستثمرين من خلال القيد في حساب السندات لدى هذا المؤتمن.

–يساعد إنشاء هذه الهيئة (المؤتمن المركزي) على تقليل التكاليف وتحسين معالجة عمليات التسوية والتسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات كاستلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق([1]).

–هذا ويتضح من كل هذه الأسباب والدوافع السابق ذكرها بأنّ المشرع الجزائري قد كرس نظام الإيداع المركزي وحفظ السندات لدى المؤتمن المركزي بقصد تقوية نظام التسوية وحفظ السندات الذي كان سابقا، وكذلك قصد إنقاص ضغط العمل على كل من اللجنة وشركة تسيير بورصة القيم، في إشارة منه إلى تقسيم المهام وإنشاء هيئة مختصة تنشط في هذا المجال بما يحقق الفاعلية لسوق البورصة الجزائرية.

ثالثا: الوضع القانوني للمؤتمن المركزي على السندات بالجزائر.

سمح المشرع الجزائري وعلى غرار دول العالم بإنشاء هيكل المؤتمن المركزي ليتولى تنظيم تسليم واستلام القيم المنقولة التي تكون محل معاملات الاستثمار في سوق البورصة الجزائرية، من أجل تحقيق تسوية للمراكز المالية الناجمة عن عمليات تداول القيم المنقولة بين المستثمرين، غير أن هذا المؤتمن المركزي على السندات لا يمكن له أن يحقق الغرض من وراء إنشائه إلا إذا توافرت به شروط تتجلى على الخصوص فيما يلي:

1–الشكل القانوني لشركة المؤتمن المركزي على السندات.

لم يخالف المشرع الجزائري التشريعات الأخرى التي تبنت نظام الإيداع المركزي من حيث نوع الشركة، إذ أقرّ بوجوب اتخاذ الهيئة التي تمارس وظائف المؤتمن المركزي على السندات شكل شركة ذات أسهم([2])، فتخضع هذه الشركة للقانون الأساسي المنشئ لها الذي يوافق عليه الوزير المكلف بالمالية بعد

1– عن الموقع الالكتروني للمؤتمن المركزي على السندات:www.algerieclearing.dz تاريخ الزيارة:2019/06/12.

2– المادة19مكرر2ف 01 من القانون 03–04 الذي يعدل ويتمم المرسوم التشريعي93–10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([1]). بالإضافة إلى هذا يحق لشركة المؤتمن المركزي على السندات إعداد نظامه الداخلي، ليكون موضوعه قواعد الأخلاقيات المطبقة على الأشخاص الموضوعين تحت مسؤوليته أو العاملين لحسابه، غير أن النظام الداخلي لهذه الشركة بصفتها هيكلا لا يفلت من الرقابة المسبقة للجنة فهي من تؤشر على هذا النظام وتعديلاته وفقا للتأشيرة المسبقة([2]).

تعتبر شركة المؤتمن المركزي في هذه الحالة ونظرا للمهام التي خولت لها شركة تخضع للقانون التجاري من حيث الشكل لكنها شركة وحيدة ذات أسهم من نوع خاص بسبب كيفية الإنشاء وصفة الأعضاء المساهمين بها ونسبة رأس المال المطلوب لتكوينها، "تحمل هذه الشركة تسمية تجارية هي الجزائر للتسوية (Algérie clearing). فيعتبر بذلك المقنن الوطني للسندات نظرا لكونه عضوا في جمعية وكالات الترقيم الوطني"([3]). تقدر نسبة رأس المال المطلوب لتكوين شركة المؤتمن المركزي على السندات الناشطة في سوق البورصة الجزائرية بنسبة خمسة وستين(65) مليون دينار جزائري([4])، وهي نسبة تختلف عما هو ساري به العمل في أحكام القانون التجاري الجزائري.

2-خصوصية امتلاك الأسهم بشركة المؤتمن المركزي على السندات.

يقتصر امتلاك أسهم شركة المؤتمن المركزي على المتعاملين في سوق البورصة الجزائرية، حيث ميّز المشرع الجزائري في هذا الإطار بين الأعضاء التي أسست الشركة عند انطلاقها سنة 2003 أي الأعضاء التي قدمت حصص تأسيسية وبين الأعضاء التي يمكن أن تساهم في رأسمال الشركة في شكل مساهمات.

عدّد المشرع الجزائري على سبيل الحصر الأعضاء المالكة للحصص التأسيسية لشركة المؤتمن المركزي على السندات وجعلهم عبارة عن مؤسسات تأخذ صفة وسطاء في عمليات البورصة وشركات مصدرة للقيم المنقولة، فهم على التوالي: البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، مؤسسة الرياض-سطيف([5]). أما الأعضاء التي يمكنها الانضمام إلى شركة المؤتمن المركزي

1- المادة19مكرر2ف 02 من القانون 03-04.

2- المادة05 من النظام03-01المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

3- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن المؤتمن المركزي، وثيقة ورقية،2004.

4- المادة19 مكرر3ف1 من القانون03-04.

5- المادة19 مكررف1من القانون03-04.

كأعضاء مساهمة(شركاء) فهم كل من: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الشركات المصدرة للسندات، الوسطاء في عمليات البورصة([1]).

بالإضافة إلى هؤلاء الأعضاء يوجد أعضاء تساهم في الشركة بقوة القانون وبناء على طلبها، فقد اعترف المشرع الجزائري بهذه الصفة لكل من: الخزينة العمومية وبنك الجزائر([2]). حيث يمكن لهذين الهيئتين تقديم طلبهما للمساهمة في رأسمال شركة المؤتمن المركزي على السندات بعد موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات([3]).

3-إمكانية الانخراط بشركة المؤتمن المركزي على السندات.

إنّ المتفحص للنظام 03-01 الصادر عن اللجنة والمتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، يلاحظ أن المشرع الجزائري بالإضافة إلى الأعضاء المؤسسين والمساهمين بشركة المؤتمن أشار إلى وجود فئة أخرى إلى جانب هؤلاء تتشكل من أعضاء يمكنها الانخراط، إذ اعتبرهم منخرطين بسبب استفادتهم من الخدمات التي يقدمها هذا المؤتمن. ويتمثل هؤلاء المنخرطون في شركة المؤتمن المركزي على سبيل الحصر في:

- البنوك والمؤسسات المالية،
- الوسطاء في عمليات البورصة(و.ع.ب)،
- المتخصصون في قيم الخزنية العامة(م.ق.خ) المرخص لهم بممارسة النشاطات المتعلقة بتنفيذ الأوامر لحساب الغير وبالتداول لحسابهم الخاص وبالتوظيف وبالاكتتاب في مجموع السندات المصدرة وبمسك الحسابات وبالمقاصة وبحفظ السندات أو إدارتها.
- الأشخاص المعنويون المصدرون سندات مقبولة في عمليات المؤتمن المركزي.
- المؤتمنون المركزيون الأجانب على السندات.
- كما يمكن الانخراط لكل المؤسسات الأخرى الجزائرية أو الأجنبية التي تشبه نشاطاتها النشاطات التي تمارسها المؤسسات المذكورة أعلاه([4]).

وعن كيفية انخراط هؤلاء الأعضاء المؤسساتية المذكورة أعلاه في شركة المؤتمن المركزي على السندات فقد نظمها بوجوب تقديم ملف إداري إلى المؤتمن يحدد هذا الأخير محتوى الملف وبياناته الضرورية،

1- المادة19مكرر3ف2 من القانون03-04.

2- المادة19 مكرر3 ف3من القانون03-04.

3- المادة19مكرر3 ق4من القانون03-04.

4- المادة06 من النظام03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، مرجع سابق.

حيث يتضمن هذا الملف على الخصوص: طلب قبول، وأسماء الأشخاص المؤهلين للتعامل مع المؤتمن المركزي، ونسخة محيّنة من القانون الأساسي([1]).

كما أن قبول منخرط ما في شركة المؤتمن المركزي عل السندات يكون موضوع اتفاقية انخراط تربط المنخرط بالمؤتمن المركزي، فيحدد في هذه الاتفاقية على الخصوص واجبات ومسؤوليات كل من المؤتمن المركزي والمنخرط، وكذا تعريفات الخدمات وكيفيات التسديد([2]).

4-الهدف المحقق من إنشاء شركة المؤتمن المركزي في الجزائر.

تعمل شركة المؤتمن المركزي على السندات (الجزائر للتسوية) جاهدة منذ تكريسها قانونا سنة2003 كنظام للحفظ والتسيير المركزي للسندات من أجل تحقيق الهدف الذي جعلت المشرع الجزائري يسمح بإنشائها كهيكل مساعد في تسيير سوق البورصة. حيث تجسد دورها في السوق البورصة الجزائرية في التالي:

- نظرا لامتلاك المؤتمن المركزي رقما تعريفيا للانتماء إلى المقاييس الدولية(ISIN) فإنه يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير السندات.

-يسمح بالتعامل مع طرف واحد-المؤتمن المركزي-في مجال تسيير السندات عن طريق الوسطاء الماليين (مهما كان نوع السندات مسعرة أو غير مسعرة، قصيرة الأجل أو طويلة الأجل).

- يسمح المؤتمن بإزالة الطابع المادي عن سندات الشركات المسعرة في بورصة الجزائر وسيسهل تعميم إزالة الطابع المادي عن السندات إذا ما قررت السلطات العمومية ذلك([3]).

- يسمح لمصدري السندات بأن يقلصوا بشكل محسوس تكاليف اللجوء العلني للادخار لاسيما منها التكاليف المتصلة بطبع الشهادات المادية.

-يضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم؛ حيث يتم تسليم السندات والتسوية النقدية لتداول أنجز في سوق مقننة أو بالتراضي في آن واحد، وبذلك تقيد السندات لدى المؤتمن وتقيد النقود لدى بنك الجزائر في آن واحد.

- يزيح المؤتمن المركزي خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها أو إتلافها.

-يسمح المؤتمن المركزي بتقليص آجال إتمام الصفقات بسبب إشرافه عليها([4]).

1- المادة07 من النظام03-01.

2- المادة 03 من النظام03-01.

3- الموقع الالكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة :www.sgbv.dz تاريخ الزيارة2019/06/13.

4- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن المؤتمن المركزي، وثيقة ورقية،2004.

-كما أنّ الهدف الرئيسي لإنشاء المؤتمن المركزي على السندات تمثل في زيادة سرعة التداول ومركزية التعامل في الأوراق المالية للشركات المقيدة في البورصة، حتى يتم ضمان سيولة السوق واستمراريتها([1]).

الفرع الثاني: مهام شركة المؤتمن المركزي على السندات.

بعد تبيان الهدف الرئيسي الذي جاءت شركة المؤتمن المركزي من أجل تحقيقه، لابد علينا إبراز المهام التي زوده المشرع الجزائري بها بعد تنصيبه هيئة المؤتمن في سوق البورصة الجزائرية، إذ جاءت هذه المهام كلها تصّب في مصلحة المستثمرين من أجل تحفيزهم على توظيف أموالهم المدخرة أو رؤوس أموالهم في سوق البورصة من أجل تنشيط هذا الأخير.

ففي سبيل تحقيق الشفافية والأمن في عمليات البورصة وتعاملات الاستثمار بهذا السوق، أوكل للمؤتمن المركزي القيام بمجموعة من المهام نص عليها القانون03-04 في المادة19مكرر2 منه بدون أن يفصّل في أنواع هذه المهام، حيث ارتبطت معظمها بحفظ السندات وتسييرها([2]). على عكس القانون03-04 نجد النظام03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات يعدّد أنواع المهام التي خولت لهذه الهيئة، لذا سنتبع التقسيم القانوني([3]) الذي أدرجه المشرع الجزائري بالتطرق إلى مهام المؤتمن المركزي على السندات المتعلقة بحفظ السندات(**أولا**) ثم تبيان مهام المؤتمن المركزي على السندات المتعلقة بتسيير السندات(**ثانيا**).

1- الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة،2006/2005، ص307.

2- نصت المادة19مكرر2 فـ4 على ما يلي:" تتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات، التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، على وجه الخصوص في:

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين،
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر،
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها،
- الترقيم القانوني للسندات،
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق".

3- أشار المشرع الجزائري إلى أنواع مهام المؤتمن المركزي في نصوص النظام03-01 وبالضبط في المواد الآتية:

- من المادة 12 إلى غاية المادة30 مهمة المؤتمن المتعلقة بحفظ السندات وقبولها.
- من المادة31 إلى غاية المادة34 مهمة المؤتمن المتعلقة بإدارة السندات.
- من المادة35 إلى غاية المادة57 مهمة المؤتمن المتعلقة بتسوية السندات وتسليمها التي كنا قد فصلنا فيها في مقتضيات الدراسة وبالضبط النقطة المتعلقة بنظام سير تعاملات الاستثمار في البورصة. فمن أجل تفادي التكرار سنكتفي بالتطرق إلى المهمتين المتعلقة بحفظ السندات وإدارتها دون التسوية والتسليم.

أولا: مهام المؤتمن المركزي المتعلقة بحفظ السندات.

تعد مهمة إيداع وحفظ السندات إحدى الأنشطة الهامة في نظام الإيداع المركزي التي يمارسها هيكل المؤتمن المركزي على السندات، فبإيداع القيم المنقولة لديه تتحول هذه الأوراق المالية إلى قيود حسابية تتم بموجبها إجراءات تسوية ومقاصة تعاملات الاستثمار المالي.

تتولى شركة المؤتمن المركزي على السندات مهمة حفظ السندات كأولى المهام التي خولت هذه الهيئة القيام بها، فلا يعقل أن تسبق مهمة تسيير السندات ومتابعة حركة تنقلها من حساب لآخر مهمة حفظ السندات وتحويلها من الصفة المادية (شهادات اسمية) إلى حسابات اسمية([1]) وحسابات جارية للسندات([2]).

الملاحظ على عمل المؤتمن المركزي أنه حقيقة أخذ المشرع الجزائري بنظام المؤتمن المركزي على السندات ونقل مهمة عمليات التسوية من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى هذا الهيكل الجديد بإشارة منه إلى وجوبية نزع الصفة المادية عن السندات المتداولة في بورصة الجزائر([3])؛ إلا أنه واقعيا وقانونيا نجده مازال مترددا نوعا ما بالانتقال إلى نظام الإيداع والحفظ المركزي، حيث مازال بعض المستثمرين مصدري السندات يتعاملون بشهادات السندات ويتم تداولها عن طريق المناولة أي سندات لحاملها دون أن تودع لدى المؤتمن المركزي. وهذا ما يعني أن المشرع الجزائري قد قرر التحول إلى نظام المؤتمن المركزي بالتدريج وعلى مراحل تتناسب مع متطلبات وتقنيات بيئة سوق القيم المنقولة بالجزائر.

1- يقصد بالحسابات الاسمية، تلك الحسابات التي يفتتحها المستثمرون لدى (المنخرطين بالمؤتمن المركزي الذي سبق الإشارة إليهم في المتن أعلاه) ماسكي الحسابات-حافظي السندات، حيث تأوي هذه الحسابات الاسمية أرصدة المستثمرين في شكل سندات. وهو الحكم ذاته الذي جاءت به المادة19مكرر1 من القانون03-04 التي نصت على أنه: "عندما يستخدم مصدر السندات سواء كانت الدولة، أو جماعات محلية، أو هيئة عمومية، أو شركة ذات أسهم، حق إصدار سندات مقيدة في الحساب، لا يمكن أن تسجل السندات لحاملها إلا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات....".

2- تلي مرحلة فتح حساب اسمي للمستثمرين لدى المنخرطين بالمؤتمن المركزي، فتح المؤتمن المركزي حسابات جارية لهؤلاء ماسكي الحساب-حافظي السندات (المنخرطين به) من أجل تقييد فيها كل الأرصدة من سندات المستثمرين الذين أسندت إليهم إدارتها/لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن المؤتمن المركزي، وثيقة ورقية،2004.

3- نصت المادة62 من النظام03-01 على أنه:" تلغى بمجرد شروع المؤتمن المركزي في مزاولة نشاطه المواد132 إلى 140 الواردة في نظام اللجنة رقم97-03 المؤرخ في 18نوفمبر سنة1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة"، فهي مواد متعلقة بإشراف شركة تسيير القيم على عمليات التسوية النقدية وتسليم السندات عن طريق المناولة فيما بين وسطاء عمليات البورصة.

نظرا لخصوصية نظام الإيداع المركزي الذي تم تخويله لهيكل المؤتمن المركزي سنحاول تبيان بعض النقاط الضرورية لفهم مهمة حفظ السندات لديه، وذلك من خلال تحليل بعض النصوص القانونية التي وردت في النظام03-01 بالتطرق إلى: نوعية السندات المقبولة في عمليات المؤتمن المركزي، كيفية قيد السندات المحفوظة لدى المؤتمن، مكان حفظ المؤتمن المركزي للسندات، وهذا حسب ما يلي بيانه:

1- نوعية السندات المقبولة في عمليات المؤتمن المركزي.

ترتكز مهام المؤتمن المركزي على نوعية السندات المنصوص عليها قانونا، فلا يقبل في عمليات المؤتمن المركزي جميع السندات المسعرة في البورصة الجزائرية. بل يقبل فقط السندات التي أحصاها المشرع الجزائري في المادة12 من النظام 03-01 وهي:

- "الأسهم وغيرها من السندات التي تتيح أو يمكن أن تتيح الوصول مباشرة أو غير مباشرة إلى الرأسمال أو حقوق التصويت والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في حساب أو المناولة باليد،
- سندات الدين المستحق التي يمثل كل منها حق الدائنية على الشخص المعنوي الذي يصدرها والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في حساب أو المناولة باليد استثناء الأوراق التجارية وسندات الصندوق،
- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة،
- السندات من نفس الطابع المصدرة على أساس الحقوق الأجنبية"([1]).

وتعد السندات مقبولة بقوة القانون عندما تكون مسجلة في سوق مقننة جزائرية، ولا تكون قابلة للتحويل إلا عن طريق التسجيل في حسابات بموجب القانون أو الأحكام القانونية الأساسية أو عقد الإصدار ([2]).

2-كيفية قيد السندات المحفوظة لدى المؤتمن.

بعد تعداد السندات التي تكون محلا لتنفيذ مهمة المؤتمن المركزي، ينبغي الإشارة إلى أنّ مهمة المؤتمن المركزي المتعلقة بحفظ السندات تبتدئ بفتح حساب جاري أو أكثر من السندات لكل مؤسسة قبل انخراطها، فيرمز إلى كل حساب جار برمز المنخرط المخصص له، حيث يجزأ كل حساب جاري للمنخرط إلى حسابات منفصلة فيما يخص كل قيمة من القيم المحازة([3]). تقيّد في الحسابات الجارية للمصدرين الأرصدة من السندات الاسمية التي أسند صاحبها مهمة إدارتها إلى المصدر نفسه، كما تسجل

1- المادة12 من النظام03-01.

2- المادة13 من النظام03-01.

3- المادة1/20 من النظام03-01.

الحسابات الجارية لماسكي الحسابات–الحافظين الأرصدة من السندات لحاملها والسندات الاسمية التي أسند صاحبها مهمة إدارتها إلى ماسك الحساب–الحافظ([1]).

وفي حالة حيازة المنخرط لسندات يكون جزء منها لحاملها وجزء منها اسميا، فإنّ الحساب يجزأ إلى حساب سندات لحاملها وحساب سندات اسمية([2]). تجدر الإشارة إلى أنّ أولى مهام المؤتمن المركزي المتعلقة بحفظ السندات أنه قام بتحويل الشهادات الإسمية إلى حسابات خاصة وجمع الشهادات الاسمية للأسهم من أجل حفظها([3]). وبغرض فرض التنظيم لدى ممارسة المؤتمن المركزي لمهمة حفظ السندات، فإنه يجب أن تكون أرصدة المنخرطين المدرجة في دفاتر المؤتمن المركزي متمايزة بحسب مختلف فئات الحائزين التي تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. إذ يتم هذا التمييز عن طريق تجزئة الحساب الجاري للمنخرط إلى عدة حسابات فرعية([4]).

وفي حالة السندات المقبولة في عمليات المؤتمن المركزي الجزائري ذات الإصدار الأجنبي التي تأخذ شكل السندات الاسمية فقط، فإنها تسجل إما مباشرة باسم المؤتمن المركزي الذي يتصرف في هذه الحالة كوكيل لمالكيها الحقيقيين، وإما باسم مؤتمن مركزي أو مؤسسة بنكية يفوضها المؤتمن المركزي لهذا الغرض([5]). هذا ويوضح المؤتمن المركزي، فيما يخص كل إصدار من إصدارات السندات الأجنبية المقبولة، الشكليات الواجب القيام بها لكي تقيّد في الجانب الدائن لحساب جار لسندات مكتسبة في سوق أجنبية([6]).

يتبين من خلال كل هذه النصوص التي جاءت لتوضح كيفية قيد السندات من أجل حفظها، بأنّ المشرع الجزائري قد قرر عدم حفظ السندات بشكلها المادي عند حفظها لدى هيئة المؤتمن المركزي، أي أن الورقة المالية تفقد دعامتها المحسوسة المادية بمجرد إيداعها لدى المؤتمن المركزي على السندات وتتحول إلى قيود حسابية (حساب اسمي على مستوى حسابات الماسكين والحافظين أو حساب جاري للسندات على مستوى هيكل المؤتمن).

1- المادة4/20 من النظام03-01.

2- المادة2/20 من النظام03-01.

3- الجودي صاطوري ، مرجع سابق، ص307.

4- المادة21 من النظام03-01.

5- المادة2/18 من النظام03-01.

6- المادة3/18 من النظام03-01.

3-مكان حفظ المؤتمن المركزي للسندات.

يختلف مكان حفظ المؤتمن المركزي للسندات التي كانت محل لتعاملات استثمار بورصي، بحسب ما إذا كان الإصدار وطنيا أو أجنيا، كتابيا أو اسميا. "حيث يحتفظ المؤتمن المركزي بالسندات المقبولة في عملياته إذا كان **الإصدار الوطني** بطريقة غير الكتابية، أي تبقى سندات مادية مودعة لديه، فيكون الاحتفاظ بها وفقا للشكل المادي على مستوى خزائنه"([1]). أما إذا كانت هذه السندات اسمية فقط فإنها تسجل باسم المؤتمن المركزي الذي يتصرف في هذه الحالة كوكيل عن مالكيها الحقيقيين([2]). وفي حالة ما إذا كان **الإصدار أجنبيا**، فإنّ المؤتمن المركزي يحتفظ بالسندات حسب طريقة تداولها، إما ماديا في خزائنه وإما في حساب مفتوح باسمه لدى مؤتمن مركزي أو مؤسسة بنكية أجنبية([3]).

-ثانيا: مهام المؤتمن المركزي المتعلقة بتسيير الحسابات.

فوّض القانون الجزائري للمؤتمن المركزي القيام بمهمة تسيير وإدارة الحسابات بالإضافة إلى مهمة حفظ السندات المودعة لديه، إذ أن المؤتمن المركزي يقوم بفتح حسابات جارية خاصة بماسكي الحسابات-حافظي الحسابات لديه تقيّد فيها كل الأرصدة من سندات المستثمرين المحفوظة لدى ماسكي الحسابات الموكل لهم إدارة هذه الأرصدة. فماسكي الحسابات يقومون بقيد السندات ويحفظونها في شكل أرصدة، ليتم التعامل عليها باسم ولحساب العميل المستثمر.

تناول المشرع الجزائري مهمة إدارة الحسابات المخولة للمؤتمن المركزي بموجب المواد من 31 إلى غاية المادة34 من النظام03-01، حيث أوكل لشركة المؤتمن المركزي القيام بمجموعة من الأعمال في إطار مهمة تسيير وإدارة الحسابات، نوجزها في النقاط التالية:

1- تحصيل المبالغ المستحقة.

في إطار ممارسة المؤتمن المركزي لمهمة إدارة الحسابات، يمكن لهذا الأخير أن يحصل في حساب مفتوح لدى مؤسسة بنكية مباشرة من المصدر أو من وكيله، لحساب المنخرطين لديه المبالغ المستحق لهم بعنوان القيام بدفع حصة أرباح أو فوائد، أو سداد سندات دين مستحق لهم أو أي منتوج آخر يتصل بالأرصدة التي يحوزونها في حساب جار. كما يمكن للمؤتمن المركزي أن يفتح للمنخرطين

1- المادة1/17 من النظام03-01.

2- المادة2/17 من النظام03-01.

3- المادة1/18 من النظام03-01.

لديه حسابات قسائم لحصص أرباح أو فوائد، أو حسابات سداد دين مستحق لهم أو أي منتوج آخر يتصل بالأرصدة التي يحوزونها في حساب جار([1]).

2- المعالجة الآلية للحقوق.

يحق للمؤتمن المركزي عند إدارته للحسابات القيام بمعالجة ممارسة الحقوق بصفة آلية دون تدخل من المنخرطين لديه، إذا تعلق الأمر بعمليات على سندات يتلخص موضوعها في توزيع سندات، مجانا أم لا، أو تبادل سندات. حيث تتم ممارسة الحقوق المتصلة بالسندات المدفوعة في حساب جار من خلال الاستظهار بالحقوق لدى المصدر أو مؤسسة مفوضة لذلك بموجب أوامر بالتحويل، مسجلة في محاسبة المؤتمن المركزي([2]).

3- جمع معلومات حول حائزي السندات.

في إطار تسيير المؤتمن المركزي للسندات يمكن لهذا الأخير جمع معلومات لدى المنخرطين لديه من ماسكي الحسابات-الحافظين عن حائزي سندات الشركات المصدرة، التي قررت قانونا أحقية القيام في كل وقت بتعريف حائزي سنداتها التي تخول عاجلا أو آجلا الحق في التصويت في جمعية المساهمين([3]) كما يسهر المؤتمن المركزي على تحديد شروط تنفيذ هذا التعريف-الخاص بكشف هوية الشركاء في الشركات المصدرة-الذي يوضح على الخصوص عناصر التعريف الواجب تقديمها والآجال الواجب احترامها ([4]).

4- إمكانية إصدار شهادات لتمثيل الحقوق.

خوّل للمؤتمن المركزي إصدار شهادات تمثيل الحقوق استثناءا ومع عدم اعتباره مصدرا للسندات بحسب دراستنا لنقطة الأشخاص المصدرة للسندات في بورصة الجزائر. "ففي هذا الصدد يمكن للمؤتمن المركزي أن يصدر شهادات تمثيل الحقوق المتصلة بالسندات المدفوعة في حساب جار. ولهذه الشهادات المرقمة قيمة استظهار السندات أو القسيمات ويترتب عنها إعداد قائمة تلخيصية إجمالية موجهة إلى المصدر أو إلى وكيله قصد الكتابة على الهامش عند الحاجة"([5]).

1- المادة 31 من النظام03-01.

2- المادة32 من النظام 03-01.

3- المادة1/33 من النظام03-01.

4- المادة2/33 من النظام03-01.

5- المادة 34 من النظام03-01.

5- تسيير الحسابات بأنواعها.

أسلفنا الذكر بأنّ السندات تحفظ بأرصدة تحمل صفة حسابات اسمية للمستثمرين لدى ماسكي الحسابات-الحافظين لها، ومن ثمة وبدورهم هؤلاء الماسكين بصفتهم مديري هذه الأرصدة لصالح عملائهم المستثمرين يفتتحون حسابات جارية للسندات على مستوى المؤتمن المركزي. ومن خلال ذلك يتضح تنوع الحسابات التي تتحول إليها الورقة المالية التي تنزع عنها صفتها المادية، إذ يسهر المؤتمن المركزي على حسن سير هذه الحسابات بحسب ما قضت به المواد من 20 إلى25 المتعلقة بسير الحسابات الجارية، والمواد من26 إلى 30 المتعلقة بسير حسابات السندات الاسمية.

فبالنسبة لسير الحسابات الجارية، تقيّد في الجانب الدائن للحسابات السندات المحولة لفائدة المنخرط صاحب الحساب أو التي يودعها هذا الأخير لدى المؤتمن المركزي. وتقيد في الجانب المدين السندات التي يحولها المنخرط لفائدة منخرط آخر أو يسحبها بناء على طلبه([1]).

أما بالنسبة لسير حسابات السندات الاسمية، فإنّ المؤتمن المركزي هو من يتولى إرسال المعلومات الاسمية المتعلقة بأصحاب السندات بين الوسطاء القائمين بالإدارة والمصدرين([2]). كما يبلغ المؤتمن المركزي الشركات المصدر عن كل تغيير للوسيط القائم بإدارة السندات الاسمية([3]).

1- المادة23 من النظام03-01.

2- المادة27 من النظام03-01.

3- المادة30 من النظام03-01.

المبحث الثالث: نظام سير تعاملات الاستثمار في البورصة.

تطلب الأمر من السلطة السياسية الجزائرية بعد إنشاء البورصة أو سوق القيم المنقولة تزويدها بمعايير وأنظمة تدل على مدى كفاءتها وفعاليتها، ولعل أبرز هذه الأنظمة تلك المتعلقة بكيفية سير تعاملات الاستثمار في هذا السوق. إذ عمل المشرع الجزائري ومنذ إنشائه لهذا السوق على تحيينه بجعله مسايرا ومواكبا لشتى أنواع متطلبات تنمية سوق البورصة كوسيلة فعالة تؤثر على اقتصاد الدولة.
تلعب المعايير والأنظمة التي اعتمدها المشرع الجزائري دورا هاما في قياس أهمية سوق القيم المنقولة، إذ تتمثل هذه المعايير عادة في نظام التسعير وتسوية الصفقات الاستثمارية–تعقد معاملات الاستثمار بسوق القيم المنقولة حول أدوات الاستثمار التي أشرنا إليها سابقا بين المصدرين والمستثمرين–التي تحدث على مستوى السوقين الأولية والثانوية.

ففي هذا المبحث تجاوزنا مرحلة قيد الشركات المصدرة وانضمامها إلى البورصة وفق شروط معينة لنبين كيفية التعامل في القيم المنقولة من شراء وبيع وتسوية هذه الصفقات حسب عمليات بورصية عاجلة. فتطبيق الاستثمار بالبورصة ينجم عنه تنفيذ تعاملات بيع وشراء القيم المنقولة بين المستثمرين عن طريق وسطاء عمليات البورصة وبالتالي عقد صفقات استثمارية تتوج باستلام الثمن وتسليم القيمة أو الورقة المالية.

يعمل وسطاء عمليات البورصة كعنصر فعال في تسوية وتنفيذ التعاملات الاستثمارية بسوق البورصة، غير أن مهامهم لا تبتدئ إلا بعد أخذهم إشارة البداية من المستثمر الزبون الذين يعملون لحسابه، أي بعد أن يصدر هذا الأخير لصالحهم أمرا **(المطلب الأول)**، يعد أمر البورصة أولى مراحل سير تعاملات الاستثمار بالبورصة ثم تليها مرحلة تسوية الوسيط للصفقات الاستثمارية بالانطلاق الفعلي لبيع وشراء القيم المنقولة **(المطلب الثاني)**.

المطلب الأول: إصدار المستثمر أمرا لصالح وسيط عمليات البورصة.

ينوب وسيط عمليات البورصة عن وكيله المستثمر في تسيير معاملات الاستثمار في بورصة القيم المنقولة، فلا يسمح للمستثمر بالقيام بهذه التعاملات بنفسه ما دام أنه تعاقد مع الشخص الكفء والخبير بقطاع الاستثمار البورصي.

إنّ نقطة بدء التعامل في القيم المنقولة الصادرة عن المستثمر المؤسساتي وفقا للشروط القانونية المفروضة من قبل سلطة ضبط سوق القيم المنقولة والمقيدة في سوق القيم المنقولة، هي صدور أمر من المستثمر إلى وسيط عمليات البورصة يطلب منه تنفيذ عملية البيع والشراء لحسابه.

لكن عملية تلقي الأمر من المستثمر لصالح الوسيط تنجر عنها تنوعا بالأوامر الصادرة الشيء الذي بإنشاء معه اختلافا في مفهومها، يتضح من خلال التعريف بها وبأنواعها وكذا الإشارة إلى طريقة صدورها **(الفرع الأول)**.

وبعد صدور هذه الأوامر بمختلف أنواعها من المستثمر لصالح الوسيط، لا يبقى أمام هذا الأخير إلا قبول عرض هذا الأمر بسوق القيم المنقولة، ما ينجر عنه معالجة مسألة حتمية قبول الوسيط للأوامر الموجهة إليه. فتلاقي هذه الأوامر الصادرة عن المستثمرين لصالح وسطاء عمليات البورصة تسمح بتسعير القيم المنقولة قبل بدء تداولها وفقا لنظام تسعير معين **(الفرع الثاني)**.

اخترنا التطرق إلى هذا التسلسل في أفكار المطلب وفروعه بسبب أنّ تعاملات الاستثمار في قطاع البورصة تنطلق بتلقي الوسيط في عمليات البورصة أمرا من المستثمر، ثم بعد ذلك تليها مرحلة تحديد أسعار القيم المنقولة من أجل عقد صفقات بيع وشراء القيم المنقولة في سوق البورصة.

الفرع الأول: أوامر البورصة وأنواعها.

تلعب أوامر البورصة دورا هاما في قياس ومعرفة مدى كفاءة وفعالية بورصة القيم المنقولة، إذ تدل على حسن تسيير وتنظيم هذه المؤسسة. تنفذ عمليات البورصة التي تترجم أوامر المستثمرين من بيع وشراء القيم المنقولة عن طريق وسطاء عمليات البورصة، إذ يلعب هؤلاء دورا فعالا في إنجاح عمليات البورصة وعملية دخول المستثمر إلى البورصة.

حيث يعمل وسيط عمليات البورصة بعد تلقيه أمرا من زبونه المستثمر على التقريب في وجهات النظر بين وكيله والمستثمر الآخر من أجل إبرام صفقات استثمارية بالبورصة. فما هو الشكل والتكييف القانوني الذي تأخذه أوامر البورصة **(أولا)** وماهي أنواع الأوامر التي يتلقاها الوسيط من زبونه المستثمر **(ثانيا)**.

أولا–شكل أوامر البورصة وتكييفها القانوني.

تعتبر الأوامر نواة تعاملات الاستثمار في البورصة من الناحية القانونية والعملية، فهي نقطة انطلاق وتحريك لإرادة المستثمرين من أجل تنفيذ العمليات عن طريق وسيط عمليات البورصة، المرخص له قانونا بممارسة هذا النشاط نيابة عن وكيله المستثمر سواء تعلقت هذه الأوامر برغبة الشراء أو البيع.

فإذا اتجهت رغبة المستثمر لدى تداول القيم المنقولة إلى بيعها أصدر أمرا بالبيع لصالح الوسيط، " أما إذا اتجهت رغبته إلى شراء إحدى القيم المعروضة في سوق البورصة أصدر في هذه الحالة أمرا بالشراء لصالح وسيط عمليات البورصة"([1]).

1– كريم مولود عبد الباسط، نقلا عن عبد الفضيل محمد أحمد ص87، مرجع سابق، ص367.

غير أنّه مهما تنوعت رغبة المستثمر لدى إصدار الأوامر من أجل تنفيذها من طرف الوسيط، تبقى كل من أوامر البيع وأوامر الشراء تمثلان أوامر البورصة. لذا سنوضح فيما يلي المقصود بأوامر البورصة والشكل الذي تأخذه وطريقتها وتكييفها القانوني.

1- المقصود بأوامر البورصة الصادرة عن المستثمر.

أعطى المشرع الجزائري **تعريفا قانونيا** لأوامر البورصة في المادة89 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بأنّ: "أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل". يؤخذ على التعريف القانوني الذي قدمه المشرع الجزائري عدم توضيحه لموضوع الأمر الصادر من المستثمر الزبون إلى وسيط عمليات البورصة ألا وهو بيع أو شراء القيم المنقولة، في حين أن التعريف ذاته أشار فيه إلى ترك حرية التصرف للوسيط وتنفيذ عمليات البورصة دون تلقي أمر من المستثمر تحت غطاء قانوني يتجسد في وكالة التسيير أو النشاط بمقابل.

هذا ما يقودنا إلى القول بأن هذا التعريف حمل تعريفا لأمر البورصة في شقه الأول ونقيضا لتعريف أمر البورصة في شقه الثاني وهذا غير مقبول منطقيا، فحتى وإن أراد المشرع الإشارة إلى إمكانية تصرف وسيط عمليات البورصة دون تلقيه أمرا من المستثمر كان ينبغي عدم التنصيص عليه في التعريف وفي المادة ذاتها.

أما من **الناحية الفقهية**، فقد أعطيت له العديد من التعريفات من بينها:

- أمر البورصة بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمنتوجات المالية المتداولة بصفة عامة، إذ يتطلب هذا التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط([1]).

-وعرف جانب آخر من الفقه أوامر البورصة بأنها الإرادة المحركة للوسيط للقيام بعمليات على أوراق مالية. أو هي الأمر الصادر من العميل للوسيط طالبا منه ومفوضا له القيام بعملية معينة (بيع أو شراء) على أوراق مالية([2]).

1- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة-تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، مطبعة هومة، الجزائر،2002، ص ص76-77.

2- كريم مولود عبد الباسط، مرجع سابق، ص 369.

–أما الفقه الفرنسي فقد عرّفها بأنها: عقد وكالة صادرة من المستثمر مصدر الأمر إلى وسيط مالي تخوله شراء أو بيع نوع من الأوراق المالية بالشروط المدرجة في أمر الشراء نفسه([1]). يؤخذ على هذا التعريف الأخير الذي قدمه الفقهاء الفرنسيين أنه يرفع درجة أمر البورصة ويكيّفه على أنه عقد وكالة وليس بتعليمة أو تفويض كما فعل الفقهاء السابقين أو المشرع الجزائري، ما يثير لبسا حول التكييف القانوني لهذا الأمر.

–كما قدّم الفقه الفرنسي تعريفا مشابها للتعريف القانوني الصادر عن المشرع الجزائري، إذ يرون أنّ أمر البورصة هي تعليمة من المستثمر إلى الوسيط المالي بغرض شراء أو بيع القيم المنقولة المتداولة بالأسواق المالية ويبادر لها الوسيط في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل، والذي يعتبر الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ هذا الأمر([2]).

2- موقف المشرع الجزائري من تكييف أوامر البورصة.

اختلف الفقه حول التكييف القانوني لأوامر البورصة نظرا للفرق الذي نجم عن التعاريف التي أعطيت لها، "فهناك من اعتبر أوامر البورصة عقدا لكنهم لم يحددوا نوع هذا العقد، واعتبروا كل إخلال بهذا الأخير يوجب تطبيق قواعد المسؤولية العقدية وليس التقصيرية. لكن هذا الرأي عرف نقدا إذ أنه لم يبين قواعد الالتزامات العقدية بسبب عدم انصبابه على قواعد خاصة بعقد معين. الأمر الذي جعل من النظام القانوني لأمر البورصة نظاما غير دقيق مع أنه لهذه النظرية دور مهم في إبراز الطبيعة العقدية لأمر البورصة"([3]).

بينما يرى فريق آخر من الفقه الفرنسي الذي اعتبر أمر البورصة تعليمة صادرة عن زبون الوسيط الذي يعمل لحسابه من أجل شراء أو بيع أدوات مالية. إذ يعتبرون أمر البورصة مجرد تعليمة فقط وليست عقدا، غير أن هذا الرأي لم يسلم من النقد فحتى وإن كان هذا التعريف صحيحا من الناحية العملية غير أنه ليس دقيق من الناحة القانونية واللغوية، كون التعليمات تأخذ مفهوم توجيهات عملية موجهة من الرئيس إلى المرؤوس أو التابع بغية تنفيذ أوامر معينة، كما قد تكون التعليمات مجرد توصية أو نصيحة أو حتى بيانات تفسيرية. لذا فاستعمال مصطلح التعليمات التي استعمله المشرع الجزائري بعيد عن الصواب لما فيه من غموض وعدم الدقة من الناحية القانونية فلا يمكن اعتماده([4]).

1- أحمد محسن الخضيري، مرجع سابق، ص12.

2-Josette pilverdier-latreyte préface de jean François Théodore, le marché financier français, 3éme édition, techniques de gestion économica, 1999, p132.

3- رشا تيسير محمد حطاب، النظام القانوني لأمر البورصة (دراسة مقارنة)، مجلة أبحاث اليرموك سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد24، العدد 01، 2008، ص171.

4- محمد بن زريق، مرجع سابق، ص11.

ظهر كذلك في هذا الصدد رأي آخر يرى بأن التكييف القانوني لأمر البورصة هو عقد وكالة من نوع خاص يخضع للمجلس الأعلى للأسواق المالية وهي قواعد خاصة بهذا العقد، وهذا الرأي هو الغالب في الفقه؛ كون أمر البورصة عقد وكالة صادر من العميل يتضمن قواعد دقيقة ملزمة تفرض وجوب تنفيذه في مكان تنفيذ خاص وهو بورصة الأوراق المالية وموضوعه عبارة عن عمليات تتم على صكوك مالية دون شيء آخر([1]).

وأمام هذه الاختلافات حول التكييف القانوني لأوامر البورصة وحتى وإن لم يبين المشرع الجزائري هذا التكييف مستقلا، إلا أنه أعطى البعض من ملامحه في نصوص أنظمة البورصة، حيث أنه أعطى تعريفا لأمر البورصة على غرار باقي التشريعات، وربط هذا الأمر بأنه يقع في إطار قانوني منظم يأخذ شكل وكالة تسيير أو نشاط بمقابل تعبيرا عن طبيعة العلاقة التي تجمع الزبون المستثمر بالوسيط في عمليات البورصة([2]).

وبالعودة إلى طبيعة العلاقة التي فصلنا فيها سابقا ضمن مجريات الدراسة، فإنّ العلاقة القائمة بين المستثمر الزبون والوسيط هي علاقة وكالة بعمولة خاضعة بذلك للقانون التجاري والقانون المدني كأصل. وعليه، يبقى أمر البورصة تلك التعليمة الصادرة عن المستثمر لصالح وسيط عمليات البورصة في إطار العلاقة القائمة بينهما والناشئة عن عقد الوساطة المالية، إذن هو تكليف بمهمة نتيجة هذا العقد الأخير.

غير أنّ الملاحظ على أمر البورصة أنها عرفت تكييفا خاصا بموجب نظام اللجنة 15-01 المتعلق بتحديد شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، نظرا لتنوع نشاطات الوسيط في سوق البورصة، حيث جعلت الحالة التي يسيّر فيها الوسيط الحافظة لحساب الغير بطريقة فردية وتقديرية بموجب توكيل خاضعة لعقد الوكالة بجعلها جزءا منه.

أما الحالة الثانية المتعلقة بالتفويض للحساب الخاص أين يقوم الوسيط بصفقات تخص قيمة واحدة أو عدة قيم منقولة باستخدام رؤوس أمواله الخاصة، فهنا تنعدم علاقة الوكالة العقدية وتبرز أوامر البورصة كتعليمات فردية أو تفويض يتلقاها الوسيط من زبونه المستثمر دون تسييره للحافظة المالية([3]).

1- طه سيد بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه في الحقوق، القاهرة،2000، ص498.

2- حسب ما ورد في المادة 89 من النظام 97-03التي تضمنت تعريفا لأمر البورصة.

3- حسب ما تضمنت المادة 02 من النظام15-01 شرحا تفصيليا لنشاطات وسيط عمليات البورصة.

3- طريقة إصدار أمر البورصة من المستثمر لصالح الوسيط.

تعتبر طريقة إصدار المستثمر الزبون لأمر البورصة كتعليمة لصالح الوسيط في عمليات البورصة هي الأصل الذي تأخذه أوامر البورصة بصدورها من المستثمر صاحب المصلحة إلى الوسيط المحتكر لتلقي الأمر وتنفيذه في إطار قانوني([1]). إلا أنه ونظرا لوجود استثناء عن كل أصل، توجد إمكانية مبادرة وسيط عمليات البورصة باتخاذ هذه الأوامر لحساب زبونه المستثمر وتحقيقا لمصلحته، وهذا الاستثناء يجد غطاءه القانوني كعملية تتم في إطار وكالة التسيير أو النشاط بمقابل الذي خوله المشرع للوسيط([2]).

وعليه، توخى المشرع الجزائري وراعى مصلحة المستثمر في هذا الصدد، فعلى الرغم من أنّ الأمر المسلّم للوسيط عادة ما يحدد بدقة شروط المستثمر أثناء تكليفه بالتعامل باسمه، إلا أنه قد يترك لذلك الوسيط هامش مناورة أو مجالا للتصرف بحرية، وذلك حتى لا تضيع عليه بعض الفرص التي تتطلب اتخاذ قرار بسرعة من قبل الوسيط أثناء تأدية مهامه ودون توفر الوقت للرجوع للمستثمر لأخذ رأيه في ذلك([3]).

وبما أنّ الزبون المستثمر ووسيط عمليات البورصة تربطهما علاقة تعاقدية فلهما كامل الحرية في تحديد الشروط والاتفاق في اتفاقية الحساب الموقعة من الطرفين عند فتح حساب السندات على أية وسيلة لإرسال أمر البورصة من المستثمر الآمر إلى الوسيط المتلقي([4]).

ولحفظ وضمان السير الحسن لسير عمليات تلقي الأوامر وعقد الصفقات الاستثمارية بين وسطاء عمليات البورصة تحقيقا لحماية مصالح المستثمرين، نظمت وعدّدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعض الطرق التي يمكن بها للمستثمر إصدار أمره، فبالرجوع إلى المادة 97 من النظام العام للبورصة97-03 نجدها تتضمن طريقتين تتمثل في التالي:

1- لا يعتبر احتكار الوسيط لتلقي وتنفيذ أوامر البورصة انعدام سلطات المستثمر الآمر بمجرد إصداره لهذا الأمر، إذ يحق له تعديل أو إلغاء أمره في كل وقت إلى غاية عشية حصة التسعرة، وفيما يخص التعديلات التي تتم يوم التسعرة فلا يمكن أن يتحمل الوسيط في عمليات البورصة مسؤولية عدم إدخالها/ المادة 1/99 من النظام97-03.

2- تنص المادة90 من النظام97-03 المتعلق بالنظام العام للبورصة المعدل والمتمم على أنه: "تعرض الأوامر التي تلقاها الوسطاء في عمليات البورصة أو بادروا بها...".

3- بحث الوسطاء في السوق المالي منشور على الموقع الالكتروني شبكة طلبة الجزائر، www.etudiantdz.com تاريخ الزيارة15 يناير 2010.

4- المادة96 من النظام97-03 السالف ذكره.

-الطريقة الأولى: إصدار أمر بورصة كتابي.

نفصل في هذه الطريقة ضمن حالتين بسبب صدور أمر البورصة من المستثمر إلى الوسيط أو مبادرة وسيط عمليات البورصة بهذه الأوامر، وهذا وفقا للتالي:

يرسل المستثمر أمرا كتابيا إلى وسيط عمليات البورصة في **الحالة الأولى**، فيراعي في ذلك كتابة هذا الأمر المحرر وفقا للنموذج المعتمد من طرف اللجنة([1])،إذ يجب أن يتضمن كل أمر من أوامر البورصة مجموعة من البيانات الضرورية كي يتم تنفيذه تنفيذا سليما من بينها:

-هوية مقدم الأمر(زبون أو غير زبون).

-الغرض من العملية: شراء أو بيع.

-عنوان أو اسم القيمة التي يتعلق بها الأمر.

-كمية أو عدد السندات المطروحة للتداول.

-السعر الأعلى(للشراء) والأدنى (للبيع) الذي يبدي المستثمر استعدادا لدفعه أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره.

-فترة صلاحية الأمر، والتي يجب ألا تتعدى 30 يوما ابتداء من يوم إنشائه.

-توقيع صاحب الأمر.

وما تجدر الإشارة إليه أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة يمكنها أن تشترط أي بيان تكميلي ضروري لمعالجة الأوامر([2]).

أما **الحالة الثانية** من الطريقة الأولى فهي شكل أوامر البورصة التي يبادر بها الوسيط في عمليات البورصة في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل، إذ أوجب المشرع الجزائري في هذه الحالة هي الأخرى أن تكون محل وثيقة مكتوبة ترسل من قبل الشخص المكلف بتسيير محفظات مالية الزبائن أو الشخص المكلف بعمليات الطرف المقابل إلى الشخص المكلف بعمليات المفاوضة([3]).

1- المادة97 /1من النظام97-03.

2- المادة92 من النظام 97-03 المعدل والمتمم الموضحة ب: وثيقة البورصة الجزائر الخاصة بأوامر البورصة، عن الموقع الالكتروني الخاص بشركة تسيير بورصة القيم www.sgbv.dz

3- المادة3/97 من النظام97-03، المرجع نفسه.

-الطريقة الثانية: إصدار أمر بورصة شفهي.

نظرا للطابع الاستعجالي والسريع الذي تتميز به عمليات البورصة، يحق للمستثمر أن يأمر الوسيط ببيع أو شراء القيم المنقولة عن طريق الهاتف؛ فيكون هنا أمر البورصة بصيغة شفهية([1]) تحقيقا لمصلحته بالاستفادة من ارتفاع وانخفاض الأسعار المفاجئ في سوق البورصة. غير أنه في حالة إصدار المستثمر أمرا بواسطة الهاتف يتعيّن عليه تأكيد الأمر الصادر عنه كتابيا.

والجدير بالذكر أنه كيفما كانت الطريقة التي صدر بها أمر البورصة من المستثمر الموجه إلى الوسيط في عمليات البورصة كتابية أو شفاهية، يتعين على هذا الأخير أن يسجل كل أمر مرسل له من المستثمر(الآمر) بتاريخ وساعة الاستلام وذلك بمجرد استلامه. إذ نظرا للخصائص المميزة لهذا النوع من الصفقات الاستثمارية يتعجل الوسيط بتقديم الأوامر للسوق، ففي كل افتراض يجب أن يقدم أمرا مستلما في حصة التسعرة المقبلة([2]).

وأيّا كانت طريقة إصدار الأوامر من المستثمر لصالح وسيط عمليات البورصة، فإنه يقع على عاتق هذا الوسيط بعد تلقيه هذا الأمر التزامات التأكد من هوية المستثمر باعتباره تعبيرا عن إرادة العميل الآمر، فيجب أن يكون صادرا عن شخص تتوافر فيه الأهلية. ولذلك لا يكون أمر البورصة صحيحا إذا صدر عن شخص عديم الأهلية أو منعدم الرضا أو كان رضاؤه معيبا أو منقوصا. "ما يجعل هذا الوسيط ملتزما بالتحقق من شخصية المستثمر مصدر الأمر خصوصا إذا كان غير معروف لديه شخصيا، ومن أهليته وصفته متى كان يتصرف لحساب شخص آخر ومن ملكيته للصكوك المراد التصرف فيها بالبيع، فإذا كان الأمر صادرا لحساب شخص معنوي وجب التحقق من سلطة مصدر الأمر"([3]).

فالحكمة من توخي تسريع وتعجيل الوسيط بتقديم الأوامر وتنفيذها في سوق البورصة؛ تهدف إلى عدم تضييع الوسيط أرباحا عن زبونه المستثمر بتأجيل الصفقة أو التهاون في تقديم الأوامر في ساعتها ويومها، وعلى الرغم من هذا الاستعجال وبسبب أن سوق البورصة الجزائرية هي سوق عاجل تبرم صفقاته في جلسة واحدة، إلا أنّ المشرع لم يلزم المستثمرين باتخاذ نوع معيّن من أوامر البورصة بل جعل أمامهم اختيار نوع الأوامر التي يناسبهم، وهو الأمر الذي سنبينه في النقطة التالية.

1- المادة 2/97 من النظام97-03.

2- المادة98 من النظام97-03، مرجع سابق.

3- أحمد محمد عبد الفضيل، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد04، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ،1988، ص12.

ثانيا–أنواع أوامر البورصة المكرسة قانونا.

لا يستطيع وسطاء عمليات البورصة مباشرة نشاطهم إلا بعد تلقي الأوامر من زبائنهم أو العملاء المستثمرين، وتختلف هذه الأوامر التي يمليها المستثمر على وسيط عمليات البورصة بحسب بيانات السعر أو الصلاحية أو بحسب شروط التنفيذ، إذ يحق للمستثمر اتخاذ أي نوع من الأوامر يتناسب مع قراره الاستثماري.

سنعتمد في دراستنا هذه الاستناد إلى تقسيم أوامر البورصة وفقا للأحكام التنظيمية لعمل البورصة الجزائرية، إذ يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية:

1– أنواع أوامر البورصة وفقا لمعيار بيانات السعر.

حصر المشرع الجزائري أوامر البورصة المتعلقة ببيانات السعر في ثلاثة أنواع ونظمها بموجب المادة93 من النظام 97–03 التي قدمت تعريفا لكل نوع منها، ولكن الملاحظ على عمل البورصة الجزائرية أنه تم إقصاء نوع من هذه الأنواع، فيكون نوعين من هذه الأوامر فقط مقبول من طرف شركة تسيير بورصة القيم وهي:

أ–الأمر بسعر السوق ordre à prix du marché

وهي الأوامر التي يصدرها المستثمر الآمر دون أن تتضمن أية إشارة إلى السعر، ويقع تنفيذها تبعا للأوامر الموجودة في السوق([1])، وتكون هذه الأوامر واجبة التنفيذ بمجرد استلامها بشكل كلي أو جزئي على أفضل الأسعار الموجودة على الطرف المقابل لحظة إدخاله، وفي حالة التنفيذ الجزئي فإن الكمية تظهر سجل الأوامر بالسعر الذي تم التنفيذ عليه([2]).

يعتبر هذا النوع من أوامر البورصة الأكثر شيوعا في بورصة فرنسا والأردن([3]) غير أنه غير مقبول التنفيذ وغير معمول به في بورصة الجزائر بسبب حداثة هذا السوق، إذ أن هذا النوع من الأوامر يطبق في نظام التسعيرة المتواصلة غير المعتمد في الجزائر([4]).

1– المادة1/93 من النظام97–03.

2– محمد بن زريق، مرجع سابق، ص19.

3– المرجع نفسه، والصفحة نفسها.

4– وثيقة البورصة الجزائر الخاصة بأوامر البورصة، عن الموقع الإلكتروني الخاص بشركة تسيير بورصة القيم www.sgbv.dz تاريخ الزيارة2019/03/30.

ب-الأمر لأفضل سعر ordre à meilleur prix

لا يتضمن الأمر الصادر عن المستثمر الآمر أيّة إشارة إلى السعر، فبموجب هذه العملية لا يحدد المشتري أي سعر أقصى ولا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته، فيقع تنفيذ الأمر بالأولوية بأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق([1]).

يتشابه هذا النوع من الأوامر بالنوع الذي سبقه في عدم احتوائها على السعر، لكنهما يختلفان من حيث نظام تحديد السعر أو التسعير إذ يستعمل الأول في نظام التسعيرة المتواصلة بينما يستعمل الثاني في نظام التسعيرة الثابتة.

ج-الأمر بسعر محدد ordre a prix fixe

يحدّد المستثمر الآمر بمقتضى هذا النوع من أوامر البورصة السعر الأقصى الذي يقبل بدفعه لشراء السندات أو السعر الأقصى الذي بموجبه يقبل التنازل عن السندات([2]). إنّ هذه الأوامر قد تمتاز بأنها تضمن للمستثمر أن الشراء لن يتم فوق سقف السعر الذي كان قد حدده أو على العكس أن البيع لن يتم بأقل من سقف السعر المحدد، إلا أنها قد لا تكون متوافقة وظروف السوق مما يؤدي إلى نفاذها أصلا([3])

الجدير بالذكر، أنه في حالة عدم احتواء الأوامر على سعر محدد تميّز إبرام الصفقات بسرعة وضمان التنفيذ، والسبب راجع إلى أنّ الشراء يتم بأدنى سعر مقدم في حين يتم البيع بأعلى وأفضل سعر مقدم. لكن من أبرز عيوب هذا النوع من الأوامر عدم معرفة المستثمر العميل سعر التنفيذ مسبقا إلا بعد إتمام الصفقة الاستثمارية موضوع أمر البورصة؛ وهو ما يشكّل عليه خطر خاصة إذا لم تكن شركة الوساطة المالية الموجه إليها الأمر بالكفاءة المطلوبة واللازمة لتسيير تعاملاته في سوق القيم المنقولة([4]).

هذه المخاطر لا نجد لها مكانا في سوق البورصة الجزائرية، نظرا لتصدي المشرع الجزائري لمثل هذه الحالة أي حالة عدم احتواء أوامر المستثمر الموجهة لوسيط في عمليات البورصة أية إشارة بخصوص حد السعر، فيعالج الأمر بحسب نظام التسعير كأمر إلى السوق في حالة التسعرة المتواصلة، أو يعالج كأمر لأفضل سعر في حالة التسعرة الثابتة([5]).

1- المادة2/93 من النظام97-03.

2- المادة3/93 من النظام97-03.

3- محمد بن زريق، مرجع سابق، ص20.

4- ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص 129.

5- المادة 4/93 من النظام97-03.

2-أنواع أوامر البورصة وفقا لمعيار بيانات الصلاحية.

وفقا لهذا المعيار يتم النظر إلى أوامر البورصة بحسب المدة المحددة للتنفيذ، إذ تقبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية وهي:

أ-أمر صالح لتاريخ معين(الملغى) Ordre à revocation

وهو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري الذي يرسله فيه الوسيط في عمليات البورصة([1]). ويكون الأمر صالحا طيلة الشهر إذا تلقاه الوسيط في بدايته، أما إذا تلقاه في منتصف الشهر فيكون الأمر صالحا خلال النصف الثاني للشهر نفسه وفي جميع الأحوال يتم إلغاء الأمر في حال عدم تنفيذه([2]).

ب-أمر صالح "لمدة يوم"Ordre de jour

وهو أمر بالبيع أو الشراء موجه ومرسل من المستثمر إلى الوسيط، صالح فقط أثناء جلسة التداول (اجتماع البورصة) التي تلي تسجيله عند افتتاح حصة التداول في السوق([3]).

تشمل هذه الأوامر مدة صلاحية للتنفيذ محددة بيوم عمل واحد بجلسة البورصة من بدايتها إلى نهايتها، إذ تعد الأكثر شيوعا من الناحية العملية، أين تُبنى هذه الأوامر على توقعات مسبقة لأفضلية التعامل بذلك اليوم، وعموما تكون هذه الأوامر ليوم واحد ما لم ينص القانون على خلاف ذلك([4]).

ج-أمر صالح لغاية التنفيذ.Ordre à exécution

وهو أمر بالشراء أو البيع صادر عن المستثمر لم يحدد له تاريخ انتهاء صلاحيته، وصلاحية تقديمه من طرف الوسيط إلى سوق البورصة لا تتجاوز ثلاثة(03) أسابيع متتالية([5]).

د-أمر ذو صلاحية محدودة.Ordre à durée limitée

وهو أمر بالشراء أو البيع يصدره المستثمر الآمر في حق الوسيط يتضمن أجلا محددا لا تتجاوز مدته ثلاثين(30) يوما، ويعد هذا الأمر صالحا إلى غاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.

1- المادة 1/94 من النظام97-03.

2- نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص387.

3- المادة2/94 من النظام97-03، المرجع نفسه.

4- ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص126.

5- المادة3/94 من النظام97-03.

والجدير بالذكر بأن المشرع الجزائري قد أحاط أنواع هذه الأوامر بحسب الصلاحية باهتمام خاص، إذ أنه في حالة إغفال المستثمر الآمر ذكر مدة صلاحية الأمر حسب الأنواع المذكورة أعلاه، فإن أمر البورصة ونظرا لعدم وجود معلومات بخصوص الصلاحية يعد أمرا صالحا لمدة يوم أو أمرا ليومه([1]).

3-نوع خاص من أوامر البورصة مجمد عمليا.

أشار المشرع الجزائري إلى هذا النوع الخاص من أوامر البورصة بموجب المادة95 من النظام97-03 المعدل والمتمم والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، يتعلق هذا النوع من الأوامر بشروط التنفيذ المتعلقة بالأجوبة الجزئية، "فهي تلك الأوامر التي لا يمكن الإجابة عليها جزئيا، بمعنى يشترط على الوسيط في عمليات البورصة تنفيذ الأمر بكامله على كل الكمية الواردة فيه، وإن لم يستطع فلا ينفذه إطلاقا"([2])، وعليه يمكن أن يتضمن أمر البورصة الشروط الآتية:

-الأوامر بدون شرط التي بمقتضاها تحلل كمية السندات كأقصى كمية.

-أوامر "الكل أو لا شيء" التي لا يمكن الإجابة عليها جزئيا([3])، فهي أوامر تتعلق بالبيع أو الشراء لا يمكن تنفيذها بصفة مجزئة، وقد تم تجميد التعامل بهذا الأمر مؤقتا لتعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة([4]).

وبعد تلقي الوسيط أمر المستثمر مهما كان نوعه لا يبقى أمامه إلا مسألة قبول عرضه وإدراجه بسوق القيم المنقولة من أجل تحديد سعر افتتاح جلسات التداول وإبرام الصفقات وفقا لنظام تسعير معين، وهي الفكرة التي سنتطرق إليها في الفرع الموالي.

الفرع الثاني: قبول الوسيط عرض أمر المستثمر بسوق القيم المنقولة.

ينوب الوسيط في عمليات البورصة المرخص له قانونا تنفيذ ومباشرة عمليات البورصة التي يعجز عن القيام بها العميل المستثمر بسبب قلة خبرته وعدم اختصاصه بالاستثمار بسوق البورصة، إذ تنطلق هذه العمليات من حجر الأساس الذي تحدثنا عنه في الفرع الأول ألا وهو أوامر شراء وبيع القيم المنقولة التي يتلقاها الوسيط من زبونه المستثمر.

1- المادة94/4-5 من النظام97-03.

2- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري-دراسة مقارنة-أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2013، ص210.

3- المادة95 من النظام97-03.

4- وثيقة البورصة الجزائر الخاصة بأوامر البورصة، عن الموقع الإلكتروني الخاص بشركة تسيير بورصة القيم www.sgbv.dz تاريخ الزيارة2019/03/30.

يطغى على القيم المنقولة التي تعد السلعة الوحيدة المتداولة بسوق القيم المنقولة الجزائرية خضوعها لمبدأ رئيسي ألا وهو قابليتها للتداول([1]) بهذا السوق كمبدأ متعلق بالنظام العام وكسبب لقيام عمليات الاستثمار في هذا السوق.

لا تتداول القيم المنقولة التي تمثل موضوعا للأوامر ولا تنطلق صفقات الشراء والبيع إلا بعد قبول الوسيط للأوامر الموجهة إليه(**أولا**) بالإضافة إلى تحديد سعر القيم المنقولة التي تكون موضوعا لهذه الأوامر وفقا لنظام تسعير معين ومحدد تفرضه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في ترتيبها لأولويات الإجراءات في السوق الأولية(**ثانيا**).

أولا-حتمية قبول الوسيط أمر المستثمر الموجه إليه.

أسلفنا الذكر بأنّ المستثمر الذي لا يملك خبرة كافية في معاملات البورصة يتوجب عليه الاستعانة بوسيط عمليات البورصة الذي يتمتع بالكفاءة في المجال المالي والبورصي، فلا يعقل إقدام المستثمر على إبرام صفقات استثمارية مالية دون رجوعه إلى ذوي الخبرة الذين يمكنهم اختيار له الورقة المناسبة ومتابعة تداولها، وتنفيذها في حالة ما إذا كان المستثمر مشتريا أو العكس بالبحث عن أفضل الأسعار للورقة المالية إذا كان بائعا.

إنّ مباشرة الوسيط لمهامه المتمثلة في ممارسة نشاط الوساطة المالية نيابة عن زبونه المستثمر في سوق القيم المنقولة يتوقف على صدور أمر من المستثمر إليه ما يسمح له بتزويد هذا المستثمر وإحاطته بجميع المعلومات المالية والتحليلات المتعلقة بالورقة المالية المزمع شراؤها أو سعر البيع. هذا بقصد تمكين المستثمر من الاستفادة من خدمات الوساطة المالية واتخاذ القرار الاستثماري المناسب بإبرام الصفقات أو العزوف عن ذلك.

يقع على عاتق وسيط عمليات البورصة بعض الالتزامات في إطار ممارسته لمهامه الأصلية والمتمثلة على وجه الخصوص في القيام بعمليات تداول للقيم المنقولة لحساب الغير عن طريق استلام الأوامر وتنفيذها بسوق القيم المنقولة. "إذ يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال آمريهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها"([2]).

1- يقصد بالتداول نقل ملكية الورقة المالية بالطرق التجارية تبعا لشكلها، فإذا كانت اسمية تنقل ملكيتها بطريق القيد في دفاتر الشركة، وإذا كانت لحاملها تنقل ملكيتها بطريق المناولة أو التسليم، وإذا كانت إذنية تنقل ملكيتها بطريق التظهير/ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص378.

2- المادة14 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم، مرجع سابق.

ففي إطار علاقة الوسطاء في عمليات البورصة تجاه الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة إياهم، على الوسطاء في عمليات البورصة الحرص على تنفيذ الأوامر في أحسن ظروف السوق وذلك اعتبارا لأوامر الزبائن (المستثمرين)([1]).

غير أنّ الملاحظ على أنظمة البورصة الجزائرية، بأن المشرع الجزائري لم يبيّن أحقيّة هذا الوسيط في رفض هذه الأوامر الموجهة إليه، "إذ عادة ما يكون هذا الوسيط ملزما بقبول أوامر البورصة التي تتوفر على شروط الصحة والتأكد من هوية المستثمر أو ممثله القانوني"([2]).

فهذا الأمر يعني أن المشرع قد قيّد وسيط عمليات البورصة ولم يترك مساحة لحرية رفض التنفيذ، غير أن المنطق يقتضي هذا فكل وسيط يتولى عملية تسيير الحافظة المالية للمستثمر يكون على علم بأنه مكلف بالنيابة عنه وفقا لوكالة التسيير أو نشاط بمقابل أو مهام أخرى موكلة إليه قانونا، وعليه الخضوع في ذلك إلى الأوامر البيع والشراء التي يصدرها المستثمر مما يستوجب منه قبول هذه الأوامر والمسارعة إلى إدخالها إلى سوق البورصة دون تماطل أو تقاعس لأنه وكيل مأجور يتمتع بحقوق وتقع على عاتقه واجبات.

كما أنه قد لا يتمكن الوسيط في عمليات البورصة من قبول أمر المستثمر حفاظا على مصلحة سوق القيم المنقولة، فمتى تبين للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بأن أوامر السوق غير مقبولة بسبب إضرارها بالمستثمرين أو أنّ هذه الأوامر مخالفة للأنظمة وتعليمات البورصة أو تتنافى مع نزاهة وعدالة التعامل بالقيم المنقولة؛ يحق للجنة البورصة" تعليق القيمة ما يؤدي معه إلى انقضاء صلاحية الأوامر الموجودة في الدفتر من تلقاء نفسها عندما يتجاوز هذا التعليق حصة واحدة من حصص البورصة"([3])، ففي هذه الحالة لا يبقى لقبول الوسيط بالأمر معنى أو قيمة نظرا لإلغاء الأمر من اللجنة العليا في السوق المالي.

وعليه، بعد قبول وسيط عمليات البورصة الأمر الصادر عن المستثمر يتولى مهمة نقل هذا الأمر إلى مقصورة التداول في بورصة القيم المنقولة لتحديد سعرها ومن ثمة تنفيذها، لكن يسبق عملية إدخال

1- المادة43 من النظام15-01، مرجع سابق، المتعلقة بواجبات الوسطاء تجاه الزبائن.

2- محمد بن زريق، مرجع سابق، ص39.

3- المادة100 من النظام97-03 السالف ذكره.

هذه الأوامر بنقلها إلى سوق القيم "إلزامية قيام المستثمر بإبرام اتفاقية فتح الحساب مع الوسيط ماسك الحسابات"([1]) وتوفير دفتر خاص بالزبون والذي على أساسه يتم تلقي أوامر الشراء والبيع([2]).

ثانيا–طرق عرض أمر البورصة لتحديد الأسعار.

تلي عملية قبول وسيط عمليات البورصة الأمر الموجه له من طرف وكيله المستثمر مرحلة إدخال هذه الأوامر التي محلها القيم المنقولة إلى سوق البورصة من أجل إعطائها السعر لمناسب لبيعها وشراءها وإتمام تسوية الصفقات الاستثمارية، حيث يعرض وسيط عمليات البورصة أوامر البورصة وفقا لآليات محددة قانونا.

يتم تحديد أسعار الأوراق المالية وفق مجموعة من التقنيات تهدف إلى تعظيم الكمية المتداولة في مختلف الأوراق المالية وتنشيط البورصة، حيث لا تختلف عملية تحديد أسعار البورصة عن عمليات السوق العادي، فبتفاعل قوى العرض والطلب تتحدد أسعار مختلف القيم المنقولة.

تتعدد الأنظمة المعتمدة في سوق البورصة لإعطاء سعر محدد لقيمة منقولة أو لورقة مالية قبل أن يتم تداولها. ففي هذا الإطار انتهج المشرع الجزائري طريقة معّينة أحكمت تنظيمها أنظمة البورصة الجزائرية، إذ تشرف على إتمام هذه العملية وحسن سيرها شركة تسيير بورصة القيم. فيكون حينها تحديد الأسعار موضوع مقرر صادر عن هذه الشركة[3] التي تمثل أحد هياكل البورصة الساهرة على تسيير المعاملات الاستثمارية.

هناك العديد من الطرق لتحديد سعر القيم المنقولة المقيدة بسوق البورصة([4])، فاختلافها في الشكل لا يعني عدم تلاقيها في ميزة تعد المبدأ الأساسي للتعامل في البورصة وهو قانون العرض والطلب بمواجهة أوامر الشراء بأوامر البيع عن طريق وسطاء عمليات البورصة.

1– المادة09 من النظام رقم03–02 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، المؤرخ في 18مارس2003، الجريدة الرسمية العدد73 الصادر في 2003/11/30.

2– غنية هدال، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002/2001، ص51.

3– المادة82 من النظام العام للبورصة97–03 المعدل والمتمم التي قدمت تعريفا لعملية تسعير القيم المنقولة التي تكون موضوعا لأمر البورصة أشارت كذلك إلى رقابة شركة تسيير بورصة القيم على عملية التسعير، حيث تضمنت ما يلي: "إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف وسطاء عمليات البورصة على السند المستعمل للتسعرة وذلك أثناء اجتماع التسعرة تحت رقابة" شركة تسيير بورصة القيم".

4– سعر البورصة هي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة/ فيعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة، ويجب أن يؤمن عقد الصفقات لأكبر كمية ممكنة من عروض البيع وطلبات الشراء/ sgbv,le négociation en bourse,p32

أشارت المادة 80 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة97-03 المعدل والمتمم والمشار إليه سابقا إلى طرق تحديد أسعار القيم المنقولة([1])، فقد صنفها المشرع الجزائري إلى نظامين هما: التسعيرة الثابتة والتسعيرة المستمرة أو المتواصلة لكن ما هو منصوص عليه في التنظيم العام للبورصة لا يتوافق مع ما هو معمول به في الواقع، فمنذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي لم تُستعمل إلا طريقة التسعيرة بالتثبيت(الثابتة) ما يجعلنا نصب جل دراستنا وتحليلاتنا على هذا النمط مع إشارة بسيطة للنمط الآخر، وذلك حسب الترتيب الآتي:

1-نمط التسعيرة الثابتة la cotation au fixing

يسمى هذا النوع أيضا التسعير بنظام التثبيت الذي يقوم على تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى على السند الواحد خلال جلسة التداول (أي سعر واحد خلال جلسة واحدة)، وهذا السعر يسمح ب: -تضخيم حجم السندات المتبادلة.

-تقليص اختلال التوازن بين العرض والطلب.

-تقليص تذبذب الأسعار مقارنة مع سعر إغلاق آخر جلسة([2]).

اهتم المشرع الجزائري إلى جانب تنظيم أنماط تسعير وأنظمة تسعير القيم المنقولة المعروضة في سوق البورصة بالطرق التي تطبق بها هذه الأنظمة للوصول إلى السعر المناسب، فقد تتم تسعرة هذه القيم بالاستعانة بالإعلام الآلي أو بطريقة يدوية، وفق الأنماط والالتزامات الخاصة بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة([3]). وعلى هذا الأساس سنفصل في هذه الطرق التي يضمها نظام التسعيرة الثابتة أي: الطرق التقليدية اليدوية المستعملة قديما ثم نشير بعد ذلك إلى الطريقة الحديثة التي رافقت ظهور الحاسب الآلي، وذلك حسب التقسيم الآتي بيانه:

أ-الطرق التقليدية للتسعير الثابت.

أطلقنا هذه التسمية على الأنواع التي تتم بها التسعيرة الثابتة المطبقة لتحديد سعر القيم المنقولة في سوق البورصة، إذ تعد هذه الطرق غير حديثة لأنّ ما يستعمل بها يعد أدوات تقليدية. ويمكننا الإشارة إلى أنواع هذه الطرق وفقا لما يلي:

1- نصت المادة1/80 من النظام97-03 على أنه:" إن المسار المقرر لتسعرة سندات رأس المال محل التداول في السوق هو نمط تسعيرة ثابتة أو متواصلة وذلك بتطبيق أحكام سوق مجمع تديره الأوامر حسب الشروط التي تحددها شركة تسيير بورصة القيم...".

2- عن الموقع الالكتروني لشركة تسيير بورصة القيم:www.sgbv.dz تاريخ الزيارة2019/03/30.

3- المادة 81 من النظام97-03 المعدل المتمم، مرجع سابق.

أ-1-التسعير بالمناداة cotation à la criée

يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء الماليين أو وكلائهم أو أحد ممثليهم في البورصة وجها لوجه في صالة البورصة وعقد الصفقات، وذلك بعد بداية الجلسة التي تتم بقراءة كل القيم محل التسعير ومناداتهم بأعلى أصواتهم على العروض والطلبات([1])(أسماء الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع) التي في حوزتهم وذلك باستعمال بعض الألفاظ المتفق عليها، كأن يقول البائع "عندي كذا" للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة تقريبا ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء مستعينين في ذلك بلفظ "آخذ كذا" مثلا([2]).

ولكن نظرا للضجيج ونتيجة للصوت المرتفع في قاعة البورصة، عادة ما يلجأ الوسطاء الماليين إلى استعمال الإشارة باليد وذلك بوضع الساعد أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء وعموديا في حالة البيع حتى يتم التوازن المطلوب([3]). فإذا اتفق وسيطان على السعر وكان أحدهما بائعا والآخر مشتريا همس أحدهما للآخر لإخباره بنيته لإتمام الصفقة بينهما وبالوصول إلى سعر معين للورقة يتحدد توازنها الأول الذي تباع به فيما بعد، فعلى الوسيط اختيار أفضل الأسعار التي تناسبه من بين المتقدمين (وهو أشبه بالمزاد العلني) ويتم التسعير بأسلوب المناداة عن طريق المزايدة([4]).

أ-2-التسعير بالأدراج cotation par casier

في ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة، وتوضع في درج موجود في البورصة، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية ويوضع تحت تصرف وسيط مالي، ومنه يصبح كل وسيط متخصص في التعامل بعدد معين من الأوراق([5]). يحدث مواجهة الأوامر المتواجدة بدرج الوسيط حتى يتم التوصل إلى السعر المناسب لتنفيذ أقصى وأكبر حجم من الأوامر بأفضل الأسعار([6]).

1- شمعون شمعون، مرجع سابق، ص47.

2- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان،2012، ص234.

3- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق لنجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، دون طبعة، المطبعة التجارية، بيروت،1967، ص89.

4- كريم مولود عبد الباسط، مرجع سابق، ص397.

5- حسين مبروك، المدونة الجزائرية للبورصة، دون طبعة، دار هومة للنشر، 2006، ص99.

6- طه محمد سيد بدوي، مرجع سابق، ص450.

وفي بداية كل حصة بورصية، يقوم الموظف التابع للوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها، ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك من قبل الوسيط المالي، حيث تستعمل هذه الطريقة بصفة خاصة لتسعير سندات الدين نظرا لتميزها بزيادة ضمان العمليات وتنفيذها بشكل جدي متقن وسريع([1]).

أ-3-التسعير بالصندوق cotation par boite

هذه التقنية شبيهة بتسعيرة الدرج، لكن يتم اللجوء إليها بصفة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى التوازن وذلك في حالات استثنائية مثل: تعدد وكثرة عروض البيع وطلبيات الشراء أو في حالة تسعير أوراق مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي([2]). ففي إطار هذا النوع من التسعير يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلبياتهم في صندوق خاص (كصندوق البريد) موجود لدى سلطة البورصة لتقوم هذه الأخيرة بحساب العروض والطلبات ثم تحدد أسعار البورصة حسب ما تضمنه الصندوق من عروض وطلبات([3]).

أ-4-التسعير بالمقابلة(المعارضة) cotation par opposition

يضيف البعض هذا النوع من الطرق التي تقع بين الطريقة الشفوية والطريقتين الكتابيتين اللتين سبق شرحهما، حيث يدون في سجل خاص بكل ورقة مالية مختلف عروض أوامر البيع وطلبيات الشراء([4]). وتؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسعار وحدود الأسعار المعروضة، حيث يقوم المسعر بتعبئة السجل بمعلومات المتداولين بحسب البطاقات التي يزودونه بها([5])، بها([5])، لتتم عمليات المراجحة أو الموازنة بغرض عقد الصفقات شفويا([6]).

ب-الطريقة الحديثة للتسعير الثابت.

إنّ الأسلوب السائد حاليا لتحديد سعر القيم المنقولة المراد تداولها في سوق البورصة في جميع الدول على اختلافها هو أسلوب الحاسب الآلي أو التداول الإلكتروني، حيث يتم عرض أوامر المستثمرين الموجهة إلى وسطاء عمليات البورصة في أسواق القيم المنقولة الحديثة بتطبيق نظام التداول الآلي.

1- نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص392.

2- محفوظ جبار، مرجع سابق، ص116.

3- شمعون شمعون، مرجع سابق، ص47.

4- محفوظ جبار، المرجع نفسه، ص 117.

5- محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص107.

6- محفوظ جبار، مرجع سابق، ص117.

ما يعني أن الكثير من الدول هجرت وتخلت عن الطرق التقليدية القائمة على استعمال المناداة أو لوحات العروض([1]). فعند صدور أوامر العميل المستثمر إلى شركة الوساطة المالية يتم استلامها من الشركة وإدخالها مباشرة على الحاسب الآلي التابع لشركة الوساطة الذي يرتبط بنظام التداول الإلكتروني الخاص بالبورصة، ثم يقبل الأمر من طرف هيئات البورصة والوسيط ليصادق عليه إلكترونيا، ويوضع على نظام التداول الإلكتروني([2])، الذي يتميز بالسماح للبيانات بالظهور أوتوماتيكيا على شاشات العرض بعد تسجيلها على شاشة الحاسب الآلي، أين يتولى هذا الأخير بطريقة آلية التوفيق بين العروض والطلبات للوصول إلى سعر عادل لفتح جلسة التداول، وهو ما يصطلح عليه بسعر الافتتاح([3]).

لجأت البورصة الجزائرية إلى نظام التداول الإلكتروني بحسب ما جاء في موقع شركة تسيير بورصة القيم حول سير عمل بورصة الجزائر.، تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة أيام في الأسبوع من9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

فبمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه، وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال **نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت**. وفي ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/ أو السندات، وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق([4]).

2-نمط التسعيرة المتواصلة(المستمرة) la cotation continue

نظرا للتطور التكنولوجي قامت معظم الدول المتقدمة بتجهيز البورصات بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة الحاسوب دون الحضور الشخصي للمستثمر أو وكيله، إذ أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيّره كلما تغيرت ظروف السوق. يتم استخدام هذه

1- ذكرى محمد عبد الرزاق، مرجع سابق، ص85.

2- أحمد مخلوف، مرجع سابق، ص88.

3-Le système électronique de négociation reflète la spécificité et les règles de la place ou elles s'appliquent, toutes les propriétés et les règles de la place et nécessaire à la négociation doivent être programmées dans un algorithme électronique de dénouement des transactions du marché/société de gestion de la bourse des valeurs, info-bourse ; la négociation en bourse caractéristique et règles de fonctionnement, publication n°3, décembre1998, p11.

4- بورصة الجزائر، سير عمل بورصة الجزائر، مواقيت وطريقة التسعير، عن الموقع الإلكتروني الخاص بشركة تسيير بورصة القيم:www.sgbv.dzتاريخ الزيارة 2019/03/31.

الطريقة لمواجهة عجز ما نتيجة العدد الكبير للقيم المتعامل بها عند كل جلسة ولمواجهة الصعوبات التي تعرقل انتقال الأوامر بين الوسطاء([1]).

يمكن تعريف نمط التسعيرة المتواصلة بأنها: التسعيرة التي لا يتضمن الأمر بسعر السوق فيها أية إشارة إلى السعر ويقع تنفيذه تبعا للأوامر الموجودة في السوق. ومنه فهذه التسعيرة تسمح بتحديد سعر التوازن لكافة الأوراق المالية في كل لحظة من لحظات التعامل في البورصة، وتتم العمليات في البورصة الواحدة تلو الأخرى([2]).

يجري التعامل وتحديد أسعار القيم المنقولة حسب نظام التسعير المستمر بشكل مستمر ووفقا لمراحل، إذ يتم ابتداء بتجميع الأوامر (البيع أو الشراء) في الحاسوب المركزي بسوق القيم المنقولة، وهو ما يعرف بجلسة ما قبل الافتتاح. وبعد ذلك يتم تحديد سعر الافتتاح الذي يتحدد نظريا وفق ما وصل للبورصة من أوامر، وتتم وفق هذا السعر التعاملات الأولى، أما في المرحلة الثالثة فهي التي تمتد على مدار جلسة التداول ويتغير السعر فيها كل لحظة وفق الأوامر. وقبل الإقفال تعتبر المرحلة الرابعة التي يتم من خلالها إيقاف التداول والاكتفاء فقط بتلقي الأوامر لتحديد السعر النظري للإقفال. وبذلك تأتي المرحلة الخامسة والأخيرة أين يتم تنفيذ الأوامر بسعر الإقفال وترحيل الأوامر الباقية وغير المنفذة إلى الجلسة الموالية إذا سمح نوع الأمر بذلك([3]).

غير أنه ما يعاب على استعمال هذا النمط من أنظمة التسعير، عدم قدرتها في التكيّف مع صغار المستثمرين الأمر الذي يجعلهم في حيرة من أمرهم نتيجة تغير وتقلب الأسعار في الجلسة الواحدة. لهذا يؤخذ عادة بسعر الافتتاح للعمليات العديمة الأهمية في التأثير على مجريات السوق([4]). ونظرا لهذه العيوب التي تثيرها هذه الطريقة من أنظمة التسعير التي لا تخدم مصالح المستثمرين ولا تؤدي إلى تنشيط الاستثمار بهذا السوق، لم يعتمد عليها المشرع الجزائري في سير عمل البورصة الجزائرية، على الرغم من الإشارة إليها في أنظمة البورصة التي اعتمدناها في تقسيمنا لهذه الأنظمة المعالجة في الدراسة.

1- فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص83.

2- محفوظ لعشب، سلسلة القانون الاقتصادي، محاضرات في الأنظمة القانونية للبورصة، جامعة الجزائر، ص20.

3- سامي مباركي، الأوراق المالية المتداولة في البورصة، محاضرات مقياس الأسواق المالية لطلبة السنة الثالثة ل م د، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، مصدر الكتروني، ص10.

4 - فتيحة ابن بوسحاقي ، المرجع نفسه، ص84.

المطلب الثاني: تسوية وسيط عمليات البورصة للصفقات الاستثمارية.

بعد قبول الوسيط في عمليات البورصة الأمر أو الأوامر الموجهة اليه من زبونه المستثمر يعمل هذا الوسيط في خضم ذلك على تقديم كل النصائح والإرشادات اللازمة للزبائن، وهو الأمر الذي يتطلب من هذا الخبير بتسيير حافظات السندات المالية الحنكة والكفاءة في توجيه المستثمرين ما يجعله مسؤولا اتجاههم منذ وقت تعيينه كوسيط ينوب عنهم.

يقوم وسيط عمليات البورصة بعد تحديد سعر الافتتاح لبيع وشراء القيم المنقولة[1] المطروحة في سوق البورصة بالعمل على تسوية هذه الصفقات في الجلسة ذاتها وفقا لتنظيم حصة التداول التي تهتم بتفاصيلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حيث أن هذه الهيئة تعمل على حسن سير عمليات البورصة التي عادة ما يتعلق موضوعها بتداول القيم المنقولة، ما يجعلها منظمة بآلية عقدية تنظم العلاقات بين وسطاء عمليات البورصة المشترين منهم والبائعين أو بمفهوم آخر التطرق إلى افتتاح حصة التداول لمباشرة عمليات التداول **(الفرع الأول)**.

وعلى اعتبار أنّ سوق البورصة الجزائرية سوقا فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره، كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه، والسبب في ذلك راجع إلى طبيعة سوق القيم المنقولة الجزائري فهو سوق عاجل تنفذ به صفقات الاستثمار بصفة آنية ما يرافقه تنفيذ أوامر المستثمر العميل في جلسة التداول نفسها وتسوية المعاملات التي تتم وفقا لهذا النظام في اليوم نفسه. تنشأ إثر هذه الرابطة العقدية والتصفية للصفقات الاستثمارية آثار تنصرف إلى كلا المتعاقدين وهذا يأتي كنتيجة لإتمام المعاملة بتسوية السندات وتسليمها **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: افتتاح حصة التداول لمباشرة عمليات البورصة.

قبل افتتاح حصة التداول وانطلاق عمليات بيع وشراء القيم المنقولة التي تخضع لسعر الافتتاح المحدد وفقا لنظام التسعير الثابت عبر جلسات البورصة وبحسب الأنظمة الإلكترونية، ينبغي الإشارة إلى أنّ شركة تسيير بورصة القيم هي الهيئة المكلفة بالسهر على حسن سير الصفقات الاستثمارية التي تأخذ شكل عمليات البورصة المتعلقة بموضوع تداول القيم المنقولة**(أولا)** غير أنّ عملية تداول القيم المنقولة لا

1- سعر الافتتاح وكما سبق الإشارة اليه في المطلب السابق هو السعر الذي ينجم عن تلاقي أوامر بيع وشراء القيم المنقولة، يحدد هذا السعر وفقا لأنظمة التسعير المعمول بها في بورصة الجزائر أي وفقا لنظام التسعير الثابت باستخدام وسائل الإعلام الآلي الإلكترونية، فقد اخترنا هذا التسلسل المنطقي للأفكار إذ لا يعقل تسبيق مرحلة تسوية صفقات البيع والشراء دون توضيح مرحلتي تلقي الأوامر وتحديد الأسعار.

تنفذ إلا بموجب آلية عقدية تربط بين البائع والمشتري في سوق البورصة، فما هو التكييف القانوني للعقد المنظم لعملية التداول(**ثانيا**).

أولا–تنظيم شركة تسيير بورصة القيم لحصص عمليات التداول.

أسندت مهمة تنظيم حصص التداول([1]) إلى شركة تسيير بورصة القيم، فهذه الهيئة هي المسؤولة عن الجانب التنظيمي([2]) لعمليات البورصة إذ تتابع تنفيذ هذه العمليات وتسويتها منذ صدور أمر البورصة من الزبون المستثمر إلى غاية تنفيذه بتسوية الثمن وتسليم السندات بين وسطاء عمليات البورصة الممثلين للمستثمرين البائعين منهم والمشترين([3]). كما تحدد الشركة ذاتها شروط بيع أو شراء وسطاء عمليات البورصة للسندات لحسابهم الخاص([4]). يتجسد الجانب التنظيمي لحصص التداول الذي أوكله المشرع الجزائري لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة في قيامها بتحديد رزنامة اجتماعات التسعيرة والتداول([5]) إذ تعلمهم بساعة فتح وإغلاق الاجتماعات([6]).

تعقد اجتماعات البورصة في صالة مخصصة للتفاوض والتداول تدعى" المقصورة أو الصحن"، حيث يحضر هذه الاجتماعات **الوسطاء** في عمليات البورصة أو الأعوان المرخص لهم(المتداولين) بذلك نيابة عن عملائهم المستثمرين هذا من جهة([7])، ومن جهة أخرى يحضر **مراقب منتدب** مكلف من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة، إذ يتولى رقابة اجتماعات البورصة من خلال السهر على مراعاة أحكام النظام العام وفض النزاعات الظرفية التي تحدث أثناء اجتماعات البورصة والناتجة عن تأويل الأحكام

1– أصدرت شركة تسيير بورصة القيم(SGBV) مجموعة قرارات تتعلق بتنظيم حصص التداول في السوق الرئيسي وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فمثلا: نجد القرار **98–02** يتعلق بقواعد تسيير حصص التداول ويخضع له كافة المستثمرين المصدرين للقيم المنقولة وهو معدل ومتمم بموجب القرار **18–01** الصادر بتاريخ 09 ماي 2018، إلى جانبه نجد قرارات خاصة منها القرار **2012–01** الذي يتعلق بقواعد تسيير حصص تداول سندات الخزينة العمومية على مستوى بورصة الجزائر، أما القرار **2012–02** فيحدد قواعد تداول سندات رأس المال المسعرة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصة الجزائر.

2– نصت المادة 128 من النظام97–03 المعدل والمتمم بأن شركة تسيير بورصة القيم مكلفة بتنظيم عمليات المقاصة للمعاملات في البورصة ومراقبتها.

3– بعد صدور أمر من المستثمر إلى الوسيط وبمجرد تسجيل عملية التداول لدى شركة تسيير بورصة القيم تعد هذه العملية نافذة لا يمكن الرجوع فيها ما عدا حالا الإلغاء المنصوص عليها قانونا (المادة 129 من النظام97–03).

4 المادة122 من النظام97–03 السالف ذكره.

5–يقصد بتداول القيم المنقولة التفاوض في مختلف الأوامر بيعا وشراء/ بن زريق محمد، مرجع سابق، ص49.

6– المادة78 من النظام97–03 السالف ذكره، وهو الأمر نفسه الذي قرره المشرع في المادة02 من القرار98–02.

7-Aux séances de négociation, les agents autorisés représentant les I.O.B se rencontrent dans une salle de négociation appelée ‘parquet’/article 02 paragraphe A, règles de gestion des séances de négociation à la bourse des valeurs (texte de la décision SGBV98/02 modifié et complété par décision SGBV 18-01.

التنظيمية التي تحكم سير السوق، بالإضافة إلى تمثيل اللجنة لدى شركة تسيير بورصة القيم([1]). إلى جانب هؤلاء يشرف على جلسات البورصة التي تجرى بها الصفقات الخاصة بالقيم المنقولة المقبولة للتداول ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم([2]).

يعد تأطير وتنظيم حصة التداول البورصية إحدى مهام وصلاحيات شركة تسيير بورصة القيم، إذ بإمكانها تحديد عدد القيم المتداولة في الحصة الواحدة، وهذا العدد يختلف بحسب نوع الأسهم المسجلة في التسعير، وكل تغيير يكون قابل لأخذ رأي الوسطاء في ذلك([3]).

تفتح حصص التداول وبحسب نظام البورصة الجزائرية الذي حددته شركة تسيير بورصة القيم على الساعة(9:30) التاسعة والنصف([4]) إلى غاية إغلاق حصة التفاوض من أجل تحقيق المقاصة حول الأسهم بموجب إعطاء إشارة الانطلاق والإغلاق، فلا يمكن إجراء أي معاملة بورصية قبل إشارة الافتتاح أو بعد إشارة الإغلاق(الإقفال)([5]). تجرى حصص التداول كل يوم اثنين وأربعاء وفي حال مصادفة يوم التداول لعطلة تؤجل حصة التداول للحصة الموالية‌من الأيام المسموح بها بالتداول. غير أنه إذا تم تأجيل إحدى حصص التداول بسبب العطلة ولم يسمح سير عمل البورصة بتنظيم حصتي تداول في الأسبوع الواحد الموالي للعطلة يجب أخذ رأي شركة تسيير القيم حول تأكيد الرزنامة([6]).

تمر حصص التداول أو التفاوض حسب الترتيب الزمني بالخطوات التالية:

-تجميع الأوامر(45دقيقة) تسجيل الأوامر المرخص بها للوسطاء، حيث يمكن لهؤلاء إدراج وإدخال أوامر جديدة أو تعديلها أو إلغائها، وخلال هذه الفترة تكون الأوامر مسجلة دون منح مكان للتسوية أو إنجاز معاملات، كما تعمل شركة تسيير بورصة القيم خلال هذه الفترة على احتساب سعر افتتاح نظري ومكونات الحجم المحتمل تنفيذه.

- المصادقة على الأوامر (15 دقيقة) وتأكيد الوسطاء للأوامر بناء على سجلات مطبوعة ومحتملة التصحيح.

1- المادة 86 من النظام97-03.

2- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن سير البورصة، 2004، وثيقة مكتوبة متحصل عنها من مقر اللجنة، ص03.

3-L'article 02paragraphe C de texte 98/02 modifié et complété.

4- المادة02 من القرار رقم 98-02 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 22 مارس1998.

5-L'article 03 de texte 98/02 modifié et complété.

6-L'article 02paragraphe B de texte 98/02modifié et complété.

-معالجة الأوامر (10 دقائق) بتقديم نتائج السعر المحدد الذي يحقق التوازن بين العرض والطلب، فهو مخصص الأوامر.

-تسجيل الكتل(10دقائق) وتسجيل معاملات تسويتها بعد التصريح بها.

-المصادقة على تسوية المعاملات(15دقيقة) وذلك بإرجاع إلى وسطاء عمليات البورصة وثائق حول تسوية المعاملات المحققة من أجل المصادقة عليها.

-إقفال الحصة.

-برمجة وترتيب رزنامة لحصص التداول والاتصال عبر إشعار بالاستلام للمتدخلين في السوق([1]). هذا وقد تعرف حصص التداول اضطرابات تتعلق بقطع أو توقيف لأسباب مختلفة، ففي إطار تحقيق المصلحة العامة ومراعاة للأنظمة، وبناء على معطيات مسيري السوق يمكن لشركة تسيير القيم بعد أخذ موافقة المراقب عن لجنة البورصة قطع حصة التداول في البورصة لمدة جزئية من الحصة السارية، ويتوجب على الشركة تبليغ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في أقرب الآجال([2]).

كما يمكن للشركة قطع أو توقيف تداول مجموعة الأسهم المسجلة في التسعير من أجل مراعاة النظام العام، إذا رأت بأن المعلومات الضرورية لم تقدم إلى الجمهور المستثمر أو في حالة ما إذا حدثت أحداث خطيرة من شأنها الإضرار بسعر قيمة منقولة أو بالسوق بوجه عام، ولا يمكن لشركة تسيير بورصة القيم قطع أو توقيف حصة التداول إلا بعد أخذ قبول المراقب عن اللجنة، إذ يتوجب على الشركة إعلام اللجنة وتبليغها فورا([3]).

وبعد إقفال حصة التداول تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الأنترنت من أجل اطلاع الجمهور عليها. فبعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+ 3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد(يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة، إذ صارت تسجل وتحفظ في حسابات السندات وتدار من قبل ماسكي الحسابات-محافظي السندات([4]).

1L'article 02paragraphe D de texte 98/02 modifié et complété.
2L'article 04de texte 98/02modifié et complété.
3L'article 05de texte 98/02modifié et complété.
4- عن الموقع الالكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:www.sgbv.dz تاريخ الزيارة 2019/04/08.

وفور تنفيذ الوسيط لأمر المستثمر يرسل له خلال يومي العمل ابتداء من تاريخ التسديد/ التسليم إشعارا بالتنفيذ يحتوي على المعلومات الآتية: تعيين الأصل المالي، عدد الأصول المالية، سعر الوحدة، المبلغ الخام للعملية، المصاريف والمصاريف الأخرى، المبلغ الصافي للعملية، تاريخ العملية، تاريخ التسديد والتسليم([1]).

ففي إطار إعمال قواعد الشفافية والنزاهة في عمليات تداول القيم المنقولة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتحرير نشرة رسمية لجدول التسعيرة تتضمن كشفا يوميا يحتوي على المعلومات المتعلقة بسعر تداول كل قيمة عند اجتماع المفاوضات في البورصة لذلك اليوم أي بعد إقفال حصة التداول([2]).

ثانيا-الآلية العقدية المنظمة لعملية تداول القيم المنقولة.

تعد عمليات تداول القيم المنقولة عمليات قائمة على أساس البيع والشراء وبالتالي انتقال القيم المنقولة المقبولة للتداول في البورصة من يد البائع إلى المشتري([3]) بواسطة وسطاء عمليات البورصة الناشطين في سوق البورصة الجزائرية من أجل تسوية مختلف معاملات المال الاستثمارية.

فالطابع العقدي هو الذي يغلب على العلاقة التي تحكم نشاط الوسيط الممثل لزبونه المستثمر البائع والوسيط الممثل لزبونه المشتري عند تسييره وإدارته للحافظة المالية التي تنمو وتزيد بتداول القيم المنقولة بواسطة انعقاد عمليات البورصة أو صفقات الاستثمار بقطاع البورصة. تتعلق عمليات البورصة بموضوع تداول القيم المنقولة في سوق القيم المنقولة، فما هي الآلية العقدية التي تخضع لها هذه العمليات؟

الإجابة على التساؤل يدفعنا إلى التمحيص في: إمكانية خضوع عقود التداول للأحكام العامة لعقد البيع بالإضافة إلى تبيان نوعية عقود التداول المبرمة بين الوسطاء الممثلين للمستثمرين أثناء إبرام الصفقات.

1-إمكانية خضوع عقود تداول القيم المنقولة للأحكام العامة لعقد البيع.

يعد عقد تداول القيم المنقولة عقد بيع لها بالمعنى المعروف للبيع طبقا للقواعد العامة، لكن هذا العقد يخضع في الكثير من أوضاعه لقواعد تميزه عن غيره من البيوع([4])، إذ يحكم عقد تداول القيم المنقولة مختلف مراحل تعاملات الاستثمار بالبورصة.

يحكم العلاقة الناشئة بين وسيط عمليات البورصة والمستثمر الآلية العقدية، إذ تخضع عقود التداول التي تجرى في إطار عمليات التداول في البورصة لطابع عقد البيع طبقا للقواعد العامة، بشرط مراعاة

1- المادة44 من النظام15-01 السالف ذكره.

2- المادة 88 من النظام97-03 المعدل والمتمم.

3- يتمثل التداول في ربط الصلة بمقابل مالي بين شار للقيم المنقولة وبائع لها.

4- أحمد محمد عبد الفضيل، مرجع سابق، ص15.

طبيعتها وخصوصيتها نظرا لما يحوزه سوق القيم المنقولة من مخاطر وتعامل مميز يفرض توخي الحيطة في صفقاته وعملياته المطبقة فيه.

لذا حرص المشرع الجزائري على التدخل لتنظيم هذه العلاقة حتى وان لم يخصص لها مجالا تنظيميا في نظام بورصة معين، إلا أننا نحاول إسقاط بعض الأحكام على نصوص البورصة المتناثرة حول هذه العلاقة. ينبع هذا الاهتمام القانوني للمشرع من رغبته في المحافظة على الثقة في سوق البورصة والقيم المنقولة التي تمثل جانبا هاما من ثروات بعض المجتمعات لما لها من دور فعال على الاقتصاد.

تتعلق عمليات البورصة التي تعقد في سوق القيم المنقولة أساسا بموضوع تداول القيم المنقولة فمضمونها ينصب على تداول هذه القيم عن طريق آلية البيع والشراء القائم بين وسطاء عمليات البورصة. ففي طابعها تبدو قريبة نوعا ما من عقد البيع المنظم بموجب أحكام القانون المدني الجزائري، إذ نجدها تتوافر على بائع ومشتري للقيم المنقولة وهو ما يمثلان **الطرفين المتعاقدين (غير المباشرين)** لعقود عمليات التداول، أما **الطرفين المباشرين** فهم الأطراف الحقيقية المنفذة لعقد البيع ألا وهم وسطاء عمليات البورصة المكلفين بالبيع والشراء، وهذا ما يؤكد خصوصية عقد بيع القيم المنقولة.

وعن زمان ومكان بيع القيم المنقولة أي **زمان ومكان تنفيذ عقد البيع**، فإنه ووفقا لمكان تنفيذ أوامر البورصة الموجهة من المستثمر إلى الوسيط، فيلزم هذا الأخير بوجوب تنفيذها داخل المقصورة أي في صالة البورصة المخصصة لذلك، وإلا اعتبرت عملية البيع باطلة، وهذا على عكس عقد البيع في القواعد العامة الذي يحق للأطراف اختيار مكانه. كما يلتزم بتنفيذ الأوامر في مواعيد العمل بالبورصة التي أشرنا إليها سابقا والتي تدخل ضمن اختصاص شركة تسيير بورصة القيم، بصفتها المسؤولة عن تحديد رزنامة افتتاح جلسات التداول واجتماعات البورصة التي تعقد بين الوسطاء.

أما **الشيء المبيع** في مكان البيع (سوق البورصة) الذي يعد موضوع عمليات البيع فهو القيم المنقولة المقبولة في سوق البورصة والمقيدة وقفا لما نص عليه القانون المنظم لهذا السوق، إذ ينبغي أن يتم الإفصاح عنها عن طريق الإفصاح المالي، وذلك من خلال توفير البيانات المحاسبية التي يشترط فيها الصدق، حسب ما أكدت عليه المادة04 من النظام 2000-02 التي أكدت على ضرورة توفير معلومات صحيحة ودقيقة وصادقة([1]).

1- النظام رقم 2000-02 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، المؤرخ في 20 يناير2000، الجريدة الرسمية العدد50 الصادر بتاريخ16 أوت 2000.

غير أنّ **ثمن البيع** هو سعر الافتتاح المحدد وفقا لأنظمة التسعير الذي سبق لنا الإشارة إليها. وهنا تكمن خصوصية عقد بيع القيم المنقولة، إذ لا يمكن لا للمستثمر ولا لوسيطه تحديد ثمن بيع الورقة المالية على عكس عقد البيع العادي أين يكون السعر محل اتفاق المتعاقدين. "فسعر القيم المنقولة محل عمليات التداول يتحدد وفقا لتلاقي مجموع الطلبات بمجموع العروض، إذ يتعامل الوسطاء في عقود البيع بمقتضى السعر الذي يتحدد في البورصة وفقا للظروف التي تكفل تحديده وتعكس أوضاع الاقتصاد الوطني ومدى تنظيم السوق في سبيل تحقيق منافسة كاملة. حيث يتميز كل عرض وطلب مقدم في لحظة واحدة وفي مكان واحد بخضوعه إلى سعر تداول أقرب إلى القيمة الحقيقية له نظرا لحضور التداول من طرف ممثل عن الحكومة وحضور وسطاء ممثلين عن الجمهور المستثمر"([1]).

ونظرا للطبيعة الخاصة التي تتميز بها سوق القيم المنقولة الجزائرية من ناحية التعامل الجغرافي، فإن العملة التي يتم التعامل بها في جميع تعاملات الاستثمار بالقيم بالدينار الجزائري. وعندئذ يكون ثمن البيع المنفذ به عمليات التداول مدفوعا بعملة الدينار الجزائري فقط، والسبب راجع إلى عدم انفتاح الجزائري اقتصاديا وعدم قبول تداول قيم منقولة مسعرة بالعملة الأجنبية؛ كون البورصة الجزائرية سوقا إقليميا.

كما أنّ **محل التداول** أو الشيء المبيع يندرج ضمن ملكية المستثمر البائع(المصدر) في شكل حساب لدى المؤتمن المركزي لحفظ السندات الذي يعد هيكل هياكل البورصة، وهو ما يزيد من سهولة وسرعة تنفيذ عقود عمليات بيع وشراء القيم المنقولة المبرمة في سوق البورصة بين المتعاقدين.

وعليه، بالنظر إلى إسقاط عقد البيع طبقا للقانون المدني بخصائصه وأركانه على عقد بيع القيم المنقولة وتداولها، هناك إمكانية لخضوع عقد بيع القيم المنقولة وتداولها للقواعد العامة لعقد البيع بسبب التشابه الكبير بينهما وتوافر أركانه وخصائصه، ما يجعلها خاضعة كأصل عام لأحكام القانون المدني، لكن على شرط مراعاة خصوصية عقود عمليات البورصة التي تتميز بالتنفيذ في مكان مخصص قانونا لذلك وخصوصيات قانونية واقتصادية أخرى تكشف عنها آليات سير الصفقات الاستثمارية بهذا السوق.

2-نوعية عقود تداول القيم المنقولة بالنظر إلى خصائصها.

سبق لنا الإشارة بأن عقود تداول القيم المنقولة هي عقود تتشابه إلى حد كبير مع عقود البيع التي تحكمها القواعد العامة، إذ تتوافر عقود التداول مثلها مثل الأولى على طرفي العقد وهما المتعاقدين يعملون على إتمام عمليات البورصة بصفة آنية وفورية. ما يجرنا إلى القول بأن عقود تداول القيم المنقولة

1- أحمد محمد عبد الفضيل، مرجع سابق، ص20.

التي تنفذ بها عمليات البورصة أو الصفقات الاستثمار المالي هي عقود ثنائية الأطراف ذات عمليات مميزة تعقد بصفة فورية. الأمر الذي أوجب علينا تبيان هذه المميزات كالتالي:

أ-عقود تداول القيم المنقولة عقود ثنائية الأطراف.

تبرم عقود تداول القيم المنقولة في سوق البورصة وفقا للصيغة الثنائية التي تدفع بالوسطاء لاتخاذ هذه الصورة بقصد تحقيق الأهداف المنشودة من هذا الاستثمار.

يقصد بعقود التداول ثنائية الأطراف تلك العقود التي يكون أساسها رابطة عقدية تنشأ بين طرفين متعاقدين يأخذان صفة البائع والمشتري فقط دون الحاجة لتدخل شخص آخر بينهما كطرف ثالث فيها([1]). وعلى هذا الأساس تبقى عقود التداول أو عقود بيع القيم المنقولة عقودا ثنائية الصيغة تنعقد بين الوسطاء المكلفين بالبيع والوسطاء المكلفين بالشراء الممثلين للمستثمرين. فهؤلاء المستثمرين ليسوا بائعين ومشترين بسبب انعدام وجود علاقة مباشرة بينهم، ما ينجم عنه عدم ترتيب أية التزامات متبادلة على عاتقهم لكونهم أطرافا غير مباشرة في عقود التداول.

نظمت قوانين وأنظمة البورصة الصيغة التي تأخذها عقود تداول القيم المنقولة في هذا السوق، ما جعلها تستبعد وجود عقود تداول ثلاثية الأطراف المتعلقة بتنظيم عقود المشتقات المالية. "وهو ما يفسر انعدام تنظيم العقود المستحدثة في البورصة الجزائرية من قبل المشرع الجزائري خاصة عقود الخيار والعقود المستقبلية"([2]).

لم ينظم المشرع الجزائري هذه العقود واعتبرها من العمليات المحظورة، وهذا ما يفسر عدم تنظيم اللجنة لها بموجب نظام خاص صادر عنها، ما جعل البورصة الجزائرية حاليا منقطعة ومنعزلة عن الأسواق العالمية. الأمر الذي أدى إلى تدهورها وتدني مستواها بسبب عدم استخدامها للآليات الحديثة في التداول، إضافة إلى تركز درجة التداول الجد مرتفعة بسبب ضعف جودة الأوراق المتداولة واحتكار القلة للأوراق ذات الجودة([3]).

1- ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص173.

2- نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص407.

3- عبير بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص116.

أمام هذا الوضع وجب على المشرع الجزائري فتح الباب أمام المستثمر وهو هدف لن يتحقق إلا بتمكين المستثمرين من التعامل بهذه العقود الحديثة ذات الصيغة الثلاثية الأطراف في الوقت الذي تحتل فيه الجزائر المرتبة الأخيرة من حيث عدد الشركات المدرجة مقارنة مع الأسواق العربية([1]).

ب-عقود تداول القيم المنقولة عقود فورية.

ينبغي التنويه مسبقا بأن سوق البورصة الجزائرية هو سوق عاجل غير آجل، ونظرا لكون السوق ما هو إلا المكان الذي تعقد به صفقات بيع وشراء القيم المنقولة؛ فإن هذا الوصف ينطبق كذلك على الطابع التعاقدي المنظم لعمليات التداول به، إذ تصطبغ عقود تداول القيم المنقولة بالصبغة الفورية.

فالعقود الفورية هي تلك العقود التي تتم في تاريخ محدد، ويلتزم أطرافها بتنفيذها في الحال، وذلك بنقل ملكية الأوراق المالية التي تمت بشأنها العملية خلال مدة قصيرة لا تتعدى ثمان وأربعون(48) ساعة من إبرام الصفقة([2]). وسميت بالعقود الفورية نسبة إلى إجراءات انتقال الملكية وتسديد الثمن، حيث يتم البدء بها لحظة إبرام العملية بواسطة وسطاء عمليات البورصة وفي خلال الفترة المحددة لها، ويتم تحديد أسعار الصفقات من خلال آليات التسعير في السوق سواء عن أعلى سعر يعرضه المشتري أو أقل سعر يقبله البائع([3]) فمن أهم ما يميز العقود الفورية ميزتي السرعة والمرونة في إتمام عقد صفقة بيع وشراء القيم المنقولة، بحيث يتم دفع الثمن واستلام القيم المنقولة موضوع الصفقة مباشرة أو في خلال مدة وجيزة جدا([4]).

ج-عقود تداول القيم المنقولة ذات عمليات خاصة.

يتجسد موضوع الاستثمار في سوق القيم المنقولة في نشاط بيع وشراء القيم المنقولة بموجب عقود تداول، إذ تحقق هذه العمليات مهما اختلفت صفة القائمين بها أهدافا تعود بالفائدة على جميع المشتركين بها. "تأخذ عمليات تداول القيم المنقولة مفهوم الحركة الآلية التي تتم داخل البورصة، ويتم بمقتضاها بيع وشراء الأوراق المالية من خلال إجراء الصفقات عليها شريطة أن تكون هذه الأوراق مقيدة فيها، وتتم عمليات التداول بواسطة وسطاء مخولين دون أن تكون هنالك علاقة مباشرة بين البائع والمشتري([5]).

1- رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، مديرية النشر، جامعة قالمة، العدد05، 2010، ص09.

2- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دون طبعة، دار النهضة العربي، القاهرة، مصر،2010، ص106.

3- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص300.

4- محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص109.

5- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص291.

كما يقصد بها أنّها عقد صفقات بيع وشراء الأوراق المالية، وهي عمليات متعددة ومتداخلة تحكمها أنظمة وقوانين البورصة([1]) حيث تتميز عمليات عقود تداول القيم المنقولة بمجموعة من الخصائص تجعلها ذات مكانة خاصة وسط العمليات الأخرى، تتمثل أبرز هذه الخصائص في التالي:

-أسلفنا الذكر أن الوسطاء هم المتعاملين حصرا في سوق البورصة، فهم المسؤولين عن عمليات التداول. حيث لا يوجد علاقة مباشرة بين المستثمرين ولا يعرفون بعضهم البعض، إذ يكتفي هؤلاء بإصدار أمره إلى الوسيط الذي يتعامل معه، ليقوم هذا الأخير بتنفيذ العملية وفقا لقواعد وقوانين البورصة([2]).

ففي سير عمل بورصة الجزائر أوجب المشرع الجزائري على الوسطاء تعيين أعوان مؤهلين للقيام تحت سلطتهم بعمليات التداول في البورصة، يسجل هؤلاء الأعوان (الذين يدعون المتداولين) لدى اللجنة فتسلمهم إثر ذلك بطاقة مهنية إذا توافرت بهم شروط الأمانة والتأهيل المهني([3]).

-عدم اقتصار أثر عمليات التداول على المتعاملين القائمين بهذه العملية فحسب بل يتجاوزها إلى مختلف المتعاملين الحاملين لنفس نوع الورقة المالية الواردة عليها العملية، وعلى الحياة الاقتصادية بمجموعها، وهذا ما يبرر وجوب خضوع البورصة لرقابة عليا([4]).

-خضوع عمليات التداول لجملة من القواعد الشكلية بسبب إتمامها وفقا لنظام تسيير معين يحتوي على نماذج محددة وشروط خاصة، إذ تختص أنظمة البورصة بتنظيم نشاط وسطاء عمليات البورصة وهو ما يجعل إرادتهم تختلف عن إرادة التجار بصفة عامة من حيث القيود المفروضة مثل: أساليب التعامل، الأوامر الصادرة، نظام نقل الملكية، حدود عرض المعلومات وغيرها([5]).

- نظرا للتطور التكنولوجي وظهور المؤتمن المركزي للسندات، أصبحت عمليات التداول محل عقود صفقات الاستثمار في سوق البورصة تجرى دون استخدام القيم المنقولة أي دون وجودها فعليا بسوق البورصة([6]).

1- عبد السميع إبراهيم حسني، أحكام البورصة والتوريق والتورق، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص346.

2-Michel Germain-Philippe Delebecque , traité de droit commercial, tome2, edition16librairie eyrolles.2002,p78.

3- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن سير البورصة، 2004، وثيقة مكتوبة متحصل عنها من مقر اللجنة، ص02.

4- محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص98.

5- عبد الباسط كريم مولود ، المرجع نفسه، ص293.

6- محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص98.

– العملاء في عمليات البورصة المنفذة بسوق القيم المنقولة هم في الغالب من المضاربين، الذين يختصون بالبيع والشراء للاستفادة من فروق الأسعار نتيجة المضاربة على ارتفاع وانخفاض الأسعار([1]).

الفرع الثاني: إتمام المعاملة الاستثمارية بالتسوية النقدية وتسليم السندات.

ترتكز مرحلة إتمام المعاملة الاستثمارية أو الصفقة المتعلقة ببيع وشراء القيم المنقولة على تسليم المشتري النقود مقابل استلامه القيم المنقولة من البائع، غير أن المشرع الجزائري لم يسمح لوسطاء كلا الطرفين بالقيام بهذه العملية بصفة منفردة إذ أحاطها بجانب تنظيمي محكم([2]).

أخضع المشرع الجزائري تصفية وتسوية الصفقة([3]) المبرمة بين الوسطاء في سوق البورصة بعد تأكيد تنفيذها إلى نظام خاص يسهر على تنفيذه ورقابة سير إجراءاته هيكل المؤتمن المركزي على السندات التي تم تنصيبه في سنة2003، حيث تعرف هذه الإجراءات تنوعا بحسب مكان إجراءها فهي أنظمة للتسوية منصوص عليها قانونا **(أولا)**، فبعد تطبيق أنظمة التسوية على المعاملة الاستثمارية محل المعالجة في سوق القيم المنقولة، وعلى اعتبارها معاملة عقدية تترتب عنها آثار قانونية تنصرف إلى المستثمرين والوسطاء جراء تنفيذ عمليات التداول**(ثانيا)**.

أولا–أنظمة تسوية العمليات الاستثمارية بالبورصة.

لم يسمح المشرع الجزائري بعد تزويد سوق البورصة الجزائرية بهيكل المؤتمن المركزي على السندات بتسوية المعاملة الاستثمارية التي يبرمها مصدر السندات ومشتريها، والتي يكون موضوعها بيع وشراء القيم المنقولة إلا بالمرور على هذا الهيكل المختص بعد سحب هذا الاختصاص من شركة تسيير بورصة القيم([4]).

1–المرجع نفسه، ص140.

2– نصت 133 من النظام97–03 المعدل والمتمم والتي ألغيت أحكامها بموجب المادة62 من النظام03–01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، المؤرخ في 18مارس2003، الجريدة الرسمية العدد73 الصادر في 30نوفمبر2003. على ما يلي:" كل شراء أو بيع يكون محل تسوية رؤوس أموال وتسليم السندات المترابطة والمتزامنة وتتم وفق الأحكام المعدة من قبل شركة تسيير بورصة القيم". الملاحظ على هذه المادة بأن المشرع الجزائري قبل تنصيب هيكل المؤتمن المركزي الذي يسهر على حفظ السندات وتسليمها للمشتري بعد إتمام المعاملة، كان يسمح بإتمام هذه الأخيرة عن طريق تسليم السندات بين الوسطاء عن طريق المناولة اليدوية واستلام ما يقابلها من ثمن نقدي وهذا بالخضوع إلى قواعد اختصاص شركة تسيير بورصة القيم بتسوية عمليات البورصة.

3– التسوية هي نقل أرصدة الأوراق المالية من حساب العميل لدى الوسيط البائع إلى حساب العميل المشتري لدى الوسيط المشتري بموجب قيود إلكترونية وبناء على ما تم تنفيذه بجلسة التداول المسجلة بالبورصة/ أحمد مخلوف، مرجع سابق، ص114.

4L'article 03 de la décision98-03 au 22mars1998 modifié et complété par la décision02-11 au 17 févrieir2002, règles compensation et règlement des transactions à la bourse : objet de la compensation et de la séance de

يسهر المؤتمن المركزي على حفظ السندات وتحويلها من الصفة المادية إلى صفة حسابات بنكية جارية خاصة بالسندات تهدف إلى حفظها وتخزينها، فوفقا للنظام الساري العمل به في بورصة الجزائر لا يسمح للوسيط بحمل القيم المنقولة من أجل تسوية المعاملة البورصية ومن ثمة تسليمها باليد([1])، فبمجرد الاتفاق على الوساطة يفتح الوسيط حسابا للمستثمر زبونه، فيتم حفظ السندات المراد بيعها لدى المؤتمن المركزي، وعند إتمام الصفقة تسوى العملية بين ماسكي الحسابات المعتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وذلك برعاية المؤتمن، وهو ما رافقه وجوب تعاونه مع بنك الجزائر الذي يقوم بالتسديد النقدي بناء على اتفاقية مبرمة بينهما أي نقل النقود عن طريقRTGS نظام نقل النقود في الحسابات الضخمة([2]).

ما يعني أنّ السندات المباعة تقيد لدى المؤتمن في مقابل أن تقيد النقود لدى بنك الجزائر في آن واحد، وهذا راجع إلى تزامن عمليتي تسليم السندات والتسوية النقدية لعمليات تداول القيم المنقولة([3]). ويبرر موقف المشرع الجزائري من الاعتماد على هيكل المؤتمن المركزي رغبته في مواكبة التحولات الحاصلة في الأسواق المالية العالمية، خاصة منها القانون الفرنسي الذي عرف نظام غرف المقاصة قبل أن تتطور وتأخذ شكل نظام مركزي هو بنك التسوية الذي سمي ب clearnet. كما أن الهدف الرئيسي من هذا الاختصاص في المهام هو سعي المشرع إلى إعطاء تنظيم أكثر فاعلية للسوق وكذا ضمان تسوية أكثر سرعة وسلامة بإنشاء جهاز مختص في التسوية ونقل الملكية في سبيل ضمان أمن المعاملات والمستثمرين([4]).

فقد كانت تسوية معاملات البورصة في السابق قبل ظهور المؤتمن المركزي تكلف أموالا طائلة مع احتمالية ضياع أو سرقة القيم المنقولة لدى نقل الملكية بسبب عدم وجود مكان موحد لحفظها وإدارتها، وهو ما يعيق الانتقال السريع لها بين المستثمرين أي من المالكين إلى المالكين الجدد، غير أنه وبفضل

=règlement -livraison. La compensation et les séances de règlement ont pour objet de faciliter et d'encadrer la livraison et le règlement périodique des titres entre les intermédiaires en opérations de bourse(IOB).

1- وفي زيارة قادتنا إلى سوق البورصة الجزائرية الكائن مقره في شارع عميروش بالجزائر العاصمة، تم تزويدنا بمعلومات مفادها أن شركات المساهمة المدرجة في البورصة غير ملزمة على نزع الصفة المادية للقيم المنقولة التي ترغب في بيعها، إذ بقيت إلى حد الآن كل من شركة صيدال وشركة الأوراسي لم تحول قيمها إلى حسابات للسندات ولم تتعامل بتقنية مسك سندات لامادية على الرغم من وجود المؤتمن المركزي المكلّف بهذه المهمة.

2- المادة36 من النظام03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي.

3- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن المؤتمن المركزي على السندات،2004 عن الموقع الإلكتروني للجنة: www.cosob.org تاريخ الزيارة 22ماي 2018.

4- Catherine Laurent karyotis, efficience technique d'un système de règlement- livraison de titres, doctorat en science de gestion, université paris xii val de marne, France, soutenue6 juillet2004, p89.

إنشاء هيكل المؤتمن المركزي أصبح للبائعين إثبات حقهم عن طريق القيد في حساب جاري للقيم يديره المؤتمن المركزي([1]).

تسير عملية تسوية العمليات الاستثمارية المتعلقة بصفقات بيع وشراء القيم حسب نظام تسوية السندات وتسليمها يسهر على تطبيقه المؤتمن المركزي بتقنية الإنجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها([2])، إذ من بين مهام المؤتمن المركزي متابعة حركة انتقال السندات من وإلى الوسطاء بعد إتمام صفقات البيع والشراء، وبمعنى آخر هو المكلف بإجراء مقاصات في حسابات السندات المباعة في حصة تداول فقد ينقص عدد الأسهم في حساب ما مقابل زيادة أسهم أو سندات في حساب آخر.

تكون محل معالجة وفقا لنظام التسوية والتسليم، كل من عمليات تسوية السندات المتداولة في سوق منظمة قانونا إلى جانب عمليات التسوية والتسليم التي لا يكون مصدرها المباشر تداولا في سوق منظمة قانونا([3]). فيهتم نظام تسوية السندات وتسليمها بكل السندات سواء كانت متداولة في بورصة الجزائر أو مسعرة بها وتداولت خارج أسوارها. حيث جعل المشرع الجزائري هيئة المؤتمن المركزي هو الهيكل المسؤول عن تسوية العمليات المتعلقة بالسندات المتداولة في السوق المنظمة وحتى تلك المتداولة خارج أسوار البورصة، فقد سبق الإشارة إلى أنه يمكن تداول سندات مسعرة في البورصة خارجها.

غير أنّ ما يجدر الإشارة إليه وانطلاقا من الفرق المسجل بين العمليات المبرمة داخل أو خارج البورصة عرفت أنظمة تسوية هذه العمليات هي الأخرى إجراءات قانونية خاصة، تمثلت في تنوع الأنظمة المعالجة بها، وتبين هذا التنوع من خلال وجود نظامين لتسوية صفقات عمليات البورصة هما:

1-النظام الفرعي لضبط الأوامر.

نظّم المشرع الجزائري هذا النظام الخاص بإجراءات عملية تسوية السندات وتسليمها وفقا للتنظيم القانوني والعملي للمؤتمن المركزي على السندات بموجب المواد من 43 إلى غاية46 من النظام03-01 المتعلق بالمؤتمن المركزي على السندات.

يسمح هذا النظام بتسوية عمليات بيع وشراء القيم المنقولة انطلاقا من الاتفاق على الأوامر المنفذة بين الوسطاء جامعي أوامر المستثمرين والمتداولين، بفضل هذا النظام تُعالج فيه عمليات تسوية السندات

1- كريم مولود عبد الباسط، مرجع سابق، ص463.

2- المادة 35 من النظام 03-01.

3- المادة37 من النظام03-01.

المتداولة في السوق المنظمة قانونا([1]). فتنطلق آلية التسوية وفقا للنظام الفرعي لضبط الأوامر بإرسال المتداول فيما يخص كل تداول إشعارا بالتنفيذ إلى الوسيط جامع الأوامر الذي يجيب برسالة موافقة أو رفض، هذا ويجب على الوسيط جامع الأوامر أن يقدم رده في أجل مضبوط قانونا يكون أقل من أجل التسليم المعمول به، ففي غياب الرد في حدود الأجل يصدق على الإشعار بالتنفيذ بفعل الواقع بواسطة النظام([2]).

وبما أنّ تسوية السندات وتسليمها لا تتم بين الوسطاء إلا بواسطة المؤتمن المركزي، يتولى هذا الأخير إعلام المتداولين يوميا بالوضعية التي آلت إليها إشعاراتهم بالتنفيذ إن كانت مقبولة أم قيد التصديق أم محل الرفض، وفي حالة الموافقة عليه يكون غير قابل للرجوع فيه، ويترتب جراء الموافقة على الإشعار بالتنفيذ إصدار النظام أمرا بالتسليم مقابل الدفع موجه لحساب الطرفين المعنيين (الوسيطين المكلف بالبيع والمكلف بالشراء) ثم يرسل هذا الأمر بعد ذلك إلى النظام الفرعي لحل العمليات بمجرد إصداره([3]).

2-النظام الفرعي للقرن.

يسمح النظام الفرعي للقرن بتقريب التعليمات التماثلية للتسوية والتسليم المتعلقة بالعمليات المبرمة بين طرفين خارج السوق المنظمة قانونا([4])، خصص المشرع الجزائري المواد من 47 إلى غاية 53 لتنظيم هذا النظام كإجراء لتسوية صنفين من عمليات البورصة، واقتصر الأمر على العمليات الجارية بالتراضي بين المشاركين والعمليات الخاصة التي تم إنجازها مع بنك الجزائر([5]).

ففي إطار السير الحسن واحترام تسوية العمليات يبرز الاختلاف الجوهري المسجل بين هذا النظام الذي يُعنى بتسوية العمليات التي تتم خارج سوق البورصة المنظمة قانونا والنظام المذكور أعلاه المتعلق بالعمليات الواقعة بسوق منظم. حيث لا يتعين على المؤتمن المركزي وفقا لإجراء التسوية في نظام الفرعي للقرن التأكد من الطابع النظامي لمضمون التعليمات ولا من قدرة المشاركين على إنجاز العمليات التي تم إبلاغه بشأنها بواسطة تعليمات([6])، والسبب راجع إلى اختلاف مكان التنفيذ إذ تبسط لجنة تنظيم عمليات البورصة باعتبارها سلطة ضبط قطاع البورصة رقابتها على عمليات المقصورة بحضور مراقب

1- المادة43 من النظام03-01.

2- المادة44/1-2 من النظام03-01.

3- المادة44/3-4-5 من النظام03-01.

4- المادة47/1 من النظام03-01.

5- المادة 48 من النظام03-01.

6- المادة47/2 من النظام03-01.

عنها، فيما تقل هذه الرقابة المفروضة التي تمارسها هي ومختلف الهياكل بما فيها المؤتمن المركزي عندما يتعلق الأمر بعمليات خارج المقصورة.

يتوجب أن ترد التعليمات المتعلقة بالتسوية إلى المؤتمن المركزي حاملة لتاريخ حل العمليات المتفق عليه بين الأطراف في اليوم نفسه أو في تاريخ محدد من طرف المؤتمن([1])، ويترتب على قرن تعليمتين للتسوية والتسليم إصدار النظام الفرعي للقرن أمرا بالتسليم مقابل الدفع لحساب الطرفين المعنيين. فترسل عندئذ الأوامر بالتسليم مقابل الدفع إلى النظام الفرعي لحل العمليات بمجرد إصدارها([2]).

3-النظام الفرعي لحل العمليات.

خصص المشرع الجزائري المواد من 54 إلى غاية57 من النظام 03-01 لتنظيم هذا النظام الفرعي لحل العمليات المتعلق بإجراءات تسوية عمليات البورصة. يمكن القول بأنّ هذا النظام يعمل كمرحلة تالية للنظامين المذكورين أعلاه، "فهو من يتلقى أوامر التسليم مقابل الدفع التي ترسلها إليه الأسواق المنظمة التي تسوى فيها العمليات وفقا للنظام الفرعي لضبط الأوامر، كما يتلقى النظم الفرعية للتصديق التي يسيرها المؤتمن المركزي بما فيها النظام الفرعي للقرن الخاص بتسوية العمليات المبرمة خارج السوق المنظمة"([3]).

يعمل هذا النظام على مباشرة أوامر تحويل السندات غير المقيدة بشرط الدفع نقدا مثل أوامر التحويل الخالصة من النقود بين المشاركين أو أوامر التحويل التي يصدرها المؤتمن المركزي في إطار معالجة العمليات على السندات التي تقررها الكيانات المصدرة(المستثمرة)([4]). يعالج النظام الفرعي لحل العمليات يوميا الحركات التي يحل تاريخ الخصم الحسابي لها بواسطة أطوار متوالية تتم في غضونها دراسة عمليات التسوية والتسليم سطرا سطرا، فيتمثل كل طور في التصديق على حل العمليات التي عاينها النظام وتأكد من وجود رصيد كاف في شكل سندات فيما يخص المسلّم وفي شكل نقود فيما يخص المستلم. غير أنه في حال عدم كفاية الرصيد من السندات أو النقود تبقى عمليات البورصة معلقة في انتظار طور المعالجة الموالي([5]).

1- المادة49 من النظام03-01.

2- المادة52 من النظام03-01.

3- المادة1/54 من النظام03-01.

4- المادة2/54 من النظام03-01.

5- المادة56 من النظام03-01.

وعلى إثر كل طور ينجزه النظام الفرعي لحل العمليات، تعتبر العمليات التي خضع اختتامها للتصديق مختتمة نهائيا بموجب النظام، فيبلغ المؤتمن المركزي نتيجة لذلك بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين بهدف تقييد معلومات حول العمليات في دفاتر الحسابات التي يديرها هذا البنك([1]).

ثانيا-آثار عقود تسوية عمليات البورصة على المستثمرين.

متى قام وسيط عمليات البورصة بتنفيذ أمر البورصة خلال مدة صلاحيته ووفقا لأنظمة التسوية المنصوص عليها بموجب أنظمة البورصة الجزائرية وتعليماتها، كانت العملية صحيحة ومنتجة لآثارها القانونية التي يرتبها العقد المنظم لصفقات البورصة بالنظر إلى التزامات المتعاقدين بعد التنفيذ. وبناء على هذا يقع على عاتق كل من المستثمر مصدر السندات ووسيطه التزامات تبادلية، إذ يتحمل البائع المصدر التزامات في مواجهة وسيطه الممثل له مقابل تحمل هذا الأخير هو الآخر التزامات في حق زبونه المستثمر.

وفي الجهة المقابلة للبائع نجد المشتري الذي يتحمل هو الآخر التزامات تجاه وسيطه في مقابل تحمل هذا الأخير التزامات في مواجهة زبونه المستثمر، سنحاول توضيح هذه الالتزامات التبادلية في النقاط التالية:

1-الالتزامات التبادلية بين البائع والوسيط المكلف بالبيع.

أبرزنا آنفا بأن عقد بيع وشراء القيم المنقولة هي عقد ينشأ بين أطراف مباشرة وغير مباشرة، اذ يبقى كل من البائع مصدر السندات والمستثمر المشتري لها بعيدين كل البعد عن عقد البيع، بسبب أن عملية التنفيذ تتم بواسطة الوسيط المكلف بالبيع والوسيط المكلف بالشراء. وفي خضم ذلك تنشأ علاقة بين البائع ووسيطه المكلف بالبيع كأثر حتمي عن تسوية صفقات الاستثمار في سوق البورصة، الأمر الذي يولد معه التزامات تقع عليهما. فيلتزم البائع إثر ذلك بتسليم السندات ودفع عمولة الوسيط في مقابل التزام الوسيط بتسليم الثمن إلى البائع، ولأكثر توضيح نفصل في هاته النقاط وفقا للآتي:

أ- **التزام البائع بتسليم القيم لوسيطه المالي:** يعد التزام البائع بتسليم القيم للوسيط الممثل له في عقد بيع القيم المنقولة أول التزام يقع على عاتقه في إطار عقد تسيير الحافظة المالية من أجل إتمام صفقات الاستثمار في سوق البورصة، إذ ينبع التزام التسليم من أحكام القانون المدني، "والذي يعبّر عنه بوضع الشيء تحت التصرف بما يمكنّه من الحيازة والانتفاع به دون عائق"([2]).

1- المادة57 من النظام03-01.

2- ريمة بلجودي، نقلا عن خليل محمود إبراهيم" النظام القانوني لتسوية عمليات بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص174.

يلتزم البائع (الشركة مصدر القيم المنقولة) طبقا لهذه الأحكام بوضع تحت حيازة وسيط عمليات البورصة الممثل له القيم المنقولة التي يرغب في بيعها وتداولها في بورصة القيم، ولما كانت هذه القيم أو الأوراق المالية تندرج ضمن صنف المنقولات المادية، الأمر الذي يجعلها قابلة للتسليم عن طريق إجراءات قانونية يفرضها المؤتمن المركزي على السندات.

يجد هذا الالتزام الذي يقع على عاتق مصدر السندات سواء كان الدولة أ جماعات محلية أو هيئة عمومية أو شركة ذات أسهم أساسه القانوني في نص المادة19مكرر1 من القانون03-04 أين أجبر المشرع هؤلاء المصدرين على وجوب تسجيل السندات الصادرة عنهم لحاملها لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات، فكل مخالفة لهذا الالتزام يجعلهم فاقدي حق إصدار سندات مقيدة في شكل حساب.

غير أنّ هذه الحيازة التي يتمتع بها وسيط عمليات البورصة وفقا لأنظمة البورصة الجزائرية لا يقصد بها الحيازة المادية التي تسمح بالمناولة اليدوية، إذ خصص المشرع الجزائري هيئة خاصة بحفظ السندات تسمى المؤتمن المركزي تتولى حفظها وتغيير هذه السندات من الحالة المادية إلى حالة حسابات سندات، كما كلفها بتنظيم مسألة نقل ملكية السندات من الوسيط المكلف بالبيع إلى الوسيط المكلف بالشراء([1]).

وإن كانت مسألة نقل القيم المنقولة من البائع إلى وسيطه المالي تنشئ التزاما بينهما، فإنّ ذات المسألة ألا وهي نقل القيم المنقولة وتسليمها إلى المشتري تنشئ التزاما آخر على عاتق البائع، فبالنظر إلى الآلية العقدية التي تتم بها عمليات البورصة بين وسطاء عمليات البورصة الممثلين للمستثمرين، فإنّ صفقة البيع والشراء باعتبارها عقدا ترتب آثارا على كلا المتعاقدين أبرزها المشرع الجزائري من خلال المادة130 من النظام97-03 التي أشارت إلى الأثر الفوري للمعاملات الاستثمارية القائمة في بورصة الجزائر، حيث أنّ اليوم الذي يُنفذ فيه أمر الزبون المستثمر (مصدر السندات) يصبح المشتري مالكا للسندات المعنية ويفقد البائع ملكيته عليها.

والاستثناء الذي فرضه المشرع الجزائري على البائع هو إعفائه من التزام نقل ملكية السندات من حيازة وسيطه المكلف بالبيع إلى حيازة الوسيط المكلف بالشراء، إذ تلتزم هيئة المؤتمن المركزي على

1- نصت المادة19مكرر4/2 من القانون03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 والمتعلق ببورصة القيم على أنه: "تتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات، التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، على وجه الخصوص في:

-حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين،

-متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر،...".

السندات أو الجزائر للتسوية متى انتهت مدة التسوية وأبرمت الصفقة بنقل ملكية الأوراق المالية المادية، وذلك في اليوم الأخير للتسوية لصالح المستثمر المشتري وذلك بحسب أنظمة التسوية المدروسة أعلاه إذ يتولى المؤتمن المركزي التصديق على العمليات بعد التأكد من وجود رصيد كاف في شكل سندات ومن وجود رصيد في شكل نقود لدى اختتام النظام الفرعي لحل العمليات من عمله.

ب-التزام البائع بدفع عمولة التسوية لوسيطه المالي: من بين الالتزامات التعاقدية التي تنجر عن عقود تسوية معاملات البورصة أو صفقاتها، يقع على عاتق البائع مصدر القيم التزام بدفع عمولة التسوية للوسيط المالي الممثل له. تمثل هذه العمولة الثمن النقدي الذي يأخذه الوسيط جراء تنفيذه عملية بورصية. ولم يشر المشرع الجزائري إلى نسبة العمولات التي يدفعها المستثمر سواء كان بائعا أو مشتريا للوسيط الممثل لها، فقد اكتفى بالقول بأن الوسطاء في عمليات البورصة يتقاضون بعنوان العمليات والخدمات المقدمة للزبائن، "عمولات تعلق تعريفاتها داخل محلات الوسطاء أو المتفق عليها تعاقديا مع الزبائن"([1]). إذ يتبين أنّ هذه العمولة هي محل اتفاق بين الوسيط والمستثمر الزبون.

ج-التزام الوسيط المكلف بالبيع بتسليم الثمن للبائع: يلتزم الوسيط المكلف بعملية بيع القيم الصادرة عن المستثمر البائع بتسليم ثمن المبيع إلى البائع الأصلي، فبعد تسليم هذه القيم محل البيع إلى المؤتمن المركزي الذي يسهر على عملية تسوية السندات وتسليمها([2])، يقوم هذا المؤتمن وبواسطة ماسكي الحسابات بتسليم القيم إلى الوسيط المكلف بالشراء الذي ينوب عن المشتري في مقابل تحصيل ثمن الصفقة من أجل دفعه للوسيط المكلف بالبيع. "غير أنّ العملية لا تتوقف هنا بل يلتزم الوسيط المكلف بالبيع وبعد استلام الثمن الذي ينقله إليه بنك الجزائر بتسليم هذا الثمن إلى مصدر القيم أي المستثمر البائع، على شرط أن يتم خصم العمولة المتفق عليها وكل المصاريف اللازمة للتسوية المفروضة قانونا"([3]).

2- الالتزامات التبادلية بين المشتري والوسيط المكلف بالشراء: يترتب جراء إتمام المعاملة الاستثمارية بقطاع البورصة التزامات على المشتري الذي يعد طرفا غير مباشر بسبب تمثيله بواسطة وسيط عمليات البورصة المكلف بالشراء، فتظهر خلال العلاقة التزامات تبادلية تقع عليهما جراء تسوية عمليات البورصة، نحاول تعدادها على سبيل المثال فيما يلي:

1- المادة37 من النظام15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

2- ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص189.

3- المرجع نفسه، ص211.

أ-التزام المشتري بدفع الثمن لوسيطه المالي: يلتزم المستثمر المشتري لدى رغبته بالاستثمار في القيم المنقولة المتداولة في سوق البورصة، بدفع الثمن الذي ينجم عن إتمام صفقة البيع والشراء المبرمة بين وسطاء عمليات البورصة، فبالنظر إلى كون سوق البورصة الجزائرية سوقا فوريا وانطلاقا من المادة130 من النظام97-03 يفقد البائع ملكيته ويصبح الزبون المشتري مالكا للسندات المباعة يوم تسوية المعاملة في السوق المنظمة قانونا، وهو ما يعني أن دفع الثمن يكون معجلا هو الآخر ما دامت السوق تتصف بالفورية.

غير أنّ هذا المشتري يبقى طرفا غير مباشر على عقود التداول في سوق البورصة التي تعقد فيما بين وسطاء عمليات البورصة المكلفين بالبيع والشراء. فقبل إتمام المعاملة المتعلقة ببيع وشراء القيم يلتزم المشتري بتقديم ثمن تسوية المعاملة إلى وسيطه المكلف بالشراء، فقد سبق لنا القول بأن ثمن المبيع في عقود تداول القيم يكون محددا أو غير محدد بحسب أنظمة التسعير وبحسب الأوامر التي تسيّر عمليات البورصة.

يقوم المشتري بدفع الثمن إلى وسيطه المالي في مقرها أو في أي مكان بحسب الاتفاق، ويجري العمل كما سبق القول بأن التعامل بين الوسيط والمشتري يتم بدءا بفتح حساب جاري للقيم المنقولة المملوكة للمشتري والتي يرغب في بيعها، وحسابات نقدية تحتوي الأموال التي يودعها المشتري في حساب بالبنك الجزائري بقصد شراء قيم منقولة وتسوية صفقات البورصة.

ب-التزام المشتري بدفع العمولة لوسيطه المالي: يشترك كلا من البائع والمشتري في التزام دفع العمولة إلى الوسطاء كنتيجة مترتبة عن القيام بنشاط الوساطة المالية، "إذ يقصد بالعمولة الثمن النقدي الذي يأخذه الوسيط المكلف بالشراء نظير قيامه بعمليات البيع والشراء"[1]. فكل كل عملية بالبورصة سواء كانت متعلقة ببيع أو بشراء الأسهم والسندات يرافقها تسديد نفقات تتضمن عمولة لفائدة الوسيط بالبورصة وعمولة لفائدة البورصة (شركة تسيير بورصة القيم).

لم يعط المشرع الجزائري تفاصيل حول تمييز العمولة التي يتقاضاها الوسطاء بعنوان تنفيذ عمليات البورصة في حالة ما إذا كانوا مكلفين بعملية البيع أو الشراء لصالح المستثمرين، كما أنه لم يحدد مقدار هذه العمولة حسب ما نصت عليه المادة37 من النظام15-01 المذكورة أعلاه، ما يمنح معه حرية من أجل تحديدها بموجب الاتفاق بين العملاء المستثمرين والوسطاء مقدمي خدمات الاستثمار. وقد انتهج المشرع الجزائري "نهج المشرع الفرنسي في عدم تحديده لعمولة الوساطة لدى تسوية عمليات البورصة،

1- ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص197.

حيث قرر إطلاق حرية تحديد هذه العمولة بعد أن كانت محددة في السابق بنسبة6,5 في الألف للأسهم و5 في الألف بالنسبة للسندات وفقا للمادة38 المعدلة من مرسوم 7 أكتوبر1890 الذي ألغي بموجب مرسوم17 مارس1988([1]).

ج-التزام الوسيط المكلف بالشراء بتسليم السندات للمشتري: من بين الالتزامات التي تقع على عاتق الوسيط المكلف بالشراء بعد تنفيذه عملية الشراء لصالح زبونه المستثمر المشتري، أن يسلم السندات أو القيم الذي استلمها من المؤتمن المركزي عبر ماسكي الحسابات إلى زبونه المشتري. ففي حالة عدم تسليم السندات الآجال التي حددتها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، يصرح بعدم وفاء الوسيط، "ويجوز لشركة تسيير بورصة القيم أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم تسلم في السوق، فيتحمل الوسيط الذي لم يوف حينئذ كلفة إعادة الشراء"([2]).

فإذا لم تسمح ظروف السوق بإعادة شراء السندات الواجب تسليمها، فعلى الوسيط العاجز عن الوفاء أن يسوي وضعيته بالدفع نقدا حسب الكيفيات التي تحددها شركة تسيير بورصة القيم، وفي حالة عدم التسديد تُسعر شركة تسيير بورصة القيم اللجنة التي تتخذ التدابير الضرورية لكي يسوي الوسيط العاجز عن الوفاء وضعيته. فعملا على التقليل من الخطر الذي يصيب المستثمر المشتري جراء عدم وفاء الوسيط فإن المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم أدرج حكما تمثل في صندوق ضمان السوق التي ينخرط فيها الوسطاء إلزاميا([3]).

وعليه، يسهر المؤتمن المركزي على تحويل السندات من حساب البائع إلى حساب المشتري، حيث يتسلم المؤتمن السندات المباعة من الوسيط المكلف بالبيع ويسلمها إلى الوسيط المكلف بالشراء وذلك وفقا لمبدأ التسليم مقابل الدفع، فيترتب على هذا وجوب تسليم الوسيط السندات للمشتري زبونه، وهذا ما يجعل الزبون المشتري هو المالك الجديد للسندات بعد فقدان البائع لملكيته عليها.

1- ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص 198.

2- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن سير البورصة، 2004، وثيقة مكتوبة متحصل عنها من مقر اللجنة، ص04.

3- المرجع نفسه، ص04.

خلاصة الباب الأول.

يعتبر سوق البورصة الجزائري على غرار باقي أسواق البورصات سوقا استثماريا بامتياز، فهو سوق محكم التنظيم بموجب قوانين وهيئات إدارية تسهر على ضبط وتسيير عملياته وصفقاته، وحفظ السندات المتداولة به بمكان يحميها من الضياع، وهذا لن يتحقق طبعا، إلا إذا مارست هذه الهيئات عملها كما يتطلبه القانون وتقتضيه البيئة الاقتصادية، بعيدا عن الضغوطات في جو يتسم بالاستقلالية بكل أنواعها.

يتميّز سوق البورصة الجزائري بأنّه المكان والمحل الوحيد المنظم الذي تنعقد به صفقات استثمارية موضوعها قيما منقولة صادرة من أشخاص مصدرة لها، بقصد اقتنائها من طرف مستثمرين مالكي أموال يرغبون في توظيفها بشكل استثمار بالقيم المنقولة. فالفئة الأولى تلجأ إلى هذا السوق نظرا لحاجتها إلى سيولة مالية تغطي بها توسيع استثماراتها ومواصلتها، أما الفئة الثانية فتطمح إلى تحقيق الأرباح على المدى القصير والطويل بصفتها شريكا للفئة الأولى أو دائنا لها.

يُعبّر عن صفقات بيع وشراء القيم المنقولة بأنها عمليات تمثل تطبيقا للاستثمار بالقيم المنقولة أو بالبورصة، فهذا الأخير هو أحد أنواع الاستثمارات التي تحتاج هي الأخرى إلى اهتمام من الدولة، باعتبارها أهم خطة سياسية واقتصادية يمكن بواسطتها ترقية الاستثمارات وتحريك الاقتصاد بها. يتم تنفيذ هذا النوع من الاستثمارات المذكور أعلاه بموجب عقد مبرم بين المستثمر ووسيط عمليات البورصة أين يتعهد بواسطته الوسيط باحترام جل التزاماته، ويسعى إلى تحقيق الربح لفائدة موكله المستثمر عند حرصه على عدم ارتكاب أفعال تؤدي به إلى خسارة الاستثمار.

كرّست الدولة الجزائرية من أجل إنجاح صفقات الاستثمار بسوق البورصة مجموعة مبادئ أساسية يقوم عليها هذا القطاع الاقتصادي، يفترض على المستثمرين احترامها والسعي إلى الخضوع إليها كقواعد منظمة للسوق وصفقاته. غير أنّ الواقع العملي أبان أنّ المجتمع الجزائري بما فيه من مستثمرين مازال بعيدا كل البعد عن تحقيق الهدف من إنشاء بورصة واعتمادها كأداة ترقية في أقوى اقتصاديات الدول المتقدمة. حيث يطغى العزوف على المستثمرين في الجزائر بسبب جهل معالم هذ النوع من توظيف الأموال المدخرة، الذي حقق في دول أخرى ترقية وتطورا بفضل التحلي بالثقافة البورصية والتعريف بمزايا الإدراج والاستثمار، فعادة ما يلجأ هؤلاء المستثمرين إلى حمل حافظات مالية تحتوي على قيم منقولة متنوعة على تنوع قطاعات الشركات الاقتصادية المصدرة لها.

الباب الثاني

فعالية الاستثمار في قطاع البورصة.

الباب الثاني

فعالية الاستثمار في قطاع البورصة.

تأكدت الدولة الجزائرية مؤخرا وتيّقنت بضرورة توفير بيئة قانونية استثمارية حاملة لمبادئ تحمي المستثمرين بسوق البورصة، وتوفر لهم تحفيزات تشجيعية تعمل على إعطاء فعالية أكثر للاستثمار في قطاع سوق القيم المنقولة بالاستفادة من مزايا الإدراج بالبورصة أو مزايا استثمار الأموال المدخرة. إذ غالبا ما تقاس فعالية الاستثمار في البورصة من قدرة السلطات السياسية على جذب المستثمرين إلى هذا القطاع الذي يمثّل به إنشاء وإيجاد أساليب تحفيزية أحد مشجعات الإقدام على ولوج عالم البورصة.

جعل المشرع الجزائري المستثمرون بالبورصة الجزائرية يتمتعون بمجموعة من وسائل تحقق الحماية في صفقات الأوراق المالية، فاتخاذ قرار إدراج شركات المساهمة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة الجزائرية، لا يتولد عن رؤسائها إلا بتوافر الظروف المواتية للاستثمار في هذا السوق المليء بالأخطار والمغامرة، خاصة في ظل تقلبات أسعار القيم المنقولة والخسائر الممكن أن تلحق بهؤلاء الأعوان الاقتصاديين.

لأجل هذا وإيمانا من المشرع الجزائري بضرورة تدارك الوضع ودرء مخاطر الاستثمار بالبورصة، عمل على ابتكار جملة من الأساليب التي تشجع وتنشط هذا الاستثمار وتدفع برؤساء الشركات مهما اختلف حجمها إلى ولوج عالم سوق البورصة. تبرز هذه الأساليب المعتمدة خاصة في الضمانات التحفيزية على اختلاف أنواعها والمقررة لمصلحة المستثمرين، فهي ما يعبر عنها بالإجمال **أساليب تحفيز النشاط البورصي (الفصل الثالث)**.

أمام هذه الضمانات والأساليب التي أقرها المشرع والتي تتشكل منها البيئة الجزائرية ومن أجل جذب المستثمرين والتخفيف من العزوف والارتباك الذي يغلب على تصرفاتهم، يترجم هذا تجارب الشركات الاقتصادية بسوق البورصة الجزائري كأبرز دليل على مدى قدرة السلطات القائمة على رأس السوق في جذبهم، بعيدا عن العراقيل التي تمنعهم من تحقيق أهدافهم الخاصة والأهداف الوطنية. فهنا تبرز مسألة جد هامة تتمثل في معرفة **انعكاسات دور البورصة على الاستثمار (الفصل الرابع)**.

الفصل الثالث

أساليب تحفيز النشاط البورصي.

الفصل الثالث

أساليب تحفيز النشاط البورصي.

سعت الدولة الجزائرية ومنذ إنشائها سوق بوصة لتوفير الجو الملائم للمستثمرين على اختلاف صفاتهم من أجل التخفيف من الإحجام والعزوف الذي يشوب الاستثمار بنشاط القيم المنقولة، الأمر الذي جعل الهيئات الساهرة على ضبط هذا السوق وتسييره تعمل في كل مرة سمحت لها الفرصة بتعديل القوانين والأنظمة التي تحكم هذا السوق والنشاط القائم فيه، في محاولة منها لإيجاد الأساليب ذات الجدوى لتفعيل وتحريك سوق البورصة الجزائري.

اهتمت هذه السلطات المذكورة أعلاه بجل الفئات الناشطة في سوق البورصة بداية من المستثمرين الأفراد والمؤسساتيين وحتى وسطاء عمليات البورصة، فرتبت لهم ضمانات قانونية تحميهم من الوقوع في مخاطر الاستثمار بقطاع البورصة مثله مثل الضمانات المقررة لمصلحة المستثمرين عامة في قانون الاستثمار، غير أنه ونظرا لخصوصية نشاط الاستثمار بالقيم المنقولة، سمح لنا استقراء أنظمة البورصة باستخلاص **الضمانات القانونية الخاصة بالاستثمار في قطاع البورصة (المبحث الأول).**

لأجل درء مخاطر نزع الملكية الذي يرتبه دخول أشخاص غرباء كشركاء إلى الشركات الاقتصادية المدرجة في البورصة، وزرع الثقة والاطمئنان لدى رؤساء الشركات الكبرى التي تمثل القاعدة الاستثمارية بالجزائر نظرا لضخامتها وريادتها في مجال معين، أقر المشرع الجزائري بخوصصة هذه الشركات كشرط لدخول البورصة، كجانب يشكل **ضمانا تسييريا لمالكي الشركات** وقيدا **للانضمام الى البورصة(المبحث الثاني).**

وفر المشرع الجزائري إلى جانب الضمانات القانونية وضمان الخوصصة لمسيري الشركات الاقتصادية ضمانات هيكلية تساعدهم على اتخاذ قرار الاستثمار بدخول سوق البورصة والصفقات التي موضوعها قيما منقولة، فكانت هذه الضمانات الهيكلية تهتم بفئة صغار **المستثمرين كصناديق الاستثمار من جهة وتهتم بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة أخرى (المبحث الثالث).**

المبحث الأول: الضمانات القانونية الخاصة بالاستثمار في قطاع البورصة.

تمثلت أنماط الحماية التي قررها المشرع الجزائري لدرء أخطار تقلبات الاستثمار وما يحتويه السوق من عراقيل، عن فئة المستثمرين في سوق البورصة بمجموعة من الحوافز والامتيازات من أجل تشجيع الاستثمار في البورصة الجزائرية وما يتبعه من جذب للمستثمرين وطنيين كانوا أو أجنبيين[1] بقصد تحقيق الهدف الأساسي من إنشاء هذا السوق.

سنحاول في هذا المبحث تعداد هذه الضمانات المقررة للمستثمرين بالبورصة بموجب أنظمة وقوانين سوق البورصة، والجدير بالذكر أن هذه الضمانات والشروط الأساسية التي جاء بها المشرع الجزائري جاءت متناثرة في عدة نصوص، ولذا سنجتهد في محاولة منا لتعدادها.

وعليه، نسعى من خلال هذا المبحث إلى إبراز أهمية سوق البورصة وإمكانية توفيرها لرأس المال المطلوب لتعزيز ودعم الحاجات الاستثمارية والحلول المالية عبر التعريف بالمزايا والضمانات القانونية الممنوحة من قبل المشرع الجزائري لرؤساء الشركات والمؤسسات في شتى مراحل الإدراج بالبورصة.

فالملاحظ أن المشرع قد قرر العديد من الضمانات التحفيزية لهؤلاء المستثمرين بقصد تطوير البيئة الاقتصادية الوطنية، فجعلها تتنوع في عدة أنماط نحاول فيما يلي تعدادها وذكرها على سبيل المثال لا الحصر بالنظر إلى زمن استفادة المستثمر منها، فقد تمنح وتغطي هذه الضمانات المخاطر التي من الممكن أن يتعرض إليها المستثمر قبل دخوله إلى البورصة أي أنها **تحفيزات قبلية لعملية إدراج المستثمرين (المطلب الأول)** وقد تمنح للمستثمر بعد عملية الإدراج ودخوله إلى البورصة فتعتبر بذلك **تحفيزات بعدية لعملية إدراج المستثمرين (المطلب الثاني).**

المطلب الأول: تحفيزات قبلية لعملية إدراج المستثمرين بالبورصة.

من أجل توفير بيئة استثمارية مناسبة تشجع رؤساء الشركات مهما اختلف أحجامها إلى اتخاذ قرار الدخول إلى البورصة، قررت الهياكل المنظمة لعمل البورصة والساهرة على حسن سير هذا السوق تقديم تحفيزات وضمانات تحصل عليها هاته المؤسسات قبل إدراجها([2]) ودخولها فعليا إلى سوق البورصة، وما

1- أبان الواقع العملي أن البورصة الجزائرية مازالت تعاني ضعفا على مستوى تنويع المستثمرين بها، حيث أنه إلى غاية الآن لم يتم السماح للمستثمرين الأجانب بدخول البورصة، كما أنه لم يتم فتح هذه الأخيرة على الاستثمارات الخارجية وتدويل القيم المنقولة الصادرة عن الشركات الوطنية.

2- يقصد بلفظ الإدراج: هو عملية لإدراج أوراق مالية بعد استيفاء جميع شروط التعامل بها في السوق والحصول على موافقة هيئة الأوراق المالية على هذا التعامل/ عن الموقع الالكتروني:www.almaany.com ، تاريخ

يميز هذه الضمانات أنها تغطي كافة احتياجات المستثمرين سواء كانوا أفرادا مدخرين أو شركات مساهمة أو حتى مؤسسات صغيرة ومتوسطة، لذا سنقدم توضيحا لهذه الأفكار بالتطرق إلى **التحفيزات المشتركة بين كافة المستثمرين(الفرع الأول)** إلى جانب **التحفيزات الخاصة ببعض المستثمرين وعلى وجه** الخصوص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: التحفيزات المشتركة بين المستثمرين.

أسلفنا الذكر أننا نقصد بالتحفيزات المشتركة بين المستثمرين الضمانات القانونية المقررة لتحفيز كافة المستثمرين في سوق البورصة دون استثناء، لذا سنعددها فيما يلي:

أولا-توفير الاستقرار القانوني للاستثمار بالبورصة.

يبرز هذا الضمان من خلال "إيجاد حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد...الخ، ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في بيئة ذات ظروف اقتصادية ملائمة تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق أوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع عدم الاستقرار"([1]) التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع نتيجة لتغييرات تمس القوانين المنظمة لقطاع الاستثمار.

يبحث المستثمر في القيم المنقولة دوما عن الأمن والاستقرار قبل توظيف أمواله ويتأكد من أن السياسة القانونية للبلد مستقرة وغير قابلة للتغيير بين لحظة وأخرى في ظل تعديل قوانين الاستثمار، ولتحقيق ذلك وجلب المستثمر بكسب ثقته لابد من استتباب الأمن والسلم وبهذا نصل إلى سوق مالي ناجع مستقر قانونا([2]).

=الزيارة2018/12/11. أو هي آلية لتطوير الشركات، هي عملية تتم على مستوى سوق البورصة، تأتي في المراتب الأولى في كافة أسواق القيم المنقولة وبموجبها تصبح الشركات مستثمرة بالبورصة. "وفي بورصة الجزائر تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي: مرحلة ما قبل الإدراج التي تتمثل في الخطوة الأولى التي يتبعها المصدر مهما كان شكله، مرحلة الإدراج وهذه المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة بعد حصول المصدر على قرار القبول من اللجنة، مرحلة ما بعد الإدراج وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة". عن الموقع الإلكتروني الخاص بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:www.sgbv.dz ، تاريخ الزيارة2018/12/11.

1-عبد الله غالم ، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص61.

2- فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص245.

فالملاحظ على المستثمرين مهما كانت صفتهم وطنيين أم أجانب أنهم يسعون إلى البحث عن الدول التي تتميز قوانين جمهوريتها بالاستقرار القانوني والسياسي؛ لتجنب الخسائر الذي تنجر عن إصدار قوانين جديدة لا تخدم مصالحهم، بل وقد تؤدي إلى انتزاع منهم بعض المزايا أو تفقدهم مشاريعهم بصفة كلية أو جزئية.

غير أنّ الجزائر وبالرغم من إسناد سلطة تشريع القوانين التي تنظم البورصة إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كونها السلطة الإدارية الضابطة لهذا المجال والأدرى بخباياه، تبقى قوانينها ناقصة ولا تعالج جل مشاكل هذا القطاع الحساس جدا. فهو الأمر الذي يجعل هذه اللجنة كلما تفطنت إلى إغفالها لمسألة معينة تلجأ إلى تعديل أنظمتها أو قوانينها، وبالنتيجة ينجم عدم الاستقرار في مناخ الاستثمار بالبورصة الذي يطرح مشكل التخوف لدى المستثمرين بهذا القطاع.

ولكن الملاحظ على هذا التعديل وعلى الرغم من نظرة المستثمرين إلى أنه دليل على عدم الاستقرار القانوني، إلا أنّ الجانب الإيجابي لهذا التعديل يكمن في أن المشرع من خلال تكريسه لهذه الصلاحيات مقررا تعديل المرسوم المتعلق بالبورصة بموجب قانون المالية خاصة في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة التي تعايشها الجزائر، يتضح منه أنه أراد بعث روح التعاون من أجل تطوير وترقية عمل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الجزائرية عند احتكاكها بلجان دول أجنبية أخرى أملا منه في دفع عجلة الاقتصاد بالاعتماد على البورصة كمصدر تمويل غير تقليدي للمشاريع الاستثمارية. إذ أنه قرر التعاون في مجال التحقيقات التي تنجزها عن الشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل قبول أو رفض إدراجها في البورصة خاصة في ظل تواجد شركات أجنبية مستثمرة في الأراضي الجزائرية وربما دخولها إلى البورصة الجزائرية للاستثمار بها مستقبلا.

ثانيا–ضمان الإصلاح الهيكلي لسوق البورصة الجزائرية.

تبنت الحكومة الجزائرية سياسة إصلاح شاملة تقوم على أساس تزويد سوق البورصة الجزائرية بهياكل جديدة وتعديل مهام الهياكل القائمة فعليا حسب المرسوم التشريعي93–10 المنشئ لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

لقد ترجم هذا الإصلاح القانوني للهياكل التي تتضمنها سوق البورصة من خلال صدور القانون03–04 المعدل والمتمم للمرسوم93–10 الذي حمل في طياته العديد من المسائل الجديدة، يأتي على رأسها إحداث تغييرات مؤسسية في البورصة عبر إنشاء هيكل المؤتمن المركزي على السندات المفوض بإيداع وحفظ السندات وعمليات التسوية والمقاصة وحفظ ملكية تلك القيم في أسواق التداول

بغرض تحقيق الأمان في التعامل بالقيم المنقولة، بالإضافة إلى هذا الاستحداث تم تعديل الطبيعة القانونية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتخويل لها بعض السلطات التي كانت الدولة الجزائرية تحتكرها في اطار نظام الاقتصاد الموجه، حيث جعلها سلطة ضبط مستقلة تسهر على ضبط قطاع سوق القيم المنقولة. وتتمتع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي([1])، وهي تمثل الجهة الوحيدة والسلطة العليا في هرم الهياكل المنظمة لحماية عمليات الاستثمار بالبورصة الجزائرية.

لم يتوقف هذا الإصلاح الهيكلي المنتهج من طرف المشرع الجزائري بل تواصل إلى غاية سنة 2012 أين كرس مبدأ توسيع قاعدة المستثمرين بسماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدخول البورصة والاستثمار بها عن طريق إنشاء سوق لسندات رأسمالها. إلى جانب إصدار النظام15-01 المحدد لشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، فبموجبه تم تشديد الرقابة عليهم وفرض التزامات ضامنة لحقوق المستثمرين. فكل هذه الإصلاحات الهيكلية تصّب في قالب واحد يهدف إلى إزالة كافة معوقات الاستثمار بالبورصة وتؤدي إلى تقوية الضمانات المشجعة للمستثمرين مما يرقي ويفعل الاستثمار بالبورصة خاصة والاستثمار الوطني عامة.

ثالثا-ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة.

يعد ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة من بين أهم الضمانات التي تضمنها وتلتزم لجنة تنظيم عمليات البورصة بتوفيرها للمستثمرين من أجل جذبهم إلى استثمار مدخراتهم وفتح مؤسساتهم على الاستثمار بهذا السوق. إذ تتمثّل المهمة الرئيسية للجنة عند مراقبة السوق، في ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها وشفافيتها من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات، وحافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

وتسمح هذه المراقبة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف، وتعمل على أن يكون سير السوق حسب القواعد التّي تضمن الشفافية وحماية المستثمر.

1- تنص المادة12 من القانون03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93-10 على ما يلي: " تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. وتتكون من رئيس وستة أعضاء".

بالإضافة إلى أنّها تقوم بإدارة السندات وتسييرها وفق الأحكام القانونية والتنظيمية التي حددتها سلطة ضبط السوق. كل هذا يكون من أجل تحقيق هدف واحد وهو ضمان نزاهة السوق المالية من خلال المراقبة أيضا حيث أنها ترمي إلى ترصد أي جنحة في البورصة، أو جنحة استعمال المعلومات السرية، أو التلاعب بالأسعار، أو المعلومات الخاطئة أو المظللة([1]).

رابعا–ضمان توفير أدوات استثمار تقليدية ومستحدثة.

من بين دعائم تفعيل ونجاح سوق البورصة كمصدر تمويلي للاستثمار الوطني وجود وإيجاد أدوات استثمارية تدفع المستثمرين إلى دخول البورصة الجزائرية، فيعد هذا الضمان من بين الضمانات القبلية لعملية الإدراج يستفيد منها كل المستثمرون، والمقصود بهذه الأدوات كما سبق وأن أشرنا إليها هي القيم المنقولة المتداولة في سوق البورصة سواء كانت قيما تقليدية متعارف عليها كالأسهم وسندات الدين أو قيما مستحدثة كالأسهم القابلة للتحويل أو السندات القابلة للتحويل. وهو الأمر الذي كرسه المشرع الجزائري في القانون التجاري وأنظمة البورصة باستحداثه قيما منقولة لم تكن مدرجة من قبل حسب ما تم ذكره عن فكرة أدوات الاستثمار بالبورصة الجزائرية.

حيث يعهد المستثمرون بالبورصة إلى اختيار القيم المتداولة المعروضة للبيع والشراء بحسب ما يتناسب مع قدراتهم المالية ومدخراتهم، فهناك فرق كبير بين المستثمر الفرد ذو الدخل المحدود الذي يبتاع قيما منقولة في مقابل المستثمر الشركة الوسيطة التي تبتاع قيما لصالح شركة ضخمة.

فالأكيد بأنّ توفير التنوع بالقيم المنقولة (الأدوات الاستثمارية) يشكل ضمانة هامة تشجع المستثمرين على دخول البورصة والاستثمار بها بواسطة تنويع المحافظ المالية بالقيم المنقولة الصادرة عن عدة شركات مستثمرة تنشط في مختلف القطاعات. فلا يجب أن يجعل المستثمر جميع مدخراته تصب في نفس القطاع أو في نفس القيمة المنقولة، فاحتواء المحفظة على عدة قيم تعني الزيادة في استفادة المستثمر من الفرص المتاحة بمختلف القطاعات. فنتيجة التنويع تبدو في بعث الأمان لدى المستثمر خاصة في ظل تعرض أسعار أحد قيمه المنقولة التابعة لشركة ما للانهيار دون باقي الشركات فيبقى وقع الضرر عليه جزئيا.

خامسا–التخفيف من الحد الأدنى للرأس مال المفتوح للجمهور.

يعد التخفيف من الحد الأدنى لرأسمال الشركات المستثمرة المفتوح للاكتتاب به من قبل جمهور المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم لدى هذه الشركات، أحد الضمانات التحفيزية التي تشجع

1– التقرير السنوي، التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة2005، نسخة ورقية، ص 10.

رؤسائها على قبول الدخول إلى البورصة والاستثمار بها، هذا بغض النظر عن حجمها سواء كانت شركات مساهمة ذات رساميل ضخمة أو كانت مؤسسات صغيرة ومتوسطة.

عمد المشرع الجزائري إلى تقرير التخفيف من الحد الأدنى للرأسمال المطروح للاكتتاب فيه من قبل الجمهور كأحد التحفيزات الممنوحة لشركات المساهمة المستثمرة والمسعرة في البورصة، فلم يسمح لهذه الأخيرة إلاّ بطرح نسبة 20% من رأسمالها في شكل سندات رأسمال أو سندات دين، في حماية منه لملكية رؤساء هذه الشركات بعدم قبول دخول نسبة كبيرة من الجمهور الأجانب كشركاء يتمتعون بحقوق هذه الصفة.

غير أننا لاحظنا من خلال تفحص شروط قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق سندات رأس المال المخصص لها أن الدخول إلى هذا السوق يتم وفق إجراءات وشروط مبسطة لعل أبرزها جعل رأس المال المفتوح للجمهور –في شكل سندات دين–للاكتتاب فيه يقدر بنسبة 10% على عكس الشركات الضخمة التي يفرض عليها فتح رأسمالها بنسبة 20% وهو المعبر عنه في شرط وجوبية قيام المؤسسة بفتح رأسمالها الاجتماعي على مستوى أدناه 10% وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير([1]).

وعليه، جاءت الضمانة المتمثلة في تخفيف الحد الأدنى من رأسمال المفتوح للاكتتاب به من قبل الجمهور، كتحفيز مشترك لمصلحة المستثمرين المؤسساتيين ككل، حيث عامل المشرع الشركات ذات الرساميل الضخمة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمعاملة ذاتها من حيث تخفيف نسبة الرأسمال طبعا مع مراعاة ظروف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والانقاص من حجم هذا الحد الأدنى. كما وأنّ التخفيض من نسبة رأس المال المطروح من طرف المؤسسات يشكل ضمانة مالية تضمن بها الشركات عدم فقدان التملك في حالة التعرض لمخاطر هبوط وتذبذب أسعار القيم المنقولة.

سادسا–ضمان حماية المدخر من المخاطر المرتبطة بالوساطة المالية.

نبرز من خلال هذا الضمان الحماية القانونية التي أقرّها المشرع الجزائري للمستثمرين المدخرين(الأشخاص الطبيعية) ضد المخاطر التي من الممكن أن يتعرضوا إليها جراء تعاملهم مع المتخصصين بالقطاع بالبورصي أي المساعدين على توظيف القيم المنقولة والمحتكرين لتداول القيم المنقولة، وبعبارة أخرى نستعرض المخاطر التي يمكن أن يلحقها وسطاء عمليات البورصة إلى جانب

1– المادتين:46–05و46–06 من النظام 12–01 السابق ذكره.

هيئات التوظيف الجماعي القيم المنقولة بالمستثمرين، بالنظر للدور الهام الذي يلعبونه في ترشيد وتنوير رأي رؤساء الشركات والمؤسسات بقصد اتخاذ القرار الاستثماري السليم والاحتكاك الدائم بهم([1]).

يعد هذا الضمان من بين الضمانات القبلية للإدراج فاتخاذ الوسيط شرط مفروض للانضمام إلى البورصة، يهدف المشرع من وراء إيجاد ضمان الحماية من المخاطر المرتبطة بالوساطة المالية إلى حماية المدخر من المخاطر يتسبّب فيها الوسيط، والتي تلحق به أضرارا كبيرة وتهدر بمصالحه المشروعة لدى الاستثمار بالقيم المنقولة.

لم يسمح المشرع الجزائري لشركات المساهمة الاستثمار بصفة ذاتية دون اتخاذ شخص يعمل على تنوير قراراتها ومرافقتها في عملية الاستثمار بالبورصة، فهذا القيد بضرورة اتخاذ هذا الوسيط لم يأتي عبثا بل جاء كإحدى الضمانات القانونية المقررة لمساعدة رؤساء شركات المساهمة غير المتخصصين في المجال البورصي.

فتحقيق أمن السوق وحماية المدخر يمر بدون شك عبر طمأنته بأنه يتعامل مع مهنيين حاملين لضمانات، ويكونون مرخصين لممارسة مهنة الوساطة، هذه الحتمية تم أخذها في الحسبان وتم تكريسها في قانون البورصة من قبل المشرع عبر تنظيم صارم. فنوعية الخدمات المقدمة من طرف هؤلاء المهنيين الذين يباشرون أنشطة الوساطة المالية، يستدعي أولا وقبل كل شيء إخضاعهم إلى نظام قانوني من شأنه ضمان هذه النوعية، حيث أن إخضاع الوسطاء لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها يشكل ضمانة هامة في حد ذاته لتكريس وتحسين نوعية الخدمات المقدمة([2]).

إنّ تحقيق هذا الهدف يدعو إلى تقدير مسبق لمدى إمكانية وكفاءة هؤلاء الوسطاء في ممارسة المهنة، ما يستدعي أيضا السهر على مباشرة الوسيط نشاطه في ظل احترام الواجبات المهنية التي من شأنها أن تضمن أمن الزبائن، ففي إطار الوظيفة القانونية التي تتمتع بها اللجنة عن طريق سن تنظيمات تتعلق بنشاط الوسطاء ونشاط الأشخاص الذين يتولون إدارة المحافظ الجماعية للأوراق المالية، فهي تتمتع بسلطة اتخاذ جل التدابير التنظيمية التي تراها مناسبة لحماية المدخر والمستثمرين ككل([3]).

1- أبرزنا آنفا أن وسيط عمليات البورصة ما هو إلا وكيل عن المستثمر، يلتزم في إطار ممارسته لنشاط الوساطة المالية بالأوامر التي تصدر عن زبونه المستثمر، وكل إخلال بالالتزام يعرض هذا الأخير إلى مخاطر وخسائر.

2- نصت المادة1/17 من النظام15-01 على فكرة حماية اللجنة للمستثمرين إذ تضمنت:" تستطيع اللجنة القيام بالسحب النهائي للاعتماد أو حصره لبعض النشاطات أو إيقافه في حالة ما اذا لم يعد الوسيط في عمليات البورصة يفي بشروط الاعتماد المحددة في هذا النظام، أو في حالة ما اذا كانت تصرفات الوسيط في عمليات البورصة تضر بمصالح الزبائن أو بسلامة السوق".

3- فاتح أيت مولود، مرجع سابق، ص ص358-359.

سابعا–ضمان تقديم المعلومات الصحيحة للجمهور المستثمر.

قرر المشرع الجزائري عدّة ضمانات تسبق عملية الإدراج وبدء عملية الاستثمار بالبورصة، حيث وفر ضمان جد هام يصب في مصلحة المستثمر المدخر، عندما ألزم الشركات المستثمرة بضرورة توفير إعلام ملائم لجمهور المدخرين. إذ يجد ضمان إعلام جمهور المدخرين أساسه القانوني في المرسوم التشريعي93–10 المعدل والمتمم وبالضبط المادتين41 و42 منه([1]). الذي وبناء عليه يتخذ المدخرون قرارات وخيارات عند عملية التوظيف.

فبعد توافر الشروط المطلوبة لقبول قيد الشركات المستثمرة لا يبقى عليها إلا تقديم طلب التأشير على مذكرتها الإعلامية إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تسهر على حماية المستثمرين([2])، إذ تتأكد من أن الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها وصحة المعلومات المقدمة من طرفها.

ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييما لنوعية العملية التي يقررها المصدر (الشركة أو المؤسسة الصغيرة والمتوسطة)، بل تعني أن المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية([3]) ملائمة ومتسقة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراراه بالاكتتاب أو اقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية([4]).

1– نصت المادة41 على ما يلي:" يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتوج مالي آخر مذكور في المادة30 أعلاه، باللجوء العلني للادخار، أن تنشر مسبقا مذكرة موجهة إلى إعلام الجمهور، تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها.

يجب على كل شركة تطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة، أن تنشر مسبقا مذكرة.

يجب أن تؤشر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه المذكرة قبل نشرها". أما المادة42 فاهتمت بتنظيم التزام اللجنة لضمان إعلام ملائم للمستثمرين المدخرين وحسن تقديم المعلومات لهم بنصها: "تدرس اللجنة مشروع المذكرة الخاضعة للتأشيرة المسبقة وتشير عند الاقتضاء إلى البيانات الواجب تعديلها، أو المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها. كما يمكن اللجنة أن تطلب أي إيضاح أو تبرير يخص المعلومات الواردة في مشروع المذكرة.

ويمكن اللجنة أن ترفض تأشيرة المذكرة ما لم يستجب لطلبات التعديل، وللجنة مهلة شهرين قبل أن تمنح تأشيرتها أو ترفضها أو تطلب معلومات إضافية أو تعديلات".

2– نصت المادة40 من النظام97–03 المعدل والمتمم بالنظام12–01 على ما يلي: " توضع المذكرة الإعلامية المذكورة تحت تصرف المستثمرين لدى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وكذا الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بالإدخال".

3– المادة16 من القانون03–04 المؤرخ في17فيفري2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93–10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

4– التقرير السنوي 2007 للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ص09.

وعليه بعد حصول الشركات المستثمرة على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([1]) على المذكرة الإعلامية يمكن بعد ذلك للشركة أن تنشر هذه المذكرة للجمهور الذي يبقى له حرية اتخاذ قرار الاكتتاب في القيم المنقولة المطروحة من عدمه. فالتزام المؤسسة بتقديم المعلومات الصحيحة للجمهور الراغب في شراء قيمها المنقولة عبر نشر مذكرة الإعلام يعد أبسط الإجراءات الواقعة على عاتقها.

" فإذا كان ضمان الإعلام مكرس قانونا لفائدة كل مدخر، فإنه يجب كذلك أن تضمن لهؤلاء نشر معلومات تثبت فيها صفة أنها كاملة ووافية ودقيقة، حيث يمكن لنا القول في هذه الحالة فقط أنه هناك تجسيد فعلي للمساواة في الاستفادة من الإعلام. فالمدخر عندما لا يتم إعلامه بصفة ملائمة أو جيدة، يمكن أن ينجر عنه التوظيف السيء وإلحاق به خسائر تجعله غير قابل مستقبلا لتوظيف مدخراته وأمواله في السوق القيم المنقولة بل وتخليه عن فكرة الاستثمار بها([2]).

لذا ومن أجل حماية المدخر وتشجيعه على الاستثمار بالقيم المنقولة، وجب السهر على ضمان حسن إعلامه وفقا لما يقع على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من التزامات والسهر على فرض احترام هذه المتطلبات القانونية والقيام بتحسين إعلام المدخرين المستثمرين"([3]).

ثامنا–ضمان حق الوسيط بالطعن ضد قرار اللجنة.

خوّل المشرع الجزائري لوسيط عمليات البورصة الممثل القانوني للمستثمرين–والذي يمكنه أن يتخذ صفة المستثمر إذا استثمر لحسابه الخاص–حق الطعن ضد قرار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي ترفض منحه الاعتماد لممارسة نشاط الوساطة، حيث جعل المشرع قرار منح الاعتماد من اختصاص اللجنة، كما يمكنها رفض الاعتماد أو تحديد مجاله بموجب قرار معلل.

وفي حالة رفض منح الاعتماد يحق للوسيط طالب الاعتماد أن يرفع طعنا بالإلغاء ضد قرار اللجنة أمام مجلس الدولة في أجل شهر(1) واحد من تاريخ تبليغ قرار اللجنة([4]). يعتبر هذا الضمان من بين الضمانات القبلية للإدراج نظرا لأن اتخاذ وسيط عمليات البورصة كممثل للشركات المستثمرة هو أحد شروط قبول الانضمام، وتتجلى قيمة إيجاد ضمان حق الوسيط بالطعن في حماية المستثمرين ودفعهم إلى

1– نظرا للدور الهام الذي تلعبه لجنة البورصة في ضمان التزام المصدرين بتوفير إعلام ملائم وفقا لمعلومات كافية ودقيقة تخدم مصالح المدخرين، سمح المشرع لهذه الهيئة بتقديم مقترحات نصوص تشريعية وتنظيمية تخص إعلام حاملي القيم المنقولة والجمهور. وهذا حسب ما جاء في المادة34 من المرسوم التشريعي93–10.

2– فاتح أيت مولود، مرجع سابق، ص268.

3– المرجع نفسه، ص269.

4– المادة09 من المرسوم التشريعي93–10 المعدلة بالمادة06من القانون03–04 السالف ذكره.

الانضمام للبورصة في أن تكريس الضمانات القضائية للوسطاء ستشجع المستثمرين وتطمئنهم إلى وجود عدالة وشفافية في هذا القطاع.

الفرع الثاني–تحفيزات خاصة ببعض المستثمرين.

اخترنا تسمية هذا الفرع بهذا الاسم نسبة إلى التمييز الذي أقامه المشرع الجزائري بين طائفة المستثمرين، فقد أولى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعناية فائقة لكونها قطاع حساس تبنى عليه الاقتصاديات الحديثة للدول المتقدمة.

نظرا للاستراتيجية السياسية في تحفيز دخول هذه الشركات الواعدة إلى سوق البورصة كونها حظيت بمعاملة خاصة من قبل المشرع الجزائري، قرر لصالح هذه الأخيرة مجموعة متنوعة من الضمانات التي تشجعها لولوج عالم الاستثمار بالبورصة، نحاول تفصيلها على سبيل المثال لا الحصر ولا نعيد ذكر الضمانات التي تشترك فيها مع باقي المستثمرين الآخرين، وذلك وفقا للتالي:

أولا–ضمانات هيكلية.

تمثل الضمانات الهيكلية أهم ضمانة ترتكز عليها العملية الاستثمارية القائمة في السوق المالي، فكل مستثمر لا يمكنه الإقدام على الاستثمار في أي مجال ما لم تتوفر بيئة قانونية تسمح بإنشاء الهياكل التي تشجعه على هذا الأمر بتوافر الشروط المناسبة فيه. ومنه يمكننا عرض هذه الضمانات كالآتي:

–**شركة المساهمة الهيكل المناسب لشكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** فرض على المؤسسات اتخاذ شكل معين يسمح لها بدخول سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجد إلى جانب سوق شركات المساهمة على مستوى البورصة الجزائرية، فأي شكل للشركات التجارية فرض قانونا على هذه المؤسسات اتخاذه؟ .

الإجابة على هذا التساؤل لن تكون إلا بواسطة تحليل بعض نصوص المواد؛ إذ نصت المادة الأولى من المرسوم التشريعي93–10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة([1]) على أنه:" تؤسس بورصة للقيم المنقولة. وتعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

جاء هذا النص صريح ويشير إلى الأشخاص المسموح لهم بدخول البورصة، وبما أننا نود تحديد الشكل الذي وجب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتخاذه من أجل دخولها هي الأخرى إلى البورصة، وجب علينا الرجوع إلى النص الذي سمح بإنشاء سوق لها على مستوى البورصة وهو

1– المرسوم التشريعي93–10 المعدل والمتمم.

النظام12-01([1])، إذ لم تكن للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة من قبل إمكانية في طرح أسهمها في البورصة كون رأسمالها صغير وهي تكون في شكل شركات مسؤولية محدودة وليست شركات مساهمة، غير أنه مؤخرا تم الموافقة على إمكانية ذلك تشجيعا لها في الدخول إلى السوق المالية كمستثمرة وفقا لشروط جد مرنة.

لأجل ذلك جاءت المادة09 من النظام المذكور أعلاه والتي تضمنت المواد المتعلقة بشروط إدراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبالضبط المادة46 التي نصت على أنه:" يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم...".

وعليه يفهم من هذه المادة أنه يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التي ترغب في دخول سوق البورصة أن تتخذ شكل **شركة مساهمة** عند تأسيسها وهو الشكل المفروض عليها قانونا، مما يفهم منه إقصاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتخذ الشركات التجارية الأخرى شكلا لها. غير أنّ هذه الضمانة الهيكلية لا تعتبر عبئا على المؤسسات بالنظر إلى تخفيف نسبة رأس المال المطروح وكون شركة المساهمة هي الشكل القانوني المشترط لقبول انضمامها.

ثانيا-ضمانات مالية.

لم يتوان المشرع الجزائري في تقديم التحفيزات والتشجيعات الضرورية لتقبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الاستثمار في البورصة، فرغم أنّها كيان صغير في إطار النمو والترقية إلا أنه جعلها قابلة للاستثمار في هذا السوق المليء بالمخاطر.

وهذا كله من أجل توفير التمويل الملائم لمختلف نشاطاتها بغرض الابتعاد على التمويل التقليدي الذي يقوم على تقديم ضمانات ضخمة وإجراءات معقدة من أجل قبول البنوك تقديم المعونة لهاته المؤسسات الناشئة والمحتاجة إلى دعم مالي. وعليه فأهم إجراء يشكل أحد الضمانات المالية. يتمثل في:

-**تحديد نوعية القيم المنقولة الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** يعد تحديد نوعية القيم المنقولة الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد الضمانات القانونية المقررة لمصلحة هذه المؤسسات المستثمرة، فمنع هذه الأخيرة من إصدار سندات الدين وطرحها للتداول بقصد الاقتراض من الجمهور المستثمر الراغب في استثمار وتوظيف أمواله المدخرة لم يأتي عبثا بل هو خطوة مدروسة من المشرع الجزائري جاء بها لحماية هذه المؤسسات المستثمرة انقاصا لمديونيتها تجاه الآخرين. وهذا هو

1- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير2012 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة رقم97-03، الجريدة الرسمية العدد41 الصادر في 15جويلية2012.

المنطقي فلا يعقل أن يسمح المشرع لمؤسسات ناشئة واعدة يُعوّل عليها لترقية الاستثمار الوطني أن تطرح سندات للدين من الممكن ألا تستطيع الوفاء بهذه الديون لدى حلول آجالها.

يعد حرمان المؤسسات من عدم إمكانية طرح وإصدار سندات للدين أحد الضمانات المالية التي تعود بالفائدة على المؤسسات وتحميها من تراكم الديون على عاتقها، في حين أنها وبالمقابل تقصي المستثمرين المدخرين الراغبين من حق تنويع محفظتهم المالية بمختلف القيم المنقولة الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

بواسطة هذه الضمانة القانونية المالية التي أقرها المشرع الجزائري لمصلحة المؤسسات يكون رؤساء هذه الشركات الواعدة ومسيريها على علم ومنذ بداية مشروعهم الاستثماري بالبورصة بأنهم محميين قانونا من إصدار سندات دين، فلا يدرجون إصدار هذه السندات ضمن خططهم وأهدافهم الاستثمارية التي يسعون إلى تحقيقها خلال الدورة الإنتاجية والتنافسية.

المطلب الثاني: تحفيزات بعدية لعملية إدراج المستثمرين بالبورصة.

تنال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وشركات المساهمة الضخمة (عمومية أو خاصة) والمستثمر الفرد على اختلاف أصنافهم كمستثمرين مجموعة من الضمانات القانونية لتحفيزهم على الانضمام إلى سوق البورصة لاستثمار أموالهم المدخرة والإقبال على فتح رؤوس أموالهم بلا تخوف. حيث لا يمكن لأي منهم الإقدام على ولوج سوق البورصة ما لم تمنح له الضمانات اللازمة لتغطية المخاطر التي يمكن أن تصيبه.

لم يقرر المشرع الجزائري حماية هؤلاء المستثمرين عند إدراجهم بسوق البورصة فقط، بل تجاوز الأمر إلى توفير لهم بيئة قانونية استثمارية حاملة لمبادئ تحمي المستثمرين والسوق المالي على حد سواء بعد عملية إدراجهم.

وعليه، يمكن ترجمة هذه الحماية القانونية عن طريق التفصيل في أنواع الضمانات التي تنالها المؤسسات بعد قبول دخولها وإدراجها بالبورصة، حيث تتنوع هذه الضمانات القانونية المقررة في بورصة الجزائر بحسب المستفيد منها **(الفرع الأول)** أو بحسب القائم على توفيرها **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: الضمانات القانونية بحسب المستفيد منها.

نقصد من هذا العنوان محاولة تفكيك الضمانات القانونية المقررة بالنظر إلى الشخص المستفيد منها فهي تختلف بين ما إذا كان المستفيد هو المستثمر الفرد أو المستثمر المؤسساتي أو الوسيط المتدخل في

عملية الاستثمار. وعلى هذا الأساس سنعدّد هذه الضمانات ونذكرها على سبيل المثال لا الحصر كاجتهاد منّا في ظل عدم تخصيصها بموجب نظام معيّن صادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

أولا–ضمان تحقيق المنافسة الحرة بين المستثمرين.

يتواجد هذا الضمان كأحد المبادئ الهامة التي تقوم عليها الصناعة والتجارة، غير أننا في هذه النقطة حاولنا إسقاط المبدأ ذاته على سوق القيم المنقولة الذي يجد فيه هذا المبدأ تطبيقا له بين طائفة المستثمرين بها. وقد اخترنا التطرق إلى هذا المبدأ كضمان توفره البورصة للمستثمرين نظرا للدور الهام الذي يلعبه في توفير المساواة بينهم عند تحقق المنافسة الحرة.

تعرّف المنافسة على أنها:" تنافس المصالح بين التجار والصناع ومحاولة جذب الزبائن إليهم بأفضل الأسعار وأحسن جودة، أما المنافسة الحرة فيقصد بها: النظام الاقتصادي الذي يعبر عن مزاحمة بين منتجين وتجار دون تدخل من طرف الدولة التي قد تحد من حرية التجارة والصناعة، ومحاولة كل المنتجين والتجار جذب الزبائن إليهم بأفضل الوسائل وتحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح"([1]).

" فالمنافسة الحرة مسألة ملازمة للتجارة والصناعة والاستثمار يعد جزءا من التجارة، فلا يتحقق الاعتراف بحرية هذا النشاط ما لم يضمن حق القيام به في نظام تسوده المزاحمة والتنافس، والمنافسة الحرة تفترض أن يلعب كل متنافس دوره بدون عوائق أو حواجز. اذ أن هذا المبدأ يفرض على الدولة امتناعها عن تقييد المنافسة أو تفضيل متنافس على حساب غيره، وذلك كأن تقدم له مساعدات مالية، مما يؤدي إلى الإخلال بقواعد المنافسة الحرة([2]).

هذا المبدأ القائم على فرض المزاحمة والتنافس بين المستثمرين دون تدخل من الدولة يجد تطبيقه أيضا في سوق القيم المنقولة ولا يحتكر في قطاع التجارة والصناعة، " إذ تعتبر سوق القيم المنقولة سوقا منظمة ومستمرة، يتم العمل من خلالها تداول القيم المنقولة في أوقات العمل الرسمية حسب جلسات محددة الزمن، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلبا للربح أو تغيير للاستثمار، حيث يكون في وسع المدخر المتعامل في أي وقت الحصول على السيولة لأصوله المادية، ومن جهة المستثمر المؤسساتي وجود سوق لطلب الأموال. وبالتالي تتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة

1– كسال سامية، مبدأ حرية التجارة والصناعة أساس قانوني للمنافسة الحرة، مداخلة بالملتقى الوطني الموسوم ب"حرية المنافسة في القانون الجزائري" يومي03–04أفريل2013، جامعة باجي مختار، عنابة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، مصدر الكتروني عن الموقع:dr.sassane.over–blog.com تاريخ الزيارة2018/12/11، ص 03.

2– المرجع نفسه، ص04.

بواسطة تحديد الأسعار فيها وفقا لقانون الطلب والعرض، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين دون النظر إلى مراكزهم المالية"([1]).

فقد أسلفنا الذكر أنّ تداول القيم المنقولة يتم وفقا لعقد بيع يتم بين البائع(الشركة) بواسطة وسيط عمليات البورصة والمشتري(المدخر)، فمن بين شروط الرضا الذي يقوم على أساسه عقد بيع القيم المنقولة هو أن يكون الثمن معروفا حتى لا تؤدي جهالته إلى النزاع بين الطرفين. فلا يقوم نزاع بين المستثمرين إذا ما تم الاتفاق على أن سعر قيمة منقولة ما تباع في سوق البورصة محددة بسعر السوق الرسمية يوم كذا، حيث أن المبيع (القيمة المنقولة) موجود فعلا تحت يد البائع ويسلمه فعلا للمشتري بعد التعاقد، ولكن الثمن هو الذي يتم تحديده بسعر سوق البورصة وبالضبط السوق الأولي.

"يختص السوق الأولي بالترويج وبيع الإصدارات الأولية الجديدة للشركات، وتشمل هذه الاصدارات كل من إصدارات الأسهم والسندات بغرض الحصول على أموال لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم"([2])، حيث يتم تسعير أو تحدد سعر القيم المقولة في البورصة الجزائرية بحسب تسعيرها في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، إذ تكلف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بقصد توضيح سعر السوق وتكريس مبدأ الحرية التنافسية بحسب مبدأ العرض والطلب بنشر إعلان يتضمن على وجه الخصوص البيانات الآتية: هوية الشركة المصدرة، الوسيط أو الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بتتبع إجراءات القبول والإدخال، عدد السندات وطبيعتها وخصائصها، السعر المقترح من طرف المدخلين، الإجراء المقرر للتسعيرة الأولى. وبصفة عامة كل التوضيحات الضرورية لإعلام الجمهور([3]).

وعليه، فالمساواة أمام السعر يعكس فكرة اقتصاد السوق، أين نجد أن مبدأ المنافسة الحرة والتلاقي الحر لحركة العرض والطلب بين المستثمرين والمتدخلين يعد من بين القواعد الأساسية لسوق البورصة، إذ يرتكز السير السليم لهذا السوق –الذي تمثل به القيم المنقولة السلعة الرئيسية المتداولة فيه ويتم تحديد أسعارها وفقا لقانون العرض والطلب–على التلاقي الحر لحركة العرض والطلب التي تحركها أوامر البورصة الواردة من العملاء والتي يكون موضوعها بيع أو شراء قيم منقولة([4])." فانتهاك قانون العرض والطلب والتلاعب بأسعار الأوراق المالية وخطورته على حسن أداء البورصة لوظائفها يؤدي إلى حدوث

1- عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص56.

2- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر،2001، ص293.

3- المادة 51 من النظام97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القي المنقولة، المعدل والمتمم بالنظام12-01.

4- فاتح أيت مولود، مرجع سابق، ص420.

خسائر للمستثمرين والمتعاملين في البورصة والتأثير بالسلب على الاقتصاد الوطني، مما يوجب حماية الأسعار من التلاعب بها"([1]).

لأجل تحقيق هذا، كلفت الدولة الجزائرية باتباعها لنظام الاقتصاد الحر، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالسهر على حسن سير القيم المنقولة وشفافيتها وحماية المستثمرين من كل عمل يضر بحقوقهم، بالإضافة إلى تحقيق المساواة والعدالة بينهم في إشارة واضحة منها لتكريس مبدأ المنافسة الحرة في سوق القيم المنقولة.

ثانيا–ضمان اكتتاب الوسيط في عقود تأمين.

جاء المشرع الجزائري بهذا الضمان القانوني التأميني كأحد الضمانات التي تلي عملية الإدراج، والهدف من تقرير مثل هذا الضمان يهدف إلى تعويض المستثمرين ماليا ضد المخاطر التي تصيبهم إثر إهمال وسيط عمليات البورصة لعمله.

يعتبر اكتتاب وسطاء عمليات البورصة في عقود التأمين لمصلحة زبائنهم المستثمرين كأحد الضمانات التي تؤمن مسؤوليتهم تجاه هؤلاء، وخاصة ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المودعة لديهم من طرف زبائنهم([2]).

فإبرام الوسطاء اتفاقية التأمين مع مصالح التأمين التي تعد عقدا يرتب التزامات على عاتقهم، خير دليل على أن المشرع الجزائري أخضعهم لالتزام إجباري يقع على عاتقهم عند مباشرة العمل المفوض به قانونا، بالإضافة إلى إلزامهم بضرورة إيداع نسخة عن اتفاقية التأمين على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خلال يوم العمل الأول من كل سنة([3]).

وعليه، يشكّل هذا الحافز ضمان حمائي يشجع المستثمرين على دخول البورصة للاستثمار بها بعيدا عن تخوفات المخاطر والخسارة، بفضل احتواء الوضع بعقود تأمين تعوض الخسارة التي من الممكن أن يتعرضون لها.

ثالثا–استحداث صندوق ضمان التزامات الوسطاء.

يعد إنشاء صندوق ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة أحد الضمانات الهيكلية التي وفرها المشرع الجزائري للزبائن المستثمرين الذين يكلفون الوسطاء بتسيير حافظة القيم المنقولة، اذ يرجع

1– محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية–دراسة مقارنة–الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،2007، ص41.

2– المادة65 من المرسوم التشريعي93–10.

3– المادة54 من النظام 15–01 المتعلق بالوسطاء وشروطهم وواجباتهم، مرجع سابق.

سبب استحداث هذا الصندوق إلى الرغبة في توفير الحماية والتعويض عن الإخلال بالتزامات العقدية المترتبة على عاتق الوسطاء، ما يجعل هذا الصندوق متوقف عن العمل إلى حين دخول الشركات المستثمرة إلى البورصة أو المستثمر وتعرضه إلى إخلال بالتزامات عقدية، لذا أدرجنا هذا الضمان ضمن الضمانات والتحفيزات البعدية للإدراج.

حيث أنّ كل إخلال للوسيط بمسؤوليته تجاه المستثمر([1]) يسمح لهذا الأخير بالحصول على تعويض يقدم له من طرف هذا الصندوق الذي يأخذ شكل حساب مصرفي تسيره لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم([2])، وقصر المشرع الجزائري هذه الالتزامات المشمولة بالتعويض([3]) في رد السندات والأموال التي يحوزها الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم ماسكي الحسابات إلى المستثمرين عندما تكون متصلة بنشاطات المادة07 من المرسوم التشريعي93-10 ولا تكون مندرجة ضمن مجال تطبيق صندوق ضمان الودائع المصرفية([4]).

يلعب هذا الأخير دورا مهما كضمانة تقضي على تخوف المستثمرين([5]) وجذبهم إلى استثمار مدخراتهم أو فتح رأسمالهم في البورصة. يموّن صندوق ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة

1- يعد انخراط وسطاء عمليات البورصة في صندوق الضمان أحد الالتزامات والشروط المفروضة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لمنح الاعتماد لمزاولة نشاط الوساطة، وكل اخلال بهذا الشرط يعرض شركة الوساطة إلى وقف نشاطها، =حسب ما جاءت به المادة1/17 من النظام15-01:" تستطيع اللجنة القيام بالسحب النهائي للاعتماد أو حصره لبعض النشاطات أو إيقافه في حالة ما إذا لم يعد الوسيط في عمليات البورصة يفي بشروط الاعتماد المحددة في هذا النظام...".

2- المادة02 من النظام04-03 المؤرخ في 09 سبتمبر2004 المتعلق بصندوق الضمان، الجريدة الرسمية العدد22 الصادر بتاريخ 27 مارس2005.

3- قدّر المشرع الجزائري قيمة التعويض الذي يحصل عليه الزبون في المادة06 من النظام04-03 بأنه: لا يجوز أن يفوق الحق في تعويض زبون وسيط في عمليات البورصة-ماسك الحساب العاجز عن الوفاء مبلغ مليون دينار(1.000.000دج) عن كل زبون، منها ستمائة الف دينار(600.000دج) فيما يخص السندات وأربعمائة ألف دينار(400.000دج) فيما يخص النقود دون أن يفوق المبلغ الإجمالي للتعويضات عن كل وسيط عمليات البورصة-ماسك الحساب مبلغا اجماليا قدره مائة وخمسون مليون دينار(150.000.000دج).

4- نصت على أنواع الالتزامات الواجبة التعويض المادة03 من النظام04-03.

5- حرم المشرع الجزائري فئة المستثمرين الآتي ذكرهم من الاستفادة من ضمان الصندوق، حسب ما جاءت به المادة07 من النظام04-03 وهم:

-الشركاء المسؤولون شخصيا والشركاء الموصون الحائزون على الأقل 5% من رأسمال الوسيط في عمليات البورصة وأعضاء مجلس الإدارة وأعضاء هيئة التسيير ومجلس المراقبة والمسيرون ومحافظو حسابات الوسيط في عمليات البورصة.

-السندات المترتبة على العمليات التي صدر بشأنها حكم بعقوبة جنائيا نهائيا على المستثمر بسبب جنحة تبييض رؤوس الأموال.

عن طريق مساهمات الوسطاء الإجبارية([1]) وحاصل الغرامات الناجمة عن العقوبات الصادرة عن لجنة البورصة في حق الوسطاء، كما يمون عند حاجته عن طريق شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المكلفة بتسييره([2]).

هذا وقد حدّد المشرع الجزائري نسبة المساهمة التي يدفعها الوسيط للصندوق في المادة05 من النظام04-03، فقد نظم هذا الأخير أحكام العضوية بالصندوق من ناحية عدة مسائل تشمل: من له حق العضوية فيه، قيمة الاشتراك المدفوعة وقواعد الخصم منه، قواعد الاستفادة منه، قواعد الحرمان من الاستفادة...الخ.

إنّ إيجاد مثل هذا الصندوق ليس مبتكرا من طرف المشرع الجزائري بل يتواجد لدى معظم البورصات العربية والغربية، غير أن الاختلاف الموجود يكمن في المكلف بالتعويض ففي الجزائر استحدث لتأمين المستثمرين ضد إخلال الوسيط بالتزاماته، على عكس البورصة المصرية مثلا الذي استحدث لتأمين المستثمر ضد مخاطر الشركات المقيدة بها. إلا أن النتيجة واحدة من إنشاءكلا النوعين من الصناديق ألا وهي الزيادة في الشفافية والوضوح والانضباط ووفرة الحماية.

سمّي هذا الصندوق في البورصة المصرية بصندوق تأمين المتعاملين في الأوراق المالية من المخاطر المالية غير التجارية المعروف اختصارا "**بصندوق حماية المستثمر**"، فهو كيان قانوني خاص وليس شركة مساهمة وله شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة، ويمكن القول بأنه شخص اعتباري أنشئ لغرض خاص ومحدد. فقد استحدث هذا الصندوق لتوسيع مظلة التغطية بما يشمل بعض المخاطر المتعلقة بالشركات المقيدة في البورصة المصرية بهدف حماية المستثمرين بسوق المال. وذلك بفرض رسوم عضوية واشتراكات دورية تتحملها الشركات بهدف تعويض المستثمرين من مخاطر أخطاء الشركات المقيدة على غرار التضليل أو تلاعب كبار المساهمين أو الإدارة التنفيذية أو مشاكل التعثر والافلاس، باعتباره آلية جيدة لحماية المستثمرين ضد المخاطر المستقبلية. إلا أنه ما يعاب عليه عدم تحديد المشرع المصري لحالات تدخل الصندوق ونسبة التعويض المفروضة([3]).

كما أوجد المشرع المصري في هذا الصدد، صندوقا آخر إلى جانب صندوق حماية المستثمر أسماه "**صندوق ضمان التسويات**" يقوم هذا الأخير بالحلول محل شركة الوساطة غير الملتزمة، بأن يسلم

1- المادة53 من النظام15-01 السالف ذكره.

2- المادة64 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

3- أسماء السيد، استطلاع آراء المستثمرين الأفراد حول أبرز مشكلات البورصة المصرية، مقال منشور بجريدة المال بتاريخ06أوت،2016 عن الموقع الالكتروني: www.almalnews.comتاريخ الزيارة2018/12/31.

الأوراق المالية للطرف المشتري حسن النية أو سداد الأموال للطرف البائع حسن النية أي إلى شركات الوساطة الملتزمة والتي تمثل الطرف الثاني في العملية ومن ثمة يتم ضمان تسوية العمليات لعملاء الشركات الملتزمة([1]). تم تصميم صندوق ضمان التسويات بغرض تسوية العمليات في مواعيدها المقررة سواء التزمت أو لم تلتزم شركات الوساطة بتسليم الأموال أو الأوراق الخاصة بعمليات الشراء أو البيع للشركات الوساطة المقابلة في تلك العمليات التي قامت بها لصالح عملائها قبل تاريخ التسوية المقرر([2]).

الجدير بالذكر بأنّنا لا نجد لصندوق ضمان التسويات مثيلا له في سوق البورصة الجزائري أو في أنظمته التي تحكمه، غير أنّه إذا تم اعتماده مستقبلا في ظل ارتقاب زيادة عدد المستثمرين بهذا السوق فإنّ قرار انضمام شركات المساهمة ووجوبية دفع اشتراكات بهذا الصندوق، لن يؤثر على تطلعات الشركات الراغبة في الإدراج بالبورصة إذا ما تم النظر إلى الأرباح التي تحققها جراء الانضمام، مع مراعاة ظروف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يمكن إعفاؤها مبدئيا من دفع هذه الرسوم إلى غاية استقرارها في السوق وتحقيق غرضها التمويلي.

ما يدفعنا للقول بأنّ المشرع الجزائري أحسن صنيعا باستحداثه لصندوق ضمان التزامات الوسطاء المؤمن لأخطاء الوسطاء، كما كان عليه الأخذ بما ذهب اليه المشرع المصري بفرض وجود صندوقين لتأمين المخاطر التي تتسبب فيها شركات المساهمة وشركات الوساطة المالية في حق المستثمرين، من أجل توفير أكثر حماية وأمان للمستثمرين في ظل رفع حجم الضمانات الجاذبة لهم.

رابعا–ضمانات قضائية متعلقة بالمستثمر المتهم.

بقصد فرض مبدأ المساواة وتوفير أكبر حجم من الضمانات للمستثمرين، عمل المشرع الجزائري على المحافظة على الخصوصية التي تتميز بها نزاعات الاستثمار بالبورصة بالنظر إلى المخاطر والمغامرة التي تنطوي عليها. فتجلى توفير هذه الضمانات من خلال تخصيص المشرع الجزائري نوعا منها تمثّل في شكل الضمانات القضائية الممنوحة للمستثمر المتهم، وسنقدم الشرح المناسب لها كالتالي:

اعترف المشرع الجزائري بضمانات للمستثمر المتهم في الأنظمة والقوانين المنظمة لسوق البورصة من أجل حفظ حقوق المستثمرين في هذا القطاع وتوازن المصالح فيما بينهم، وهذا ليس بالأمر الجديد" اذ تم الاعتراف بهذه الضمانات في أغلب دساتير العالم، كما نصت عليها المادة06 من الاتفاقية الأوربية

1– مروة الغول، لو مستثمر في البورصة...تعرف على ضوابط وإجراءات الحماية ضد المخاطر غير التجارية، مقال على موقع صوت الأمةwww.soutalomma.com، 03 سبتمبر 2018، مصدر الكتروني، تاريخ الزيارة:2018/12/31.

2– مروة غول، مرجع سابق.

لحقوق الإنسان"([1])، حيث حدّد المشرع نوع هذه النزاعات القائمة في النزاعات التقنية الناتجة عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، كما أورد حالات لهذه النزاعات على سبيل الحصر وجعلها تتمثل في:

-النزاعات بين الوسطاء في عمليات البورصة.

-أو بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

-أو بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم.

-أو بين الوسطاء في عمليات البورصة والآمرين بالسحب في البورصة([2]).

بعد تبيان نوع وحالات النزاعات التي قرر المشرع الجزائري عليها ضمانات للمستثمر المتهم لم يبقى أمامنا سوى تعداد هذه الضمانات التي تعد أحد الضمانات البعدية لإدراج ودخول هؤلاء المستثمرين، وفقا للآتي:

أ-حق المتهم في الاستعانة بمحامي.

أقدم المشرع الجزائري على حفظ حقوق المتهم المرتكب جرائم البورصة عند تقريره حق عدم إصدار عقوبة في حق هذا المتهم مالم يتم الاستماع قبل ذلك إلى ممثله المؤهل أو مالم يدع قانونا للاستماع إليه([3]).

ب-حق المتهم في الطعن بالإلغاء في القرارات.

يعد هذا الضمان كذلك من بين الضمانات القضائية التي اعترف بها المشرع لمصلحة المتهم الصادر في حقه قرار عن الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي المتواجدة على مستوى هيكل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث يمكنه الطعن بإلغاء هذا القرار أمام مجلس الدولة خلال شهر واحد من تاريخ تبليغه بالقرار موضوع الاحتجاج([4]).

ج-تحقيق مبدأ تناسب الجريمة مع العقوبة.

هذا المبدأ الذي اعترف به المشرع الجزائري لصالح المتهم المرتكب جريمة بورصية يعد كأحد الضمانات التي تندرج ضمن الضمانات القضائية التي تلي عملية الإدراج بالبورصة، "إذ يقصد به تحديد

1- نصيرة تواتي، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها، مذكرة ماجستير، مرجع سابق، ص149.

2- المادة52 من المرسوم التشريعي93-10 المعدل والمتمم.

3- المادة56 من المرسوم التشريعي93-10.

4- المادة57 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة بالمادة18 من القانون03-04.

قيمة الغرامة بالنظر إلى نسبة الربح المحتمل تحقيقه"([1])، وهو بالفعل ما تم تكريسه من خلال المادة55 من المرسوم التشريعي93-10 المتعلقة بالعقوبات الخاصة بوسطاء عمليات البورصة التي تتضمن ضمن فقراتها ما يلي:"...و/أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب...". بالإضافة إلى نص المادة60 من المرسوم التشريعي المعدلة بنص المادة19 من القانون03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93-10 التي تضمنت عبارة"...ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه...".

وعليه، ومما سبق "بالرغم من اعتراف المشرع بضمانات قضائية تصب في مصلحة المتهم، إلا أنه لم يسلم من الانتقادات وثار الجدل حولها، حيث أنه لم يعترف "بضمانة حق المتهم بالاطلاع على الملف" في قوانين البورصة، على عكس ما هو عليه الأمر أمام مجلس المنافسة وسلطة ضبط البريد والمواصلات السلكية واللاسلكية. كما أن الاعتراف بالسلطة العقابية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها يثير إشكالين يمس بضمانات المتهم وهما([2]):

- مبدأ عدم عقاب المجرم على فعل واحد مرتين: يقصد به عدم الجمع بين الجزاء الإداري الذي تصدره لجنة البورصة والجزاء الجنائي الذي يوقعه القاضي على الشخص نفسه المرتكب للفعل نفسه بمراعاة مبدأ تناسب الجريمة والجزاء، وفي الجزائر ينعقد الاختصاص للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في المجال التأديبي فقط، فلا جدوى من إثارة هذا المبدأ مما يعني عدم وجود مانع من عقاب ذات الشخص لنفس الوقائع تأديبيا وجزائيا على عكس ما هو معمول به في فرنسا أمام لجنة عمليات البورصة الفرنسية التي ينتهك فيها هذا المبدأ ويمس بضمانات المتهم([3]).

-اعتبار اللجنة حكما وخصما في الوقت ذاته: تترتب عن الأحكام المتعلقة بلجنة البورصة الجزائرية نتائج تخل باعتبارات المساواة والتوازن التي يجب أن تسود بين الخصوم، إذ أن اعتراف المشرع الجزائري لرئيس اللجنة بحقة في التأسيس كطرف مدني في الدعوى الجزائية تدافع عنها من جهتين، النيابة العامة من جهة واللجنة من جهة أخرى، بينما يقف الخصم" المستثمر المتهم" وحيدا يدافع عن مصالحه الخاصة، مما يبين الاختلال الواضح في الدفاع عن المصالح المتعارضة، وبالتالي الإخلال

1- نصيرة تواتي، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة ماجستير، مرجع سابق، ص150.

2- المرجع نفسه، ص150.

3- نصيرة تواتي، مذكرة ماجستير، مرجع سابق، ص151.

بحق الدفاع، الأمر الذي أغفل المشرع الجزائري النص عليه حتى في ظل صدور القانون03-04 المعدل للمرسوم93-10"([1]).

خامسا-ضمان الإعفاء من الضرائب المحصلة عن القيم المنقولة.

يعتبر إعفاء عائدات القيم المنقولة الصادرة عن الشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الضرائب أحد الضمانات المالية التي قررت لمصلحة هؤلاء المستثمرين كتحفيزات تشجعهم على الاستثمار في البورصة، إذ تعفى الشركات بمختلف أحجامها من الضرائب الناجمة عن عوائد القيم المنقولة المتداولة في البورصة أي بعد الاستثمار والإدراج.

تخضع عائدات القيم المنقولة إلى الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات. غير أنه تعفى من هذه الضرائب، العائدات المتأتية من القيم المنقولة المسعرة في البورصة أو المتداولة في سوق منظمة مدة خمس سنوات ابتداء من سنة 2003، وذلك طبقا لأحكام المادة26 من قانون المالية لسنة2004([2]).

والملاحظ أنّ الإعفاء من هاتين الضريبتين عرف تعديلا، إذ أصبح الاقتطاع من رؤوس الأموال الشركات والشركات المستثمرة تخضع إلى الضريبة على الدخل الإجمالي فقط حسب ما قضت به المادتين 45 و46 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة لسنة 2018. فبعد أن كانت ريوع القيم المنقولة تخضع لضريبة أرباح الشركات، جاءت المادة154 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة تلغي المادة17 من قانون المالية لسنة1997 وتوضح أن ضريبة أرباح الشركات ألغيت فلا تخضع الشركات المستثمرة بالبورصة لها([3]).

وبمراجعتنا لقانون المالية لسنة 2019([4]) نجد أن المشرع الجزائري قد وسع من مدة الاعفاء الضريبي وجدّدها بموجب المادة44 منه وجعلها تتمثل في خمس سنوات المقبلة تحسب ابتداء من الفاتح جانفي2019 فقد تضمنت ما يلي:" تعدل أحكام المادة63 من القانون03-11 المؤرخ في24 ديسمبر2002 والمتضمن قانون الملية لسنة2003 المعدلة والمتممة، وتحرر كما يأتي:

1- المرجع نفسه، ص152.

2- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، دليل عن القيم المنقولة، سنة2004، ص09.

3- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، لسنة 2018، عن الموقع الالكتروني الرسمي للمديرية العامة للضرائبwww.mfdgi.gov.dz

4- القانون رقم18-18 المؤرخ في 27 ديسمبر2018 المتضمن قانون المالية لسنة2019، الجريدة الرسمية العدد79 الصادر بتاريخ30ديسمبر2018.

المادة63: تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، لمدة خمس(5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة2019، مداخيل الأسهم والأوراق المماثلة لها المسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو مداخيل السندات والأوراق المماثلة لها ذات أقدمية تساوي او تفوق خمس(5) سنوات مسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو متداولة في سوق منظم، وكذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة.

تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن سندات الخزينة والسندات والأوراق المماثلة المسعرة في البورصة أو المتداولة في سوق منظمة لأجل أدنى يقدر بخمس(5) سنوات، والصادرة خلل فترة خمس(5) سنوات ابتداء من أول جانفي سنة2019.

كما تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس(5) سنوات ابتداء من أول جانفي سنة2019 ودائع البنوك لأجل لمدة خمس سنوات(5) سنوات فأكثر.

تعفى من حقوق التسجيل ولمدة خمس(5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة2019 العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو المتداولة في سوق منظم".

والجدير بالذكر أنّ المشرع الجزائري مؤخرا في إطار قوانين المالية من سنة2003 إلى غاية 2019 قد أحسن صنيعا بالتخفيف تارة والإعفاء تارة أخرى من حجم الضرائب المتأتية عن الاستثمار بالبورصة وانتهاج سلوك تشجيع وتحفيز الشركات للانضمام إلى سوق البورصة بموجب توفير ضمانة الإعفاء الضريبي لمدة خمس سنوات. ممّا يحفزها على الاستفادة من التمويل غير التقليدي من السوق المالية. فالعديد من المؤسسات والشركات تخشى الضرائب التي تثقل كاهلها سنويا هذا إلى جانب حجم المخاطر وتذبذب أسعار القيم المنقولة في البورصة. لأجل هذا تم إعفاء هؤلاء المستثمرين بقصد تشجيعهم وتحفيزهم على الاستثمار في البورصة خاصة أمام عددهم الضئيل المسجل على مستوى سوق التداول بالبورصة الجزائرية.

سادسا–تقرير ضمانات التنفيذ حماية للوسيط تجاه المستثمر.

يبدو من الوهلة الأولى أنّ هذا الضمان يمثل حقا لوسيط عمليات البورصة في مواجهة عملائه أو زبائنه، لكننا اخترنا التطرق إلى هذا الضمان ضمن الضمانات الجاذبة للمستثمرين نظرا لتعدي نتائجه دائرة الوسيط واستفادة المستثمرين منه، فكل حكم خاص بالتزامات الوسيط وارد في قوانين البورصة تم

تقريره لحماية المتعاملين ومراعاة مصلحتهم حماية لحقوقهم، مما يوفر لهم الأمن ويحفزهم على الاستثمار بالبورصة.

فقد أسمى المشرع الجزائري القسم السادس من النظام97-03 المعدل والمتمم والمتضمن النظام العام للبورصة "الضمانات والتغطيات" فانطلاقا من أنّ هذا المبحث يعالج الضمانات الخاصة القانونية التي كرّسها المشرع للمستثمرين في قطاع البورصة، وبما أنّ وسيط عمليات البورصة هو أحد الفواعل الرئيسية في هذا السوق كمتعامل ومستثمر فإنّ هذا الأمر لا يمنعنا من التحدث عن الضمانات التي يتمتع بها هذا الأخير.

فعندما ينفذ الوسيط التزاماته المتمثلة في تنفيذ أوامر العميل حسب القواعد القانونية المتبعة في سوق الأوراق المالية والمتعلقة ببيع أو شراء الأوراق المالية، منحه القانون الحق في الحصول على ضمانات التنفيذ. لأنّه من حق الوسيط حماية نفسه من عدم تنفيذ العملاء لالتزاماتهم أو من نتائج إعسارهم أو إفلاسهم، لذلك برزت الحاجة إلى قواعد تسمح للوسيط بالحصول على الضمانات الكافية التي تكفل تنفيذ العملاء المستثمرين لالتزاماتهم اتجاهه([1]).

أبرز مثال عن هذا الضمان في قانون البورصة الجزائرية نجده يتمثل في التزام وسطاء عمليات البورصة بفتح حساب-يسمى حساب السندات-لدى البنك بغرض حفظ الأموال التي استلموها من الزبائن في إطار توظيف وتداول الأسهم في البورصة([2]). هذا الحساب يقي الوسيط من رجوع المستثمر عليه في حالة ضياع السندات لأنّ البنك-الذي يعمل تحت تصرف المؤتمن المركزي-هو المسؤول عن الحفظ، اذ أن هذا الحساب يمثل ضمان لتنفيذ الوسيط لعمله.

كما ذهب المشرع الجزائري إلى أحقية الوسيط المتلقي أوامر التنفيذ في طلب ضمانات من زبونه المستثمر سواء كان مصدرا أو مدخرا بتسليم الأموال أو السندات قبل إرسال أمره إلى السوق. حيث يحق له أن يطلب من الشركة المصدرة القيم المنقولة وأن يطلب من المدخر المستثمر الأموال ووضعها تحت تصرفه قبل قيامه بالتوسط لتنفيذ العملية([3]). وهو الأمر ذاته الذي أقره قانون البورصة الفرنسي([4]).

1- كريم مولود عبد الباسط، مرجع سابق، ص227.

2- نصت المادة1/18 من النظام15-01 السالف ذكره على:" يجب على وسطاء عمليات البورصة الذين يمثلون شركة تجارية وبغض النظر عن البنوك، حفظ الأموال التي استلموها من الزبائن في اطار توظيف وتداول الأسهم في البورصة، في حساب مخصص لهذا الغرض على مستوى البنك".

3- المادة 119 من النظام العام للبورصة المعدل والمتمم97-03.

4- كريم مولود عبد الباسط، مرجع سابق، ص232.

ونظرا لأنّ سوق البورصة الجزائري سوق عاجل أي تنفذ عمليات بيع وشراء القيم المنقولة بصورة عاجلة([1])، لم يقرر المشرع الجزائري ضمانا للوسيط عند تسوية العمليات الآجلة "على عكس القانون الفرنسي، أي في العمليات التي تسوي آثارها ليس فور إبرامها بل في نهاية كل شهر، فإنه يجب على الوسطاء أن يتسلموا غطاء للعملية يُحسب على أساس المخاطر المرتبطة بهذا النوع من التسوية، هذا الغطاء قد يتمثل في النقود أو الأوراق المالية، ووظيفته الأساسية هي حماية الوسيط من عجز العميل أو امتناعه عن الوفاء"([2]).

غير أنّ المشرع الجزائري أوجد غطاء لتسوية العمليات حماية للوسيط من عجز المستثمر حتى ولم تحتوي على غطاء عن العمليات الآجلة، فقد قرر بأنه تخصص بقوة القانون كل السندات أو القيم المحتفظ بها أو النقود لتسوية و/ أو الوفاء بتعهداته، فيمكن للوسيط استعمالها دون إشعار مسبق لتسوية أو تسليم عمليات الزبون. وبمفهوم آخر هذا الغطاء يمثل ضمان يحمي الوسيط عند تسوية عمليات الزبون المستثمر في حالة عجز أو امتناع هذا المستثمر عن الوفاء([3]).

سابعا-توفير الحماية للمدخر المساهم في شركة المساهمة.

يتمتع المساهم في شركة المساهمة الذي أقدم على شراء الأسهم عن طريق بورصة القيم المنقولة بضمان الحماية الذي توفره لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ما يعني أن هذا الضمان هو ضمان بعدي لإدراج الشركة في البورصة لأن اقتناء المساهم لأسهم الشركات يلي عملية انضمامها إلى البورصة.

إنّ انجذاب المستثمرين في توظيف أموالهم في شركات المساهمة جعل مختلف التشريعات تهتم بتنظيم هذا النوع من الشركات تنظيما دقيقا، وبمراقبة نشاطها على نحو يكفل الحماية للمساهمين وأي شخص يريد اتخاذ قرار استثمار أمواله في هذا النوع من الشركات([4]). إذ يشتكي كذلك المساهمون بصفتهم مدخرين مستثمرين في الشركات المقيدة أسهمها في البورصة من بعض الممارسات الصادرة من قبل مجلس الإدارة أو المضاربين المتدخلين في البورصة، والتي قد تسبّب لهم أضرارا مادية خاصة تلك التلاعبات التي تمس بقيمة السهم وتؤثر على قانون العرض والطلب.

1-نصت المادة79 من النظام97-03 المعدل والمتمم على ما يلي: "إن السعر الرسمي للبورصة هو سوق للدفع في الحال".

2- سيد طه محمد بدوي، مرجع سابق، ص259.

3- المادة121 من النظام97-03 السالف ذكره.

4- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع،2008، ص181.

ولأجل تفادي هذا، حاول المشرع حماية المساهم في شركة المساهمة عن طريق وضعه لمجموعة من النصوص القانونية، غير أنه وباكتتابه في رأسمال شركة مقيدة في بورصة القيم المنقولة، فإنه سوف يتمتع بحماية إضافية توفرها له اللجنة، والتي تعتبر سلطة ضبط مستقلة منح لها "المشرع مجموعة من الصلاحيات التي تتمثل أساسا في مراقبتها لمبدأ الإفصاح والشفافية داخل البورصة، وإشرافها على عملية إصدار وقيد وتداول القيم المنقولة داخل سوق التداول، وهذا للحد من الممارسات غير المشروعة هذا ما يوفر حماية للمساهم الحالي أو المحتمل في الشركات المقيدة في البورصة"([1]).

لكن وبالرغم من أنّ المشرع الجزائري حاول توفير الحماية للمساهم في شركة المساهمة وفقا لأحكام القانون التجاري والأحكام المنظمة لسوق البورصة، وذلك من خلال منحه مجموعة من الحقوق أهمها حقه في الإعلام، إلا أنّ هذه الحماية تبقى ناقصة خاصة في المرحلة السابقة لاتخاذ قرار الاكتتاب في رأسمال شركة لجأت علنية للادخار.

ولذا تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بممارسة اختصاصات ذات طبيعة رقابية، وذلك للتأكد من أن عملية الاكتتاب سليمة غير مشوبة بغش أو نصب أو احتيال أو استغلال أو مضاربات وهمية، فهي تتأكد من عدم مخالفة الشركات التي تلجأ علنية للادخار لأحكام القانون([2]). وهذا الضمان يتشابه مع الضمان الذي سبق الإشارة اليه سابق فيما خص ضمان الإعلام وتوفير المعلومات الدقيقة والسليمة لجمهور المستثمرين وضمان الرقابة التي تمارسها اللجنة عن الشركات المصدرة للقيم المنقولة.

ثامنا–ضمان التصريح بتجاوز الحد الأدنى للمساهمة.

بهدف ضمان أفضل شفافية بالنسبة للمستثمرين وتوفير لهم المعلومات الضرورية حول المدخرين الذين يوظفون أموالهم في شكل استثمار بالقيم المنقولة المملوكة للشركات المدرجة، ألزم المشرع الجزائري وفقا للقوانين المعمول بها في قطاع البورصة مساهمي الشركات المدرجة بالبورصة الذين تتجاوز مساهمتهم سقفا محددا التصريح بذلك.

1– فتيحة بن عزوز، دور لجنة تنظيم عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان،2016/2015، ص08.

2– المرجع نفسه، ص09.

يثبت هذا التصريح أنّ هذا الضمان المقرر لحماية المستثمرين من تجاوز سقف المساهمين بالشركات المدرجة بالبورصة بأنه ضمان بعدي لعملية الإدراج أي بعد انضمام الشركة للبورصة([1]). ويرجع سبب تكريس المشرع الجزائري مثل هذا الضمان حماية من امتلاك المستثمر المدخر لأمواله في شركة مساهمة لكل رأسمالها مما يفقد رؤسائها ملكيتهم.

وبالتالي فإنه يستوجب على كل مساهم امتلك عددا من الأسهم أو حقوق التصويت تمثل نسبة الجزء من العشرين أو العشر أو الخمس أو الثلث أو النصف أو الثلثين من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت تكون أسهمها متداولة في البورصة، أن يقدم التصريح بالعدد الإجمالي للأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها للشركة وللجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في أجل أقصاه(15) عشر يوما ابتداء من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة.

كما يتم القيام بنفس التصريح في نفس الأجل، وإلى نفس الهيئات عندما تصبح المساهمة في رأسمال الشركة أو عدد حقوق التصويت دون مستوى الحدود المنصوص عليها أعلاه. فيما تم إعفاء المساهمون في شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير من التزام التصريح عند تجاوز أو عندما تقل عن النسبة المحددة أعلاه([2]).

الفرع الثاني: الضمانات القانونية بحسب القائم على توفيرها.

ارتأينا إطلاق هذه التسمية على هذا الفرع بسبب لمسنا لمهام الرقابة والحماية الضرورية التي تمارسها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في ضبط السوق المالي، بصفتها أعلى سلطة على رأس هياكل البورصة والساهرة على حماية الاستثمار بالبورصة، فهي التي أسند إليها المشرع مهمة إصدار الأنظمة التي تحكم النشاط البورصي. لذا سنعدد فيما يلي هذه الضمانات القانونية التي تسهر هذه اللجنة على توفيرها لفئة المستثمرين.

أولا–ضمان حرية التصرف بالقيم المنقولة.

لابد على المشرع الجزائري أن يوفر نوعا من الضمانات التي تمنح المستثمرين حق التصرف بالقيم المنقولة بيعا وشراء، طبعا مع احترام قواعد سوق القيم المنقولة من قواعد ضبطية وتنافسية وحمائية من

1– لتبيان أكثر تفاصيل حول هذا الضمان يمكن الاطلاع على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، النظام رقم03–03 المؤرخ في 2003/03/18 المتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة.

2– تضمنت هذا الضمان المتعلق بضرورة التصريح عند التجاوز أو الهبوط عن الحد الأدنى للمساهمة المادة65 مكرر من القانون03–04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93–10والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

المضاربات التي لا تُرّقي هذا المجال. وهذا حتى تؤدي البورصة الدور الأساسي المنوط بها، والمتمثل في إتمام معاملات الاستثمار على أفضل وجه، ما ينجم عنه تفعيل البيئة والمناخ الاستثماري والاقتصادي ككل.

عبّر المشرع الجزائري عن حرية التصرف بالقيم المنقولة (وهو ما يمكن تسميته بتطبيق مبدأ حرية الاستثمار بالقيم المنقولة) بطريقة قانونية ينتهجها المستثمر لبيع أو شراء هذه القيم وهذا بواسطة أوامر البورصة، إذ عن طريق هذه الأخيرة التي تعد تعليمة من المستثمر للوسيط المالي يتم شراء أو بيع القيم المنقولة المتداولة بالبورصة ويبادر لها الوسيط في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل، والذي يعتبر الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ هذا الأمر([1]).

ثانيا–ضمان احتكار تداول القيم المنقولة.

يعدّ تعاقد المستثمر مع الوسيط في عمليات البورصة من شروط قبول الإدراج ودخول البورصة، حيث تكفل المشرع الجزائري بوضع ضمانة هامة تترتب كنتيجة عن هذا الشرط تبرز في" قصر حق التداول على الوسطاء في عمليات البورصة"، إذ أعطى لهؤلاء حق احتكار عمليات التداول في البورصة بيعا وشراء.

ويهدف المشرع من وراء تكريس هذا الاحتكار إلى حماية المستثمرين من تلاعب المضاربين المحترفين خاصة أن معظم المستثمرين ممن ليس لديهم خبرة في الاستثمار بالقيم المنقولة، لذلك أوجب المشرع تدخل أشخاص تتوافر لديهم القدرة المالية والخبرة في أعمال البورصة.

كما أنّ احتكار المتخصصين للتداول يشكل ضمانا لحسن سير سوق القيم المنقولة وحمايتها وتوحيد القواعد السائدة فيها، وهو الأمر الذي تطلب تدخل شركات كوسطاء في عمليات البورصة بالتداول والتخلي عن فكرة الشخص الطبيعي الفرد كوسيط. وعليه، "فاحتكار شركات الوساطة لعمليات التداول لا يحمي المستثمرين فقط بل يعتبر ضمانة أساسية لسلامة التعامل في القيم المنقولة وحمايتها من المضاربات الوهمية بما يحقق المصلحة العامة، فالتعامل الآمن لا يقوم على مضاربات ضارة بالاقتصاد الوطني تؤدي إلى عدم تحرير وتطوير سوق الاستثمار بالقيم المنقولة"([2]).

1– المادة 89 من النظام97–03 المعدل والمتمم بالنظام12–01، المذكورة سالفا.

2– ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص273.

ثالثا–ضمان حفظ القيم المنقولة.

يعد ضمان المحافظة على القيم المنقولة من أي خطر قد تتعرض له كالسرقة أو الهلاك لسبب ما أول ضمان لعقد بيع القيم المنقولة القائم بين المستثمرين، "فانعدام هذا الضمان يؤدي إلى فسخ العقد، لذا كان لابد من وجود جهة ما للحفاظ على الأوراق المالية عند التداول بالبورصة خصوصا بعد زيادة العمليات وتطورها، فأصبح الحفاظ عليها عقب كل عملية يؤدي إلى بطء المقاصة والتسوية وهذا ما لا يتناسب وعمليات البورصة المتطلبة للسرعة ويتم الحفظ بواسطة أمناء الحفظ المرخص لهم بذلك([1]).

ففي الجزائر يسهر على حفظ السندات ومتابعة حركة تنقلها من حساب إلى حساب آخر هيكل المؤتمن المركزي للسندات المتكون من مجموعة بنوك جزائرية إلى جانب الشركات المصدرة للسندات والوسطاء المسموح لهم ممارسة النشاط([2]). إن هذا الضمان وتوفيره كنتيجة تتبع عقد بيع القيم المنقولة تحفز وتشجع المستثمرين على التعامل بالقيم المنقولة دون تخوف من ضياعها أو سرقتها جراء تنصيب هيئة تختص بحمايتها.

رابعا–ضمان نجاح مسعى وسيط عمليات البورصة.

يعدّ ضمان نجاح مسعى أو مهمة الوسيط في عمليات البورصة أحد الضمانات البعدية للإدراج والتي يحمي بها الوسيط زبائنه المستثمرين في البورصة، وعلى وجه الخصوص المصدرين منهم ضد فشل عملية اللجوء العلني للادخار بضمان اكتتاب أو شراء حد أدنى للقيم المنقولة أو المنتجات المالية المصدرة أو المعروضة للبيع بصفة لا رجوع فيها([3]). فهذا الضمان سيحفز دون شك المستثمرين للتعامل مع الوسطاء ويشجعهم على الاستثمار بالبورصة طالما أن هذا الأخير سيلتزم بتحقيق نتيجة إيجابية تدر الفائدة على الجميع.

خامسا–استحداث غرفة تأديبية وتحكيمية لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها.

حرصا ومراعاة من المشرع الجزائري لخصوصية الاستثمار بالقيم المنقولة على مستوى البورصة، عمد إلى إنشاء غرفة تأديبية وتحكيمية متخصصة بحل النزاعات([4]) السابق الإشارة إليها أعلاه والتي تنشئ بين وسطاء عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم أوبين الوسطاء والمستثمرين([5]).

1– ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص268.

2– المادة19مكرر2 من القانون03–04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي93–10.

3– المادة 02 من النظام15–01.

4– حسب ما قضت به المادة52 من المرسوم التشريعي93–10 المعدل والمتمم.

5– نصت المادة47 من النظام15–01 المتعلق بوسطاء عمليات البورصة بأنه:" في حالة وقوع خلافات بين الوسطاء في عمليات البورصة والزبائن، يمكن رفع القضية إلى الغرفة التأديبية والتحكيمية لاتخاذ القرارات اللازمة".

تتواجد هذه الغرفة على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هذا وتتألف هذه الغرفة من رئيس اللجنة كرئيس وعضويين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابهما وقاضيين يعينهما وزير العدل ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي([1]).

يعد إنشاء واستحداث مثل هذه الغرفة التي تعنى بحل النزاعات في المجال البورصي أحد الضمانات الهيكلية البعدية لإدراج المستثمرين بالبورصة، إذ أن نشوب النزاعات قد ينجم عن جهل تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، يسمح ببدء عمل هذه الغرفة بعد نشوب النزاعات ودخول المستثمرين إلى البورصة، فيتمتع المستثمر المتهم أمامها بالضمانات القضائية المذكورة أعلاه.

سادسا-توفير حماية لادخار المستثمرين في القيم المنقولة.

يعد هذا الضمان من بين الالتزامات التي تقع على عاتق لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الساهرة على ضبط سوق البورصة بصفتها أعلى هيئة في قطاع سوق القيم المنقولة الجزائري، فلا ينشئ هذا الالتزام ولا يتمتع المستثمرون مهما اختلفت صفتهم بهذه الحماية إلا بعد اتخاذ قرارهم بالانضمام إلى البورصة.

فمن بين أهم وظائف البورصة عموما هو تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في القيم المنقولة، وتوجيه المدخرات خدمة للاقتصاد الوطني. حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة والضئيلة، ومن ثمة فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة.

وعليه ومن أجل حماية حقوق الشركات ضخمة كانت أو صغيرة بصفتها مدخرا ومستثمرا، كلّف المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالسهر على حماية المدخرين من خلال حماية الادخار المستثمر في مجال القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء إلى العلني للادخار، حيث يخرج من مجال اختصاص رقابة اللجنة المنتوجات المالية المتداولة في السوق والتي هي تحت سلطة بنك الجزائر([2]). فهذه الحماية لا تتأتى إلا بتوفير ضمان الشفافية الكافية عن طريق نشر المعلومات الضرورية.

1- نصت المادة 51 من المرسوم التشريعي93-10 على تشكيلة الغرفة التأديبية والتحكيمية.

2- المادة30 من المرسوم التشريعي93-10 المعدلة والمتممة بالمادة14من القانون03-04.

بالإضافة إلى أنّ ذات " اللجنة تحرص على تنفيذ الالتزام بنشر البيانات اللازمة وتقديم الشروحات الدقيقة والكافية الخاصة بمشاريع الشركات المستثمرة التي تطلب الانضمام إلى البورصة، حيث أن قبول هؤلاء المستثمرين في البورصة يقوم على مدى قدرتها على مسايرة قواعد الشفافية على أساس تقديم المعلومة التي ينبغي أن تكون دقيقة، حقيقية، مسلمة بسرعة للجميع وبسعر معقول.

وهذه المعلومات يمكن تقسيمها إلى صنفين رئيسيين هما:

-المعلومات الواجب نشرها من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية للادخار عند إصدارها قيما منقولة أو ما يمكن الإصلاح عليه بالإعلام القبلي أو السابق.

-المعلومات الواجب نشرها من قبل المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، أي الإعلام البعدي أو اللاحق"([1]).

وعليه، تمارس اللجنة أعمالها وفق آلية مدروسة ومنظمة يجب اتباعها من طرف كل المتعاملين والمستثمرين لتوفير جو يسوده النظام والشفافية والسير الحسن لسوق القيم المنقولة.

سابعا-ضمان المساواة بين المستثمرين في سوق القيم المنقولة.

تعتبر هذه الضمانة من بين الضمانات التي كرسها المشرع الجزائري في قوانين البورصة وقدم لها الحماية اللازمة لتحقيقها، إذ تترجم هذه الضمانة من خلال مسألة هامة تمثل في حد ذاتها ضمان مقرر للمستثمرين بعد عملية الإدراج في البورصة، ألا وهي **ضمان مساواة المستثمرين أمام المعلومة**، نشرحها كالتالي:

إنّ تكريس الشفافية في السوق ومعاملة المستثمرين على قدم المساواة والحفاظ على مصالحهم من الحقوق التي يكفلها القانون، وهي من الحتميات التي يجب تكريسها لضمان حسن سير السوق.

فوضع المتعاملون والمتدخلون على قدم المساواة، يعني أنهم متساوون في فرص تحقيق الأرباح ولا يوجد تمييز بينهم من حيث المراكز أو المحافظ المالية، وأيضا فإنهم يواجهون أو يخضعون لنفس المخاطر التي تنبثق من عملية الاستثمار بالقيم المنقولة. حيث أن كل عمليات البورصة خاضعة للتنظيم، ما يجعل المساواة في معاملة المستثمرين تشغل ضمانة ذات مكانة جد هامة وجوهرية يتمتع بها المستثمرين خلال أطوار الاستثمار بالسوق([2]).

1- حوليات لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة، العدد01، سنة1998، ص07.

2- فاتح أيت مولود، مرجع سابق، ص413.

فالمعلومات هي الأساس الذي يعتمد عليه المستثمرون بالقيم المنقولة في اتخاذ قرارتهم، وبدونها تتحول سوق رأس المال من سوق عادلة إلى سوق يحكمها الحظ والصدفة. ولا تقتصر المعلومات المطلوبة على المعلومات التي تخص الشركة ذاتها، بل تمتد إلى المعلومات عن الصناعة والاقتصاد الوطني، بل وربما الاقتصاد العالمي في ظل الانفتاح على الأسواق الدولية([1]).

وبناء على هذا يمكن للبورصة نفسها أن تهيئ خلية لإعلام الجمهور، ذلك أنّ الإعلام في هذا المجال يلعب دورا فعالا، حيث تتاح الفرصة للمستثمرين، الصحفيين، المحللين، وغيرهم من الأشخاص للحصول على معلومات دقيقة تامة ومنتظمة([2]).

والجزائر ليست في منأى عما يحدث في البورصات الأخرى، إذ تعتمد هي الأخرى على الأنترنت كوسيلة لنشر المعلومات الضرورية عن سعر تداول القيم المنقولة، وكذا أخبار انضمام الشركات والقوانين التي تحكمها، والشركات التي تمارس نشاط الوساطة...الخ من معلومات تتواجد بموقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ولذلك يجب العمل على ضمان مصداقية هذه المعلومات عن طريق إحكام الرقابة على وسائل الإعلان التقليدية والحديثة، وكذا تنصيب متخصصين بمجال المال وسوق القيم المنقولة في شكل هيئة إعلامية بهدف منع نشر معلومات أو إشاعات غير صحيحة قد يؤدي نشرها إلى التأثير على قرارات المستثمرين، مما يؤدي إلى إحداث أضرار كبيرة لهم وللاقتصاد الوطني المتضرر من تراجع حجم التداول والمتحتم عليه التبعية لميزانية الدولة.

ثامنا-ضمان توفير الرقابة في البورصة.

يستفيد من هذه الضمانة كل المستثمرين مهما اختلفت مراكزهم ونوعية صفاتهم بمجرد انضمامهم إلى سوق البورصة لممارسة نشاط توظيف الأموال المدخرة في شكل استثمار بالقيم المنقولة. فلا شك أن توفير الرقابة في سوق البورصة بتعزيز الدور الرقابي للسوق، يتضح من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول القيم المنقولة عن هياكل البورصة التي يجري تداولها فيها، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كالقانون التجاري، قانون البورصة وأنظمتها، قانون الاستثمار والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق كقانون البنوك

1- محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص403.

2- رابح حريزي، مرجع سابق، ص55.

والقانون الصرفي...الخ، سيؤدي إلى بعث الراحة والطمأنينة في نفوس المستثمرين بعد عملية الإدراج والانضمام إلى هذا السوق.

غير أنّ ضمان تفعيل الرقابة في سوق البورصة الجزائرية يأخذ عادة وجهين أو عنصرين هما: تفعيل الرقابة على التعاملات التي تتم في البورصة، بالإضافة إلى إحكام الرقابة على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والمصدرة لها، وهما يمثلان المهمة الرقابية التي أسندها المشرع الجزائري للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، والتي نشير إليها في التالي:

أ-تفعيل الرقابة على تعاملات التداول البورصة.

نقصد بتفعيل الرقابة وجوب تشديد الرقابة على عمليات التداول التي تتم داخل البورصة، للتأكد من تنفيذ أحكام الأنظمة والتعليمات الصادرة عن اللجنة المذكورة أعلاه، ومن توافر الشروط المطلوبة في المعاملات "والتأكد من أن المعاملات لا يشوبها تلاعب أو خداع وأيضا التأكد من توافر الشروط التي يتطلبها القانون في الأشخاص الذين يقومون بإجراء هذه المعاملات (احترام الوسطاء لأنظمة وقوانين البورصة)"([1]).

لذا كانت الرقابة على عمليات البورصة من الأمور اللازمة لهذه العمليات نتيجة خطورة عمليات البورصة وأثارها الخطيرة لا سيما في حالة تلاعب القائمين بعمليات التداول، لذا فُرضت الرقابة للحد من هذا التلاعب والحفاظ على ثقة المستثمرين في البورصة وعدم التفكير في العدول مستقبلا عن الاستثمار بالقيم المنقولة، ودخول سوق البورصة بسبب هذه المخاطر بالإضافة إلى تحقيق المساواة والعدالة بين جميع المستثمرين الأفراد والمؤسسات على حد السواء([2]).

فالبورصة تحتاج إلى أداة رقابية حتى لا تنحرف عن أداء رسالتها أو يساء استخدامها، ومن هنا يجب أن تكون هناك رقابة حكومية توفر متابعة عن قرب للتعامل الذي يتم داخل البورصة باعتبارها سوقا منظما ومعترف بها قانونا، "لذا كان ولابد من تهيئة أدوات التدخل السريع الحاسم لتصحيح أي معاملات غير سليمة أو لحماية السوق والمستثمرين المتعاملين فيها من أي أخطاء وتوقيع الجزاء الفوري على من يخالف الأنظمة والقوانين أو أن يقوم بما من شأنه أن يؤثر سلبا على الاقتصاد أو يعرضه لكارثة أو يخل بالاستقرار القائم"([3]).

1- محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص404.

2- كريم مولود عبد الباسط، مرجع سابق، ص419.

3- أحمد محسن الخضيري، مرجع سابق، ص14.

وفي الجزائر بالرغم من تخويل الحكومة الجزائرية سلطة ضبط قطاع البورصة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، إلا أنها تبقى تابعة وتحت وصاية وزير المالية فاستقلاليتها غير مطلقة وتفرض عليها الرقابة الحكومية للحد من تعسفها تجاه المستثمرين والمتعاملين.

ب-إحكام الرقابة على شركات الوساطة المالية والشركات المصدرة للقيم.

نعني بتفعيل وإحكام الرقابة على شركات الوساطة المالية والشركات المصدرة للقيم المنقولة توفير الرقابة الضرورية التي تنجم عنها توفير الحماية للمستثمرين، فهناك العديد من الشركات التي تعمل في مجال القيم المنقولة في سوق البورصة الجزائرية، كشركات الوساطة المالية وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (صناديق الاستثمار) وشركات المساهمة المصدرة لها.

يعد وسطاء عمليات البورصة هم الفئة الأولى الواجب فرض الرقابة عليها، " إذ هم أهم الفواعل الرئيسية في البورصات لما لهم من دور شديد الأهمية في تقديم مجموعة من الخدمات المتكاملة التي يحتاج إليها المستثمرون في البورصات"([1])، غير أن هذا الدور الهام قد يعتريه بعض النقائص التي يؤدي عدم تغطيتها إلى الإضرار بالمستثمرين في هذا السوق. لذا وجب إحكام الرقابة على شركات الوساطة المالية للتأكد من التزامها بأحكام الأنظمة والقوانين المنظمة لقطاع البورصة واحتفاظها بسياسات داخلية وتوفير الوسائل الضرورية تساعد على منع وقوع الجرائم وخاصة جرائم تبييض الأموال.

أما الفئة الثانية فمن واجب اللجنة إحكام الرقابة على الشركات المصدرة للقيم المنقولة للتأكد من التزامها بالإفصاح عن كافة الجوانب المالية والاقتصادية التي تساعد على الوقوف على حقيقة أوضاعها أولا بأول خاصة بواسطة نشر كشوفها المالية، ويمكن تحقيق هذه الرقابة بترسيخ قواعد الإفصاح المالي ونشر المعلومات بصفة دورية([2]).

1- سويلم محمد، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة،1992، ص299.

2- المرجع نفسه، ص299.

المبحث الثاني: الخوصصة كضمان وشرط لقيد المؤسسات العمومية في البورصة.

يتوّقف نجاح أو فشل عملية الاستثمار بالبورصة على مدى حسن اختيار الأسلوب المناسب لتنفيذه، وفي هذا الإطار لا توجد طريقة خاصة بكل دولة أو بكل مؤسسة تعتمدها من أجل الابتعاد عن الفشل والخسارة. فهو متعلق بالأسباب والأهداف والوسائل المعتمدة فيه خاصة ما تعلق بوضعية المؤسسة والمحيطين الاقتصادي والاجتماعي. وهذا هو الأمر الذي جعل الدولة الجزائرية تختار أسلوب الخوصصة عن طريق البورصة بمختلف كيفياتها كطريق رئيسي لتنفيذ الاستثمار بها([1]) بقصد تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

قدّم المشرع الجزائري فكرة الخوصصة كضمان تسييري لأصحاب الشركات العمومية والمؤسسات المدرجة في هذا السوق قصد حماية ملكيتهم. حيث تكتسي عملية الخوصصة أهمية بالغة في إنجاح دور البورصة، إذ أن هذه الأخيرة لا يمكنها التطور بدون تطبيق الخوصصة على الشركات التي تتداول قيمها في البورصة والمتخذة شكل شركة مساهمة كشرط قانوني.

تأخذ آلية خوصصة المؤسسات العمومية العديد من الأوجه والأنماط غير أنّ أنسب نمط يتلاءم مع دراستنا هو خوصصة المؤسسات الاقتصادية عبر سوق البورصة أي عبر تنفيذ الاستثمار بالبورصة، فهو أبرز وسيلة لاستثمار الموارد الوطنية بشكل أفضل عبر تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

فاللجوء إلى البورصة طريقة كثيرة الاستعمال عند خوصصة المؤسسات العامة حيث تساهم في نقل الملكية وتوسيع دائرة المستثمرين المالكين، وتتم هذه العملية بطرق مختلفة حسب أهمية وتطور السوق المالية في البلد. وفي سبيل معرفة المكانة التي حظيت بها الخوصصة عبر البورصة في القوانين الجزائرية استنادا للاستثمار بالبورصة اخترنا التطرق إلى: تعريف الخوصصة كآلية في البورصة وتبيان **مبررات لجوء المشرع لأسلوب الخوصصة عبر البورصة (المطلب الأول)** ثم بعد ذلك الإشارة **للكيفيات التي تتم بها هذه الخوصصة (المطلب الثاني)** لنصل في ختام المبحث إلى محاولة **تقييم عملية الخوصصة بالتطرق إلى مزاياها وأسباب عدم نجاحها في الجزائر(المطلب الثالث).**

1- حذف المشرع الجزائري عملية الخوصصة كأحد أنواع الاستثمارات من قانون ترقية الاستثمار 16-09 غير أنه لم يعدل الأمر 01-04 المتعلق الخوصصة، ما يفهم منه بأنّه وإلى حد الساعة لايزال يحتفظ بطريقة الخوصصة كأحد الاستثمارات في سوق البورصة.

المطلب الأول: مبررات لجوء المشرع الجزائري إلى أسلوب الخوصصة عبر البورصة.

تعتبر بورصة الأوراق المالية آلية لخوصصة المؤسسات العمومية في إطار السوق المالية([1])، وبما أنّ الاستثمار بالبورصة الذي تقدم عليه الشركات يعتمد في أصله على طرح القيم المنقولة للاكتتاب فيها من قبل الجمهور، فهو يلتقي ويتقاطع مع الخوصصة التي جعلها المشرع نقل ملكية المؤسسات العمومية من القطاع العام إلى القطاع الخاص عبر فتح رأسمالها وطرح قيمها المنقولة.

حيث نجد أنه من بين الأهداف الاقتصادية للخوصصة تنشيط وتطوير أسواق المال، فالعلاقة بين الخوصصة والبورصة مزدوجة تظهر من خلال أنها توفر المال للشركات والمؤسسات العمومية التي تخضع للخوصصة ثم تساعد رأس المال في عملية تقييم الشركة أو المؤسسة من خلال تحديد قيمة الأسهم المطروحة وفقا للعرض والطلب في البورصة([2]).

يجدر بنا قبل معرفة المبررات والدوافع التي جعلت المشرع الجزائري يعمد إلى اتخاذ الخوصصة([3]) عبر سوق البورصة كإحدى طرق نقل الملكية أن نتطرق إلى التعريف القانوني لهذه العملية وأنواعها **(الفرع الأول)** ومن ثمة التعريج إلى هذه الدوافع الذي جعلت المشرع الجزائري يتجه إلى اعتمادها كشرط لقيد الشركات بهذا السوق **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: تعريف عملية الخوصصة في البورصة.

منحت عدة تعاريف لعملية الخوصصة نظرا لاختلاف التوجهات الاقتصادية للفقهاء، لذا سننطلق منها لنحاول توضيح معناها كعملية قانونية ينفذ بها الاستثمار بالبورصة، سنحاول من خلال نقاط هذا الفرع التعرض إلى مسألة تعريف الخوصصة عبر الفقه والقانون وشروط نجاحها**(أولا)** ثم التطرق إلى أنواعها**(ثانيا)**.

1- كمال آيت منصور، خوصصة البنوك العمومية عن طريق القيم المنقولة، مجلة العلوم القانونية والإدارية، العدد02،2006، كلية الحقوق، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، ص179.

2- الخصخصة، إضاءات، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، دولة الكويت، يناير2011، العدد السادس، ص03. حدد المشرع الجزائري أهمية الخوصصة على سوق البورصة الجزائري في نص المادة27 من الأمر01-04.

3- تم إعداد أول إطار قانوني مؤسساتي خاص بعملية الخوصصة في الجزائر سنة1995بصدور الأمر95-22 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية وكان متبوعا بقانون آخر متمثل في الامر95-25 المتعلق بالمشاريع الأساسية للدولة والذي أوكل مأمورية تسيير المؤسسات العمومية للمؤسسات القابضة بدل صناديق المساهمة/ عن بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخوصصة-دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي-أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان،2016/2015، ص100. بقي القانون95-22 ساري المفعول إلى غاية سنة2001 وصدور الأمر01-04 الذي جاء استجابة لمتطلبات المرحلة الاقتصادية.

أولا–المقصود بالخوصصة وشروطها.

يتوقف نجاح عملية الخوصصة كضمان تسييري خصصت لرؤساء الشركات الراغبين بدخول البورصة، وكقيد لقبول انضمامهم على مدى توافر شروط هذه العملية، غير أن المنطق يملي علينا التطرق لتعريفها وبعد ذلك شروطها، ما يجعلنا نعالج النقطتين تبعا لخطوات متسلسلة كما يلي:

1–التعاريف الممنوحة لعملية الخوصصة([1]).

اخترنا بعض التعاريف الفقهية التي تتناسب مع موضوعنا ثم سنتطرق إلى التعريف القانوني لها، حسب ما يلي:

la privatisation est l'opération consistant à transférer par la vente d'actifs, un établissement ou une entreprise du secteur public ou secteur privé)[2] (

أ–جاء تعريفها لغة من الخصخصة أو الخوصصة أو التخصيصية أو المخاصصة(la privatisation) من الفعل "خص"، وخص الشيء جعله خصوصيا، أما اصطلاحا فعرفها الاقتصادي "**هانك**" على أنها تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص إدارة أو ايجارا أو مشاركة أو بيعا، فيما يتبع الدولة أو تنهض به أو تهيمن عليه في قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة أو في مجال الخدمات العامة([3]).

ب–عرّفت الخوصصة كذلك بأنها:

–زيادة القطاع الخاص في الاقتصاد، أي توسيع الملكية الخاصة. هذا المفهوم أصبح متبعا من طرف عدة دول من خلال قيام الدولة بتصفية القطاع العام، أو عن طريق عقود الإيجار ومنح الامتيازات، ويشير توسيع الملكية إلى عدم الخروج المفاجئ والمباشر للقطاع العام من النشاط الاقتصادي وإنما إلى انخفاض نصيب الدولة نسبيا بزيادة نصيب القطاع الخاص. أو هي وسيلة للتخلص من الوحدات الخاسرة في القطاع العام وتعني أيضا أنه بتحول هذه الوحدات إلى القطاع الخاص ستحقق إنتاجية وربحية اعلى حتى ولو لم تكن خاسرة من قبل، وتعتبر بريطانيا وأستراليا من بين الدول الرائدة في

1– في هذا المبحث نعتني بعملية الخوصصة الواردة على المؤسسات العمومية الاقتصادية بقصد انضمامها إلى سوق البورصة، فالأكيد بأنه لا مجال للحديث عن المؤسسات الخاصة التي تطرح رأسمالها في البورصة للاستثمار، اذ يكمن الفرق بينهما في أن المؤسسة العمومية تلجأ إلى الخوصصة لتنفيذ استثمارها، في حين أنّ المؤسسة الخاصة تكتفي بفتح رأسمالها كنوع من الاستثمارات في البورصة.

2– بوالقرارة زايد، الاستثمار في تقييم وخوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية ذات الطابع الاستراتيجي في التشريع الجزائري، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، العدد الثالث عشر، جويلية2018، جامعة باتنة1، ص389.

3– الجيلالي عجة، قانون المؤسسات العمومية الاقتصادية من اشتراكية التسيير إلى الخوصصة، دار الخلدونية، الجزائر،2006، ص307.

تطبيق هذا المفهوم. فالخوصصة هي عكس التأميم فإذا كان هذا الأخير يعني تحويل الملكية الخاصة إلى ملكية عامة فإن الخوصصة هي تحويل الملكية العامة إلى ملكية خاصة، فالشركات التي تتم خوصصتها هي نفسها الشركات التي سبق تأميمها، إلا أن التأميم يكون مباشرة بمجرد صدور قوانين تتحول بمقتضاها الشركات الخاصة إلى ملكية الدولة([1]).

ج-أما البنك الدولي فقد أعطى لها تعريفا مفاده بأنّ الخوصصة هي زيادة مشاركة القطاع الخاص في إدارة ملكية الأنشطة والأصول التي تسيطر عليها الحكومة وتملكها([2]).

مما سبق بيانه، يجدر بنا القول إنه على الرغم من تعدد التعاريف الفقهية إلا أنها صبّت في قالب واحد لا يخرج عن نطاق تحويل الملكية من القطاع العام إلى الخاص، وهي الفكرة ذاتها التي تبناها المشرع الجزائري بموجب التعريف القانوني الذي منحه للخوصصة في المادة13 من الأمر01-04 المتعلق بتنظيم المؤسسات الاقتصادية وتسييرها وخوصصتها([3]) بأنها:" كل صفقة تتجسد في نقل الملكية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون الخاص من غير المؤسسات العمومية". وقد بيّن المشرع بناءا على الفقرة الثانية من هذه المادة طبيعة الملكية القابلة للخوصصة وفقا لما يلي:

"-كل رأسمال المؤسسة أو جزء منه، تحوزه الدولة مباشرة أو غير مباشرة و/أو الأشخاص المعنويون الخاضعون للقانون العام، وذلك عن طريق التنازل عن أسهم أو حصص اجتماعية أو اكتتاب لزيادة في الرأسمال.

-الأصول التي تشكل وحدة استغلال مستقلة في المؤسسات التابعة للدولة".

وانطلاقا من هذا، إذا حاولنا الاجتهاد في منح تعريف للخوصصة عبر سوق القيم المنقولة نجد أنه يقصد به: متى قررت أي شركة أو مؤسسة عمومية رفع رأسمالها لمواصلة حياتها التنافسية في السوق الاقتصادي وجب عليها التنازل عن سندات رأسمال أو سندات الدين لمصلحة الجمهور(الخواص) بقصد الاكتتاب بها والاستفادة من حقوق الشركاء أو المقرضين بها، وهذا ما يعد استثمارا بالبورصة منفذ عبر عملية الخوصصة بنقل القيم المنقولة القابلة للتداول بالبورصة المملوكة للشركة من مؤسسيها إلى

1- ياسين بوعاملي، الخوصصة ودور السوق المالية في تفعيلها "دراسة بعض التجارب المغاربية"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة،2010/2009، ص14.

2- بن حمو عصمت محمد، مرجع سابق، ص69.

3- الأمر 01-04 المؤرخ في 20اوت 2001 المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخوصصتها، الجريدة الرسمية العدد 47 الصادر في 22اوت2001.

المشترين المتنازل إليهم، أي تحويل لملكية القيم المنقولة من الوحدات العاجزة وطالبة التمويل(الشركات العمومية) إلى الوحدات المالكة للأموال المدخرة(القطاع الخاص).

يرتبط مفهوم الخوصصة بسوق القيم المنقولة ارتباطا وثيقا فنجاح الأولى مرهون بفعالية وفاعلية الثانية، إذ تعتبر الخوصصة في السوق المالي احدى الآليات الفعالة وأحسن الطرق لخوصصة المؤسسات العمومية المملوكة للدولة والخاضعة للقانون التجاري والقابلة للخضوع لتنظيمات وأنظمة البورصة (شركات المساهمة على وجه الخصوص) بتحويل ملكيتها لجمهور الخواص عبر فتح رأسمالها للاكتتاب بطرح أدوات استثمارية تمكّن المستثمر من خوض غمار الاستثمار بالبورصة. إذن يتضح أن فتح المؤسسات العمومية رأسمالها للخواص يعد خوصصة واستثمارا في سوق البورصة بينما يعد اقتناء هذه القيم من قبل هؤلاء الخواص استثمارا بالقيم المنقولة الصادرة عنها.

وعليه، تمثل بورصة القيم المنقولة بامتياز ملتقى عمليات بيع وشراء الأسهم التي تتم بين مصدري الأوراق المالية، ومن بينهم المؤسسات العمومية المعنية بالخوصصة وعارضي الأموال الذين يتوزعون على عدة أطراف تعمل على استثمار أموالها المدخرة.

تقوم المؤسسات العمومية بفتح رأسمالها على المساهمات الخاصة في شكل عرض بيع أسهم أو قيم منقولة ولا يقبل مثل هذه العروض إلا بعد استيفاء مجموعة من الشروط والمعايير القانونية والمالية التي أشرنا إليها سابقا عند التطرق إلى أدوات الاستثمار بالبورصة الجزائرية، بالإضافة إلى الشروط الواجب الخضوع لها حسب ما قضى به قانون الخوصصة. غير أننا في دراستنا هذه سنعرض الشروط الواجب توافرها لنجاح عملية الخوصصة عن طريق البورصة، على اعتبار أننا غير مطالبين بالتوسع في شروط الخوصصة الأخرى وهياكلها.

2-شروط نجاح عملية الخوصصة عن طريق البورصة.

أسلفنا الذكر أنّ الخوصصة عن طريق البورصة تم اعتمادها في كثير من دول العالم لتسهيل انضمام الشركات العمومية إليها وتنفيذ استثماراتها في هذا السوق، غير أنّ نجاح هذه العملية يتوقف على احترام مجموعة من الشروط وتوفيرها، نذكر البعض منها فيما يلي:

-مراعاة طاقة السوق على استيعاب أسهم المؤسسات العمومية المعروضة للبيع: تتمتع كل سوق بورصة بقدرة استيعابية تسمح لها بامتصاص كمية القيم المنقولة المعروضة بها على تنوع أشكالها بين أسهم وسندات وقيم أخرى، فلا يتصور وجود سوق للقيم المنقولة قدرته غير محدودة. إن إثارة قدرة سوق البورصة على امتصاص الأوراق المالية المطروحة على مستواها هي مسألة تعد محل اعتبار فيما يتعلق

بأسهم المؤسسات العمومية التي ستباع من خلالها، فنظرا لما تتسم به المؤسسات العمومية من ضخامة فإنها تؤدي إلى احداث تطويرها في الحجم المعروض من الأسهم لابد أن يقابله تطور مماثل أو يزيد في حجم الطلب([1]).

ويعتبر السوق ذا قدرة على استيعاب أسهم المؤسسات العمومية، إذا كان الطلب الناشئ–والذي يغطي تلك الأسهم–لا يؤثر بطريقة ملحوظة على الطلب الأصلي المتعلق بالأوراق المالية الأخرى الموجودة فيه، ففي هذه الحالة يكون السوق في حالة اتساع([2]).

–**تلاؤم توقيت تغيير الملكية مع مناخ البورصة:** تشير تجارب تحويل الملكية إلى أن عرض بيع أسهم المؤسسات في مناخ غير ملائم للبورصة، يثير شكوك حول إمكانية نجاح العملية حتى ولو تهيأت كل الظروف الأخرى لإنجاحها، ذلك أن السلطات العامة لا يمكنها تجاهل أثر مناخ البورصة السائد وقت إجراء البيع، فعندما تكون هذه الظروف غير مواتية (كحالة الأزمات العالمية أو انخفاض في أسعار البورصة) إذ عليها التأني في تطبيق برنامج الخوصصة عبر البورصة، أما إذا كانت ظروف السوق مهيأة فلن يكون هناك مبرر لتأخير التطبيق([3]).

–**شفافية ووضوح القواعد المطبقة على عملية الخوصصة:** يتطلب تطبيق الخوصصة باللجوء لطريقة البيع عن طريق البورصة أن تكون القواعد القانونية التي تنظم تلك المسألة واضحة، خاصة فيما يتعلق بالعروض الضخمة بالشراء المقدمة من شخص طبيعي أو معنوي، وكذا القواعد التي تتبع في حالة حدوث فائض في الاكتتاب. ومن المتوقع أن اعتماد قواعد ذات مسلك واسع غير محدد بحيث يعطي درجات من الحرية للدولة، يوّلد لدى المستثمرين حالة من الارتباك، الأمر الذي يعرض نجاح بعض التحويلات للخطر([4]).

تفيد التجارب على أهمية وضوح القواعد التي ترغب الحكومات أن تتحصل بمقتضاها على درجة من حرية التحرك، وضرورة تحديدها مقدما بحيث يكون واضحا لدى المستثمرين منذ البداية وضع السلطات في مواجهة كل النقاط، التي من المحتمل أن تثير شكا يمكن أن يعرض نجاح عملية الخوصصة للخطر كدرجة الرقابة التي ترغب السلطات في الاحتفاظ بها في مواجهة المؤسسات أو

1– محمد براق، دور بورصة الأوراق المالية في خوصصة المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور الجلفة، العدد11 لسنة2012، جامعة زيان عاشور الجلفة، ص437.

2– المرجع نفسه، ص438.

3– محمد براق، المرجع نفسه، ص437.

4– المرجع نفسه، ص437

احتمال استعمال سلطة قانونية خاصة تلحق بأنظمة المؤسسات المتنازل عنها أو القواعد التي تتبعها لمواجهة خطر أخذ رقابة المؤسسة من قبل عدد صغير من المستثمرين المحليين والأجانب([1]).

ثانيا-أشكال الخوصصة المطبقة في بورصة الجزائر.

بعد محاولتنا تقديم تعريف للخوصصة ومعرفة شروطها التي اختارها المشرع الجزائري لتنفيذ الاستثمار في البورصة تثار لدينا إشكالية إمكانية تطبيق أي نوع من الخوصصة الجزئية أم الشاملة أو خوصصة الملكية أو الإدارة، مما يجبرنا على توضيح مسألة شكل عملية الخوصصة المنفذة للاستثمار بالبورصة.

فرضت الظروف الاقتصادية التي تعيشها الجزائر في الآونة الأخيرة جراء انخفاض أسعار النفط على الحكومة المسارعة في إيجاد الحلول؛ ولعل أهمها اعتماد أسلوب الخوصصة عبر السوق المالي لإنقاذ حياة المؤسسات العمومية بتوفير التمويل الضروري لها، إلا أنّ هذه الخوصصة لن يتم تنفيذها إلا تدريجيا حسب مقتضيات السوق الاقتصادي العالمي وتفتح الذهنيات الوطنية بفتح القيود المتعددة الأشكال المرتبطة بكل عملية للخوصصة. حيث تتخذ هذه الأخيرة الأشكال التالية:

1-الخوصصة الجزئية والخوصصة الشاملة.

لا يعرف برنامج الحكومة المتعلق بتطبيق الخوصصة عبر سوق البورصة تنفيذا له إلا من خلال اعتماد عملية الخوصصة؛ لتحقيق أهداف المستثمرين الخواص من جهة وترجيح مصالح الدولة من جهة أخرى، وذلك عن طريق تبني أحد أنواع الخوصصة، إما الجزئية أو الشاملة(الكلية).

تأخذ الخوصصة شكل الخوصصة الجزئية التي تتنازل فيه الدولة المالكة للمؤسسات العمومية عن جزء صغير من رأسمال، أي لا تسمح الدولة للخواص بتملك كل الرأس مال فلا تنقل الملكية كلية بل تسمح بطرح نسبة من رأس المال الاجتماعي للاستثمار فيه عبر البورصة([2]). وبمعنى آخر تكون الخوصصة جزئية إذا كان المطروح للبيع هو جزء من أصول أو أسهم الشركات، كأن يطرح للبيع 10%أو 20%أو40%فقط من هذه الأصول، ولا تخرج الشركات عن قطاع الأعمال العام إلى نطاق

1- محمد براق، دور بورصة الأوراق المالية في خوصصة المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية ، مقال، مرجع سابق، ص437.

2- عبد الواحد غرداين، خوصصة المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، جامعة وهران، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية،2013/2012، ص44.

شركات المساهمة إلا إذا كانت نسبة ملكية القطاع العام فيها أقل من 50% من قيمة الأصل أو أسهم الشركة حسب العرف القائم([1]).

تشبه الخوصصة الجزئية أكثر الخوصصة الشكلية أو التسيير الذاتي وهو معتمد في الكثير من دول العالم التي أخذت بها في تنظيماتها القانونية للخوصصة، فهي تشمل كل أشكال عدم الالتزام دون نقل لحقوق ملكية الدولة منها: عقود التسيير، التنازل عن طريق الامتياز عن الخدمات العامة..الخ([2]).

" تم تطبيق الخوصصة الجزئية عبر الاستثمار بالبورصة على مؤسسة فندق الأوراسي التي تعتبر مؤسسة من المؤسسات الرائدة في القطاع الخدماتي، حيث استطاعت أن تكون من بين المؤسسات الأولى المدمجة في البورصة، حيث تم تحويل ملكية مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة وبموجب ذلك قامت المؤسسة برفع رأسمالها في اطار تدعيم قدراتها المالية حيث أصبح رأسمالها يعادل1,5مليار دينار جزائري. ولتنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الدولة والرامي إلى تنشيط بورصة الجزائر تقرر بداية سنة1999 طرح جزء من رأسمال المؤسسة بنسبة20 % للاكتتاب العام هو ما يعادل مليون سهم بقيمة اسمية250 دينار للسهم، حيث تكفلت بهذه المهمة آنذاك مؤسسة الراشد المالي باعتبارها وسيطا في عمليات البورصة"([3]).

وعلى عكس الخوصصة الجزئية يعبّر عن الخوصصة الشاملة في حالة نقل كل حقوق ملكية الدولة إلى القطاع الخاص إما بالتنازل عن الأسهم أو التنازل عن الأصول([4])، كما تعتبر الخوصصة شاملة أو كلية إذا تم طرح الأصول أو الأسهم الخاصة بالشركات بالكامل للبيع بشكل مباشر أو في سوق الأوراق المالية([5]). وهنا يطرح تساؤل حول **الفرق بين الخوصصة وخضوع المؤسسات العمومية لشرط القيد المتعلق بفتح رأسمال للجمهور؟**

لقد أجابت عن هذه الإشكالية أنظمة البورصة التي اشترطت على المؤسسات العمومية لانضمامها إلى هذا السوق فتح رأسمالها بنسبة 20% أو 10% وهو ما يعتبر خوصصة جزئية بعيدة كل البعد عن

1- ياسين بوعاملي، مرجع سابق، ص07.

2- عبد الواحد غرداين، مرجع سابق، ص44.

3- محمد زرقون، انعكاسات استراتيجية الخوصصة على الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية-دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-مجلة الباحث، العدد07 سنة2010/2009، جامعة ورقلة، ص05.

4- عبد الواحد غرداين، المرجع نفسه، ص45.

5- بوعاملي ياسين، المرجع نفسه، ص07.

الخوصصة الشاملة التي بموجبها يتم بيع الشركة بالكامل لمستثمر دون أن تكون هناك جهات رقابية تراجع الأمر مسبقاً وتحدد سعر البيع.

أما الطرح في البورصة (فتح المؤسسة للاكتتاب الجمهور) فيقصد به بيع جزء من ملكية الشركة العامة أو الخاصة للمستثمرين في البورصة (السوق الأولي) ثم بعد ذلك يتم التداول على الأسهم المطروحة بيعاً وشراءً (السوق الثانوي).

فالملائم للمؤسسات العمومية هو الطرح بنسبة رأس مال مخففة أي طرح حصة محدودة، وبالتالي فإنّه ستستمر سيطرة الحكومة الجزائرية عليها، وستظل تحت إدارتها، وكذلك فإن الجزء المطروح سيتفتت ويوزع على عديد من المستثمرين وفقاً لقواعد القيد لا يقل عن 150 مستثمر وبدون حد أقصى. ما يعني بأنه لن تكون الحصة المباعة عن طريق الطرح في يد مجموعة واحدة وإنما سيمتلكها مجموعة من المستثمرين وقواعد التداول في البورصة الجزائرية تعيق سيطرة مجموعة من المستثمرين مرتبطين على الحصة المطروحة من الشركة، وهذا يعد ردا على منتقدي برامج الخوصصة والخائفين من فقدان الدولة الجزائرية لمؤسساتها التابعة لها.

كما أنّ تداول أسهم الحصة المطروحة وتحديد سعر السهم وفقاً لقوى العرض والطلب وأداء الشركة المالي يوفر آلية تسعير يومية لقيمة الشركات الحكومية المطروحة، ويضمن طرح الشركات في البورصة تطوير هذه الشركات، وتعزيز الشفافية والحوكمة والإفصاح مما يجعل أداء الشركات الحكومية تحت رقابة ومتابعة يومية وتقييم دائم لها، "كما يمنح لها الفرص لزيادة رأسمالها في أي وقت عن طريق البورصة لتمويل التوسعات الاستثمارية والإنتاجية مما يمنحها قدرات هائلة على التوسع والنمو وبالتالي تعظيم قيمة الشركات وزيادة مستويات الربحية وقيمة الأصول مما يزيد من العائد لخزينة الدولة من أرباحها بشكل مستمر، ويعظم من مساهمتها في الناتج المحلى الإجمالي وتغطية احتياجات السوق المحلى والمساهمة في التصدير مما يفتح أفاقا أكبر لموارد من النقد الأجنبي" ([1]).

هذه الإشكالية طرحت كذلك سنة2015، حيث كانت من المستجدات التي تخص البورصة والخوصصة أنّ "وزارة المالية" أعدت قائمة جديدة لمؤسسات عمومية متوسطة الحجم لفتح رأسمالها الاجتماعي عن طريق بورصة الجزائر، مؤكدا أنّ الأمر لا يتعلق بعمليات خوصصة وإنما بفتح رأسمال هذه الشركات بنسبة لا تتجاوز20%، وبالرغم من تصريح وزير الماليةّ إلا أن هذه العملية تبقى تصنف

1- عسكر محمود، ما لفرق بين الخصخصة وطرح الشركات الحكومية في البورصة؟، مقال بتاريخ2018/02/13 على الموقع الالكتروني: دوت مصر www.dotmsr.com تاريخ الزيارة: 2019/01/22.

من قبل الخبراء الاقتصاديين ضمن أشكال الخوصصة الجزئية للشركات العمومية، القرار الذي عدلت عنه الحكومة بعد فشل سياسة الخوصصة التي قادها آنذاك وزير الصناعة، وذلك بإشراك أجانب في اخذ مساهمات في الشركات العمومية، ليتم اعتمادها مرة أخرى بضغوط من البنك العالمي وصندوق النقد الدولي اللذان يشترطان في تصنيفهم للدول وجود سوق مالي بورصة منتعشة لتمويل استثمارات المؤسسات([1]).

وكنتيجة حتمية لما سبق قوله، وعلى اعتبار أنّ الجزائر مازالت متحفظة على مسألة الخوصصة في ظل اعتمادها أسلوب الحفاظ على الثروات والسيادة الوطنية، لا زالت إلى حد الآن لا تعرف الخوصصة الشاملة تطبيقا لها على مستوى الاستثمار بالبورصة نظرا لكون شروط الادراج بالبورصة يفرض على الشركات المخوصصة عبر البورصة فتح رأسمالها بنسبة 20% أو10% من الأسهم المطروحة للاكتتاب من طرف الجمهور ما يعني اعتماد أسلوب الخوصصة الجزئية دون الشاملة من طرف المؤسسات العمومية فلا يطرح مشكل الفرق بين الخوصصة الشاملة والطرح في البورصة أو فتح رأسمالها للاكتتاب من طرف الجمهور. وهذا الأمر راجع إلى سعي المشرع لتحفيز المؤسسات العمومية للاستثمار في البورصة ودرء خطر خسارة ملكيتها مقابل فرض مبدأ السيادة الوطنية على الثروات العمومية.

فالخلط الذي يقع في ذهن رؤساء الشركات العمومية الاقتصادية بشأن خوصصة شركاتهم وفتح رأسمالها بالنسبة المذكورة أعلاه كشرط لقبول قيدها في بورصة الجزائر هو ما أدى إلى تراجع حجم تداول القيم المنقولة وقلة الشركات المدرجة. لذا وجب علينا القول بأنه ينبغي تعريف المستثمرين ببرامج الخوصصة أو عرض الأسهم في البورصة بالنسبة للشركات الخاصة لإعطاء فاعلية لسوق البورصة الجزائرية، حيث أنّ طرح الأسهم أو الخوصصة بنسب ضئيلة لا تتعارض مع سياسة الشركة التي تهدف إلى تحقيق الربح ولا تتعارض مع فكرة بقاء الملكية في يد المالك الأصلي بما أنها خوصصة جزئية تمثل ضمانا تسييريا لا غير. فالأجدر على المشرع الجزائري لبث روح التحفيز لدى الشركات العمومية والخاصة تحديد نسبة حصة المدخر المستثمر باعتباره شريكا فيها بعدد معين من مجموع أسهم الشركة المدرجة.

1- سميرة لطرش، سياسة الخوصصة وأثرها على بورصة الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، العدد44، ديسمبر2015، جامعة منتوري قسنطينة، ص432.

2-خوصصة الملكية وخوصصة الإدارة.

خوصصة الملكية هي نقلها من القطاع العام إلى القطاع الخاص عن طريق البيع المباشر أو بطرح الأسهم في سوق الأوراق المالية. أما في حالة خوصصة الإدارة فيستمر الاحتفاظ بملكية القطاع العام مع جعل الإدارة أجنبية، فالهدف من خوصصة الإدارة هو تحسين الكفاءة الاقتصادية ومحافظة الدولة على الملكية، وهي تمثل مرحلة انتقالية في طريق انهاء ملكية الدولة([1]). لم نلمس تطبيقا لهذا النوع من الخوصصة على المؤسسات العمومية المدرجة في البورصة الجزائرية، حيث أنّ غالبية هذه المؤسسات لجأت إلى النوع المذكور أعلاه (الخوصصة الجزئية).

الفرع الثاني: دوافع التوجه إلى أسلوب الخوصصة في البورصة.

إنّ خوصصة المؤسسات العمومية الجزائرية لم تكن وليدة الصدفة وإنما نتيجة لواقع اقتصادي متدهور، حيث عانت الجزائر من ظروف اقتصادية مزرية وصعوبات حتمت عليها اللجوء إلى الخوصصة([2])، فعلى غرار أغلب البلدان النامية كانت الخوصصة في الجزائر إحدى محاور الإصلاح الاقتصادي الذي جاء كنتيجة للأزمة الاقتصادية منذ سنوات الثمانينات، إلا أنّ الجزائر لم تلجأ إلى سياسة التعديل الهيكلي إلا في سنة1994 كما أنّ بورصة الجزائر لم تنطلق في أداء وظائفها إلا سنة1998. فقد كان تبني برنامج الخوصصة في الجزائر نتيجة لمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، فالنتائج المخيبة للقطاع العمومي بنيت عليه كامل الاستراتيجية الوطنية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، وأزمة المديونية الخارجية واشتراط برامج التعديل الهيكلي كلها عوامل دفعت إلى تخلي الدولة للخواص عن النشاط الاقتصادي([3]).

ولنجاح هذا التوجه السياسي وجب توفر مجموعة من الشروط الأساسية التي تقوم عليه الخوصصة، وغيابها يؤدي إلى عدم جدواها، وذلك بقيام الدولة بالتخلي عن دورها الإنتاجي لصالح المتعاملين الخواص والابتعاد عن أساليب التسيير الإداري المعمول به سابقا، ووجوب تدخل الدولة كضابط ومنظم للاقتصاد([4])، ولنجاح عملية الخوصصة يجب اتباع الإجراءات اللازمة لذلك، لأن عملية الخوصصة ليست هدف بحد ذاته بل وسيلة لجأت إليها الجزائر في اطار الإصلاحات الاقتصادية إلى

1- ياسين بوعاملي، مرجع سابق، ص08.

2- علي توفيق الصادق، سياسات وبرامج التخصيص في الدول العربية، بدون دار النشر، سوريا،2002، ص27.

3- ياسين بوعاملي، مرجع سابق، ص128.

4- رمضان مستوب ، دور صندوق النقد الدولي في تنمية الدول المتخلفة، رسالة لنيل شهادة الماجستير في القانون الدولي، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2001، ص13.

جانب مجموعة من المبررات، لذا كان من الواجب علينا إبراز الأهمية التي تلعبها عملية الخوصصة في تحويل الملكية وهي المعبر عنها بالمبررات الآتية:

-يتجلى أثر الخوصصة المنفذة في البورصة على المؤسسات العمومية في انشاء مؤسسات قادرة على التنافس على المستوى الوطني والعالمي من خلال رفع كفاءة المؤسسة والتي كانت تعاني من ضعف التسيير، مما دفع الدولة بإدخالها إلى وسط تنافسي مع شبيهاتها من المؤسسات.

- تلعب أسواق الأوراق المالية دورا في إنجاح برامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي، فهي بمثابة قناة رئيسية لعمليات الخصخصة والتمويل المؤسسي المخطط بهدف توسيع قاعدة الملكية الخاصة تدريجيا وتوفير محافظ مالية متنوعة من الأوراق المالية وانشاء رؤوس أموال جديدة وتشجيع الاستثمارات الأجنبية خصوصا بعد أن قامت كثير من الدول بما يعرف بالتحرر المالي والاقتصادي منها برامج الخصخصة([1]).

-من بين مبررات الإصلاحات التي فرضتها آليات السوق وتبني الخوصصة تعزيز قدرة المؤسسات العمومية على الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة في الأسواق المالية المحلية والعالمية من أجل تمويل أنشطتها والتوسع فيها. فالاتجاه إلى الخوصصة عبر السوق المالي توفر أحد مصادر التمويل من أجل إعادة هيكلة هذه المؤسسات العمومية الخاسرة وبعث نموها من جديد، فتوجيه الشركات العمومية إلى الاستثمار بالبورصة الجزائرية واستخدام حصيلة ونتائج الطرح يوفر تمويلا لها من أجل إعادة هيكلتها يغنيها عن تمويلات الخزينة العمومية والبنوك.

-تعد البورصة المكان المناسب لتحويل ملكية المشروعات العمومية لكونها تساهم في توسيع وتنويع قاعدة المستثمرين بغير تحديد، فوفق ما قضى به المشرع الجزائري تعتبر البورصة الطريقة الرئيسية للخوصصة، على الرغم من أن الجزائر لا تملك بورصة قيم منقولة متطورة لكن وضعها في مقدمة أساليب خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية، نظرا لما لها من نتائج إيجابية حققتها في دول أخرى.

-تسهيل تحويل الملكية؛ فالبورصة كما قلنا سابقا -لدى التطرق إلى أصناف فئة المستثمرين- بمخاطبتها لكل طوائف المدخرين (بدءا من القاعدة العريضة-صغار المدخرين-وانتهاء بمؤسسات الاستثمار على اختلاف أنواعها، دون تفرقة بين رأس المال الوطني أو الأجنبي في حدود ما تسمح به القواعد من اكتتاب الأجانب) تحقق الحد الأقصى من المدخرات التي يحتمل أن توجه للاكتتاب في

1- محمد فوزي، دور برامج الخصخصة في الارتقاء بأسواق الأوراق المالية، مقال إلكتروني منشور بتاريخ2014/04/07، عن الموقع بوابة الشرق الالكترونية: www.al-sharq.com تاريخ الزيارة: 2019/02/25.

الشركات، ونظرا لشمولية واتساع هذا الأسلوب فإنه يصلح لبيع المؤسسات العمومية ذات الحجم الكبير عن طريق الخوصصة([1]).

-يحقق العرض في البورصة([2]) بمختلف أنواعه مبدأ العدالة والمساواة في توزيع الأسهم بين المكتتبين نظرا لعدم تمييز مكتتب على آخر، فهو عرض حر (فيما عدا القواعد المحددة سلفا، كتفضيل صغار المكتتبين على غيرهم أو مواطني الدولة على الأجانب أو بيان نسب التوزيع عند حدوث فائض) وبالتالي لا تثار بشأنها أوجه النقد التي قيلت بخصوص بعض المؤسسات التي خصخصت بالطرق الأخرى والتي تتسم بتفضيل مكتتب على الآخر لاعتبارات قد تكون سياسية([3]).

-تنشيط سوق الأوراق المالية؛ لاشك أن اللجوء لقناة سوق القيم المنقولة لبيع المؤسسات العمومية بما يشتمل عليه من زيادة نسبة الأسهم المسجلة أو قيد أسهم جديدة لم تكن مسجلة من قبل قد يؤدي إلى التأثير على شقي السوق "الإصدار والتداول" فبالنسبة لسوق الإصدار، فإنها تؤثر عليها من جهتين، الأولى تنشيط العرض إذ تغذي السوق بحصص ضخمة من الأسهم، ترجع لضخامة رؤوس أموال هذه المؤسسات، والثانية تنشيط الطلب إذ أن اصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين القدامى في السوق ووصول أفواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في تلك الأسهم. "أما بالنسبة لسوق التداول فإن معاملاتها تكتسب قدرا أكبر من الحيوية والنشاط، يرجع ذلك إلى أن تلك الأسهم تعد من أحسن الصكوك المسجلة في السوق، لذلك فإنها تصنف عادة في قسم الأسهم الأكثر نشاطا إذا نظرنا إلى حجم المعاملات اليومية التي ترد عليها"([4]).

-انشاء مناخ الاستثمار، وتشجيع الاستثمار المحلي لجذب رؤوس الأموال الأجنبية فعن طريق فتح المؤسسات العامة عبر سوق البورصة يتم تحفيز المستثمرين الوطنيين وبالنتيجة المستثمرين الأجانب. فالخوصصة عبر سوق البورصة أو غيره من الطرق لم تعد خيارا بالنسبة للجزائر بل باتت ضرورة من أجل تحسين المناخ الاستثماري ورفع كفاءة المؤسسات العمومية نظرا لما للعولمة من أثر على اقتصاديات الدول بما فيها الجزائر، فالخوصصة هي الطريق الوحيد للاندماج في الاقتصاد العالمي.

1- حميدة مختار، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات وشروط النجاح)، مجلة الباحث، العدد07، 2010/2009، مصدر الكتروني، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص300.

2- هو نوع من الكيفيات التي تطبق بواسطته عملية الخوصصة في البورصة الجزائرية، سيتم شرحه بالتفصيل في المطلب الموالي.

3- حميدة مختار، مرجع سابق، ص300.

4- المرجع نفسه، ص300.

– رغبة الجزائر في مواكبة نجاح برامج الخوصصة في الدول المجاورة لها، فوجود مجموعة من الدول التي قطعت أشواط لا بأس بها في برنامج الخوصصة خاصة المغرب، تونس، مصر بالخصوص، حفز الجزائر على انتهاج نفس المسار بالرغم من أن الاقتصاد الجزائري يبقى له خصوصيته حيث عانى منذ الاستقلال من عدم الاستقرار.

–محاولة الدولة الجزائرية انشاء وتطبيق برنامج الخوصصة بواسطة سوق البورصة لتعزيز وتطوير البنية التحتية، ففي الكثير من الأحيان تقف الدولة عاجزة ماليا أمام تلك المشاريع التي تساعد بدرجة كبيرة في عملية التنمية الاقتصادية، " لكنها تحتاج إلى رأسمال كبير لا يستطيع القطاع العام توفيره، بالإضافة إلى ذلك فإنها لا تدر إلا ربحا بسيطا وفي مدة طويلة علاوة عن ارتفاع درجة المخاطر بها مثل مشاريع البنية الأساسية كالطرق والطاقة الكهربائية...الخ"([1]). لذا كان ولابد التفكير في توجيه هذه المشاريع إلى المؤسسات العمومية الاقتصادية المخوصصة وتقليص دور الدولة بالتفتح على الخوصصة في سوق القيم المنقولة.

المطلب الثاني: كيفيات الخوصصة عبر البورصة المحددة قانونا.

تعد الخوصصة عن طريق سوق القيم المنقولة أحسن طرق الخوصصة مقارنة بالطرق الأخرى، فهي تسمح بانتقال الملكية من الدولة إلى الخواص وهذا لشفافيتها والتقييم الحقيقي للمؤسسات التي ينجر عنها وطريقة البيع هذه تتم عن طريق السوق الأولية من جهة والسوق الثانوية في البورصة، فالسوق الأولية لا تسمح فقط بانتهاء هيمنة الدولة على المؤسسات بل تسمح كذلك بتوفير مصادر مالية جديدة ،" أما السوق الثانوية فتعتبر المكان الصحيح والحقيقي لتغيير ملكية المؤسسات اذ تقتصر على وضع جزء من الأسهم الخاصة بالحكومة في متناول يد الجمهور وتتميز هذه التقنية بالتطبيق السريع وزيادة الادخار وتطوير ودعم سوق البورصة"([2]).

تتباين الأساليب المعتمدة في الخوصصة من دولة إلى أخرى وهذا تبعا لعدة عوامل منها السياسة الاقتصادية للدولة وخبرتها في مجال الخوصصة، وكذا حجم أسواق رأسمالها فيما إذا كان يستوعب عدد الأسهم المطروحة، القدرة المالية للمؤسسات المخوصصة ومدى جاذبيتها للمستثمرين([3]). فتنوع هذه

1– عبد الوهاب أحمد، طرق الخصخصة–نظرة عامة على قضية الخصخصة، منظمة المركز المصري لدراسات السياسات العامة، مصدر الكتروني، ص06.

2– موسى سعداوي، حصيلة وأفاق التجربة الجزائرية في الخوصصة1995–2006، مجلة مصر المعاصرة، المجلد رقم100 العدد492 سنة2008، مصر، ص 533.

3– سميرة لطرش، مرجع سابق، ص419.

الأساليب في البورصة الجزائرية يضع أمام المستثمر العديد من الخيارات ولعل أبرزها اللجوء إلى السوق المالية التي تعد من أحسن الوسائل لضمان الشفافية اللازمة للعملية من خلال طرح أسهمها للجمهور مما يجعل الحصة المكلفة بالخوصصة بعيدة عن اتهامها بالقيام بصفقات مشبوهة لصالح أطراف معينة.

تنفذ عملية الخوصصة عبر آليات السوق المالية التي اعتمدها المشرع كآلية رئيسية في المادة 26 التي وردت ضمن الفصل الخامس المتضمن كيفيات الخوصصة من الأمر 01-04السالف ذكره، إذ نص عليها المشرع على سبيل الحصر كطرق لخوصصة المؤسسات العامة عبر البورصة وهي: العرض في البورصة **(الفرع الأول)**، العرض العلني للبيع بسعر محدد**(الفرع الثاني)**، الاكتتاب لزيادة رأس المال**(الفرع الثالث)**.

الفرع الأول: العرض في البورصة.

تناول المشرع الجزائري هذه الكيفية التي تنفذ بها عملية الخوصصة في البورصة وأشار إليها بموجب الأمر 95-22 الملغى والمتعلق بخوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية([1]) غير أن الملاحظ على المشرع أنه قرر تسمية مغايرة للتسمية الواردة في الأمر 01-04 إذ جاءت المادة 26 من هذا الأخير أكثر وضوحا وتعبيرا عن الكيفية الأولى التي تتخذها الخوصصة عندما قرر المشرع استعمال لفظ" العرض في البورصة" بدلا عن لفظ "الإدماج في البورصة"([2])، حيث جاء لفظ "العرض في البورصة" أكثر تفصيلا وتحديدا وشاملا لكل عمليات طرح الأسهم والعروض الخاصة بها مهما اختلفت عملية البيع المطبقة عن طريقها. وفي هذا السياق سنعدد بعض أنواع العروض التي تندرج ضمن كيفية العرض في البورصة نظرا لاتساع مفهومها وهي كالتالي:

أولا-الطرح العام للأسهم.

يقصد بالطرح العام قيام الحكومة بطرح كل أو جزء من أسهم رأسمال المؤسسة للبيع للجمهور من خلال السوق المالية، ويتناسب هذا الأسلوب للخوصصة مع المؤسسات العمومية المشكلة في شكل

1- الأمر 95-22 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية(الملغى) المؤرخ في 1995/08/26، الجريدة الرسمية العدد48 الصادر في 1995/09/03، حيث حددت المادة25 منه كيفيات الخوصصة عبر التنازل عن طريق السوق المالية وهي: إما بعرض بيع أسهم وقيم منقولة أخرى في بورصة القيم المنقولة وإما بعرض علني للبيع بسعر ثابت، وإما بتظافر هذين الأسلوبين معا.

2- الأمر97-12 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية العدد 15 الصادر بتاريخ1997/03/19 تضمنت المادة05 منه المعدلة والمتممة للمادة25 من الامر95-22 كيفيات الخوصصة بالتنازل باللجوء إلى صيغ السوق =المالية وحصرتها في: الادماج في البورصة أو عرض علني للبيع بسعر ثابت، ما يبين أنه ألغى أسلوب الجمع بين الطريقتين.

شركات تجارية وتحديدا المتخذة شكل شركة مساهمة، لأن هذه الطريقة تقدم على افتراض أن رأسمال المؤسسة العامة مكون من عدد من الأسهم العادية([1]).

ويكون الطرح العام جزئيا بمعنى أن تبقى الحكومة مالكة ولو لجزء صغير في رأس المال، إذ يشترط ألا تكون مشاركة في إدارة وكذلك بغض النظر عن صغر أو كبر نسبة ما تبقى في ملكية رأس المال([2]). يفرض هذا الطرح العام للأسهم تقسيم الشركة(المؤسسة) وتقدير عدد الأسهم وتحديد الأسعار التي تباع بها الأسهم، غير أن هذا الطرح العام يتخذ شكلين إذ يمكنه أن يكون طرحا كليا أو جزئيا وعليه:

إذا كان الطرح كليا فإن ذلك يستلزم توافر مجموعة من الشروط لعل من أهمها أن تكون البورصة ذات فعالية وعلى قدر عال من الكفاءة وذات طاقة استيعابية كافية لتغطية الأسهم المطروحة للبيع، كما أنه يجب أن تتوافر مدخرات محلية وأن تكون ثقافة البورصة منتشرة في أوساط المستثمرين وصغار المدخرين على حد سواء. لذلك فإن هذا النوع من العروض لا يناسب الكثير من دول العالم غير المتقدم لما تتسم به بورصاتها من عدم الكفاءة وصغر الحجم وقلة المدخرات.

وأما إذا كان البيع جزئيا فيكون أكثر انسجاما مع حالة بلدان العالم النامي لأنه يتم بالتدريجية في بيع الأسهم التي تمكن من مراقبة العملية والتحكم فيها وتفادي أقصى ما يمكن من المخاطر، كما أن بيع الأسهم بشكل جزئي يتناسب مع عملية تحويل الملكية عن طريق البورصات التي تمت إعادة هيكلتها، حيث أن هذه الطريقة يمكن أن تساعد على وجود عدد أكبر من المساهمين، مما يوسع قاعدة الملكية وبالتالي يانشاء نوعا من الرضا وعدم الانتقاد لدى النقابات العمالية والمعارضين لبرامج الخصخصة من سياسيين وغيرهم([3]). وعليه، فمتى كان هذا الطرح كليا فان المؤسسة العامة تتحول إلى مؤسسة خاصة أما إذا كان الطرح جزئي فيترتب عنه تحويل المؤسسة إلى مؤسسة مشتركة أو مختلطة (قطاع حكومي–قطاع خاص)([4]).

ومن بين الأهداف التي يحققها الطرح العام ما يلي:

1– منية شوايدية، طرق خوصصة المؤسسات العامة الاقتصادية في التشريع الجزائري–دراسة مقارنة–مجلة التواصل، جامعة باجي مختار عنابة، العدد32، سنة2012، ص170.

2– شكري رجب العشماوي، الخصخصة اتحاد العاملين المساهمين، دار الجامعية سنة2006–2007، ص98.

3– مختار حميدة، مرجع سابق، ص296.

4– صبايحي ربيعة، الخوصصة بنقل ملكية المؤسسات العمومية الاقتصادية، أطروحة لنيل الدكتوراه في العلوم تخصص قانون، جامعة تيزي وزو، كلية الحقوق،2009، ص357.

– يعتبر التنازل بالطرح العام فرصة في إطار المنافسة تتاح للأفراد والقطاع الخاص لتحل محل الدولة في تملك استثماراتها في المؤسسات العمومية.

–تنشيط وتطوير سوق الرأس المال([1]) "وتوسيع نطاقه بالدرجة التي تجذب اهتمام الحكومة لتطوير سوق المال حتى يتاح لها فرصة بيع المشروعات محل الخوصصة.

–عدم احتكار المستثمر للمؤسسة العمومية.

–توسيع قاعدة الملكية للأفراد والمجتمع.

–تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية من خلال تخفيف العبء على ميزانية الدولة"([2]).

وكمثال عن هذا النوع من الخوصصة، نجد أنّ مؤسسة الصناعات الغذائية للعجائن ومشتقاتها بسطيف "الرياض سطيف" لجأت إلى هذا النوع تنفيذا لاستثمارها بالبورصة بعد قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة([3]). لم يعتبر هذا الطرح صحيحا إلا بعد أن توفرت شروطه حتى يكون في قالبه القانوني الصحيح وهي كالتالي:

1–"يجب أن يكون للمؤسسة العمومية حجما معينا مع توافرها على كفاءات معتبرة ومزايا هامة كالإدارة الكفء وهذا يسمح بالتوظيف الحسن للأسهم المعروضة في السوق المالية.

2–أن يكون بحوزة المؤسسة العمومية كل المعلومات والبيانات المتعلقة بالتسيير.

3–تمتع المؤسسة بإمكانات حقيقية لتجنيد السيولة اللازمة في السوق التي تنتج عن العرض العام لبيع الأسهم.

4–ضرورة وضع الهياكل الأساسية لتنظيم ومراقبة عملية العرض وإعلام وحماية المدخرين من كل التجاوزات"([4]).

يعد هذا الأسلوب أفضل أساليب الخوصصة لأنّه يقوم بتوسيع قاعدة الملكية، لكونه يتميز بأنه يحيل للبورصة تحديد قيمة المؤسسة بدلا من تحديدها من طرف الخبراء الماليين، فقد لجأت كل من تركيا

1– Mouri abderezak, la réalisation du processus de privatisation par le biais du marché des valeurs mobilières, Revue ceneap, n°13, 1999, pp 45-52.

2– علي مغاوري شلبي، حماية المنافسة ومنع الاحتكار بين النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، مصر،2005، ص330.

3– كمال آيت منصور، الاستثمار في عمليات الخوصصة ملكية المؤسسات العمومية الاقتصادية في القانون الجزائري، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، المجلد8، العدد2، السنة،2013، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، ص32.

4– سهام عبورة، الخوصصة الجزئية بنقل ملكية رأسمال المؤسسة العمومية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في قانون الأعمال، جامعة الجزائر، كلية الحقوق،2002/2001، ص109.

وبريطانيا اليه لكن الحكومة البريطانية استعملتها لتجنب بيع الأصول العمومية بأسعار رخيصة، فتبين لها أن البورصة تسمح عن طريق المزايدة بتحديد الأسعار الحقيقية([1]). كما يشكل التنازل بالطرح العام فرصة المنافسة تتاح للأفراد والمشروعات الخاصة، لتحل محل الدولة في تملك استثمارها في المؤسسات العامة وذلك لزيادة الفعالية وخدمة للمصلحة الوطنية([2]).

ثانيا-العرض العام للتبادل.

اخترنا الإشارة إلى هذا الأسلوب على الرغم من حصر المشرع الجزائري عمليات الخوصصة التي تنفذ عبر آليات السوق المالي بالعرض في البورصة وعرض علني للبيع بسعر محدد ، فلم ينص المشرع الجزائري عليه في الأمر01-04 ولم يستعمله؛ إلا أنّ استقراء نص الفقرة4 من المادة26 منه التي سمحت بتنفيذ الخوصصة عبر" أي نمط آخر يهدف إلى ترقية مساهمات الجمهور"، وهو الأمر الذي يقودنا للقول إذا كانت طريقة العرض العام للتبادل تحقق تطور السوق المالية من خلال المساهمة العريضة للجمهور بالرأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية الاقتصادية فلا حرج من تطبيق هذه الطريقة واعتمادها كأسلوب للخوصصة تنفيذا للاستثمار بالبورصة خاصة في ظل اعتماد المشرع الجزائري كل من شهادة الاستثمار وسندات المساهمة كأحد أدوات الاستثمار المتداولة في البورصة الجزائرية كما سيتم بيانه في المطلب الموالي.

تم استعمال هذه الطريقة في العديد من دول العالم مثل فرنسا، "أين استعملت هذه الطريقة من طرف المشرع الفرنسي كإحدى آليات خوصصة المؤسسات العامة، وتتمثل في قبول تبادل أنواع من الأوراق المالية كشهادات الاستثمار أو صكوك المساهمة مقابل أسهم الشركات على أن يتم هذا التبادل بين القطاع العام والقطاع الخاص. فهي عبارة عن مقايضة كوسيلة وفاء أراد بها المشرع الفرنسي توسيع قاعدة المساهمين في الشركات. ويتضح جليا تطبيق هذا الأسلوب من طرف المشرع الفرنسي من خلال إصداره لقانون3 جانفي1983 الذي سمح عن طريقه للمؤسسات المؤممة اللجوء إلى الادخار العام لتمويلها عن طريق إصدار صكوك المساهمة وشهادات الاستثمار، بهدف السماح لرأس المال الخاص

1Dangeard f, nationalisation et dénationalisation en grande Bretagne, notes et études documentaires, la documentation française paris 1993, n 4739-4740.

2- صبايحي ربيعة، مرجع سابق، ص359.

بملكية هذه الشركات من جديد والقضاء على الصعوبات المالية التي واجهت الدولة كمالك وحيد لهذه الشركات"([1]).

الفرع الثاني: العرض العلني للبيع بسعر محدد([2]).

اعتمد المشرع الجزائري طريقة العرض العلني للبيع بسعر محدد منذ تبنيه لعملية الخوصصة حيث نص عليها سنة1995 في المادة25 من القانون95-22([3]) واحتفظ بهذه الطريقة في الأمر الصادر في 2001 حيث نص عليها في المادة26 من الأمر01-04 وهذا دليل على أهمية هذه الطريقة ودورها الفعال في خوصصة المؤسسات العامة المشكلة في شكل شركات تجارية من خلال السوق المالية تطويرا للاستثمار بها([4]).

وقد اشترط المشرع في نص المادة26 أن يكون سعر البيع سعرا محدد، فيتم تحديد الحد الأدنى والأعلى للسعر من قبل مجلس مساهمات الدولة بناء على تقدير الوزير المكلف بالمساهمات([5])، حيث أن تنفيذ الخوصصة عبر الاستثمار بالبورصة وفق هذه الطريقة يتم بموجب إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت والمعبر عنه بأنه ذلك الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر قار محدد سلفا([6]). ويتم ذلك من خلال إعطاء جميع المواطنين فرصة متساوية في الحصول على الأسهم خلال العملية([7]). وغالبا ما يكون هذا السعر مناسبا وفي متناول العامة لإغراء المستثمرين على زيادة الاكتتاب ومحاولة جذبهم إلى الاستثمار بالبورصة.

1- منية شوايدية ، محاضرات حول طرق خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية(مصدر الكتروني)، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص قانون اعمال، جامعة8 ماي 1945 قالمة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم الحقوق، ص52.

2- الملاحظ على تسمية هذه الكيفية أن المشرع الجزائري كان يسميها من قبل بموجب الأمر95-22"العرض بالبيع بسعر ثابت" غير أنه تراجع عن هذه التسمية بموجب المادة26 من الأمر01-04 عند الاشارة إليها بأنها" عرض علني للبيع بسعر محدد" اذ جاءت هذه التسمية بأكثر وضوح ودقة، في حين أنه أطلق عليها تسمية" اجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت" في النظام97-03 المعدل والمتمم بالنظام12-01.

3- الأمر 95-22 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية الملغى بموجب الأمر01-04 المشار اليه سابقا.

4- منية شوايدية ، محاضرات حول طرق خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية، المرجع السابق، ص50.

5- حسب ما قضت به أحكام المادة22 من الأمر01-04.

6- ورد الإشارة إلى تعريف اجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت في المادة64 من النظام97-03 المعدل المتمم بموجب النظام12-01 السالف ذكره.

7- شفيق نعمة، الخصخصة على نطاق واسع في جمهوريتي التشيك والسلوفاك، مجلة التمويل والتنمية، العدد31 الصادر بتاريخ1994/12/04، مجلة صادرة عن صندوق النقد الدولي، ص23.

وفق هذا الأسلوب تحدد الحكومة أسعار الأسهم، وتعتبر هذه الطريقة الأقل خطرا، حيث لا يشكك في سعر البيع، وعليه فالمشترين لديهم علم مسبق بأسعار هذه الأسهم فإذا كان على قدر كاف من الجاذبية يجعل نجاح العملية مضمونا، "كما أن العملية هنا تتسم بالشفافية والوضوح فشروط العرض معلنة في البورصة ولدى الوسطاء الماليين وفي الصحافة المالية كما أن شروط المساهمة تكون واضحة، كما تتطلب تقنية العرض العلني للبيع بسعر محدد، تحديد سعر الأسهم المراد التنازل عنها لكي يتمكن المشترون من معرفة وبدقة سعر شرائهم للاسهم والسندات المعروضة للبيع، وهو ما يتطلب سعر يانشاء توازنا حقيقيا بين عدد الأسهم المعروضة للتنازل من طرف الدولة ونسبة الطلب عليهما من طرف المستثمرين الخواص"([1]).

في ذات السياق، أخضع المشرع الجزائري عرض البيع العمومي بسعر محدد (أو العرض العمومي للبيع بسعر ثابت كما أسماه في النظام 97-03) إلى مجموعة من الشروط الشكلية الواجب توافرها في البلاغ المعلن عن الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر ثابت من أجل صحته بموجب نص المادتين 64-65من النظام97-03المعدل والمتمم بالنظام12-01، تتمثل هذه الشروط فيما يلي:

-يجب تحديد عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المدخلين مع تبيان كيفيات توزيع السندات بين الآمرين.

-يجب أن يحتوي هذا البلاغ كذلك على السعر القار المقترح لهذه السندات.

-كما يجب أن يحتوي على الشروط الخاصة بالإدخال.

وعليه تقوم الدولة عبر إشعار منشور بالبيان الرسمي لشركة أعوان الصرف بإعلام المستثمرين عن رغبتها بالتنازل عن الأسهم محددة شروط البيع (عدد السندات الموضوعة للبيع، سعر البيع المقفل والنهائي، مدة الإعلان) عبر إجراء البيع العمومي بسعر محدد([2]).

أبرز مثال عن الخوصصة بكيفية العرض العلني للبيع بسعر محدد، نجد مؤسسة صيدال (مجمع صناعي لإنتاج الادوية والمواد المشابهة برأسمال مقدر ب 205 مليار دج) لجأت للعرض العمومي بسعر ثابت في إطار تنفيذ الخوصصة الجزئية في البورصة في حدود 20% من رأسمالها الذي أدرج في البورصة رسميا سنة1998 بموجب تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم98-02 المؤرخة في 1998/10/15.

1- حميدة مختار، المرجع السابق، ص297.

2- عبد الواحد غرداين، المرجع السابق، ص135.

وكان الهدف من هذه العملية هو الخوصصة الجزئية، وامتدت فترة الاكتتاب بأسهم صيدال من 1999/02/15 إلى غاية1999/03/15 وقدرت القيمة الاسمية للسهم الواحد ب 250دج من المجموع الكلي ب 10.000.00 سهم أما سعر العرض فحدد ب 800 دج وقد تمت أول تسعيرة لأسهم صيدال في البورصة يوم 1999/09/20 أما فيما يخص عدد المساهمين الجدد بعد الاكتتاب فهو 19,288 مساهما، ومن بين الأهداف التي كان يرمي إليها المجمع من وراء هذه العملية إلى تحسين سمعة المجمع، الخوصصة الجزئية للمؤسسة، إحداث أنظمة متطورة في التسيير([1]). نشير فقط أنه في حدود رأسمال المؤسسة المعروض للبيع يمكن أن يكون من بين المتملكين الجدد طرف أجنبي سواء كان شخص طبيعيا أم معنويا، وهو ما يعد في حقيقة الأمر استثمارا عن طريق الحصول على عدد ممكن من الأسهم([2]) أي ما يسمى الاستثمار بقطاع البورصة أو الاستثمار المالي.

ما تجدر الإشارة اليه كذلك أن المشرع الجزائري لم يذكر طريقة إجراء البيع بسعر أدنى ضمن الكيفيات التي تنفذ بها الخوصصة في السوق المالي أي أن الأمر 01-04 لم يتضمن الطريقة واكتفى بذكر طريقة العرض العلني للبيع بسعر ثابت على عكس النظام العام للبورصة97-03 المعدل والمتمم الذي نظم هذه الطريقة وعرفها كالتالي: "إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى هو الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر أدنى يقبل به المدخلون للتنازل عنها"([3]).

وعليه فإنّ إجراء البيع بسعر أدنى هو تقنية تتيح للمستثمرين اقتناء أسهم تتحدد أسعارها في إطار السوق المالية بناء على سعر أدنى يتم الانطلاق منه. يرجع عدم إدراج المشرع لهذه الطريقة ضمن كيفيات الخوصصة رغم اعترافه بها إلى تفضيله لطريقة عرض البيع بسعر ثابت نظرا للمزايا التي يحققها([4]).

1- ربيعة صبايحي، مرجع سابق، ص384.

2- محمد الأمين بن قايد علي، الخوصصة في الجزائر، رسالة ماجستير في القانون تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، بن عكنون،2002، ص101.

3- حسب ما نصت عليه المادة59 من النظام 97-03 المعدل والمتمم.

4- عبدلي حميدة، الاستثمار في عمليات الخوصصة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية،2017/2016، ص113.

الفرع الثالث: الاكتتاب لزيادة رأس المال.

لم يدرج المشرع الجزائري طريقة الاكتتاب لزيادة رأس المال في الكيفيات التي تطبق بها الخوصصة في السوق المالي مثلما أشار إلى الكيفيات الأخرى ضمن أحكام المادة26 من الأمر 01-04 لكنه أشار إلى الطريقة عند تعريفه للخوصصة أين كرست المادة13من الأمر01-04 المتضمن خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية، التنازل بالبيع والتنازل بالاكتتاب لزيادة رأس المال الاجتماعي للمؤسسة مما يعني أنه يعترف بها كطريقة تنفذ بها عملية الخوصصة. والاكتتاب هو من الآليات التي تقوم بها المساهمات في أي مشروع، وهي تتحقق إما بواسطة اكتتاب مغلق بين المؤسستين أو اكتتاب عام مفتوح على الجمهور. وعليه تتم الخوصصة داخل البورصة إذا كان الاكتتاب عاما مفتوحا على الجمهور، وهو ما سمح لنا بإدراج هذه الطريقة كإحدى العمليات التي تنفذ بها الخوصصة في البورصة.

ويدرج الاكتتاب في مجال التنازل للخواص في المؤسسات العامة ضمن الخوصصة التلقائية أو الخوصصة الذاتية لأن المبادر به لا تصدر من أجهزة الدولة المكلفة بالخوصصة، بل من المؤسسات المعنية بالاكتتاب بالاتفاق مع شركات تسيير مساهمات الدولة([1]). فقد يتسنى للدولة خصخصة شركاتها عن طريق زيادة رأس المال أو رفع رأس المال وذلك في حالة تنازل الدولة عن حقها في الأولوية في الاكتتاب، حيث يفسح المجال أمام الأفراد والأشخاص المعنوية وهذا ما يترتب عنه خفض نسبة مشاركة الدولة([2]).

وترتكز هذه التقنية على إصدار أسهم جديدة تحول لفائدة مستثمرين يكونون في العادة مستثمرا استراتيجيا في مقابل ضخ ملكية المؤسسة بأموال سائلة تكون بالعملة الوطنية، مع اعتراف الدولة لهم بحق الأفضلية الناتجة عن الاكتتاب، ويتميز الاكتتاب من حيث أن مقابل اصدار السندات لا يؤول إلى الخزينة العمومية، بل يحتفظ به للمؤسسة لسد احتياجاتها الداخلية، كما أن التنازل بموجب تقنية الاكتتاب تتفادى به المؤسسة الصعوبات المرتبطة بعمليات التقييم وتكاليفها لأن الجهة المتنازلة هي من تتولى تحديد مبلغ التنازل الذي تراه مناسبا استعملت الجزائر هذه الآلية للتنازل عن شركة رياض سطيف([3]).

تعتبر كيفيات التنازل عبر السوق المالية بمثابة إجراءات كلاسيكية تستخدم ميكانيزمات البورصة من أجل بيع أسهم المؤسسات القابلة للخوصصة، إن هذه الإجراءات منصوص عليها ضمن تشريع جميع البلدان المراهنة على عمليات تحويل حقوق الملكية من دون استثناء، إذ لجأت العديد من الدول النامية

1- ربيعة صبايحي، مرجع سابق، ص377.

2- حميدة مختار، مرجع سابق، ص299.

3- ربيعة صبايحي، مرجع سابق، ص377.

إلى هذه الإجراءات مثل: الجزائر، المغرب، تونس هذا فضلا عن العديد من دول وسط شرق أروبا، غير أنها تظل حلا خاصا بالدول المستحوذة على بورصة مالية متطورة بشكل كافي على اعتبار أنها تسعى إلى نقل رؤوس أموال هامة([1]).

وعليه، الملاحظة التي يمكن إبداؤها بهذا الصدد هو أن اللجوء إلى الخوصصة بمختلف كيفياتها القانونية، حققت نوعا من التأخر والسبب في ذلك هو عدم دخول بورصة الجزائر طور العمل مبكرا، بالرغم من أنها نظمت وأنشئت بموجب نص قانوني خاصة وأن هذا التأخر في مباشرة مهامها عرقل نوعا ما عملية الخوصصة والسبب في ذلك راجع إلى عدم توافر الشروط الكاملة لمباشرة البورصة مهامها وعدم تهيئة المجال للجوء إلى ذلك من جهة أخرى([2]).

المطلب الثالث: تقييم آلية الخوصصة لتنفيذ الاستثمار بالبورصة.

على الرغم من توفير المشرع الجزائري كل ظروف البيئة الملائمة للمؤسسات والشركات العمومية بقصد تحفيزها على اتخاذ الخوصصة كعملية لتنفيذ استثماراتها بالبورصة الجزائرية إلا أنّ توظيف المدخرات في هذا السوق يلقى إقبالا محتشما بسبب التخوف وجهل معالم هذا السوق العائد إلى عدم استقرار أسعاره.

نسعى من خلال هذا المطلب إلى التعريف بالجانب الإيجابي والسلبي لعملية الخوصصة التي تعد من أنسب العمليات التي طورت وفعلت سوق البورصة، لذا سنبرز مزايا اللجوء إلى بورصة الأوراق المالية لتنفيذ الخوصصة **(الفرع الأول)** ثم نبرز الأسباب الكامنة وراء عدم نجاح آلية الخوصصة في البورصة **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: مزايا اللجوء إلى البورصة لتنفيذ الخوصصة.

الجدير بالذكر أنّ الخوصصة عن طريق سوق القيم المنقولة هو أحد الطرق الرئيسية التي أقرها المشرع الجزائري لتنفيذ الاستثمار التي تقدم عليه الشركات العمومية طالبة التمويل، غير أنّ الجانب الإيجابي والأهداف التي تحققها هذه العملية تكمن في:

-من محاسن اللجوء إلى السوق المالية إتاحة فرص متكافئة لصغار المدخرين والأفراد للمشاركة في تملك المؤسسات المعروضة للخصخصة وبالتالي توسيع قاعدة الملكية، وكذا الحصول على أسعار عادلة نسبيا لهذه المؤسسات في حال كانت الأسواق مستقرة وتعمل بصورة منتظمة. غير أنّ هذه العملية تتطلب

1- عبد الواحد غرداين، مرجع سابق، ص134.

2- محمد الأمين بن قايد علي، مرجع سابق، ص49.

شفافية عالية في تقييم أوضاع المؤسسات المطروحة للبيع، ووجود سوق مالية نشطة ومتطورة وهو ما لا يتوافر في الجزائر([1]).

– من أهداف الخوصصة في سوق البورصة محاولة جذب الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر؛ يمكن أن نميز الاستثمار المباشر عن استثمار المحفظة (أو الاستثمار غير المباشر) بالنظر إلى أن هذا الأخير يجري في شكل مساهمة في رأسمال شركة تهدف الحصول على أرباح مالية، كما يتميز بسيولة أكبر ولا يقتضي فرض المراقبة على الشركة المستثمر فيها([2])، غير أنّ هذا النوع وكما سبق التنويه اليه غير مطبق في الاستثمار بالقيم المنقولة في بورصة الجزائر. في حين يجري الاستثمار المباشر على عكس الأول بغرض تحقيق مصلحة دائمة من خلال سلطة قرار فعلية في تسيير المؤسسة المخوصصة، فمن بين أهم إجراءات تهيئة المناخ الاستثماري في الدول المتخلفة فتح المجال أمام القطاع الخاص المحلي والأجنبي وضمان حركيته وتدعيمه بالإطار القانوني والتشريعي الذي يستقطبه ويمكنّه من أداء دوره كاملا دون ارتياب أو تحفظ.

تعمل الخوصصة على جذب المستثمرين الأجانب لشراء حصص في المؤسسات العامة التي تتم خوصصتها ويمكن أن تساهم هذه الاستثمارات في حالة توطينها في توسيع القاعدة الإنتاجية والتخفيف من حدة البطالة والاستفادة من التحويلات التكنولوجية([3]). وهذا الأمر هو غائب تماما عن بورصة الجزائر التي تعاني من ضعف حجم المؤسسات العامة والخاصة بها الوطنية، فما بالك بالمؤسسات الأجنبية.

–إعادة توزيع الأدوار بين القطاع العام والقطاع الخاص وانسحاب الدولة تدريجيا من بعض النشاطات الاقتصادية وفسح المجال أمام المبادرات الخاصة عن طريق تشجيع الاستثمار الخاص وخاصة الانفتاح على عالم البورصة، باللجوء إلى عمليات الخوصصة واعتمادها على سلطات الضبط الاقتصادي.

1– مراد ابن صغير، استراتيجية الخوصصة خيار اقتصادي أم حتمية سياسية–مقاربة قانونية اقتصادية للتجربة الجزائرية في ظل الإصلاحات المتعاقبة، المجلد38، العدد3، 2014، مجلة الحقوق(الكويت)، ص709.

2– كمال مرداوي، الاستثمار الأجنبي المباشر وعملية الخوصصة في الدول المتخلفة، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف من03إلى 07اكتوبر 2004.

3– المرجع نفسه.

-التخفيف من الأعباء التي تتحملها ميزانية الدولة نتيجة تدعيمها للمنشآت الاقتصادية الخاسرة، وتكريس موارده لدعم قطاعات التعليم والبحث العلمي والصحة، والاهتمام بالبنية الاقتصادية ذات الأهمية الاستراتيجية([1]). فبرامج الخوصصة كما سبق القول من أهم البرامج التمويلية والمصححة لرداءة المؤسسات العمومية.

-"يمثل اللجوء للبورصة لتحويل ملكية المؤسسات العمومية استجابة تقليدية لتغير الملكية، فالبورصة هي المكان الطبيعي والتقليدي لتغير ملكية المؤسسات، ولا فرق في ذلك بين المؤسسات الخاصة والعمومية.

-تحقيق مبدأ العدالة، فالعرض في البورصة عرض حر وغالبا ما يتم التمييز فيه بين مكتتب وآخر، وبالتالي لا تثار بشأنه أوجه النقد.

-المساهمة في مبدأ المشاركة الشعبية، فالبورصة تعتبر طريقا لتجسيد هذا المبدأ فهي تساعد في توسيع قاعدة الملكية، بالإضافة إلى تسهيل عملية تحويل الملكية فبفضل الحشد الكبير من المشترين باختلاف أنواعها، فإن عملية الاكتتاب في حد ذاتها تعتبر مسهلا لعملية تحويل الملكية.

-الحفاظ على قيمة الأصول، فبفضل العدد الكبير من المشترين يمكن للبورصة أن تساهم في الحفاظ على أصول هذه المؤسسات. فكما سبق بيانه الخوصصة لا تعني فقدان المؤسسة العمومية وانما فتح لرأسمالها للاكتتاب به من قبل الجمهور"([2]).

-تنشيط الدور التكاملي بين البورصة والخوصصة:

" تلعب سوق المال دورا حيويا في عملية التنمية الاقتصادية، من خلال تجميع المدخرات بأشكالها وآجالها المختلفة وإعادة استثمارها، هنا تبرز أهمية أسواق راس المال في التنمية الاقتصادية كآلية هامة لتشجيع المدخرات من الأفراد والشركات وتوجيهها لمسارها الصحيح، وتقوم بتحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات القدرة على التمويل إلى القطاعات ذات الحاجة إلى التمويل. ولما كان مقتضيات سياسة الخوصصة زيادة عدد المؤسسات الخاصة، فإن ما ينتج عن ذلك هو زيادة حاجة هذه المؤسسات إلى التمويل من أسواق المال. تساهم الأسواق المالية في توفير التمويل اللازم للمؤسسات الخاضعة للخوصصة، كما تساعد على تقييم المؤسسات من خلال تحديد قيمة أسهمها المطروحة في هذه الأسواق وفقا للعرض والطلب. ويقتصر دور الدولة في هذا المجال على إصدار التشريعات المناسبة لتنظيم السوق

1- رحومة عبد السلام مسعود، تجارب الخصخصة وآثارها في رفع الكفاءة الاقتصادية، مقال الكتروني، عن الموقع: دراساتwww.siironline.org تاريخ الزيارة2019/01/23.

2- ياسين بوعاملي ، مرجع سابق، ص28.

المالية وتوفير سبل تطورها. أما عملية تنشيطها فتتم مع زيادة عدد المشروعات الخاصة التي تعمل في السوق من خلال السوق المالية"([1]).

-كما تساهم سوق الأوراق المالية في تقليل التدخل السياسي في عملية اتخاذ القرار داخل المؤسسة بما يؤدي بالتالي إلى رفع مستوى الكفاءة وتطوير أداء المؤسسة([2]).

وعليه، فإنّ توجه الحكومة في الاعتماد على البورصة الجزائرية في الآونة الاخيرة هو خطوة جيدة تعكس تغير نظرة الحكومة للبورصة الجزائرية بأنها السوق التمويلي الأهم لدعم الاقتصاد الوطني، وأنها أهم السبل التي تدعم إعادة هيكلة شركات القطاع العام وتوفير التمويل اللازم للتوسع وزيادة ربحيتها وحجم أعمالها بعيداً عن الاستدانة، والتي أثقلت كاهل شركات القطاع العام، وحملت ميزانية الدولة والاقتصاد الوطني أعباء لا نهاية لها بالديون، "والتي تعيق بشكل كبير نمو أداء شركات القطاع العام ونجاح خطط إعادة هيكلته، ولكن بشرط أن يتم استخدام حصيلة الطرح للشركات الناجحة في تمويل إعادة هيكلة وتطوير الشركات الحكومية الخاسرة والمتعثرة وليس استخدام حصيلة الطرح في تمويل عجز الموازنة والفجوة التمويلية المتنامية بشكل كبير"([3]).

الفرع الثاني: الأسباب الكامنة وراء عدم نجاح آلية الخوصصة عبر البورصة.

على الرغم من المزايا والأهداف السالفة الذكر التي تحققها عملية الخوصصة في البورصة، إلا أنها تواجهها عدة صعوبات تؤدي إلى تعثرها وعدم تحقيق الأهداف الحقيقية الدافعة إلى تبني هذا البرنامج الاقتصادي الاستثماري. حيث ترجع عدم نجاح سياسة الخوصصة في البورصة الجزائرية إلى عدة أسباب منها:

- يرجع أول سبب لعدم نجاح عملية الخوصصة عبر البورصة في الجزائر إلى المشاكل القانونية، فتنفيذ الخوصصة يستدعي تهيئة الأطر والأنظمة التشريعية([4]) واشتراك كافة أجهزة الدولة التي تخول

1- ياسين بوعاملي، مرجع سابق، ص29.

2- محمد براق، دور بورصة الأوراق المالية في خوصصة المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية ، مقال، مرجع سابق، ص436.

3- عسكر محمود، ما لفرق بين الخصخصة وطرح الشركات الحكومية في البورصة؟، مقال بتاريخ2018/02/13 على الموقع الالكتروني: دوت مصر www.dotmsr.com تاريخ الزيارة: 2019/01/22.

4- نقصد بالأنظمة التشريعية التي تنفذ الخوصصة في اطارها: سن القوانين التجارية والمالية...الخ الملائمة لطبيعة ونطاق عمل القطاع الخاص للمؤسسات المخوصصة، ما يضمن معه الابتعاد عن نطاق بيروقراطية الاجراءات الذي تعاني منه الدولة الجزائرية. غير أنّ الملاحظ من خلال تحليلنا للأنظمة التي تؤطر قطاع الاستثمار في سوق القيم المنقولة الجزائرية لم نلمس أية إشارة لعملية الخوصصة عبر هذا السوق، مما يشير إلى عدم التكامل القانوني بين قانون الخوصصة

للحكومات نقل ملكية المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص بأقل قدر من المعوقات وبأسرع وقت ممكن.

-يمثل نقص الكفاءة لدى المسؤولية عن تنفيذ الخوصصة أكبر معيق لهذه العملية، مما يؤدي إلى مشاكل في تسويق الشركات العمومية المراد خصخصتها عن طريق البورصة بانعدام توفير المعلومات الكافية للمستثمرين الخواص.

-إنّ عملية بيع الأسهم في السوق المالية يتوقف على حجم السوق، فإذا كان حجم السوق صغيرا فانه سيؤثر على سعر السهم، وفي هذه الحالة يمكن طرح اسهم الشركة على مراحل حتى يتمكن السوق من استيعابها، وهذا ما تقوم به كثير من الدول النامية التي لا تتمتع بأسواق مالية ذات كثافة رأسمالية عالية، ومن بينها بعض الدول العربية مثل مصر، إذ يؤكد البعض أن تباطؤ برنامج الخوصصة في هذا البلد خلال المراحل الأولى لم يكن سببه المقاومة والرفض التي تلقاها على كافة المستويات، "بل أن السبب الرئيسي يرجع إلى عدم قدرة السوق على استيعاب الشركات المطروحة للخوصصة. كما أن معظم الشركات في الدول النامية (من بينها الجزائر) صغيرة الحجم ولا يلائمها أسلوب الخوصصة عن طريق السوق المالية، بالإضافة إلى العراقيل الإدارية وارتفاع تكاليف دخول المؤسسات إلى البورصة وارتفاع تكاليف إعادة الهيكلة"([1])، هذا بالإضافة إلى المشاكل التالية:

-تعقد وصعوبة المراحل التحضيرية للعرض العام للبيع والتكاليف المالية المرتفعة المرافقة لذلك.

-ضعف الخبرة المحلية في مجالات المحاسبة المالية وقانون الأعمال.

-صعوبات الاستعمال الفعال لطرق التقييم التقليدية للأصول، في حين يتطلب العرض العام للبيع تحكما كبيرا في سعر الادخال والخبرة في انجار التقييمات.

-غياب ثقافة السوق لدى الشعب، ومن هنا يأتي خطر فشل البيع وبالتالي فشل التسعيرة.

-عدم جاهزية المؤسسات المرشحة للخوصصة وعدم قدرتها على التجاوب مع المتطلبات الإعلامية لسلطات البورصة، المحللين الماليين والمساهمين، وتسيير الأسهم المطروحة في البورصة([2]).

=وقوانين البورصة. هذا بالإضافة إلى عدم تناسب الشكل القانوني للشركات العمومية والذي يقف عائقا وسببا في عدم خوصصتها، حيث أن جل هذه الشركات تتخذ شكل شركة ذات المسؤولية المحدودة وليس شكل الشركة ذات الأسهم المشروط لقبول استثمارها في البورصة وتمويلها وتفعيل البورصة الجزائرية.

1-Sadi Nacer-Eddine, la privatisation des entreprises publiques en Algérie, office des publications universitaires, 2éme édition, Alger, 2006, p168.

2- حسين رحيم، أساليب وآليات بيع القطاع العام(الشروط والضوابط مع الإشارة إلى التشريع الجزائري)، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة سطيف من 03إلى 07اكتوبر 2004، ص08.

– أسلفنا الذكر لدى معالجتنا لمسألة الكيفيات القانونية التي تنفذ بها عملية الخوصصة في البورصة أمثلة عن الشركات المخوصصة من أجل قبول انضمامها إلى هذا السوق، غير أنّ الجدير بالذكر بأنه حتى وإن تمت هذه العمليات بنجاح، إلا أنه لم تسجل أية عملية للخوصصة عن طريق بورصة الجزائر منذ سنة 2000، كما كشفت هذه التجربة القصيرة عن مجموعة من الاختلالات عقدت الوضع، سواء بالنسبة للشركات المسعرة أو الحائزين الجدد على الأسهم، ومن بين هذه الاختلالات يمكن أن نذكر:

– "سوء تنظيم المعاملات من طرف البورصة خاصة من خلال إعداد شهادات الأسهم الذي عرقل دور الشركات المسعرة نفسها في ضمان تسيير هذه المعاملات، فبعض المساهمين لم يستلموا شهادات الأسهم الخاصة بهم إلا في سنة2003. وفشل بورصة الجزائر ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في توعية وإعلام الحائزين الجدد على الأسهم فيما يخص التنظيم العام للبورصة أدى بالشركات المسعرة إلى القيام بنشر النصوص التنظيمية والمعلومات الأخرى التي تهدف إلى توضيح الحقوق والواجبات الخاصة بكل طرف. كما ساهم غياب سوق ثانوية متطورة يتم فيها تداول الأوراق المالية بشكل كبير في إحجام الجمهور عن الاستثمار في الأوراق المالية، هذه الوضعية المتدهورة يعكسها الانخفاض المستمر في أسعار الأوراق المالية المدرجة في البورصة"([1]).

–عدم الثقة في برامج الخوصصة المتبناة من طرف الدولة الجزائرية؛ يعد هذا السبب أحد الأسباب الرئيسية في عدم نجاح الخوصصة كآلية لتنفيذ الاستثمار بالبورصة، حيث لا يملك المستثمرين الخواص الشجاعة الكاملة التي تجعلهم يغامرون بأموالهم من أجل الاكتتاب في سندات تصدرها المؤسسات العمومية المخوصصة نظرا لفقدانهم الثقة في كل ما هو عمومي خاصة في ظل رداءة التسيير وانتشار قضايا الفساد في هذا القطاع إذ أن هذه العقلية التي تغلب عليهم تجعلهم متخوفين من استثمار مدخراتهم في هذه السندات المطروحة.

لذلك وجب الترويج لبرنامج الخوصصة من خلال تكثيف الحملات الإعلامية والاعلانية للقضاء على النفور والفزع والخوف الذي لا يزال قابعا في نفوس الناس، مما يحتاج إلى جهد مضاعف للإقناع والترغيب والتوعية لكل الأطراف المرتبطة بالبرنامج والمتعاملة معه، وهذا أساس مهم لإنجاح الترويج للبرنامج. ويحتاج الترويج لبرنامج الخوصصة إلى مجموعة من الأنشطة التسويقية التي تستخدم للاتصال

1– ياسين بوعاملي ، مرجع سابق، ص143.

برؤساء الشركات العمومية والخواص الراغبين في امتلاكها باستخدام سوق القيم المنقولة، وإمدادهم بالمعلومات وإثارة اهتمامهم بالبرنامج وإقناعهم بقدرته على إشباع حاجاتهم وفهم رغباتهم([1]).

-نقص الشركات المخوصصة؛ تعاني بورصة الجزائر من نقص في أسهم الشركات المدرجة والمتمثلة في خمس أسهم فقط مسعرة على مستوى البورصة، فهذا العدد المحدود للسندات المسعرة في بورصة الجزائر لا يقدم للمستثمر أي تنويع في فرص التوظيف الاستثماري وهكذا فإن النقص في تموين سوق البورصة طوال سنوات عدة أثر عليها تأثيرا سلبيا جعل المستثمر يفقد الثقة فيما توفره من توظيف وتطور السوق ككل. فبقاء البورصة على حالها وعدم تطورها في محاولة لإيجاد حل لها عبر الخوصصة هو الأمر الذي لم يتجسد على أرض الواقع ومازالت لم تتم فعليا على مستوى بورصة الجزائر على الرغم من البرامج المقررة والتي تنص على خوصصة المؤسسات العمومية بسبب التخوف من خسارة هذا النوع من الاستثمارات.

- غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، حيث يعاني من هذا الأمر المستثمرين الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق في حين أن المطلعين سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات او المديرين التنفيذين أو المقربين منهم يحققون مكاسب كبيرة أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال اطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات. أمّا في بورصة الجزائر فإنّ المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار"([2]).

-عدم انتشار ثقافة الاستثمار البورصي في أوساط الجمهور، فسوق الأوراق المالية هي سوق مفتوحة أمام الجميع حيث يمكن لصغار وكبار المستثمرين الدخول فيه والخروج منه في أي وقت يشاءون. ولذلك يجب توعية كافة المستثمرين بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية، وما قد ينتج عن هذا التعامل من خطورة في حالة عدم إلمامهم بعمليات التداول وأساسيات التعامل في الأوراق المالية([3]).

1- عصمت محمد بن حمو، مرجع سابق، ص78.

2- رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، العدد06، لشهر ماي2006، المعهد الوطني للتجارة، الجزائر، ص38.

3- محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص400.

لا يمكن للبورصة أن تنمو وتتطور دون مؤسسات خاصة، إذ تعتبر البورصة وسيلة لتحقيق الخوصصة، هذه الأخيرة التي تلعب دورا هاما في تحقيق التنمية الاقتصادية، كما أن البورصة تعد وسيلة أساسية لتمويل الجهاز الإنتاجي. حيث أكد المدير العام لبورصة الجزائر في هذا الصدد بأن نسبة85% من الشركات الخاصة في الجزائر لا يسمح لها إطارها القانوني ونمط تسييرها بإدراجها في البورصة، مضيفا أن قوة البورصة من قوة الشركات، وبأن هناك وعيا بأهمية سوق البورصة لتفعيل الاقتصاد الوطني، كما أن الهدف من إنشاء البورصة كان مواكبة لعملية الخوصصة([1]).

ولما كان من بين الأهداف المعلنة للخوصصة في الجزائر هو تطوير بورصة الجزائر، غير أن انعدام الوعي الاقتصادي والمصرفي لدى المجتمع الجزائري بشكل عام والمشترين بشكل خاص كان من بين العوامل الذي أدى إلى عدم نجاح الخوصصة عن طريق السوق المالية"([2]). حيث يفضل أغلب الجزائريين تجميع مدخراتهم في البنوك أو صندوق التوفير والاحتياط من أجل تجنب الانتكاسات التي تعرفها البلاد مؤخرا بدلا من توجيهها إلى الاستثمار بالبورصة. وهو ما أدّى إلى عرقلة عمل هذه الأخيرة هذا بالإضافة إلى عدم انتشار وغياب الثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع بسبب نقص التوعية عبر وسائل الاعلام وعدم تخصيص برامج تعليمية تعرف بها، فالكثير منهم يجهل ماهية البورصة وأهميتها في الحياة الاقتصادية وكل هذا أدى إلى فشل سير عمل البورصة في تحقيق الهدف المرجو منها.

-إنّ اللجوء العلني للادخار المرتقب من الدخول إلى البورصة ينجر عنه تكاليف وأعباء تتحملها المؤسسة، هذه النفقات تحتوي على المصاريف اللازمة للواجبات الإدارية والشرعية وحقوق مكاتب الدراسات وحقوق الوسطاء في البورصة لطبع الأسهم والسندات وكذلك الاتصال والتسويق، ويمكن القول بأنّ ضخامة تكاليف الدخول إلى البورصة إضافة إلى تكاليف الإصدار ستكون حتما عائقا أمام المؤسسات التي تفكر في الدخول إلى البورصة. حيث وجدت المؤسسات العمومية نفسها أمام شروط تقييدية صعبة في وضع متناقض، فمن جهة يعاني أغلبها من عجز مالي ومن جهة أخرى وفي نفس الوقت تتمسك البورصة بعامل النجاعة كمعيار أساسي لدخول المؤسسة إلى السوق المالية، الأمر الذي ثبت لاحقا في محدودية عمليات الخوصصة التي تمر عبر قناة بورصة القيم المنقولة، "وعلى أي حال يمكن للمؤسسات التي تكون أسهمها مقبولة في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة، عرض هذه الأسهم في السوق المالية، ويجب عليها لهذا الغرض الحصول على ترخيص صريح من جمعيتها العامة

1- سميرة لطرش، مرجع سابق، ص430.

2- نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخوصصة-دراسة حالة المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب ومشتقاته، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،2005، جامعة قسنطينة، ص41.

العادية التي لها وحدها حق تحديد كيفية اجراء العملية، كما يجب عليها أيضا إيداع تصريح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"([1]).

-انعدام سوق مالية تتمتع بالكفاءة العالية: تعرف عملية خوصصة مؤسسات القطاع العام العديد من الصعوبات الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، من هنا تأتي أهمية الأسواق المالية حيث تلعب دورا هاما في إتمام عملية الخوصصة ونجاحها. حيث العلاقة بينهم وطيدة فالأوراق المالية تزدهر وتتوسع وتتعمق بوجود عمليات الخوصصة([2]).

فقد أبان الواقع أنّ إنشاء وإيجاد بورصة في الجزائر لم يساهم في تحقيق الوظائف المنوطة بها وهذا في ظل وجود عدد قليل من المؤسسات والانخفاض المستمر لأسعار الأوراق المالية التي تم تداولها، مما يعني ابتعادها عن الهدف الذي أنشئت من أجله والذي يتمثل أساسا في خوصصة أكبر عدد ممكن من المؤسسات وتفعيل دور القطاع الخاص وجلب الاستثمار الأجنبي الذي يبقى غائبا تماما في بورصة الجزائر([3]). لذا وفي سبيل إيجاد حل لمشكلة ضعف الأسواق المالية ومحدودية نشاطها نظرا للأسباب السابق ذكرها، وعملا على تدارك هذه الوضعية وإيجاد تموين بالسندات لسوق البورصة، توصي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بضرورة دراسة مدى ملاءمة اللجوء إلى سوق البورصة أثناء خوصصة المؤسسات العمومية الكبرى التي تستوفي شروط الادخال في البورصة، وذلك من خلال تخصيص جزء من الرأسمال لجمهور المستثمرين. "زيادة على تموين سوق البورصة بسندات جديدة، فإنّ هذا الطرح يسمح بتشجيع تطور الشراكة العمومية، غير أنه ولكي يتم تحقيق هذه الأعمال ضمن ظروف مثلى، يجب أن تسير السوق نفسها حسب مقاييس كفيلة بتلبية تطلعات المستثمرين والمؤسسات من حيث الفعالية والأمن والسيولة"([4]). وعليه، يؤدي تطبيق سياسة الخوصصة إلى تطوير الأسواق المالية عبر توسيعها إمدادها بالتمويل اللازم، إذ أن طرح أسهم وممتلكات القطاع العام للاكتتاب بها من طرف الجمهور عامة والخواص خاصة سوف يشجع على الأكيد أفراد المجتمع على زيادة ادخاراتهم المحلية وعدم اكتنازها ما جعل "الخوصصة الآلية الفعالة لتنفيذ الاستثمار المالي بالبورصة"([5]).

1- الجيلالي عجة، المظاهر القانونية للإصلاحات الاقتصادية، رسالة دكتوراه دولة، كلية الحقوق، جامعة الجزائر ،2004، ص106-107.

2- محمد عصمت بن حمو، مرجع سابق، ص78.

3- محمد براق، مرجع سابق، ص18.

4- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة 2005، ص05.

5- الشريف ريحان-الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر-رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد34، جوان2013، جامعة باجي مختار،عنابة، ص58.

المبحث الثالث: الضمانات الهيكلية لبعث الاستثمار بالبورصة.

اخترنا التطرق ضمن هذا المبحث إلى الآليات الهيكلية التي أوجدها المشرع الجزائري لتنشيط البورصة بواسطتها، حيث نجد أن من بين أهم هذه الآليات المؤسساتية هي: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالإضافة إلى صناديق الاستثمار، وقد كان لزاما علينا التطرق إلى هاتين الهيكلين نظرا لما لها من دور هام في تنشيط السوق فالأولى هي أحد المستثمرين به الباحثة عن التمويل أما الثانية فهي أحد المساعدين المتدخلين بصفة مدير للحافظات الجماعية للمستثمرين تشبه إلى حد ما وسطاء عمليات البورصة اذا لعبت دور الوساطة وأحد المصدرين اذا أصدرت وثائق استثمار. يعد المشرع الجزائري في اعتماده لهاته الآليات المنشطة لسوق البورصة الجزائرية متأخرا نوعا ما، فقد تفطن إلى الدور الفعال الذي تلعبه البورصة لدى انضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إليها، إذ تعتبر هذه المؤسسات أهم رافد من روافد التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلدان النامية والمتطورة، وإحدى متطلبات التنويع الاقتصادي كبديل تمويلي مستحدث.

فإلى جانب هيكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنضمة إلى سوق البورصة الجزائرية وبالضبط إلى سوق سندات الرأسمال الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، قرر إنشاء هيئات أو هيكل لا يقل تواجده في البورصة أهمية عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تمثل هذا الهيكل في صناديق الاستثمار التي لعبت أدوارا جد هامة في تنشيط بورصات الدول النامية والمتقدمة لما تحققه من خبرة ومزايا في إدارة المحافظ المالية للمستثمرين بما فيهم صغار المدخرين المستثمرين الجاهلين بقواعد الاستثمار بالقيم المنقولة ومبادئه ومخاطره.

إنّ كلمة إنشاء صناديق الاستثمار ببورصة الجزائر لا تعني أبدا انعدامها في الماضي، إلا أننا أردنا التعريج إلى مسألة استعمال مصطلح صناديق الاستثمار الحديث نسبيا فلم يظهر هذا المصطلح إلا مؤخرا بصدور المرسوم التنفيذي16-205 المتعلق بكيفيات إنشاء وتسيير ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار، أين وقع لدينا لبس بين ما إذا كانت هذه الهيئات تتواجد مسبقا ليقرر بهذا المرسوم وجود شركة تسير هذه الصناديق. وبالفعل لدى تصفحنا للقوانين العديدة وجدنا أنّ فكرة إنشاء صناديق الاستثمار هي فكرة رافقت إنشاء بورصة الجزائر أي في سنة1996 بصدور الأمر 96-08 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، ما يعني أن المشرع الجزائري قرر وجود صناديق الاستثمار كهيئة دون استعمال هذا المصطلح. وعلى هذا الأساس سنتطرق إلى فكرة: **أهمية تخصيص سوق**

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببورصة الجزائر (المطلب الأول) بالإضافة إلى التطرق إلى **صناديق الاستثمار كحل مستحدث لتنشيط بورصة الجزائر (المطلب الثاني).**

المطلب الأول: أهمية تخصيص سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببورصة الجزائر.

أصبح موضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم المواضيع الاقتصادية المطروحة على الساحة الدولية والوطنية، خصوصا في ظل الأوضاع الاقتصادية الراهنة وأزمة أسعار النفط التي ضربت الجزائر في السنوات الأخيرة، مما جعلها أحد البدائل المعول عليها من أجل تطوير الاقتصاد والاستثمار الوطني فهي المدخل لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وإحداث طفرة في نمو قطاعات محددة.

تواجه هذه المؤسسات أثناء حياتها الاقتصادية العديد من التحديات نجد في مقدمتها مسألة التمويل. فلم تعد المصادر التقليدية بما فيها القروض البنكية تفي بالغرض خاصة وأنها غير قادرة على تقديم الضمانات الكافية في ظل محدودية أصولها([1]).

ومن هذا المنطلق بات لزاما على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البحث عن مصادر تمويلية أخرى تراعي ميزاتها وخصائصها، فتم اللجوء إلى استحداث مصدر تمويلي جديد نسبيا على الجزائر تمثل في التمويل عن طريق سوق القيم المنقولة.وهي صيغة تم اعتمادها لدى بعض الدول لعلاج مشكلة التمويل عندما أقدمت على إنشاء أسواق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصاتها.

تم تكييف آليات هذا السوق الصغير بما يتناسب والحاجات المالية للمؤسسات ويتوافق وخصوصياتها، وهذا من أجل العمل على ترقيتها إيمانا بالدور الفعال الذي باتت تكتسيه في الحياة الاقتصادية لمختلف الدول. حيث تحتوي هذه الأسواق على شروط وقيود تتناسب وخصائصها والتي يطلق عليها في بعض الأحيان ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بسبب عدم استطاعة تلك المؤسسات تحقيق شروط ومتطلبات الدخول إلى البورصة الرئيسية، والتي نذكر من بينها سوق alternext الفرنسي الذي أنشأ في ماي2005 وبورصة النيل المصرية التي أنشأت حديثا وذلك في أكتوبر 2007.

حذا المشرع الجزائري حذو هاته الدول وذلك ما يظهر من خلال إنشائه داخل سوق سندات الرأسمال سوقا للمؤسسات الصغيرة المتوسطة إلى جانب السوق الرئيسية الخاصة بشركات المساهمة وهذا من خلال تعديل نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم97-03([2]) المتعلق بالنظام العام

1-ABDELGHANI MEBAREK, Communication à l'occasion de la deuxième Edition de colloque du conseil scientifique de la COSOB « FAINANCEMET DE LA PME ET LA CROISSANSE »CAS D'Algérie, Alger, septembre2015, p04.

2- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 18 نوفمبر1997، الجريدة الرسمية العدد87 الصادر في 15 نوفمبر1997.

لبورصة القيم المنقولة بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم12-01([1])، فبالرغم من كون البورصة في الجزائر لا تزال كيانا فتيا لا يرقى إلى مستوى تطلعات المستثمرين الباحثين عن التمويل من جهة والمسؤولين المراهنين على تطوير الاستثمار بواسطتها من جهة أخرى واحتوائها على مخاطر ارتفاع وهبوط أسعار الأسهم والسندات في ظرف وجيز، إلا أنّ المشرع الجزائري قد سمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدخول هذا العالم المليء بالمخاطر والمفاجآت. لهذا سنتطرق الى **متطلبات إرساء أرضية قانونية لانضمام المؤسسات إلى البورصة (الفرع الأول)** ثم إلى **ضوابط ومزايا انضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسوق البورصة (الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: متطلبات تأهيل البورصة لانضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

استكمالا للمنهج المتبع من طرف الدولة الجزائرية في توفير المناخ الاستثماري المناسب قانونيا وهيكليا لهاته المؤسسات، انتهجت الدولة مؤخرا استراتيجية تمويل الشركات الناشئة بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر السماح لها بالاستثمار في البورصة نظرا لما لهذه الأخيرة من دور فعال في ترقية الاستثمار الوطني ودعم وتنمية الاقتصاد الوطني ككل. حيث يعتبر قبول إدراج المؤسسات على مستوى البورصة من بين ضرورات تكملة تنفيذ سياسة توسيع قاعدة المستثمرين بها.

لأجل هذا أقدم المشرع على وضع معايير يمكن من خلالها تكريس فعلي لإنشاء سوق مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصة الجزائر، فقام حينها بفتح صحن بورصة الجزائر أمام هذه المؤسسات**(أولا)** كما نتج كحتمية عن إنشاء مثل هذا السوق وظيفة "**المتعهد بالترقية**" استحدثت لمرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**(ثانيا)**.

أولا-فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

حظيت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باهتمام خاص من طرف المشرع الجزائري وذلك وعيا منه بأهميتها بالنسبة للاقتصاد الوطني. إذ تعد هذه المؤسسات من أقوى أدوات التنمية والتطور الاقتصادي والاجتماعي في معظم الدول المتقدمة والنامية على حد السواء، فهي مصدر لتوليد الإنتاج والدخل وإنشاء فرص العمل، كونها تهتم بالأنشطة الإنتاجية والخدماتية والفكرية([2]) غير أنّ تعثر هذه المؤسسات بسبب إشكالية التمويل حال دون تحقيق النتائج المرجوة منها.

1- المادة 09 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير2012 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة رقم97-03، الجريدة الرسمية العدد41 الصادر في 15جويلية2012.

2- إقلولي ولد رابح صافية، مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القانون الجزائري، مجلة إدارة، العدد02، 2008، المدرسة العليا للإدارة، ص07.

فبقصد تحقيق الأغراض التمويلية والتنموية للمؤسسات والدولة في الوقت ذاته، لجأ المشرع الجزائري إلى السماح بإدراج وقبول انضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة كأحد المستثمرين طالبي التمويل المعول عليهم كضمان هيكلي تنشيطا للاستثمار بالقيم المنقولة، هذا بفضل ما توفره هذه الآلية من توسيع لقاعدة المستثمرين في سوق البورصة وتنويع في القيم المنقولة المتداولة بها.

لتحقيق هذا الهدف، وجب على المشرع الجزائري توفير البيئة القانونية الملائمة التي تحمي هذا الكيان الصغير والمشروع الواعد بالسير على خطى تجارب الدول المتقدمة والنامية السبّاقة إلى إنشاء سوق مخصص للمؤسسات وفتح سوق البورصة أمامها.

ترجع كيفية إنشاء سوق مالي خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى سنة2012، إذ وفرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عن طريق النظام 12-01([1]) طريقة تمويل جديدة لهاته المؤسسات الفتية بعيدة عن تعقيدات التمويل البنكي وضماناته التعجيزية، حيث برزت بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة([2]). فهي التي يعقد عليها آمالا كبيرة وعريضة في تمويل هذا النوع من المؤسسات لما لهذه البورصات من مزايا حققتها في دول العالم وجعلت منها أفضل مصدر تمويلي. وفي المقابل بالجزائر تحديدا تم فتح صحن بورصة الجزائر أمام هاته المؤسسات للاستفادة من التمويل المباشر، وهذا يعد الخطوة الأولى لإنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة([3]).

ففي إطار تعديل السياسة الاستثمارية للشركات المستثمرة في البورصة الجزائرية، قرر المشرع الجزائري سنة2012 بناء على أصوات رؤساء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الباحثين عن التمويل الحديث والمنادين بضرورة اتخاذ قرار يسمح بإدراج هاته الأعوان الاقتصاديين في السوق المالي. تم

1- النظام 12-01.

2- يأخذ تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة شكل التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية أو ممتازة يعتبر من قبيل المشاركة في رأس المال، أو عن طريق إصدار السندات فهو تمويل بالمديونية طويلة الأجل/عبد الغفار حنفي" أساسيات الاستثمار والتمويل"، مؤسسة شباب الجامعة، بدون طبعة، مصر،2000، ص540. غير أنه في الجزائر يأخذ تمويل المؤسسات المستثمرة عند لجوئها إلى البورصة شكل إصدار أدوات الاستثمار الممثلة في سندات رأس المال دون سندات الدين نظرا لتوفر سوق خاص بسندات رأس المال فقط.

3- الشريف ريحان، إيمان بومود، بورصة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحدث مصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-تسليط الضوء على فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مصدر الكتروني(مداخلة)، ص01.

إصدار النظام 12-01 المعدل والمتمم للنظام97-03 المتعلق بالنظام العام للبورصة الذي أنشأ سوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى البورصة.

تم إدخال تعديلات على القانون العام للبورصة بغية استقطاب عدد أكبر من المتعاملين إليها الراغبين في تمويل مشروعاتهم بعيدا عن التمويل التقليدي، ففي إطار اعتماد السياسة الجديدة لتطوير البورصة وتعزيز مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة، لأنّ السوق تحتاج إلى تنوع واندماج عن طريق هذا النوع من المؤسسات كون الخطة الجديدة تسمح برفع أموال وتمويل عمليات المؤسسات عن طريق البورصة([1]). فقد جاء هذا السوق الصغير استجابة لمطالب رؤساء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة واستجابة للاستراتيجية الوطنية المتعلقة بحاجات دعم أهداف المخطط الخماسي2014/2010 الذي سعت اللجنة إلى تحقيقه من خلال إنشاء بيئة ملائمة لتطوير هذه المؤسسات عن طريق الشروع آنذاك بتطبيق برنامج واسع لتأهيلها ورفع أعدادها بالجزائر بفضل إنشاء البنوك لشركات الرأسمال الاستثماري([2]).

تكملة لخطوة إنشاء بورصة المؤسسات، تمثلت الطريقة المستحدثة في إمكانية إدراج هذه في المؤسسات في سوق سندات الرأسمال على مستوى البورصة إلى جانب شركات المساهمة الضخمة، فأمام ضخامة الشركات المسموح لها بالاستثمار بالبورصة الجزائرية تتواجد بجانبها كيانات صغيرة تتمثل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشرط أن تتخذ شكل شركة المساهمة وتطرح نسبة صغيرة محددة من رأسمالها. فلم تكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قبل إمكانية في طرح أسهمها في البورصة كون أن رأسمالها صغير وهي تكون في شكل شركات مسؤولية محدودة وليست شركات مساهمة، غير أنّه مؤخرا تم الموافقة على إمكانية ذلك تشجيعا لها في الدخول في سوق البورصة وفقا لشروط جد مرنة بهدف تطويرها والبحث عن مصدر تمويلي لها.

والملاحظ على هذه المؤسسات أن المشرع الجزائري قد أبدى رغبة في توفير التمويل للمشاريع الاستثمارية التي تقيمها من خلال فتح رأسمالها للجمهور وطرح قيمها في السوق الخاص بها. حيث أشار المشرع الجزائري إلى أن بورصة القيم المنقولة كما تم تسميتها في المرسوم التشريعي93-10 المنشئ لها بأنّها سوق تتكون من:

1- محفوظ جبار، عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، 2006، ص08-09.

2- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة 2010، ص18.

سوق لسندات الرأسمال وسوق لسندات الدين إذا ما نظرنا إليها من جانب القيم المنقولة المتداولة فيها، والملاحظة المهمة التي يمكننا الإشارة إليها أن المشرع قد قام مرة أخرى بتقسيم هاتين السوقين التي تتضمنهما البورصة. بحيث جعل سوق سندات الرأسمال يتضمن: سوق رئيسية خاصة بشركات المساهمة وسوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى جانب سوق سندات الدين التي أقصيت منها سندات الدين المصدرة عن هذه المؤسسات.

جاءت هذه الفكرة مكملة لنص المادة09 من النظام 12-01السالف ذكره، أين تم بموجبها السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالدخول إلى البورصة عبر إنشاء سوق مخصص لسندات رأس المال فقط دون سندات الدين. وعليه فقد أحسن المشرع الجزائري بتخصيص مثل هذه الضمانة للمؤسسات نظرا لصغر حجمها وعدم قدرتها على الاستجابة لشروط السوق الرئيسي وخصائصه بهدف إتاحة فرصة المساواة في الاستفادة من الادخار المالي المتوفر بسوق البورصة لكافة الشركات مهما اختلف حجمها.

يرجع سبب تخصيص المشرع الجزائري سوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لديها أهمية ضئيلة في السوق، بسبب الوضعية المالية ليتحقق وصف البورصة من أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات. "إذ تهدف البورصة إلى تأمين السيولة أي تأمين عمليات التداول بالبيع والشراء وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، حيث تمد الشركات صغيرة كانت أو كبيرة بالأموال اللازمة للاستثمار وممارسة نشاطها وبالتالي تساعد على تمويل أهداف التنمية الاقتصادية"([1]).

وعليه، بعد أن تطرقنا إلى سبب إنشاء سوق مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كان لزاما علينا إعطاء تعريف له، إذ يعرّف هذا السوق بأنّه: "هي تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والآخذة في نمو رأسمالها أو غير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة. أو هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها"([2]). كما عرّفها

1- عصام حنفي محمود، القانون التجاري، الجزء الأول، الأعمال التجارية-التاجر-المحل التجاري-شركات الأشخاص، المستوى الأول، فصل دراسي ثاني، كلية الحقوق-جامعة بنها، ص361، مصدر الكتروني عن الموقعwww.pdffactory.com.

2- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص423.

مركز إيداع الأوراق المالية لبورصة عمان على أنها: "جزء من السوق الثانوية والتي يتم من خلالها التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة"([1]).

مما يسمح لنا بالقول إنّها مكان محكم التنظيم قانونا مخصص لتداول القيم المنقولة الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفتها مستثمرا بالبورصة، فتخضع عندئذ إلى إجراءات وشروط مخففة بمقابل تزويدها برؤوس الأموال التي تتيح لها فرصة ممتازة للنمو ومواصلة حياتها الاقتصادية.

ثانيا-إنشاء وظيفة متعهد بترقية المؤسسات في البورصة.

رافق استحداث سوق خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إنشاء وظيفة أساسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يدعى المتعهد بالترقية في البورصة([2])، والتي تعتبر الابتكار الرئيسي الذي جاء به المشرع الجزائري من أجل تشجيع رؤساء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستثمار بالبورصة وفتح رأسمالها.

فتعيين متعهد بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة تتمثل مهمته في تقديم المشورة للشركة ومرافقتها ومراقبتها للتأكد من أنها تقوم بالتزاماتها ([3]) جاء تجسيدا لرغبة من المشرع الجزائري في بعث الطمأنينة لدى رؤساء المؤسسات وحثهم على الدخول إلى البورصة، بتوفير لهم شخص يعمل على ترقية وترشيد هذا الكيان الصغير بكل الحقوق والواجبات والمخاطر التي من المحتمل أن يتعرضون إليها خلال تعاملهم فيها والسهر على إنجاح استثماراتها.

يعد تخصيص راعي مرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد الضمانات الإدارية التي وفرها المشرع لهاته المؤسسات باعتبار كيان يحظى بمعاملة خاصة مقارنة ببقية المستثمرين في البورصة. حيث جعل المشرع وجود هذا المتعهد المرافق إلزاميا بالنسبة لكل مؤسسة صغيرة ومتوسطة مسعرة في البورصة

1- خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة-دراسة استشرافية-مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،2008/2007، ص86.

2- أطلق المشرع الجزائري على الشخص المرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تسمية" متعهد بترقية المؤسسات في البورصة" حسب ما تضمنه التقرير السنوي لسنة 2010 قبل إنشاء السوق الخاص بالمؤسسات الصغيرة على مستوى البورصة، غير أنه تراجع عن التسمية وغيّرها بما يتناسب مع متطلبات إدراج هذه المؤسسات في بورصة الجزائر، مكرسا تسمية "الراعي في البورصة" بموجب النظام12-01 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة. وقد فضّلنا إطلاق التسمية الأولى على عنوان النقطة ثانيا نظرا لما لها من دلالة على الوظيفة الفعالة والدور الهام التي أوكلها المشرع للشخص المرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكان من الأجدر على المشرع استعمال تسمية متعهد بترقية المؤسسات في البورصة في جميع أنظمة البورصة.

3- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010، مرجع سابق، ص18.

فهو أحد شروط قبول إدراجها. ومن ثمة وجب على المؤسسات اتخاذ شخص معنوي([1]) يسمى **الراعي في البورصة** يرافقها أثناء حياتها الاستثمارية في البورصة بناء على إبرام اتفاقية بينهما.

يستمر التزام الراعي المرافق للمؤسسات تجاهها لمدة قانونية تقدر بسنتين وفقا للاتفاقية المبرمة بينهما، وبعد انقضاء هذه المدة لا تنقضي الضمانة الإدارية الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذ يتعين عليها تعيين راعيا آخرا لمساعدتها في العملية الاستثمارية([2]). يخضع هذا الراعي في البورصة للنظام15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، الذي عرفه بأنه: «كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص»([3]).

يختلف الوضع القانوني للراعي "المتعهد بالترقية" عن وسيط عمليات البورصة، إذ يعتبر هذا الراعي شريكا ماليا وقانونيا حقيقيا للمؤسسة على المدى الطويل؛ فهو يتدخل إلى جانب المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لمرافقتها في التحضير لتسعيرها في البورصة وتقديم المساعدة لها خلال مسارها فيها([4]). تم تخصيص هذا الراعي كشخص يعمل على تنوير هذه المؤسسات بكيفية طرح السندات في البورصة، كما يعمل على توضيح مكانة هذه المؤسسات وسط الشركات المدرجة بغرض تحفيز الجمهور على الاكتتاب في أسهمها([5]).

تبرز مهام هذا الراعي المرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في عدة نشاطات يمارسها في إطار واجباته تجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حسب مقتضيات المادة02 من النظام 15-01 ومن أهمها:

-الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة.

1- عددت المادة 04من القانون03-04 المؤرخ في 17فبراير2003يعدل ويتمم المرسوم التشريعي93-10 المؤرخ في23مايو1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الأشخاص الذي يمكنهم ممارسة نشاط الوساطة باعتبارها راعي في البورصة وجعلتهم يتمثلون في: الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، البنوك، المؤسسات المالية. وهو الأمر ذاته الذي كرسته المادة 04 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها15-01المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم الصادر بموجب قرار وزير المالية، المؤرخ في 15ابريل2015، الجريدة الرسمية العدد55الصادر في 21 أكتوبر2015.

2- نصت المادة46-3من النظام 12-01 السالف ذكره على ما يلي:" يجب أن تكون الشركة قد أبرمت مع الراعي في البورصة اتفاقية يتم إعدادها حسب النموذج الذي تحدده اللجنة، لمدة أدناها سنتان(2) ويتفق عليها الطرفان. ويجب تبليغ اللجنة بفسخ الاتفاقية ويجب أن تعين الشركة فورا راعيا آخرا في البورصة".

3- المادة02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها15-01، مرجع نفسه.

4- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010، مرجع سابق، ص20.

5- المواد 02-03-04 من النظام15-01.

– التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب.

–ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب المضمون في إصدار السندات.

–حفظ القيم المنقولة وإدارتها.

–إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة رأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

يبدو من خلال هذه المهام الموسعة، أن دور الراعي في البورصة أكثر توسعا وأهمية من الوسيط المرافق لشركات المساهمة بسبب أن المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة تحتاج إلى ترقية ومرافقة، خاصة وهي الشركة الناشئة والمعول عليها في ترقية وتنمية الاستثمار والاقتصاد الوطني.

والملاحظ على هذا المرافق أنّ المشرع الجزائري قد أحسن صنيعا بتوفير هذا الشخص الذي يعمل على مرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لحاجتها لمثل هذا الشخص من أجل تنوير بصيرتها وترقيتها خاصة وأنها كيان صغير يحتاج إلى رعاية ومعاملة خاصة لا ينبغي الزج به إلى عالم المخاطر والمغامرة(البورصة) دون توفير له الأمن والحماية.

الفرع الثاني: ضوابط ومزايا انضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسوق البورصة.

أسندت مهمة تحديد ضوابط إدراج المستثمرين المؤسساتيين (مصدري القيم المنقولة) إلى أعلى سلطة في البورصة وهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبقصد حث المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الدخول إلى البورصة تم إعفاء هذا الكيان الصغير من بعض الشروط المفروضة قانونا على الشركات الكبرى(**أولا**) فإذا قبلت هذه المؤسسات الخضوع إلى تلك الشروط تحصلت على مجموعة من المزايا (**ثانيا**).

أولا–خضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لشروط مخففة.

نظرا لعدم قدرة المؤسسات للاستجابة للشروط والإجراءات المتطلبة لدخول السوق الرئيسية الخاصة بالشركات كان من الضروري إنشاء سوق للمؤسسات تتناسب شروطها وخصوصية وحجم هاته المؤسسات. فشروط الانضمام إلى هذا السوق الصغير هي مخففة ومختلفة عن شروط السوق الرئيسي. والعبرة من تخفيف الشروط ومرونتها على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي السماح لها من تمويل نفسها بفتح رأسمالها دون البقاء في تبعية لميزانية الدولة. جعل المشرع الجزائري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاضعة إلى نوعين من الشروط، فمنها ما تتعلق بقبول إدراج المؤسسة ذاتها(**1**) ومنها ما تعلقت بالقيم المنقولة الصادرة عنها(**2**).

1-شروط قبول إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة.

تخضع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلها مثل الشركات ذات الرساميل الضخمة إلى شروط فرضت عليها لقبول إدراجها بسوق المؤسسات الخاص بها والاستثمار به، فبدون هذه الشروط لا تمنح لها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تأشيرة الدخول. وتتمثل هذه الشروط الخاصة بالمؤسسات فيما يلي:

-أن تكون المؤسسة ذات نظام شركة أسهم([1]) إذ فرض المشرع الجزائري شكلا قانونيا وجب على المؤسسة أن تحتويه كقالب، لأجل ذلك جاءت المادة09 من النظام 12-01 والتي تضمنت المواد المتعلقة بشروط إدراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبالضبط المادة46 التي نصت على أنه:" **يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم...**".

وعليه يفهم من هذه المادة أنه يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التي ترغب في دخول سوق البورصة أن تتخذ شكل **شركة مساهمة** عند تأسيسها وهو الشكل المفروض عليها قانونا، مما يفهم منه إقصاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دخول البورصة التي تتخذ الشركات التجارية الأخرى شكلا لها([2]). لا يوجد اختلاف هنا بين المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وشركة المساهمة الضخمة لأن المؤسسة تتخذ شكل شركة مساهمة حيث اشترط المشرع في الشركة أن تكون مسعرة أو يمكن تسعيرها([3]).

-أن تعين المؤسسة مستشارا مرافقا لها بموجب اتفاقية مبرمة بينهما يدعى «الراعي في البورصة» لمدة(05) سنوات ويكلف بمساعدتها أثناء إصدار سنداتها في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام، يلعب الراعي دور الوسيط في البورصة المطلوب من الشركة الضخمة تعيينه أين يكلف بمساعدتها في إجراءات القبول والإدخال ([4]). يبدو من خلال هذا أن دور الراعي في البورصة أكثر توسعا وأهمية من الوسيط بسبب أن المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة تحتاج إلى ترقية ومرافقة. فيتجلى دور الراعي في البورصة حين يتدخل قبل وبعد إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة كما يلي:

1- وفقا للمادة 09 المتضمنة المادة 46 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها12-01.

2- لا يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتخذ شكل شركات التضامن وشركات التوصية والشركات ذات المسؤولية المحدودة دخول البورصة المذكورة في المادة544 من الامر75-59 المتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم بالقانون05-02 المؤرخ في 06فبراير 2005.

3- وفقا للمادة715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري.

4- انظر المادة46 من النظام12-01 المذكور سابقا.

-قبل الإدراج: يعمل الراعي في البورصة على تحضير الشركة للدخول إلى البورصة بالقيام بالتعديلات اللازمة، كما يشهد من خلال توقيعه على المذكرة الإعلامية التي تؤشر عليها اللجنة بأنه قام بالإجراءات المعهودة إليه.

-بعد الإدراج: يراقب باستمرار أن الشركة المدرجة توافر نشر المعلومات الدورية القانونية، ويذكر الشركة بضرورة نشر المعلومات الدورية، كما يقدم لها الاستشارات اللازمة في هذا المجال ويعلم اللجنة في حال ما أخلت الشركة بنشر المعلومات([1]).

-أن تكون المؤسسة قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين الأخيرتين ما لم تقرر لجنة عمليات البورصة خلاف ذلك وتعفى من هذا الشرط إذا كانت قيد التأسيس من خلال الطلب العلني على الادخار([2])، هو الشرط ذاته المطلوب توفره لدى شركة المساهمة الضخمة.

-يجب أن تقوم المؤسسة بفتح رأسمالها الاجتماعي على مستوى أدناه10% وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير([3])، وهنا يبرز التخفيف المحفز للمؤسسة حيث اشترط المشرع من الشركة الضخمة أن توزع على الجمهور سندات تمثل20% على الأقل من رأسمال الشركة وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير. وما يثير اللبس أن المشرع اشترط على المؤسسة أن تفتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة10% للجمهور المكتتب في حين اشترط على شركة المساهمة توزيع سندات تمثل 20% للجمهور المكتتب، فما المغزى التي يتوخاها من وراء ذلك؟.

يرجع سبب تحديد المشرع نسبة رأس المال المطروح من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى توخي الحذر والمعاملة الخاصة رغبة منه في تحفيز رؤساء هاته المؤسسات إلى عدم فتح نسبة أكبر للجمهور محافظة على الملكية. وفي المقابل من ذلك لم يهتم المشرع بأمر شركة المساهمة الضخمة ولم يعاملها بمعاملة المؤسسات نظرا لاعتمادها على طريقة تأسيس تفرض فتح رأسمالها للجمهور مما يعدد المالكين، حيث اكتفى بالنص على نسبة السندات التي توزعها على الجمهور كشرط لقبول إدراجها.

ما تجدر الإشارة إليه أنّه تم إعفاء المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من استيفاء بعض الشروط تشجيعا لها من الدولة للانضمام إلى البورصة وهي النقطة الإيجابية التي تحسب للمشرع الجزائري، إذ تتمثل هذه الإعفاءات فيما يلي:

1- عن الموقع الالكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: www.cosob.org تاريخ الزيارة2019/03/04.

2- المادة46-4 من النظام12-01.

3- المادة46-5من النظام12-01.

-عدم استيفاء شروط الربحية والرأسمال الأدنى المطلوبان في شركات المساهمة الضخمة التي يطلب منها أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول مالم تقرر اللجنة خلاف ذلك، وألا يقل رأسمالها الذي تم وفاؤه عن خمسمائة مليون(500.000.000دج)([1]).

-تم إعفاؤها أيضامن تقديم تقرير تقييمي لأصولها ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة أو أي خبير أخر تعترف اللجنة بتقييمه، وكذلك الإعفاء من شرط أن تبرر وجود هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم تتوافر مثل هذه الهيئة لدى الشركة فعليها تنصيبها خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها في التداول في البورصة([2]).

نشير كذلك أنه حتى وإن أعفيت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من بعض الشروط، إلا أن المشرع سمح لها عند تحقيق هدفها بالزيادة في رأسمالها أن تطور حجمها وتطلب قيدها في السوق الرئيسية لسندات الرأسمال مثلها مثل الشركات الضخمة متى استوفت الشروط المطلوبة في ذلك([3]).

وواقعيا يلاحظ انعدام هذا النوع من المؤسسات على مستوى البورصة، غير أنه وفي تصريح للمدير العام للبورصة أعلن عن تحضير أول مؤسسة صغيرة ومتوسطة لاقتحام سوق الأسهم قريبا أي خلال سنة 2017(منقول عن تصريحه لجريدة الشروق يوم2016/12/20)، لكن لم تنضم أية مؤسسة إلى البورصة فعليا إلى غاية سنة2018 التي حملت الجديد تمثل في انضمام ودخول شركة A.O.M INVEST في شهر ديسمبر2018إلى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الكائن على مستوى سوق البورصة الجزائري.

تعتبر هذه الشركة شركة ذات أسهم ناتجة عن تحويل شركة المسؤولية المحدودة Hôtel Thermal Aqua Sirèneحيث منحت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قرار الاعتماد تحت الرقم02/2018 بتاريخ 10 أكتوبر2018 بعد تقديم هذه الشركة مذكرتها الإعلامية المتعلقة بإصدار أسهم أ **أوم أنفست** بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجد ببورصة الجزائر([4]).

1- المادة46-4 من النظام12-01.

2- هاته الفكرة مستنتجة من عدم تضمين المشرع القسم الثالث من النظام 12-01 الخاص بشروط إدراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة (المواد45إلى 46-7) هاته الشروط المفروضة على الشركات الضخمة.

3- حسب المادة46-07 من النظام12-01.

4- عن الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: ADMISSION AU COMPARTMENT PME DE LA BOURSE D'ALGER DE LA SOCIETE « AOM INVEST SPA »

والملاحظ أن انخفاض عدد المؤسسات الصغيرة بالبورصة يبين أن هناك تخوف من أصحاب الشركات والمؤسسات من دخول عالم البورصة الذي يرونه عالما مليئا بالمخاطر أهمها أنهم يعتقدون أنه بدخولهم للبورصة فإنهم سيفقدون السيطرة على مؤسساتهم. كما يمكننا رد هذا الإحجام الذي يميز سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة الجزائرية إلى عدم توافر الضمانات والتحفيزات اللازمة لجذب رؤساء المؤسسات إلى إدراج مؤسساتهم، إذ تولد التخوف جراء ضعف وعدم امتلاك خبرة التعامل في البورصة بالإضافة إلى عزوف المستثمرين من اقتناء سندات رأس المال المصدرة عنها، بسبب صغر حجمها[1].

2-شروط قبول تداول القيم المنقولة الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

لا يكفي توافر الشروط الخاصة بقبول المؤسسات بل يجب توافر شروط قبول القيم الصادرة عنها ليتم إدراجها ببورصة الجزائر، فحتى يتم قبول قيمها للتداول يجب:

-يجب أن تكون القيم المنقولة محل طلب قبول لدى اللجنة([2]).

-يجب أن تودع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة، ويتم إعداد مشروع المذكرة الإعلامية حسب الشروط المحددة بموجب تعليمة من اللجنة([3]).

- أن توّزع سندات رأسمال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على الجمهور على عدد أدناه(50) مساهما، أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير. فحتى يتم قبول قيمها يجب أن توّزع سندات رأسمال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على الجمهور على عدد أدناه(50) مساهما، أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير([4]).

والملاحظ على هذا الشرط أنّ المشرع الجزائري قد قام بتقييد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بضرورة توزيع أسهمها على50 مساهم إذا كان الجمهور أشخاص طبيعية أو ثلاثة مستثمرين

1- شليحي كريمة، تكاري هيفاء رشيدة، ضمانات تحفيز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستثمار بالبورصة-تجربة أ أوم أنفست كشركة وحيدة بالسوق الصغير لبورصة الجزائر، مجلة الآداب والعلوم الاجتماعية، المجلد17، العدد01-2020، جامعة سطيف2، لمين دباغين، ص277.

2- للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السلطة التقديرية في رفض طلب قبول القيم إن ارتأت أن ذلك يمس بحسن سير السوق/ الاستعلام عن سير البورصة، المرجع السابق، ص6.

3- المادة02 من النظام12-01، إذ جاءت هاته المادة عامة غير واردة في القسم الخاص بشركات المساهمة ولا المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مما يعني تطبيقها عليهما.

4- المادة46-6 من النظام12-01.

مؤسساتيين([1]) إذا كانوا من بين الأشخاص المعنوية، حيث يعوض الأشخاص المعنوية المستثمرة الأشخاص الطبيعية في اقتناء القيم المنقولة، مما يوفر حق الخيار في توزيع الأسهم أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك من أجل قبول الإدراج في حين لم يفرض هذا الشرط على شركة المساهمة.

ما يتضح لنا لدى دراسة هاته الشروط، أن شروط قبول تداول القيم المنقولة الصادرة عن هاته الكيانات الصغيرة الحجم هي شروط بسيطة وقليلة مقارنة بشروط قبول قيم شركات المساهمة الضخمة بالنظر إلى عدد الجمهور الموزع عليه القيم المنقولة. كما وأن ذات المادة التي سمحت بتوزيع رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على عدد من قليل من الجمهور أقصت هؤلاء الجمهور من إمكانية تنويع محفظته المالية من خلال الأسهم والسندات هذا من جهة وأقصت رؤساء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة من طرح سندات الدين للجمهور من جهة أخرى.

ففي هذا الإطار، وعلى الرغم من السماح المشرع الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدخول السوق المالي للاستفادة من التمويل الذي تحتاجه خلال حياتها الإنتاجية، أين سمح لها بأن تطرح قيما منقولة مقيدة وفقا للشروط المطلوبة قانونا والمذكورة أعلاه لعامة الجمهور، إلا أنّ هذا الطرح للقيم المنقولة الصادرة عن هذه المؤسسات يرد عليه قيد يتمثل في عدم السماح لها بتداول سندات الدين الصادرة عنها. مما يعني أنها تطرح سندات رأس المال فقط (الأسهم فقط).

يبدو أنّ المشرع الجزائري مازال متخوفا من تبعات السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدخول للبورصة الجزائرية خاصة في ظل أنها كيان صغير لا يملك من مؤهلات الاستثمار ما تملكه شركات المساهمة الضخمة، فمن المنطقي ما أقدم عليه المشرع الجزائري عند حرمان هذه المؤسسات من طرح سندات للدين فكيف لها أن تسدد ديون المقرضين وهي المخاطرة والراغبة لدخول البورصة المعولة عليها من أجل تمويل مشاريعها وتغطية ديونها. "كما يمكن رد الحرمان من طرح سندات الدين الذي فرضته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على المؤسسات إلى حرصها على حماية المدخرين والسوق المالي على حد سواء من خطر عدم قدرة هذه المؤسسات على سداد ديونها في آجالها"([2]).

1- تمثل التقييد المفروض على المؤسسات مقارنة بشركة المساهمة بضرورة توزيع سندات رأسمالها على المستثمرون وهم على وجه الحصر: هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، البنوك، المؤسسات المالية، شركات التأمين، شركات رأسمال الاستثمار، صناديق الاستثمار، الشركات المسيرة للأصول.

2- حمليل نوارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص360.

والجدير بالذكر أنه إلى جانب توافر الشروط المطلوبة قانونا لقبول إدراج المؤسسات في البورصة فرض عليها المشرع نوعا آخر من المعايير تخضع لها كي تعتبر من قبيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ما يترتب عليه إلزامية توافر هذه المعايير قبل شروط الإدراج في البورصة.

فقد منح المشرع الجزائري تعريفا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تضمنه في القانون التوجيهي لترقية هذه المؤسسات 17-02([1])، حيث يرتكز هذا التعريف على ثلاث معايير وهي: عدد العمال، رقم الأعمال السنوي ومجموع الحصيلة السنوية. وفي هذا الإطار تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بأنها كل مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات تشغل من واحد 01 إلى مائتين وخمسين 250 شخصا، حيث لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 04ملايير دج، أو لا يتجاوز مجموع الحصيلة السنوية مليار دج([2]).

وبالرجوع إلى القانون التوجيهي لسنة 2017 نجد المشرع يصنفها وفقا للجدول التالي[(3)]:

المعايير	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي	الحصيلة السنوية(مليون دج)
مشروع مصغر	من01 إلى 09	أقل من 40 مليون دج	لا يتجاوز20مليون دج
مشروع صغير	من10 إلى49	لا يتجاوز400 مليون دج	لا يتجاوز200 مليون دج
مشروع متوسط	من 50 إلى250	بين 400 مليون دج إلى4ملايير دج	بين200 مليون دج إلى مليار دج

والملاحظ مما سبق الإشارة إليه، بأن الشركات المسموح لها بدخول البورصة هي شركات المساهمة ذات الرساميل الكبرى والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا وفقا للنظام العام المتعلق ببورصة القيم المنقولة12-01 ،إلا أنه وبعد إجرائنا لمقارنة بسيطة لاحظنا وجود اختلاف كبير بين هذين النظامين خاصة من حيث الرأسمال الواجب توفره لدى الشركة لإدراجها في البورصة فمقدار رأسمال الدخول غير محدد بالنسبة للمؤسسات الصغيرة المتوسطة على عكس شركات المساهمة، أما رأس المال المطلوب توفره عند تأسيس المؤسسات أو الشركات هو نفس المقدار. وعليه بتوافر هذه المعايير وعدم توفرها على الرأسمال الضخم يمكننا القول بأننا أمام مؤسسة صغيرة ومتوسطة[4].

1- القانون17-02 المؤرخ في10 يناير2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية العدد02، الصادر بتاريخ11 يناير2017.

2- المادة 05 من القانون 17-02.

3- المواد 08-09-10 من القانون17-02.

4- شليحي كريمة، تكاري هيفاء رشيدة، الاستثمار عن طريق ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، العدد الثالث عشر، جويلية2018، جامعة باتنة1، ص412.

ثانيا–تمتع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمزايا الإدراج.

بعد أن فرض المشرع الجزائري على رؤساء المؤسسات العديد من الشروط لقبول انضمامهم إلى البورصة، وفر لهم في الجهة المقابلة مجموعة من المزايا والحوافز التشجيعية للدفع بهم إلى الاستثمار بالبورصة والتخلي عن فكرة العزوف الشائع لديهم، نوضح في هذه النقطة النتائج الإيجابية لهذه المزايا التي تنعكس على المؤسسات وتشجع رؤسائها لدخول البورصة لتحقيق هدف تطوير وترقية الاقتصاد الوطني مثله مثل بقية اقتصادات الدول. حيث تنال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة بالبورصة عند الاستجابة لمطلب تلبية نداء المشرع مجموعة من المزايا ترجع بالفائدة على المؤسسة بحد ذاتها وعلى المستثمرين وعلى الاقتصاد الوطني ككل، إذ نوضحها كالتالي:

–توفير التمويل المباشر المكمل للتمويل البنكي([1])، فدخول المؤسسات الصغيرة إلى سوق البورصة الخاص بها يوفر لها الاستفادة من المدخرات المالية للمستثمرين بالقيم المنقولة الصادرة عنها، مما يسمح بتنويع مصادر التمويل لضمان استمرار هذه المؤسسات وديمومتها عن طريق دخول وخروج المستثمرين.

–ينتج عن عملية بيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للأسهم الجديدة في سوق الأوراق البورصة ارتفاع في عدد حاملي الأسهم وبالتالي ارتفاع في عدد مالكيها وهو ما يضمن استمرار المؤسسة وتطورها.

–قبول مبسط وبأقل رأسمال في البورصة([2])، فكما سبق لنا بيانه تخضع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى شروط وإجراءات مخففة مقارنة بشروط الشركات ذات الرساميل الضخمة.

–انشاء فرص استثمارية من أجل شركات ذات رأسمال استثماري، فإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق البورصة ينشط عمل صناديق الاستثمار ويعطي حركية في نشاط المتعاملين.

–زيادة سمعة المؤسسة وتحسين صورتها في الداخل والخارج([3])، حيث أن العديد من المحللين يرون بأن دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة يشكل أحد حوافز الشراكة الأجنبية، والسبب راجع إلى تحبيذ الشركات الأجنبية الدخول في شراكة مع الشركات التي تطرح أسهما في البورصة.

1– لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة2010، ص22.

2– المرجع نفسه، ص22.

3– كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة–دراسة حالة بورصة الجزائر–الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية/قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد11–جانفي2014، ص62.

–تقييم الآداء الفعلي للمؤسسة([1])، فبواسطة سوق البورصة يمكن تقييم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومعرفة مكانتها ووزنها في السوق الاقتصادي من خلال معرفة حجم أرباحها المحققة بفضل خضوعها للتسعير المستمر لقيمة أسهمها.

–يسمح دخول المؤسسة إلى البورصة بالاستفادة من وضع ضريبي خاص ومفيد، حيث تستفيد من تخفيضات ضريبية مغرية وفي المقابل فإن بيع المساهمين القدامى لحصصهم في رأسمال يكون معفى من كل أنواع الضرائب([2]).

–الهدف من إنشاء هذه البورصة هو توفير أدوات تمويلية مستدامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يسمح برفع قدرتها التنافسية وتعظيم قيمتها المضافة للاقتصاد بما يسهم في توفير المزيد من فرص العمل والذي يعتبر أحد الأركان الرئيسية للتنمية الاقتصادية في الوقت الراهن.

–توفير فرصة كبيرة لأصحاب المؤسسات الصغيرة من الشباب وصغار المستثمرين في التوسع في مشروعاتهم.

–توفير فرصة لدخول مستثمرين استراتيجيين كشركاء مما يسمح بنقل وتحسين الخبرات الفنية والتكنولوجية والإدارة([3]).

–انشاء فرص استثمارية عن طريق جذب المستثمرين المحلي والأجنبي لسوق البورصة الجزائري وزيادة في تدفق السيولة.

–تعزيز مكانة الجزائر في إنشاء سوق صغير للمؤسسات أسوة بباقي الدول المجاورة.

–تعزيز ثقافة الاستثمار عند أصحاب قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعدم الاعتماد على التمويل عن طريق الاقتراض فقط([4]).

–تؤثر بورصة المؤسسات بشكل إيجابي في ضخ السيولة النقدية في الاقتصاد وتحويل السوق من حالة الركود إلى حالة النشاط الاقتصادي.

1– كروش نور الدين، مرجع سابق، ص62.

2– المرجع نفسه، ص62.

3– خالد إدريس، مرجع سابق، ص89.

4– حمادة أريج، دراسة خاصة حول أهمية إنشاء بورصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، مصدر إلكتروني، مقال منشور بتاريخ 2017/12/13على موقع الأنباء www.alanba.com.kw تاريخ الزيارة2018/12/17.

-تساهم هذه البورصة في تنوع القيم المنقولة وتساعد في تفعيل الشفافية نظرا لما تقدمه من حلول اقتصادية، حيث تساعد على فتح مجالات استثمارية جديدة وحوافز إضافية لجذب المستثمرين لتلبية احتياجاتهم.

-الهدف من إنشاء هذه البورصة هو توفير أدوات تمويلية مستدامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يسمح برفع قدرتها التنافسية وتعظيم قيمتها المضافة للاقتصاد بما يسهم في توفير المزيد من فرص العمل والذي يعتبر أحد الأركان الرئيسية للتنمية الاقتصادية في الوقت الراهن.

-دفع عجلة الاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لما يواجهه من تحديات تعوق قدرته على المنافسة والحفاظ على النمو المستدام.

المطلب الثاني: استحداث صناديق الاستثمار لتنشيط بورصة الجزائر.

أمام عجز الاستثمارات الفردية لعدم وجود الخبرة اللازمة في مجال الأوراق المالية ومحدودية قدرة وسطاء عمليات البورصة على تنشيط التعامل في سوق القيم المنقولة([1])، استحدثت بعض التشريعات آليات جديدة تساعد على جذب الاستثمارات في القيم المنقولة تختلف تسميتها من دولة إلى أخرى فمنها من أطلق عليها اسم "صناديق الاستثمار" ومنها من أسماها "تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة" أو "هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة"..الخ من تسميات تصب في ذات المعنى وتخص الهيئة ذاتها.

يطلق المشرع الجزائري اسم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي يرمز لها اختصارا لإسمها ب (هـ.ت.ج.ق.م) على صناديق الاستثمار التي تعد من بين الأشخاص المكلفة بتوظيف القيم المنقولة، "فقد استوحى هذه التسمية من النظام الفرنسي في حين تسميها أغلب التشريعات العربية بتنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة"([2]).

1- هناك اختلاف بين الاستثمار الفردي للأموال المدخرة والاستثمار الجماعي، فقد لا تتوفر في الفرد الثقافة الاستثمارية وقد لا يتمتع بالخبرة اللازمة التي تؤهله للاستثمار ما يجعله معرضا لشتى أنواع المخاطر. وعلى هذا الأساس تبنى المشرع الجزائري آلية صناديق الاستثمار كفكرة قائمة على الاستثمار الجماعي التي يحقق توزيعا جيدا للمخاطر نظرا للتنوع في الأنشطة الاستثمارية وتوافرها على الكفاءة والخبرة المطلوبة/ عن شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012/2011، ص160.

2- نهال فتحي أحمد عبد الله، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة حلوان،2004، ص9.

لقد ظهر في العديد من دول العالم بما فيهم الجزائر صناديق الاستثمار كإحدى صور التوظيف الجماعي للاستثمار في القيم المنقولة من خلال تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وأحد الحلول المستحدثة التي تقتضيها متطلبات وحتميات مواكبة الاقتصاديات العالمية، سارع المشرع الجزائري إلى إنشاء هيئات كلفها بإدارة وتسيير محافظ صغار المستثمرين وإصدار قيم منقولة تقريرا لحمايتهم.

تتولى هذه الصناديق تجميع المدخرات نحو بيع وشراء الأوراق المالية، فعن طريق صناديق الاستثمار يكون المشرع الجزائري قد وضع تحت تصرف المدخرين –الذين يرغبون في الاستثمار بالقيم المنقولة لكنهم يترددون خشية عدم توفر الأموال الكافية أو بسبب نقص المعرفة والخبرة التي تجنبهم خطر ضياع مدخراتهم–وعاءا ادخاريا يستطيع الأفراد اللجوء اليه بدلا من اللجوء إلى وسيط عمليات البورصة. حيث كثر الحديث في الآونة الأخيرة عن وظيفة صناديق الاستثمار والوثائق الصادرة عنها ودورها في تنشيط سوق القيم المنقولة بما فيها سوق البورصة الجزائرية، فهل تجسد هذا المسعى؟ وهل تملك الجزائر بالفعل صناديق الاستثمار، وان كانت تملك فما المقصود بها وكيف تعمل؟ ومن هو المستفيد منها؟ وما هي الطبيعة القانونية لهاته الهيئات؟. للإجابة عن هذه الأسئلة ارتأينا تقسيم هذا المطلب إلى فكرتين: تأسيس صناديق الاستثمار في بورصة الجزائر **(الفرع الأول)**، الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار ودورها في البورصة**(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: تأسيس صناديق الاستثمار في بورصة الجزائر.

أدرك المشرع الجزائري ضرورة دعم وتنمية سوق البورصة المنشئ بموجب المرسوم التشريعي93-10 عن طريق إيجاد آليات تساعد على جذب الاستثمار اليه، لذا سمح بإنشاء صناديق استثمار تعنى بتوظيف المدخرات وإدارة الحافظة المالية للمستثمرين إلى جانب الوسطاء الماليين.

يرجع تأسيس صناديق الاستثمار في بورصة الجزائر إلى سنة 1996 عند إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة أي بصدور الأمر96-08 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة([1]) الذي تلته العديد من الأنظمة اهتمت بتنظيم هاته الهيئات يأتي على رأسها النظام97-04([2]) المتعلق هو الآخر بهذه الهيئات. ونظرا للتشابه الذي تثيره فكرة نشاط هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة أو صناديق الاستثمار بمقابل نشاط الوسطاء في سوق البورصة، سنحاول إبراز مفهوم هذه الصناديق من

1- الأمر 96-08 المؤرخ في 10 يناير1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (هـ.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، الجريدة الرسمية العدد03، الصادر بتاريخ 14يناير1996.

2- النظام 97-04 المؤرخ في 25 نوفمبر1997 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة(هـ.ت.ج.ق.م)، الجريدة الرسمية العدد87، الصادر بتاريخ29 شعبان1418.

ناحية عدة نقاط تضمنت: تعريفها وأنواعها وتمييزها عن هيئات مشابهة لها وطبيعتها(**أولا**) للوصول إلى معرفة أثر إنشاء هذه الصناديق في بورصة الجزائر(**ثانيا**).

أولا–تعريف صناديق الاستثمار.

تتمثل فكرة صناديق الاستثمار في قيامه بتجميع أموال عدد من صغار المستثمرين، لكي تستثمر في أسواق الأوراق المالية بواسطة مؤسسات متخصصة، بغرض تحقيق مزايا لا يمكن تحقيقها منفردين، فخبرة مديري صناديق الاستثمار ومتابعتهم لتطورات سوق البورصة، تضمن تحقيق أرباح أعلى مما لو قام المستثمر غير المتخصص باستثمار أمواله بنفسه([1]).

سنتناول في هذه النقطة المقصود من صناديق الاستثمار بالاطلاع على مجموعة التعاريف الفقهية التي أعطيت لهاته الهيئة خاصة في ظل غياب تعريف قانوني لها من طرف المشرع الجزائري([2]) وعليه:

"هي مؤسسة مالية تتميز بالسيولة ذات طبيعة وأغراض خاصة يتم عن طريقها تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية، وهي بمثابة أداة استثمارية توفر للأشخاص الذي لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم"([3]). ركز هذا التعريف الفقهي الغرض الذي تؤديه صناديق الاستثمار بغض النظر عن نوعية فئة المستثمرين التي يعتني بهم.

أو هي كذلك: تعرّف صناديق الاستثمار بأنها عبارة عن كيانات تعمل كمحافظ استثمارية تتعاقد مع شركات متخصصة في إدارة الاستثمار لتدير عمل هذه الصناديق وتقدم مختلف الخدمات المالية

1– الموسوي علي فوزي إبراهيم، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه في فلسفة في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة النهرين، العراق، 2008، ص39.

2– لم تتضمن الأنظمة الخاصة ببورصة الجزائر تعريفا لصناديق الاستثمار بحد ذاتها ولملم يخصص نظاما لصناديق الاستثمار، فقد اعتبر المشرع الجزائري صندوق الاستثمار هو شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير أو الصندوق المشترك للتوظيف، فهو يستعمل مصطلحين (صناديق الاستثمار–هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة) للدلالة على شخص قانوني واحد. إلا أنه وبالرغم من ذلك نجد المشرع قد أعطى تعريفا لهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي تعتبر صناديق للاستثمار. " هذا على عكس المشرع الفرنسي الذي عرفها في المادة الأولى من المرسوم الصادر سنة1957 الملغى بأنها: مجموع المبالغ المستثمرة استثمارا قصيرا الأجل أو واجبة الرد بمجرد الطلب والمقدمة من عدة أشخاص يتمتعون بحق الملكية الشائعة، ولا يعتبر هذا المال المشترك شركة ولا تتمتع بشخصية معنوية"/ الموسوي علي فوزي إبراهيم نقلا عن حسني المصري (صناديق الاستثمار)، المرجع نفسه، ص53.

3– عمر عبو (نقلا عن غالب عوض الرفاعي)، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار–دراسة تجارب دولية–أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2016/2015، ص116.

والاستشارية للمساهمين من خلال جمعها للأموال وإعادة استثمارها في الأوراق المالية([1]) يؤخذ على هذا التعريف على أنه لم يقدم تعريفا دقيقا لصناديق الاستثمار فقد اهتم بنظر العلاقة الناشئة بين صناديق الاستثمار وشركة تسييرها والإشارة إلى خدمات إدارة محافظ المستثمرين مهملا بذلك الدور الثاني الذي تلعبه صناديق الاستثمار كشركة مصدرة للقيم المنقولة.

هي هيئات تقوم باستثمار الاكتتابات في وثائق الاستثمار والتي تصدرها ليستفيد من خدماتها جمهور الناس الذين تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة الأوراق المالية، وتكون لهم حصة شائعة في محفظة الصندوق([2]). يلاحظ على هذا التعريف أنه أخذ بنظرة صناديق الاستثمار هي شركات مصدرة لوثائق الاستثمار تسمح للجمهور المستثمر الاكتتاب فيها، في مقابل إقصائه لدورها كهيئة ترافق صغار المستثمرين وتجمّع مدخراتهم.

هي جهات تتلقى الأموال من المدخرين سواء كانوا أفرادا أم هيئات، بهدف استثمار هذه الأموال في تكوين محفظة من الأوراق المالية وذلك مقابل الحصول على صك يسمى وثيقة الاستثمار تعطي الحق في الحصول على نسبة من كل عائد من استثمار من أوجه استثمارات المحفظة تعادل نسبة عدد الوثائق التي يمتلكها إجمالي عدد وثائق الاستثمار المصدرة([3]). رغم أن هذا التعريف قد تضمن بعض العناصر التي تتميز بها صناديق الاستثمار بذكر وظائفها إلا أنه يم يبين الشكل الذي تتخذه هذه الهيئات فقد اعتبرها جهات ولم يبين إن كانت عامة أو خاصة أي أن طبيعتها مجهولة.

أو هي إحدى مؤسسات الاستثمار الجماعي التي قد تتخذ شكل شركة مساهمة أو الوحدة التنظيمية المستقلة بداخل الجهة المنشئة لها(شركة/ بنك مثلا)، وهي تعمل كوعاء مالي لجمع الأموال من الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين مقابل وثائق الاستثمار التي يحصلون عليها، ويتم استثمار تلك الأموال في تكوين محافظ الأوراق المالية التي يتولى إدارتها مديرون محترفون في سبيل زيادة العائد وتقليل المخاطر وتوفير السيولة وتحقيق باقي أهداف الصندوق([4]). هذا التعريف هو التعريف الذي نتفق معه بالنظر إلى شموله على عدة خصائص وعناصر أشار إليها المشرع الجزائري لدى تنصيصه على

1- مهدي حسين مصطفى، مشتاق طالب عبد الحميد، صناديق الاستثمار وإمكانية تطبيقها في المصارف التجارية لتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، مصدر الكتروني، ص23.

2- أحمد شرف الدين، دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد81، نوفمبر1994، ص6.

3- التهامي عرفات إبراهيم، التشريعات الاقتصادية، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة،2001، ص188.

4- شريط صلاح الدين (نقلا عن محمد عنتر محمد)، مرجع سابق، ص170.

هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، فقد جعلها وكما سنبينه لاحقا في طبيعتها القانونية إحدى المؤسسات المالية التي تتخذ شكل شركة ذات رأسمال متغير تتمتع بالشخصية المعنوية أو صندوق مشترك للتوظيف يمكنهما إصدار قيم منقولة أو التوسط بين المدخرين المستثمرين أصحاب الفوائض المالية والشركات المصدرة للقيم المنقولة ، وقد عهد بتسيير هذه الصناديق إلى شركات الوساطة المالية وشركات أخرى المرخص لها قانونا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وهذا بسبب امتلاكها للخبرة والكفاءة والاحتراف في مجال الاستثمار بالقيم المنقولة.

ثانيا: أنواع صناديق الاستثمار وتمييزها عن الهيئات المشابهة لها وظيفيا.

تتباين صناديق الاستثمار وتقسم بحسب ما ورد في موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إلى نوعين، وقد اعتمدنا هذا التقسيم لعدم وجود نص قانوني يعالج مسألة أنواع صناديق الاستثمار(1) وانطلاقا من هذا التقسيم لاحظنا وجود تداخل وظيفي بين صناديق الاستثمار وبعض الهيئات المشابهة لها وظيفيا والمتواجدة في بورصة الجزائر(2). لذا سنفصل أكثر في هاتين النقطتين كالتالي:

1-أنواع صناديق الاستثمار في بورصة الجزائر.

لقد حدّد القانون الجزائري من خلال الأمر96-08 شكلين لمباشرة صناديق الاستثمار نشاطها، والجدير بالذكر بأننا سنتبع التقسيم القانوني التسلسلي المعتمد على رأس المال، حيث سنعرض صناديق الاستثمار بحسب ما وردت في الأمر المذكور سابقا دون الاعتماد على التاريخ التسلسلي لظهورها([1])، وعلى هذا الشأن فهي تقسم إلى شكلين هما:

1- هناك اختلاف بين تاريخ ظهور صناديق الاستثمار والترتيب المتعمد قانونا في الجزائر فالمشرع يعتمد في ترتيبه على ظهور الصناديق المفتوحة ثم الصناديق المغلقة، " في حين يرجع تاريخ ظهورها حسب ما تراه الغالبية العظمى من الكتاب إلى1870 في بريطانيا كمعبر رئيسي لظهورها صناديق الاستثمار، حيث يرجع الفضل إلى الاسكتلنديين في ابتكار الصناديق المغلقة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت في عام 1870، فإنجلترا هي أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات، وقد اعتمدت في هذا المجال على نظام الترستTrust ، ويعني هذا النظام التزام شخص معين يسمى Trusteeبتلقي بعض الأموال من الغير بغرض إدارتها لحسابهم، ويسمي هؤلاء بالمنتفعين.Cestuique trust ثم انتقلت صناديق الاستثمار إلى الولايات المتحدة الأمريكية وأخذت سبيلها إلى التجديد والتطوير، حيث قام الأمريكيون بابتكار شكل جديد لصناديق الاستثمار وهو الهيكل المفتوح لرأس المال، والذي يعتمد على إصدار أسهم جديدة بطريقة متواصلة، وإعادة شراء الأسهم القديمة دون المرور ببورصة الأوراق المالية، مما يعد بداية حقيقية لصناديق الاستثمار بمفهومها الحالي، ففي عام 1924 تم إنشاء أول صندوق استثمار في بوسطن وهو Massachusetts investors trust وعمل كأداة استثمار لأساتذة جامعة هارفارد"/ عن الدلجاوي عبد الصبور أحمد، أثر صناديق الاستثمار على تطور سوق الأوراق المالية(دراسة مقارنة "فرنسا-مصر")، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة أسيوط، مصر،2009 ، ص01.

أ-الشكل الأول: صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة.

فهي صناديق تؤسس في شكل شركة مساهمة لمزاولة نشاط الاستثمار في القيم المنقولة، وهي بذلك تعتبر كيانا قانونيا قائما بذاته وتتمتع بالشخصية المعنوية. سميت بهذا الاسم لأن رأسمالها متغير أي أنها تكون على استعداد دائم لدخول مستثمرين جدد وإصدار قيم منقولة جديدة" أسهم، حصص، وثائق استثمار" أي حجم الأموال المستثمرة فيه غير محدد([1])، ومن أهم ما يتميز به هذا النوع من الصناديق هي خاصية قابلية الاسترداد بمعنى يمكن للمستثمرين إعادة بيع وحدات الصندوق إلى الصندوق نفسه بناء على طلبهم مما يسمح بحرية دخول وخروج المستثمرين منه([2]). حيث أن الأموال المستثمرة فيه لا يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية وإنما تسترد من طرف الصندوق إذا أراد المستثمر بيعها([3]).

وإذا طابقنا هذا التعريف الفقهي مع ما ورد في المادتين03-04 من الأمر96-08 السالف ذكره والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، نجد أنّ هذا النوع-صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة-هو ذاته شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير.

ب-الشكل الثاني: صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة.

يتميّز هذا النوع من الصناديق برأسمال ثابت فلا يطرح أسهما جديدة لغرض زيادة رأس المال([4])، كما وأنها تصدر عدد ثابت من وثائق الاستثمار ولا يجوز لها إصدار وثائق جديدة لذلك سميت بالمغلقة، فبمجرد غلق باب الاكتتاب في وثائق هذه الصناديق فإن التعامل بهذه الوثائق يتم فقط من خلال التداول في بورصة الأوراق المالية مثل أي شركة مصدرة([5]). يقتصر هذا النوع من الصناديق على فئة محددة من المستثمرين ولها تاريخ محدد يتم في نهايته تصفية الصندوق وتوزيع الأرباح على المساهمين فيه أين لا يسمح باسترداد الأسهم([6]).

وبتطبيق هذا التعريف على نص المادة13 من الأمر96-08 فالصندوق المشترك للتوظيف هو ذاته صندوق الاستثمار ذو النهاية المغلقة. فالمشرع الجزائري في أحكامه القانونية المنظمة لسوق القيم

1- مهدي حسين مصطفى، مشتاق طالب عبد الحميد، مرجع سابق، ص23.

2- المرجع نفسه، ص23.

3- Naceri ouahiba-Houam joumaa,,the economic importance of Islamic investment funds as a tool to stimulate the stock market, REMAH journal research development of human recourses center, university of badji mokhtar,Annaba,alger, ouvrage éléctronique,p194.

4- مهدي حسين مصطفى-مشتاق طالب عبد الحميد، مرجع سابق، ص23.

5 Naceri ouahiba-Houam joumaa, même ouvrage, p194.

6- مهدي حسين مصطفى-مشتاق طالب عبد الحميد، المرجع نفسه، ص23.

المنقولة يكرس النوعين مع بعض من صناديق الاستثمار إيمانا منه بضرورة تبني هذا الوعاء الادخاري الذي يمثّل وسيلة تفعيل وتطوير لسوق القيم المنقولة بمجال الإدارة الجماعية للمدخرات.

2-تمييز صناديق الاستثمار عن الهيئات المشابهة لها وظيفيا.

تتشابه مهام صناديق الاستثمار مع المهام والنشاطات التي تمارسها كل من شركات الوساطة المالية (وسطاء عمليات البورصة) وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، غير أنّ المشرع الجزائري وبالرغم من هذا التشابه سمح بتواجد هذه الهيئات جنبا لجنب في سوق البورصة الجزائرية مع تخصيص لكل هيئة نظام قانوني خاص بها يرعاها، ففيما تكمن أهم الاختلافات التي تنجم عن هذا التداخل الوظيفي بين هذه الهيئات؟

أ-تمييز صناديق الاستثمار عن هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

لا يوجد تمييز بين صناديق الاستثمار وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في الجزائر إلا من حيث التسمية فالنظام 96-08 يسميها هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ويقصد بها شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف([1])، فمهما تنوعت التسميات إلا أنها تعنى بالهيئة ذاتها، لكن الغريب في الأمر أنه في سنة 2016 تفاجئنا بصدور مرسوم تنفيذي 16-205([2]) تلته نظامي اللجنة رقم16-03 و16-04 يشير إلى وجود شركة مختصة بتسيير صناديق الاستثمار(شركة التسيير) وهو ما جعلنا نقع في تناقض التسميات التي يطلقها المشرع الجزائري على الهيئة ذاتها. فلتفادي هذا ورفع اللبس كان من الأفضل على المشرع اعتماد تسمية صناديق الاستثمار.

ب-تمييز صناديق الاستثمار عن الوسطاء في عمليات البورصة.

إنّ مسألة تمييز هيئة عن هيئة ما يستوجب منا الاطلاع على أهم اختلاف والتشابه القائم بينهما، هذا وكما يمكن إبراز ذات العناصر من خلال دراسة العلاقة التي تربط بينهما. وذلك من خلال التطرق لمسألة تمييز صناديق الاستثمار عن شركات الوساطة المالية بدراسة طبيعة العلاقة القائمة بينهما بالإضافة إلى تعداد بعض نقاط الاختلاف والشبه الوارد بينهما.

1- نصت المادة الأولى من الأمر96-08 على ما يلي: " يحدد هذا الأمر قواعد تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وتسييرها(هـ.ت.ج.ق.م).

تتألف هذه الهيئات من صنفين من المؤسسات، هما:

-شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير (ش.إ.ر.م.م)،

-الصندوق المشترك للتوظيف(ص.م.ت).

2- المرسوم التنفيذي16- 205 المؤرخ في25يوليو2016 المتعلق بكيفيات إنشاء وتسيير ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار، الجريدة الرسمية العدد45 الصادر بتاريخ31 يوليو2016.

فقد أبرزنا آنفا بأنّ شركات الوساطة المالية تأخذ أحد الأشكال: مؤسسات مالية أو بنوك أو شركات تجارية أنشئت لممارسة نشاط الوساطة المالية ولا يقبل اعتمادها كوسيط مالي لتسيير الحافظة المالية للمستثمرين المصدرين أو حفظ أموال المستثمرين المدخرين إلا بخضوعهم لضوابط سوق البورصة.

وفي إطار ممارستهم لنشاط الوساطة المالية في سوق القيم المنقولة قد يتقاطع ويشترك نشاطهم مع صناديق الاستثمار المكلفة هي الأخرى بالإدارة الجماعية للمحافظ المالية وإصدارها لقيم منقولة يمكن الاستثمار فيها، حيث تنشأ علاقة وثيقة تربط صناديق الاستثمار بشركات الوساطة المالية تستند هذه العلاقة إلى طبيعة صناديق الاستثمار التي تعد من أهم الآليات الهيكلية الاستثمارية والوسائط المالية المستحدثة في الاقتصاديات المعاصرة. ما يعني أن صناديق الاستثمار تمارس نشاط الوساطة المالية التي لم تبق من مهمة شركات الوساطة المالية وحدها، بل لم تقتصر هذه الوظيفة على جمع المدخرات وإقراضها للمحتاجين لمصادر التمويل، بل توسع مفهوم الوساطة في الأنظمة المالية المعاصرة ليشمل نشاطات أخرى كإصدار المنتجات المالية وتوظيف الفوائض تحت أشكال مختلفة.

كما تظهر العلاقة بينهما في إمكانية شركات الوساطة المالية تسيير صناديق الاستثمار([1]) والمبادرة إلى إنشائها، فتعمل شركات الوساطة المالية حينئذ على تسويق القيم المنقولة الصادرة عن الصناديق وتقدم لها باقي الخدمات الاستثمارية من سمسرة وتوسط وحفظ للقيم في حساب السندات...الخ من أعمال. وفي حالة ما إذا رغبت شركات الوساطة المالية بإدارة وتسيير صناديق الاستثمار وجب عليها الخضوع للشروط([2]) المقررة قانونا في المادتين04 و05 من المرسوم التنفيذي16-205 المتعلق بإجراءات إنشاء وتسيير وممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار، فتراعي في ذلك ما يلي:

-الخضوع إلى شروط اعتماد شركة رأسمال الاستثماري.

- وجوب اتخاذ شكل شركة ذات أسهم(ش.ذ.أ) عند الإنشاء، أي أن يكون الوسيط من بين الأشخاص المعنويون.

1- أشارت المادة2/04 من المرسوم التنفيذي16-205 إلى إمكانية إدارة صناديق الاستثمار من طرف وسطاء عمليات البورصة بجعل الإدارة الداخلية إذ أوكلت المهمة إلى الوسطاء المتواجدين في سوق البورصة الجزائرية، غير أن ذات المادة جاءت كنص مكمل غير آمر، ما يفهم منه أنه يمكن أن تدار صناديق الاستثمار من قبل أشخاص معنويون تتوافر فيهم شروط شركة تسيير صناديق الاستثمار من غير وسطاء عمليات البورصة وفقا لما جاء في نص الفقرة الأولى من ذات المادة فنكون بذلك أمام الإدارة الخارجية على شرط تحقيق التنشيط والكفاءة لسوق البورصة.

2- تراوحت شروط ممارسة نشاط الوسيط كشركة لتسيير صناديق الاستثمار بين شروط هيكلية، الموارد والملاءة المالية، ترخيص وزاري للنشاط، كوادر فنية تمتلك خبرات لتسيير وإدارة الصناديق، ضمانات تقنية ووسائل..الخ.

-تقديم طلب للوزير المكلف بالمالية للحصول على ترخيص ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار.

-امتلاك حد أدنى لرأسمال قدره عشرة ملايين دينار(10.000.000دج) محررا كليا عند إنشائهم.

-تقديم ضمانات كافية، لاسيما من حيث التنظيم والوسائل التقنية والمالية والمهارات المهنية، وتحدد هذه الضمانات بموجب تنظيم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([1]).

-كما يجب ألا يكون مسيّروا هذه الشركات قد أدينوا في القضايا المنصوص عليها بموجب المادة11 من القانون رقم 06-11 المتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري.

-هذا ويجب على شركات الوساطة المالية لتسيير صناديق الاستثمار الخضوع والالتزام بقواعد الأخلاقيات الأساسية لمهنة شركة التسيير والتي تضم خصوصا الممارسات السليمة في التسيير والوقاية من وضعيات تضارب المصالح([2]).

- يجب على الوسيط في عمليات البورصة المرخص له بمزاولة نشاط شركة التسيير أن يقيم هيكلا مزودا بالوسائل البشرية والتقنية الكافية والمخصصة حصرا لمزاولة نشاط شركة التسيير. ويجب عليه بذلك وضع الإجراءات الضرورية للوقاية وتسيير تضارب المصالح بين نشاطه كشركة للتسيير ونشاطاته الأخرى المتعلقة بالوساطة في عمليات البورصة([3]).

وكما سبق القول فإن العلاقة التي تربط صناديق الاستثمار وشركات الوساطة المالية يمكننا ترجمتها أيضا من خلال الاختلاف الناشئ في: النشاط، الشكل، الإنشاء، الرقابة وهذا حسب ما يلي:

- من حيث النشاط: تتشابه صناديق الاستثمار بشركات الوساطة المالية من حيث الإنشاء والوظيفة التي تؤديها، حيث عهد المشرع الجزائري لشركات الوساطة المالية بممارسة هذا **النشاط** بسب عدم خبرة وكفاءة المستثمرين في سوق القيم المنقولة هو العمل نفسه الذي تؤديه صناديق الاستثمار المتمثلة في شركات رأسمال المتغير.

1- في هذا الصدد أصدرت اللجنة النظام رقم16-03 المؤرخ في 01 سبتمبر2016 المتعلق بالضمانات التي يجب على شركة تسيير صناديق الاستثمار تقديمها فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية والمهارات المهنية، الجريدة الرسمية العدد25، الصادر بتاريخ19أبريل 2017.

2- لأكثر تفاصيل عن هذا الشرط المفروض على شركات الوساطة المالية المسيرة لصناديق الاستثمار، يمكن مراجعة النظام 16-04 المؤرخ في 25أكتوبر 2016 والمتعلق بقواعد الأخلاقيات الأساسية التي يجب أن تلتزم بها شركة تسيير صناديق الاستثمار، الجريدة الرسمية العدد25، الصادر بتاريخ19 أبريل2017.

3- المادة05 من النظام 16-03 السالف ذكره.

هذا وقد يتقاطع عمل الوسطاء مع صناديق الاستثمار في حالة ما إذا مارس وسطاء عمليات البورصة نشاط تسيير صناديق الاستثمار بعد حصوله على ترخيص من قبل الوزير المكلف بالمالية، حيث سمح المشرع الجزائري للوسطاء في عمليات البورصة المنشئين في شكل شركة ذات أسهم من ممارسة هذا النشاط([1]).

-من حيث الشكل: يمارس نشاط الوساطة المالية من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض والبنوك والمؤسسات المالية، أما نشاط التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أي الإدارة الجماعية للمحافظ المالية التي يمتلكها المستثمرون فقد أوكلها إلى صناديق الاستثمار المتمثلة في شركة الرأسمال المتغير(شركة مساهمة) وصندوق المشترك للتوظيف(ملكية مشتركة لا تتمتع بالشخصية المعنوية).

-من حيث الإنشاء: تنشأ شركات الوساطة المالية بتوافر مجموعة من الشروط المتطلبة قانونا وبعد حصولها على اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها يسمح لها ببدء عملها. غير أن صناديق الاستثمار فتباشر عملها هي الأخرى بعد مصادقة اللجنة على قوانينها الأساسية، وتخضع لشروط وإجراءات خاصة بحسب تنوع شكلها.

-من حيث الرقابة: تخضع شركات الوساطة المالية وصناديق الاستثمار إلى رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها، فحسب ما تضمنته المادة 38 من النظام97-04 فإن نشاط هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة يمارس تحت رقابة اللجنة التي يمكنها القيام في أي وقت بمهمة التفتيش على نشاط كل هيئة توظيف جماعي في القيم المنقولة المعنية.

وعليه، يمكننا القول بأنّ شركات الوساطة المالية تؤدي دورا بارزا ومزدوجا في تطوير سوق القيم المنقولة الجزائرية من خلال إنشائها للصناديق الاستثمارية، إذ أنها من جانب تسوّق القيم المنقولة المتاحة في السوق بما فيها وثائق صناديق الاستثمار، ومن جانب آخر تؤدي دور الوسيط المرافق في جذب المدخرات وإعادة توجيهها نحو الاستثمارات المختلفة من الأوراق المالية، "فضلا عن قيامها باستقطاب العدد من المستثمرين أفرادا ومؤسسات ممن لا يملك الخبرة والوقت وصغار المستثمرين الذين لا يملكون الأموال اللازمة لدخول الأسواق المالية وتحمل تكاليفها"([2]).

1- المادة 04 من المرسوم التنفيذي16- 205، مرجع سابق.

2- الهندي خليل، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، الجزء الثاني، دون طبعة، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان،2000، ص213.

الفرع الثاني: الطبيعة القانونية لصناديق الاستثمار ودورها في البورصة.

نظرا للطبيعة الخاصة التي تتمتع بها صناديق الاستثمار التي تعمل على مستوى بورصة القيم المنقولة الجزائرية، اخترنا ضمن متطلبات الدراسة التطرق إلى التكييف القانوني لصناديق الاستثمار **(أولا)** وبما أنّ المشرع الجزائري قد اعتمدها كإحدى الأوعية الادخارية الوسيطة إلى جانب وسطاء عمليات البورصة، كان لابد التطرق إلى دور صناديق الاستثمار في تنشيط بورصة الجزائر **(ثانيا)**.

أولا-التكييف القانوني لصناديق الاستثمار.

لم يتضمن النص القانوني المنشئ لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أيّة إشارة لتحديد الطبيعة القانونية لهذه الهيئة، وأمام غياب تكييف قانوني صريح لها، نحاول من خلال دراستنا البحث عن طبيعتها القانونية بالاعتماد في ذلك على تحليل النصوص القانونية المتعلقة بها.

حيث تتمتع هذه الهيئات أو صناديق الاستثمار بطبيعة قانونية خاصة نظرا لازدواجية المهام المسندة إليها، فنجدها مصدرة للقيم المنقولة تارة ووسيطا في عمليات البورصة تارة أخرى، وقد اخترنا التطرق إليها كإحدى الضمانات الهيكلية بدلا من التطرق لها كأحد الأشخاص المتدخلة في تنفيذ عملية الاستثمار في البورصة إلى جانب الوسيط المالي بسبب طغيان فكرة توظيف القيم المنقولة المشتقة من اسمها على فكرة إصدار القيم المنقولة في البورصة وكذا باعتبارها احدى وسائل الإدارة الجماعية المعاصرة. وعليه إذا أردنا معرفة الطبيعة القانونية لهاته الهيئات نجدها تتألّف من عائلتين قانونيتين كبيرتين هما: شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (ش ا ر م م) والصناديق المشتركة للتوظيف (ص م ت).

تتجلى الطبيعة القانونية أو التكييف القانوني لأي هيئة من خلال شكلها وتكوينها واستقلالها المالي والرقابة المفروضة عليها وأهليتها، وبإسقاط هذه العناصر التي قدمها المشرع الجزائري لدى تعريفه لشركة الاستثمار ذات رأسمال متغير والصناديق المشتركة للتوظيف([1]) نجد بأنّها:

1- حدث جدل فقهي حول مدى تمتع الشركة المنشئة لصندوق الاستثمار أو الصندوق ذاته بالشخصية المعنوية، فقد رأى الفقه المصري بأن صندوق الاستثمار لا يتمتع بالشخصية المعنوية نظرا لعدم وروده ضمن الأشخاص الذي عددهم القانون المدني المصري، إذ أن تمتع صندوق الاستثمار بالشخصية المعنوية فيه خلط بين الشركة التي أنشأت الصندوق وبين الصندوق ذاته باعتباره المشروع الذي قامت الشركة من أجله فتكون الشركة هي الغطاء القانوني للمشروع /الموسوي علي فوزي ابراهيم، مرجع سابق، ص120. وقع المشرع الجزائري في هذا الخلط حين اعتبر صندوق الاستثمار يتخذ شركة استثمار ذات رأسمال متغير تتمتع بالشخصية المعنوية فهل هذه الشخصية ترجع على الصندوق أم على الشركة، فالأرجح أن ترجع على الشركة باعتبارها شخص معنوي تم ذكره في القانون المدني الجزائري كقرينة أولى وعدم ذكر عدم تمتع الشركة (ر إ م م) بالشخصية المعنوية دليل على تمتعها بهذه الأخيرة وهي القرينة الثانية.

1-شركات الاستثمار ذات رأسمال المتغيّر.

سنتبع الترتيب الذي ذكره المشرع الجزائري عند استحداثه لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالبدء بشركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير لمعرفة طبيعتها القانونية مستقلة عن الهيئة الثانية أو العائلة القانونية الثانية ألا وهي الصندوق المشترك للتوظيف.

-**من حيث الشكل وتكوينها:** هي شركات أسهم ذات رأسمال متغير، هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول([1])، خوّلها المشرع صلاحية إصدار أسهم وإعادة شرائها تماشيا مع طلبات الاكتتاب، في كل وقت بناء على طلب أي مكتتب أو مساهم، ويمكن للجنة تحديد دورية إصدار هذه الأسهم وإعادة شرائها حسب مقتضيات السوق([2]).

اعتبر المشرع الجزائري كل من شركة الاستثمار ذات رأسمال متغير وشركة رأسمال الاستثماري هما من بين أنواع صناديق الاستثمار، فتتخذ شركة رأسمال الاستثماري شكل شركة مساهمة فتخضع بذلك إلى القانون06-11 والقانون التجاري فيما يخص رأسمالها وتأسيسها([3]). هذا ونظم الأمر96-08 والنظام 97-04 كيفية تأسيس وتسيير هذه الشركة، فتلتزم هذه الشركة بضرورة القيد في السجل التجاري وطلب الاعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها..الخ. حيث يمتلك رأسمال هذه الشركة أو صندوق الاستثمار المستثمرون عموميون كانوا أو خواص وسواء كانوا أشخاصا معنويين أو طبيعيين([4]) حيث يسدد رأسمالها بنسبة 50% عند تاريخ تأسيسها و50% وفقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري.

وبالنسبة لإنشاء صناديق الاستثمار فكما أبرزنا سابقا فإن المشرع قد فصل فيمن يحق له ذلك حين منح لكل شركة ذات أسهم بما فيها شركات الوساطة المالية التي تتوافر بها شروط شركة التسيير حق إنشاء صناديق استثمار. لممارسة صندوق الاستثمار لنشاط الرأسمال الاستثماري فلا ينطلق عمله إلا بعد

1- حسب ما قضت به المادة02 من النظام 96-08.

2- المادة 03 من الأمر96-08.

3- المادتين07-08 من القانون06-11.

4- حسب ما جاء في نص المادة09 من القانون06-11.

تقديم مؤسسو الصندوق طلب الرخصة([1]) لدى الوزير المكلف بالمالية، فهذا الأخير هو المكلف بتسليم رخصة ممارسة النشاط بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبنك الجزائر([2]).

أما عن وسائل التدخل وفقا لنص المادة 5 من القانون 06-11 المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري فإن صندوق الاستثمار يتدخل لتمويل المؤسسة طالبة التمويل بواسطة اكتتاب أو اقتناء: أسهم عادية، شهادات استثمارية، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص شركاء، وبوجه عام جميع فئات القيم المنقولة المماثلة لأموال خاصة. "فصندوق الاستثمار يتدخل في المؤسسة طالبة التمويل (المستثمر المؤسساتي) بواسطة اقتناء قيم منقولة نظرا لطبيعة نشاط رأس المال الاستثماري، الذي يعتني بالمؤسسات التي تعاني صعوبات مالية، فتتدخل شركة رأس المال الاستثماري بصفتها شريكا، وهو الأمر الذي يجسد الرابطة القانونية الناشئة بين صندوق الاستثمار والمستثمرين"([3]).

-**من حيث الاستقلال المالي:** خصّص المشرع الجزائري لصندوق الاستثمار الذي يتخذ شكل شركة استثمار موارد مالية خاصة ما يعني أن هذا الصندوق يتمتع باستقلالية مالية تجعله غير تابع ماليا لأية هيئة ناجمة عن تمتع هذا الصندوق بالشخصية المعنوية، فالاستقلالية المالية تعد إحدى آثار هذه الأخيرة. حيث "يستمد صندوق الاستثمار موارده المالية من:

1- رأسمال الشركة والاحتياطات وغيرها من الأموال الخاصة،

2- الأموال شبه الخاصة التي تشمل:

-الموارد الممنوحة من قبل الغير لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري،

-الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري التي تهم الاستثمارات المنتجة للسلع والخدمات، والمنجزة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

3-الهبات"([4]).

1- يرفق طلب الرخصة بالوثائق الآتية: عقد المساهمين في الصندوق، مشاريع القوانين الأساسية، بطاقات المعلومات عن المؤسسين، قائمة المساهمين الحائزين أكثر من 10% من الرأسمال، طريقة التنظيم والعمل، وأية وثيقة أو معلومة أخرى يطلبها الوزير المكلف بالمالية.

2- حسب ما قضت به المادة10 من القانون06-11.

3- بوحناش فدوى، شركات الرأسمال الاستثماري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2012/2011، ص 61.

4- تضمنت المادة21 من القانون06-11 الموارد المالية لشركة الرأسمال الاستثماري.

فالمتمعن في أحكام هذه المادة يرى بأنّ موارد الصندوق تتراوح بين الأموال الخاصة والعامة أو شبه الخاصة كما أسماها المشرع الجزائري، والتي تبين أنّ الدولة مازالت تساعد وتدعم هذه الصناديق بمنحها أموال الاستثمارات، ما يتجلى منه أنّ الاستقلالية المالية للصندوق تبقى نسبية نتيجة لهذا المزج المسجل في الموارد المالية.

-**من حيث الأهلية:** طبقا للقواعد العامة نجد أنه من بين أهم نتائج الشخصية المعنوية، أهلية التصرف والتعاقد، فقد منح المشرع الجزائري الشخصية المعنوية لصندوق الاستثمار المتخذ شكل شركة استثمار ذات رأسمال متغير وهو قول مستنتج من تعريفه لها بمفهوم المخالفة طالما لم يصرح بعدم تمتعها.

فتمتع صندوق الاستثمار بالأهلية تنجم عنه إمكانية الشركة بالتعاقد مع المستثمرين واقتناء القيم المنقولة بكل حرية، وكذا إمكانية الشركة بالتقاضي والمثول أمام الغير والقضاء بصفتها مدعية أو مدعى عليها. غير أنّه وبالرجوع إلى المادة02/07 من المرسوم التنفيذي16-205 المتعلق بشركة تسيير صناديق الاستثمار نجد أنّ المشرع قد خول حق تمثيل صناديق الاستثمار أمام الغير لشركة تسيير صناديق الاستثمار([1]). ما يفهم منه أنّ مؤسسي صناديق الاستثمار لا يحق لهم المثول أمام القضاء أو الغير بصفتهم متعاقدين أو أصحاب خصومة، فالشخصية المعنوية الممنوحة لصندوق الاستثمار غير مطلقة بل لها ضوابط تحدّها.

-**من حيث الرقابة والتبعية:** يخضع صندوق الاستثمار لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في التأكد من مطابقة نشاط الصندوق (ش،إ،ر،م،م) للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها. فباعتبار الصندوق مزدوج الوظيفة (مصدر ووسيط) فإن اللجنة يحق لها ممارسة كل المهام والسلطات التي خولها إياها المرسوم93-10 المعدل والمتمم([2]).

كما ويلتزم صندوق الاستثمار في إطار التبعية الإدارية تنفيذا لرقابة السلطة العليا برفع إلى الوزارة المكلفة بالمالية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ما يلي:

-تقريرا عن النشاط السداسي مرفقا بوضعية حافظة السندات،

-الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة المالية المعنية،

-تقارير محافظي الحسابات،

1- نصت المادة2/07 من المرسوم التنفيذي16-205 على ما يلي: "تتمثل المهمة الرئيسية لشركة تسيير صناديق الاستثمار فيما يأتي: -تمثيل صناديق الاستثمار أمام الغير".

2- المادة24 من القانون06-11.

–وأية وثيقة أخرى لممارسة الرقابة([1]).

هذا ما يعني بأنّ سلطة ضبط سوق القيم المنقولة (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها) تمارس الصلاحية الرقابية على صناديق الاستثمار باعتبار هذه الأخيرة تخضع للسلطة الوصائية (اللجنة ووزارة المالية) ومبررات هذه السلطة التي تمارس على الصناديق هي حماية المصلحة العامة والخاصة بالمستثمرين عند السهر على رقابة مدى مطابقة أعمال صناديق الاستثمار لقوانين البورصة.

3– الصناديق المشتركة للتوظيف.

فهي عبارة عن ملكية مشتركة لقيم منقولة، تصدر حصصها، ويعاد شراؤها بناء على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية، تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة[2]. وعلى عكس شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير نجد أنّ الصناديق المشتركة للتوظيف ليست بشركات أسهم ولا تتمتع بالشخصية المعنوية([3]). وبالرغم من ذلك سمح لها بإصدار حصص بمثابة قيم منقولة يجوز أن تكون موضوع قبول للتسعير في البورصة.

ولم يشترط المشرع الجزائري شكلا معيّنا من أشكال الشركات التجارية ليتخذه الصندوق المشترك للتوظيف(صندوق استثمار ذو نهاية مغلقة)، في حين أنه جعله عبارة عن ملكية شائعة للقيم المنقولة مقصى من التمتع بالشخصية المعنوية على عكس شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير (صندوق استثمار ذو نهاية مفتوحة) التي تتمتع بالشخصية المعنوية وما ينجر عنها من الاستقلال المالي والإداري وحق تملك القيم المنقولة والتصرف بها والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق أهدافه بما في ذلك إبرام العقود وإصدار الأوراق المالية وحق التقاضي. ويخضع صندوق التوظيف المشترك مثله مثل شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير لكل الأنظمة الخاصة بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة السابق الإشارة إليها.

وعن بدء صناديق الاستثمار لعملها، فإنّ دخول (هـ ت ج ق م) طور النشاط يتجسد من خلال إصدار أسهمها وحصصها وتسويقها لدى الجمهور المستثمر. غير أن هذه المرحلة تكون مسبقة بنشر وثيقة إعلامية تسمى "النشرة الإعلامية" تؤشر عليها قانونا لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وتتمثل المعلومات الأساسية الموجودة في ضرورة تقديم (هـ ت ج ق م) لسياسة التوظيف كل معلومات تخص المؤسسين والمسيرين، سير (ش ا ر م م)، كيفيات الاكتتاب و إعادة الشراء طريقة حساب القيمة

1– المادة 26 من القانون06–11.

2– وثيقة صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعنوان الاستعلام عن هيئات ت ج ق م، المرجع نفسه.

3– المادة 13 من الأمر 96–08.

التصفوية ومكان النشر، نفقات التسيير والعمولات، اسم المؤتمن المؤسسات المعنية لاستلام عمليات الاكتتاب و إعادة الشراء، سياسة تخصيص النتائج (الرسملة والتوزيع). تشكّل هذه الوثيقة الإعلامية بطاقة تعريف حقيقية ل (هـ ت ج ق م)، توضع تحت تصرف الجمهور على مستوى المؤسسات المالية المعينة في النشرة الإعلامية والمكلفة بتسويق أسهم (هـ ت ج ق م) أو حصصها([1]). وما يمكن الإشارة إليه أنّ اللجنة حدّدت بموجب المادة46 من الأمر96-08 السابق ذكره شرطا آخر لإدراج هيئات التوظيف الجماعي وهو نشر المعلومات الحسابية والمالية الظرفية والدورية والدائمة المتعلقة بنشاطها والموجهة للجمهور.

ثانيا-أهمية دور صناديق الاستثمار في تنشيط بورصة الجزائر.

نود من خلال هذه النقطة إبراز الأثر الذي خلفه إنشاء صناديق الاستثمار واعتمادها من طرف المشرع الجزائري كضمان هيكلي في سوق البورصة، بالتعرف على مدى نجاح هذه الصناديق في تحقيق الأهداف التي أنشئت لأجلها وهي تجميع مدخرات المستثمرين الصغار وتوجيهها نحو سوق القيم المنقولة وبالتالي تنشيط الاستثمار بهذا السوق والمساهمة في تمويل مشروعات الاقتصاد الوطني. والجدير بالذكر أنّ أثر صناديق الاستثمار ببورصة الجزائر يتجلى من خلال تبيان الأهداف المسطرة لتحقيقها ثم التعرف على مدى فعالية استحداث هذا الهيكل حسب ما يلي:

1-أهمية صناديق الاستثمار ومزاياها.

تلعب هاته الهيئات مثلها مثل وسيط عمليات البورصة دورا فعالا في تنمية وتطوير الاستثمار المالي، فهي من أنشط العناصر المحركة للسوق حيث تسعى إلى توفير السيولة التي تتطلبها والمحافظة عليها إلى جانب الاعتناء بتسيير حافظة صغار المدخرين. كما تبرز أهمية هذه الهيئات والدور المتميز الذي تلعبه على مستوى السوق من خلال الأدوات الاستثمارية التي توفرها والتي تتماشى مع ظروف المستثمرين وهو ما يشجعهم على استثمار مدخراتهم في شراء أسهم وسندات (هـ ت ج ق م) التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في البورصة، حتى وإن كانوا مستثمرين محدودي الموارد أو ذوي الخبرة القليلة والمعرفة البسيطة بالبورصة([2]).

1- وثيقة صادرة عن (ل ت ع ب م) بعنوان الاستعلام عن هيئات ت ج ق م.

2- فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص135.

– تهدف (هـ ت ج ق م) إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة والمنتوجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، إذ تعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين([1]).

–تعد(هـ.ت.ج.ق.م) مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا أو كثيرا وذلك من أجل استثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة. تم إيجاد هاته الفئة من الأشخاص المكلفة بتوظيف القيم المنقولة من أجل مساعدة المدخرون الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية باختيار هذا السند أو ذاك، مما يجعلهم يعهدون حينئذ بادخارهم إلى هاته الهيئات التي تعتبر مسيرا محترفا يقوم بتوظيف ذلك في السوق([2]).

–تتمتع هذه الهيئات بخبرات تجعلها تتقن اختيار الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى الواجب الاستثمار فيها، وتتقن إدارتها بدقة وعناية وفقا لبرنامج الاستثمار الذي تسطره، ووفقا لسياسة توزيع المخاطر وتحديدها تقوم بهذه الإدارة لحساب المدخرين(المستثمرين) الذين يقسمون منافع تلك الإدارة كل بنسبة حصته([3]). وفي هذا الإطار سمح المشرع الجزائري للمستثمر بأن يستثمر أمواله المدخرة التي عهد إلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة بتوظيفها له في مختلف أنواع القيم المنقولة والمنتوجات المالية الأخرى وهذا حسب نوع الحافظة المالية التي تسيرها هاته الهيئات([4]).

كما تبرز أهمية هذه الهيئات والدور المتميز الذي تلعبه على مستوى السوق من خلال الأدوات الاستثمارية التي توفرها والتي تتماشى مع ظروف المستثمرين وهو ما يشجعهم على استثمار مدخراتهم في شراء أسهم وسندات (هـ ت ج ق م) التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في البورصة، حتى وإن كانوا مستثمرين محدودي الموارد أو ذوي الخبرة القليلة والمعرفة البسيطة بالبورصة([5]).

1– بورصة الجزائر، تعريف بورصة الجزائر، وثيقة صادرة عن بورصة الجزائر،27شارع العقيد عميروش، الجزائر.

2 وثيقة صادرة عن (ل ت ع ب م) بعنوان الاستعلام عن هيئات ت ج ق م، الصادرة سنة2004.

3Faffa Jean-Claude, les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne expérience américaine, édition Cujas, paris1991, p4.

4– تصنف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة حسب الوثيقة الصادرة عن اللجنة والمذكورة في الهامش أعلاه إلى ما يلي:(هـ.ت.ج.ق.م) ذات أسهم60% من الحافظة تتكون من أسهم،(هـ.ت.ج.ق.م) ذات سندات دين60% من الحافظة تتكون من سندات دين وسندات أخرى شبيهة بها، (هـ.ت.ج.ق.م) النقدية60% من الحافظة تتكون من أدوات السوق النقدية،(هـ.ت.ج.ق.م) المتنوعة لا تحدد أية نسبة من السندات المحمولة في الحافظة، فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشيط للحافظة وفق الفرص التي تتيحها السوق.

5– فتيحة ابن بوسحاقي ، مرجع سابق، ص135.

وعليه، بعد توضيح أهمية صناديق الاستثمار، تطلب الأمر منا الإشارة إلى المزايا التي يتحصل عليها المستثمرين بلجوئهم لهذه الهيئات من أجل توظيف ادخارهم، فنجد من بينها:

-إمكانية شراء وبيع القيم المنقولة التي تصدرها من طرف المستثمر في أي وقت كان.

-القضاء على تخوف المستثمرين وتفادي الخسارة في استثمارهم المالي بسبب أن هاته الهيئات تعد مسيرا محترفا للحافظة المالية هذا إضافة إلى كون الاستثمار يتم وفقا لقواعد واضحة.

-وجود عدة أصناف من هاته الهيئات يوفر تنوعا في القيم المنقولة أمام المستثمر، حيث يمكنه الحصول على حافظ مالية تحمل أنواع شتى من السندات([1]).

-توفر عن المدخرين المستثمرين جهد البحث عن أفضل الشركات للاستثمار في أوراقها المالية باعتبارها وسيطا محترفا، فبفضل هذه الصناديق تتحصل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الرأسمال الاستثماري والتمويل البورصي من أجل تغطية ديونها([2]).

-تقدم لصغار المدخرين ميزة تنويع القيم المنقولة وتوزيع مخاطر الاستثمار وتقليلها([3]).

-تتميز وثائق صندوق الاستثمار بأنّها على درجة عالية من السيولة بمعنى أنك تستطيع أن تسترد قيمة الوثائق سريعا، كما يقلل صندوق الاستثمار الضغط العصبي لدى المستثمرين الناتج عن اتخاذ القرارات الاستثمارية([4]).

أمام هذه المزايا التي توفرها (هـ ت ج ق م) للمستثمرين مهما كان حجمهم يتوضح الدور الهام الذي تلعبه كمتدخل في عملية الاستثمار المالي، فهي إحدى المتخصصين في مجال توظيف القيم المنقولة التي تعمل على تقديم أجود الخدمات والخبرات والتوجيهات مقابل عمولة يدفعها المستثمر المستفيد منها، فتحقق من جهة الربح لها والربح للمستثمر من جهة أخرى فهو الراغب في الحصول على تمويل للمشاريع الاستثمارية أو المرافقة السليمة والتسيير المحترف باتخاذه القرارات الصائبة في سوق البورصة بناء على مرافقة هاته الهيئات له.

1- وثيقة صادرة عن (ل ت ع ب م) بعنوان الاستعلام عن هيئات ت ج ق م، المرجع السابق.

2-ALAIN PITHON-KARIM ZINE EDDINE, Communication à l'occasion de la deuxième Edition de colloque du conseil scientifique de la COSOB « financement de la PME ET LA CROISSANSE » CAS DE LA FRANCE, Alger, septembre2015, p09.

3 - JEANTIN Michel, « Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) » Juris-Classeur : Banque et crédit, Fascicule 981, Edition Juris-Classeur, Paris 1986, pp 2 – 3.

4- صناديق الاستثمار ما هي..وكيف تعمل؟، مقال الكتروني صادر بتاريخ17 اكتوبر2011، منشور على الموقع، www.albawaba.com تاريخ الزيارة2019/01/30.

2-بيان فعالية صناديق الاستثمار على بورصة الجزائر.

تعد صناديق الاستثمار إطارا قانونيا وتنظيميا مأمون بالنسبة للمستثمرين الراغبين بالاستثمار في القيم المنقولة والمكتتبين في قيمها إذا لعبت دور مصدر، وذلك راجع إلى توفير آلية المراقبة والرقابة التي تمارسها عليها اللجنة([1]). لذا ولمعرفة مدى فعالية عمل صناديق الاستثمار في بورصة الجزائر ارتأينا استعراض أمثلة عنها، فمن بين أمثلة صناديق الاستثمار المتواجدة بسوق القيم المنقولة الجزائري نجد:

-**شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم"**sicav selim: تم اعتماد الشركة سنة1998 إلا أنّ رأسمال الشركة مازال مقفلا يحوزه فقط المساهمون المؤسسون دون سواهم (البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، الشركة الجزائرية للتأمين). وفي إطار تنشيط هذه الشركة عملت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتقديم توصية إلى رئيس مجلس إدارة الشركة بالقيام خلال الجمعية العامة بتاريخ08 أفريل2010 من أجل تفويض تسيير الشركة إلى مهني مسير يستوفي شروط الكفاءة والنزاهة المتعارف بها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها([2]).

-**مشروع إنشاء شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير:** انطلاقا من منظور دفع حركية بورصة الجزائر وتشجيع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في الجزائر لما لها من مزايا مختلفة يأتي على رأسها توفير السيولة واقتسام المخاطر وسهولة التوزيع والمبلغ الواحد المحدود للأسهم المقرر اكتتابها. قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالتعاون مع برنامج المساعدة للشراكة الأورو متوسطية "MEDA" بالمبادرة بمشروع إنشاء شركة استثمار ذات رأسمال متغير نقدية. واختير البنك الوطني كمكلف بترقية هذا المشروع.

وتم تنفيذ المشروع الذي أثمر عن إعداد ملف اعتماد وكذا تحديد إجراءات داخلية لعمل شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، واستفاد أحد مسيري شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير من متابعة تكوين ذي صلة بالمشروع لدى مسير أُول مالية في فرنسا. ويوجد الملف في الوقت الراهن قيد الدراسة لدى وزارة المالية بصفتها الجمعية العامة المؤهلة للترخيص للبنك العمومي بإنشاء شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير([3]).

1- وثيقة صادرة عن (ل ت ع ب م) بعنوان الاستعلام عن هيئات ت ج ق م، المرجع السابق.

2-Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, « rapport annuel cosob 2010 , p79.

3- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة2005، ص35.

جاء هذا المشروع بعد إنشاء شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم"، لكن الملاحظ أنه حاليا لا تتواجد إلا هذه الشركة كصندوق استثمار، فلا نعلم إن لم تتحصل هذه الشركة التي كانت مشروعا سنة 2005 على ترخيص وزارة المالية أم أنه رخص لها مزاولة النشاط ولم تباشر عملها بعد؟

-صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل FSIE: تم إنشاء صندوق الاستثمار من اجل التشغيل بموجب أحكام قانون الملية لسنة2005 ضمن مواد58 حتى 62 وهو عبارة عن شركة مساهمة ذات رأس مال متغير، يتولى الصندوق مهمة توجيه الادخار الذي يتم جمعه لدى العمال الأجراء نحو مشاريع التنمية الاقتصادية من خلال أخذ مساهمات في شكل اسهم وسندات مساهمة ذات رأس مال متغير، كما يتم توظيف أمواله في القيم المنقولة التي تتوفر فيها ضمانات كافية([1]).

إنّ وجود أمثلة عن صناديق استثمار ناجحة في تحقيق أهدافها، سوف يشجع المدخرين خاصة "صغار المدخرين" الذين لا يملكون الخبرة ولا الجرأة على استثمار أموالهم ببورصة القيم المنقولة. وهو الأمر الذي يتحقق معه زيادة التداول وتطوير سوق البورصة. لكن الواقع العملي ببورصة الجزائر كان مخالفا لتوقعات المشرع الجزائري لدى تقريره إنشاء مثل هذه الهيئات التي أضحت هي الرافد الحديث لسوق القيم المنقولة، فعلى الرغم من تواجد صناديق الاستثمار حتى ولو كانت بعدد ضئيل إلا أنها لم تحقق الهدف المرجو منها.

إذ أنّ الهدف الرئيسي المتوقع لصناديق الاستثمار كهيكل مستحدث يبرز في أنها؛ تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق القيم المنقولة من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتمل انضمامهم إلى سوق البورصة فهي من تقودهم وتحرك أموالهم بفضل خبرتها. كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المتداولة في السوق مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق (إذا لعبت دور وسيط لحسابها الخاص). كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام (إذا كانت في شكل صندوق ذو نهاية مغلقة) مما يعني أن تواجدها في سوق البورصة يضفي تنوعا بالقيم المنقولة المتداولة فيه.

غير أنه في بورصة الجزائر، سجلنا ركود نشاط هؤلاء المتدخلين في الاستثمار بالبورصة (هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أو صناديق الاستثمار) بسبب تعلقه بحجم أداء تداول القيم المنقولة بالبورصة.

1-Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, « rapport annuel cosob »,2010Le même ouvrage,p79.

فلما كان حجم التداول وعدد الشركات المستثمرة ضئيلا انعكس هذا المردود على نشاط صناديق الاستثمار الذي بقي محدودا وبدون فعالية نظرا لقلة الأوراق المالية المعروضة للتداول والصادرة عن الأشخاص المستثمرة هذا من جهة ونظرا لتخوف المستثمرين من دخول عالم البورصة بسبب حداثة تجربة صناديق الاستثمار بالجزائر من جهة أخرى في ظل غياب وغموض القوانين المنشئة لهذا الهيكل. فأي مدخر لن يقدم على استثمار أمواله في سوق البورصة بواسطة صناديق الاستثمار ان لم توفر له الحماية والضمانات اللازمة.

لذا كان ولابد من المشرع الجزائري، ابتكار طرق تحفيزية وتعريفية لعمل هذه الصناديق بتخصيص قوانين مستقلة وواضحة مثلما فعلته باقي تشريعات الدول التي حققت فيه هذه الصناديق تطويرا لاقتصادها وتنشيطا لسوق البورصة عن طريق دورها الفعال في تجميع المدخرات المحلية والأجنبية لاستثمارها في هذا السوق.فقد باتت صناديق الاستثمار تعد إحدى الوسائل الاستثمارية العاملة على تطوير وتحفيز هذا السوق التي تفرض متطلبات الاقتصاد المالي المعاصر على سوق الجزائر مواكبته، وهذا بالنظر إلى الدور الهام المسند إليها من خلال جذب الفئات الاستثمارية المدخرة والشركات ما يحقق معه جذب رؤوس أموال جديدة إلى هذا السوق ما يزيد من حركة تداول القيم المنقولة وتنوعها أمام المستثمرين.

الفصل الرابع

انعكاسات الدور الاستثماري للبورصة.

الفصل الرابع

انعكاسات الدور الاستثماري للبورصة.

تلعب سوق القيم المنقولة دورا هاما في جذب المستثمرين إلى النشاط الذي تنظمه كسوق، حين تقدم لهم جملة من المزايا والضمانات التحفيزية التي تشجعهم على توظيف أموالهم بها وفتح رؤوس أموال شركاتهم على عامة الجمهور. غير أن هذا الدور الاستثماري للسوق ينعكس على ميادين شتى فقد يحقق نتائج إيجابية تارة وقد يحقق نتائج سلبية تارة أخرى، فتتصرف آثاره إلى كل فئات المتعاملين بها وعلى الدولة واقتصادها هي الأخرى.

يظهر دور البورصة على المستثمرين الأفراد وعلى المستثمرين المؤسساتيين بشكل إيجابي من خلال رجوعها بالفائدة على هؤلاء، نظرا لما توفره لهم من تمويل مالي وأهداف أخرى تسمح بترقية نشاط هذه الشركات. فيما يظهر الدور الاستثماري للبورصة على اقتصاد الدولة من خلال تلك الوظيفة التي تؤديها هذه السوق على المستوى الاقتصادي والاستثماري **(المبحث الأول)**.

بمقابل هذه الأهداف التي تحققها الدولة والشركات الاقتصادية المدرجة بسوق البورصة تشكل مسألة عدد الشركات الجزائرية المنضمة إليها أحد أهم المسائل التي يقاس على أساسها درجة تطور سوق البورصة الجزائري من تخلفه، بالإضافة إلى تقدير مدى قدرته على تغطية المكانة التي يشغلها ضمن حيز الاقتصاد الوطني، وهو ما يدفعنا إلى معرفة القطاعات الاقتصادية التي أقبلت على دخول البورصة والإدراج بها فرضيت بفتح رأسمالها بطريقة طرح سندات رأس المال أو في شكل قروض سندية، لذا سنتطرق إلى التجربة الجزائرية لهذه الشركات كفئة مستثمرة بسوق البورصة **(المبحث الثاني)**.

ونظرا لأنّ الدور الاستثماري للبورصة وكما أسلفنا ذكره يثير جانبا سلبيا، يظهر من خلال العراقيل التي تواجه الشركات الاقتصادية الراغبة في الإدراج أو تلك المدرجة بسوق البورصة، فتصعب هذه العوائق على تنوعها عملية استثمار هذه الشركات في نشاط القيم المنقولة. وهي ما يطلق عليه بعراقيل الاستثمار في النشاط البورصي **(المبحث الثالث)**.

المبحث الأول: أثر الدور الاستثماري للبورصة.

قام المشرع الجزائري بإنشاء سوق القيم المنقولة بالجزائر سنة 1993 رغبة منه في تنظيم مجال الاستثمار بالبورصة، بموجب هياكل مؤسساتية تسهر على تنظيم ومراقبة إصدار القيم المنقولة وكيفية التعامل بها بيعا وشراءا، حيث هدف المشرع بذلك إلى تشجيع توظيف المدخرات وتنمية الوعي الاستثماري بزرع ثقافة بورصية بين المواطنين.

حاولت السلطات السياسية ومنذ إنشاء سوق القيم المنقولة بالجزائر تهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات المكتنزة لدى الشعب، وجذبها لتكون ركيزة لصفقات الاستثمار بالقيم في سوق البورصة. حيث أنه وكما أسلفنا الذكر تختلف الفئات الناشطة بسوق البورصة إلى أشخاص عارضة للأموال وراغبة في توظيف أموالها، وأشخاص أخرى طالبة للأموال من أجل استكمال مشاريعها الاستثمارية.

لا يقتصر دور البورصة الجزائرية على تهيئة بيئة للاستثمار المالي المحرك للاقتصاد الوطني من خلال تطوير الأدوات والمنتجات الاستثمارية الجديدة وتحديث القائم منها، بل يمتد ليشمل العمل على تحقيق الأهداف المتباينة للفئات التي تتواجد بسوق البورصة.

يتجلى الدور الهام الذي تلعبه سوق البورصة في توظيف المدخرات الفائضة وامتداد أثر هذا التوظيف إلى تحقيق أهداف المستثمرين الأفراد والمؤسساتيين **(المطلب الأول)** وتحقيق أهداف الدولة من خلال اقتصادها الوطني **(المطلب الثاني)** بما يعود بالنفع عليهم.

المطلب الأول: الأهداف الاستثمارية المحققة بالنسبة للمستثمرين.

يلجأ الفرد المتوفر على الملاءة المالية إلى استثمار أمواله الفائضة في شكل اقتناء لأسهم وسندات صادرة عن شركات اقتصادية مدرجة في سوق القيم المنقولة، فنتيجة لعجز هذه الأخيرة تلجأ هي الأخرى إلى هذا السوق لعلها تجد ضالتها من التمويل الضروري الذي تحتاجه. فمن هنا يبرز الدور التبادلي والازدواجي الذي تلعبه سوق البورصة في تحقيق أهداف المستثمرين أفرادا كانوا أو مصدرين مؤسساتيين.

لن نتطرق في هذا المطلب إلى الأهداف والدوافع التي تجعل الفرد المدخر يقدم على توظيف أمواله بسوق البورصة الجزائرية([1])، على الرغم من العوائق والمخاطر التي تحيط بمثل هذا النوع من

1- يقوم المدخر الذي يستثمر أمواله بشكل شراء للقيم المنقولة المتمثلة في الأسهم والسندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، وهو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد والأرباح المتعلقة بهذه القيم، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة/ رياض جدار، واقع ودور بورصة الجزائرية في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر-المعوقات والحلول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد08، العدد01، 2017، كلية الاقتصاد، جامعة البليدة2، ص34.

الاستثمارات، فلا نبرز كيفية استثماره أو الهدف الذي يجعله يقدم على مثل هذه الاستثمارات تفاديا للتكرار الذي نقع فيه جراء ذلك، فقد أبزرنا آنفا كيفية استثمار الفرد لمدخراته، في المبحث الخاص بالأشخاص المستثمرة في سوق البورصة الجزائري.

لذا سنولي الاهتمام كله إلى المستثمر المؤسساتي(الشركات) بالنظر إلى الأهداف الهامة التي تجعلها تُقبل على فتح رأسمالها لعامة الجمهور، فيمكن رد لجوء هذا المستثمر المؤسساتي لسوق البورصة إلى رغبته في تغطية العجز التمويلي كدافع رئيسي من وراء ذلك **(الفرع الأول)**، بالإضافة إلى وجود دوافع تهدف إلى ترقيته وترقية عمله تصنف كدوافع ثانوية للجوء المستثمر المؤسساتي إلى البورصة **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: الدافع الرئيسي للجوء المستثمر المؤسساتي إلى البورصة.

تقوم سوق القيم المنقولة بدور فعال من جانب تأديتها للوظيفة التمويلية، فهي تلك الميزة الأساسية التي تدفع بالشركات والمؤسسات للجوء إلى سوق البورصة من أجل تغطية العجز المالي الذي يعانون منه. فهنا تظهر أهمية التمويل بالنسبة للشركات**(أولا)**، فتعتمد هذه الشركات المصدرة للحصول على هذا التمويل الضروري لمواصلة حياتها الاقتصادية على صور للتمويل تختلف بالنظر إلى القيم المنقولة التي تطرحها**(ثانيا)**.

أولا–أهمية التمويل بالنسبة للشركات.

ينبغي علينا توضيح مفهوم التمويل عبر البورصة قبل تبيان الأهمية التي يلعبها في تحقيق أهداف متخذي قرار الاستثمار بهذا السوق، "فيأخذ هذا التمويل مفهوم الآلية التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، وبذلك فإن السوق التمويلية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية وتملك القدرة على الاستثمار"([1]).

كما يعرّف التمويل بأنّه يحمل معنيين: التمويل بالمفهوم العام، هو التدابير اللازمة للقيام بالنشاط الاقتصادي، فتعتمد المشروعات والشركات في الأساس على مواردها الذاتية لتمويل أنشطتها الاقتصادية، فإذا لم تفي بذلك اتجهت تلك الشركات إلى غيرها ممن يملكون فائضا من الأموال لسد هذا العجز([2]). أما

1– وليم عاطف اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجمعية، الإسكندرية،2005، ص03.

2– أشرف محمد دوابة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، مجلة البحوث الإدارية أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، المجلد24، العدد4، أكتوبر2006، ص102.

المعنى الخاص للتمويل فهو يرتبط بنقل القدرة التمويلية من فئات الفائض المالي إلى فئات العجز المالي. فقد يكون هذا النقل للقدرة التمويلية بين مشروع وآخر، كما قد يتدخل بينهما وسيطا ماليا كمؤسسات التمويل([1]).

وهناك من يعرّف التمويل على أنه: تلك الوظيفة الإدارية في أي شركة تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياطات اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة بما يساعد على تحقيق أهدافها، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين والدولة والمستهلكين([2]).

وعليه، مهما اختلفت التعريفات التي قيلت حول عملية التمويل، إلا أنها تتفق جميعها حول الدور الفعال الذي تؤديه على مستوى جميع المجالات الاقتصادية، "إذ بدونه لا يقوم أي مشروع استثماري في أي بلد، فمهما تنوعت المشاريع المقامة في أراضي الدولة فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو بناءا على سياسة تنموية تخطط لها وترسم برنامج احتياجاتها وقدراتها التمويلية"([3]).

يرجع سبب اعتماد المستثمرين المؤسساتيين على التمويل عبر سوق القيم المنقولة إلى عجز الدولة عن تمويل المشاريع الاستثمارية التي يقومون بها، اذ تحتاج مثل هذه المشاريع الضخمة في الغالب رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر في خزينة الدولة، كما أنه قد تقف البنوك العمومية عاجزة أمام طلبات التمويل نظرا لعدم قدرتها على توفير التمويل متوسط وطويل المدى لعدة أسباب منها: مشاكل التعرض لمخاطر التضخم، أو ضعف الضمانات المقدمة من طرف طالبي التمويل.

تنبع أهمية التمويل بالنسبة للشركات والمؤسسات المدرجة بسوق البورصة من أهمية هذه الشركات ذاتها وتأثيرها على الاقتصاد الوطني، فهي أصل النشاط الاقتصادي وأساس الإنتاج، نظرا لقدرتها على حل الأزمات الاقتصادية وتنمية السوق الاقتصادي إذا تم الاعتماد عليها وعلى سوق البورصة كحلول.

إنّ حصول هذه الشركات العاجزة ماليا على المال المطلوب من سوق البورصة سيؤدي إلى مواجهة مشكلة البطالة، وتحديث الصناعة، وانشاء التنافس والتكامل بين هؤلاء المتعاملين الاقتصاديين، بالإضافة

1- المرجع نفسه، ص102.

2- بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان،2013/2012 ص02.

3- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر،2015/2014، ص28.

كذلك إلى تضييق فجوة الادخار والاستثمار، وزيادة حجم الصادرات، مما سينعكس إيجابا على ميزان المدفوعات ويساهم في استقرار العملة الوطنية والاقتصاد الوطني([1]).

تطورت العلاقة بين الأسباب التي تدفع بالشركات للانضمام إلى سوق البورصة وبين الأهداف الإيجابية التي تحققها هذه الشركات بالنظر إلى الإشكالات التي تعترض حياة هذه الشركات أثناء مسارها الإنتاجي على مستوى المجال الاقتصادي.

يعمل سوق البورصة على تحويل المدخرات السائلة وتوجيهها من المستثمرين المدخرين إلى الشركات المصدرة للقيم والعاجزة ماليا، حيث يمارس هذا السوق الوظيفة التمويلية في مجال التمويل الاستثماري طويل الأجل، فتختلف بذلك عن تمويلات البنك قصيرة الأجل([2]). كما يوّفر سوق البورصة مساحة اقتصادية واستثمارية جاهزة لاستقبال جل أنواع الاستثمارات المباشرة ذات المدى الطويل، عند إقدام الشركات على إبرام صفقات استثمارية موضوعها القيم المنقولة.

يحتوي سوق البورصة الجزائري وعلى غرار البورصات الأخرى نوعين من الشركات، كما سبق بيانه في المبحث الخاص بالأشخاص المستثمرة، فهو مخصص لإدراج شركات المساهمة ذات الرساميل الضخمة إلى جانب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. هذا التقسيم يسمح لنا بتبيان اختلاف الوظيفة التمويلية التي تمارسها البورصة بالنسبة للشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك حسب ما يلي:

-**تمويل شركات المساهمة ذات الرساميل الضخمة:** تحافظ الشركات الاقتصادية كبيرة الحجم على حياتها في النشاط الذي تمارسه، نتيجة اعتمادها على التمويل الذاتي إذا أعادت توسيع نشاطها وهيكلتها بفضل فائض نشاطها وما تتحصل عليه من أرباح، لكنها قد تفشل في تحقيق هذا النوع من التمويلات في حالة ما إذا لم تحقق أرباحا أو كان فائض النشاط غير كاف. وعلى هذا تضطر الشركات إلى التفكير في سياسة تمويلية جديدة تخدم مصالحها وفقا لأقل الأضرار والمخاطر، ما يجعلها تبحث عن بدائل تمويلية لتلبية احتياجاتها التي تفوق مواردها أو القيام بنشاطات اقتصادية جديدة أو توسيع ما هو قائم منها.

يأتي على رأس هذه البدائل التمويلية التفكير بالدخول إلى سوق البورصة لتغطية العجز التمويلي الذي تعاني منه، وذلك على اعتبار أن هذا السوق أحد المصادر التمويلية الحديثة نسبيا على المجتمع الجزائري غير المثقف بثقافة توظيف المدخرات واستثمارها بسوق البورصة.

---

1 – أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص102.

2– سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي،2014، ص ص204–207.

يحق لشركات المساهمة ذات الرساميل الضخمة فتح رأسمالها للجمهور المكتتب إما بالقيد في سوق البورصة أو دونه، غير أنه عادة ما تلجأ هذه الشركات ولتفادي طرح أسهمها إلى طرح سندات دين ذات أجل طويل من أجل توفير التمويل الضروري لمشاريعها.

يقتني الجمهور المكتتب القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة المقيدة في سوق البورصة بكل أريحية واطمئنان، إذ يفترض أن يكون الإقبال على اقتناء قيم الشركات المدرجة بالبورصة أكبر من قيم الشركات غير المدرجة([1])، وهذا بسبب أن هذه الشركات تنشر حساباتها وكشوفها المالية كشرط من شروط القيد وهو ما يعد نوعا من الاعتراف لهذه الشركات بقدرتها وملائتها المالية، التي تضمن ربحيتها([2]).

وعليه، كلما اطمئن الجمهور المدخر لوضع الشركة المقيدة بسوق البورصة، أقبل على اقتناء القيم المنقولة التي تصدرها بكل ثقة، الأمر الذي يسهل عملية توجيه أموالهم المدخرة وتوظيفها في هذه القيم. وهو ما يتحقق معه توفير التمويل الخارجي الذي تحتاجه الشركة لمواصلة أو إنشاء مشاريع استثمارية تخدم الاقتصاد الوطني.

-**تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** تعمل الدولة الجزائرية على تحقيق التنويع الاقتصادي في إطار الاستراتيجية التي تعوّل عليها من أجل فك التبعية الحتمية لواردات النفط، من خلال تشجيعها لاستثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جل القطاعات وعلى وجه الخصوص الاستثمار بالبورصة.

يرجع هذا الهدف إلى اقتناعها بالدور الفعال الذي تلعبه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كإحدى نتائج التنويع الاقتصادي([3]) الذي يسمح بتنويع هيكل الإنتاج وإنشاء قطاعات جديدة مولدة للدخل، بحيث ينخفض بفضل هذه المؤسسات الاعتماد الكلي على إيرادات القطاع الرئيسي في الاقتصاد الجزائري ألا وهو القطاع النفطي.

1- رابح حريزي، مرجع سابق، ص41.

2- رياض جدار، مرجع سابق، ص34.

3- يعرّف التنويع الاقتصادي على أنه: تقليل الاعتماد على المورد الوحيد والانتقال إلى مرحلة تمتين القاعدة الصناعية والزراعية وإنشاء قاعدة إنتاجية، وهو ما يعني بناء اقتصاد وطني سليم يتجه نحو الاكتفاء الذاتي في أكثر من قطاع/ محمد بوطلاعة، نعيمة بن دبيش، ميكانيزمات تفعيل التنويع الاقتصادي في الجزائر في ظل تداعيات أزمة النفط-إمكانية الاستفادة من تجارب دولية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد02، أفريل 2018، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد طاهري، بشار، ص300.

لا تكفي مصادر التمويل الداخلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الغالب لسداد كل احتياجاتها في مراحل حياتها المختلفة، "كما أنّ البعض من مموليها قد يفرض عليها التزامات غير مرغوب فيها خاصة في الأحوال التي تقدم فيها البنوك التجارية القروض لهذه المؤسسات الصغيرة، فإنها غالبا ما تطلب ضمانات مبالغ فيها لا تتوفر في هذه الشركات الناشئة، إضافة إلى رفع سعر الفائدة لتتلاءم مع المخاطرة التي يتحملها المصرف بما يزيد التكاليف في الشركات الناشئة"([1]).

ولتفادي كل هذه المشاكل باتت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تعتمد في تغطية احتياجاتها الاستثمارية وتدعيم رأس المال العامل على مصادر تمويلية أخرى غير البنوك، يأتي على رأسها سوق البورصة الذي يعتبر مصدر تمويلي خارجي. "حيث تلجأ هذه المؤسسات إلى هذا التمويل الحديث بقصد مواجهة المشاكل والصعوبات التي تعرقل حياتها الإنتاجية وتعيق طموحاتها في النمو والتجديد بالأخص في مرحلة الانطلاق، وذلك لاصطدامها بالعديد من المشاكل التمويلية الراجعة أساسا لمحدودية بدائل التمويل المتاحة أمامها مما يؤدي إلى ضعف نموها وعدم القدرة على تخطي الخطوات الأولى في السوق"([2]).

لأجل هذا، سارعت الدولة إلى إنشاء سوق خاص بالسندات التي تطرحها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للجمهور المكتتب الذي يقصدها بغرض اقتناء القيم المنقولة المطروحة وتحقيق الربح. "اذ تعد هذه السوق البديلة أحد الآليات التي كُرست لتنشيط سوق البورصة وزيادة مساهمته في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل المشاريع الاستثمارية لهذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والاحتياجات الاقتصادية الوطنية"([3]).

يعد التمويل المنتظم من أساسيات إنشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، إذ تحتاج هذه المؤسسات كما هو معروف إلى أدوات التمويل طويل الأجل لشراء الآلات والمعدات وغيرها

1- خالد إدريس، مرجع سابق، ص63.

2- شوقي جباري، مصطفى قمان، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-مع الإشارة إلى حالة الجزائر-مجلة التنظيم والعمل، العدد05، سنة 2014، جامعة معسكر، ص02.

3 -Sahnoun Djamel Eddine, le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME-le cas de la Tunisie, Revue des économies nord africaines, n°6,2009, université hassiba benbouli, chelf, p85.

من الأصول الثابتة، كما تحتاج إلى أدوات التمويل قصيرة الأجل لا سيما القروض لتغطية احتياجاتها من المواد الأولية وأجور العاملين وغيرها من مصاريف الاستغلال المعروفة([1]).

ومن ثمة يسعى هذا النوع من الاستثمارات أو الدخول إلى البورصة لتوفير العديد من المزايا ألا وهي: رفع رأس المال، اكتساب الشهرة ورفع عدد الشركاء بها بالإضافة إلى تحقيق سيولة عالية، حيث تمثل هذه الأخيرة أهم هدف تصبو المؤسسة العاجزة ماديا لتحقيقه.

ثانيا–صور تمويل الشركات عبر البورصة.

تلعب عملية التمويل دورا فعالا في إنقاذ حياة الشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الانهيار وعدم القدرة على مواصلة نشاطها في السوق الاقتصادي، الأمر الذي يجعلها تقصد سوق البورصة للحصول على التمويل الخارجي من أجل تغطية" احتياجاتها الكثيرة من تمويل عمليات التوسع والتحسينات التي تنوي الشركة القيام بها، والتي يمكن إدراجها في شراء الآلات والمعدات والمباني والأصول والاستثمارات طويلة الأجل على مصادر التمويل طويلة الأجل"([2]).

يمكن إسناد صور عملية التمويل إلى عدة اعتبارات؛ تتنوع بحسب القيم المنقولة التي تستعملها الشركات لدى انضمامها إلى سوق البورصة (التمويل بالأسهم، التمويل بالسندات)، أو بحسب أشخاص العلاقة المتدخلين في عملية التمويل (التمويل المباشر، التمويل غير المباشر). ويجدر الإشارة إلى أن المشرع الجزائري لم يصنف أنواع التمويل الذي تحصل عليه الشركات المدرجة إلى البورصة بل هي أنواع يعترف بها الفقه، نحاول أن نبينها وفقا لما يلي:

1–صورة التمويل بحسب القيم المنقولة المستعملة.

يتم إسناد هذه الصورة إلى عملية التمويل بالنظر إلى القيم المنقولة التي تستعملها الشركات المصدرة لها عند طلبها للتمويل بانضمامها إلى البورصة، " فيعتمد التمويل هنا إما عن طريق إصدار أسهم عادية أو ممتازة، فيعتبر من قبيل المشاركة في رأس المال، أو عن طريق التمويل بإصدار السندات فهو تمويل بالمديونية على المدى الطويل"([3]).

1– عبد الله غالم، حنان سبع، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مداخلة بالملتقى الوطني المعنون ب: واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يومي 06/05ماي2013، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، ص08.

2– سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص31.

3– الشريف ريحان ، إيمان بومود، مرجع سابق، ص05.

تأخذ صورة التمويل بحسب القيم المنقولة نوعين بناءا على فتح هذه الشركات الكبرى أو الصغرى رأسمالها عن طريق طرح سندات رأس المال(أسهم) أو سندات دين، ولأكثر تفصيل في هذه الصورة نقسم الفكرة إلى التالي:

أ-التمويل بالأسهم.

يأخذ هذا النوع من التمويل شكل فتح الشركة لرأسمالها للجمهور عبر الاكتتاب في سندات رأس المال دون سندات الدين([1])، حيث يبادر رؤساء هذه الشركات مهما اختلف حجمها إلى اتخاذ قرار الاستثمار بالبورصة وطرح الأسهم من أجل بيعها وتوفير السيولة التي يحتاجونها عند بداية المشروع الاستثماري إذا كانت المؤسسة في طور الإنجاز أو يهدفون إلى رفع رأسمالها وإنعاش الإنتاج ودرء خطر إفلاس المؤسسة أثناء حياتها.

تتمتع الشركات التي تطلب تمويلا من سوق البورصة على أساس اتباع طريقة التمويل بالأسهم بمزايا، حيث تقدم هذه الأسهم وخاصة منها العادية امتيازات من ضمنها: "عدم التزامها بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تحقق الشركة فيها أرباحا من النشاط، بالإضافة إلى أنّ إصدار المزيد من الأسهم العادية يقلل من الاعتماد على الأموال المقترضة من البنوك، ما يؤدي إلى زيادة القدرة الإقراضية للشركة في المستقبل وخفض المخاطر المتعلقة بالاقتراض"([2]).

ب-التمويل بالسندات.

تصدر الشركات بمقتضى هذه الصورة من التمويل وبناء على ذلك سندات الدين دون سندات رأس المال، فتكون بذلك مدينة للجمهور المستثمر الذي يقتني سندات الدين المنصوص عليها قانونا والمقيدة في سوق البورصة وفقا للشروط المفروضة عليها، "ويعتبر هذا النوع من التمويل الخارجي أحد أنواع الاستثمارات طويلة الأجل بالنظر إلى أجل استحقاق الجمهور المكتتب لدينه"([3]).

1- لم يسمح المشرع الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بطرح سندات الدين(حسب ما قضت بها المادة46-6 من النظام 12-01) للاكتتاب فيها من قبل الجمهور وذلك بسبب تخوفه من عدم قدرتها على سداد ديونها اتجاه الجمهور المقرض في الآجال المطلوبة، خاصة وأنها مؤسسة واعدة تحتاج إلى ترقية فكيف يخاطر بالجمهور المكتتب في سندات الدين ويرهن أمواله بنجاح استثمار مؤسسة فتية قيد الإنشاء والنشاط في السوق.

2- خالد إدريس، مرجع سابق، ص40.

3 - خالد إدريس، مرجع سابق، ص39.

2-صورة التمويل بحسب الأشخاص المتدخلين.

يمثل هذا النوع من التمويل هو الآخر أحد صور التمويل الخارجي، غير أنه يختلف عن الصورة الأولى على اعتبار أنه ينظر في العملية من ناحية الأشخاص المتدخلين فيها، فقد يتم بين المستثمر والمصدر فقط أو قد يتم على شكل علاقة ثلاثية تجمع المستثمر والمدخر بواسطة الوسيط المالي، وهذا وفقا للتالي:

أ-التمويل المباشر.

أسلفنا الذكر بأن الشركات المصدرة عند حاجتها إلى الأموال تلجأ إلى طلب التمويل الخارجي الذي توفره سوق القيم المنقولة، لكن طريقة التمويل تختلف بحسب الأشخاص المتدخلين بها، حيث تتخذ شكل التمويل المباشر في العلاقة القائمة بين المقترض(الشركة) والمستثمر(المدخر) دون تدخل أي وسيط مالي.

تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي بواسطة تنفيذ هذا التمويل المباشر على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض عن طريق الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار مستخدمي الأموال (وحدات العجز المالي) أوراقا مالية مباشرة للوحدات ذات الفائض المالي(المقترضين) بدون وساطة أيا من المؤسسات المالية، إذ عادة ما يتعهد المدين بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته([1]).

الملاحظ على هذا النوع من التمويلات أنه غير مسموح به في البورصة الجزائرية، بسبب اشتراط المشرع الجزائري على كل من الشركات العاجزة ماليا والمستثمرين المدخرين أن يتخذا وسيطا ماليا يسير محافظهم المالية، ما يجعل العلاقة ثلاثية على عكس التمويل المباشر الذي يأخذ وجه العلاقة الثنائية المباشرة بين المدخر والشركة العاجزة.

ب-التمويل غير المباشر.

يعتمد هذا النوع على الأموال المدخرة وتحويلها إلى قطاعات تحتاج إلى نمو اقتصادي، حيث يعتبر بروز شركات الوساطة المالية أحد الآليات الجديدة المبتكرة لاستفادة الشركات من مدخرات الجمهور، فهي السبب وراء ظهور هذه الصورة التمويلية، باعتبارها الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر.

تساعد شركات الوساطة المالية (وعلى وجه الخصوص صناديق الاستثمار) على التقاء مدخرين الأموال بالشركات العاجزة ماليا، فبمقتضى هذا يتجاوز صندوق الاستثمار دور إدارة المحافظ المالية

---

1 -Robert ferrondier-vincent Koen, marché de capitales et techniques financière 4 éditions, economica, paris, 1997, p21..42 انظر كذلك مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص

والتوسط بين الشركات المصدرة والمدخرين إلى إصدار قيم منقولة غير مباشرة من قبله لصالح المدخر([1]).

الفرع الثاني: الدوافع الثانوية لانضمام المستثمر المؤسساتي إلى البورصة.

لم يأت دخول الشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى سوق البورصة هباء بل وفق استراتيجية تضعها نصب عينيها، فبالإضافة إلى الإدراج بهذا السوق قصد الحصول على التمويل الضروري لإتمام مشاريعها الاستثمارية وإنقاذ حياتها الاقتصادية؛ قد تنضم هذه الشركات من أجل تحقيق أهداف تكيّف على أنها ثانوية بالنظر إلى أهمية دافع التمويل.

يعد تحقيق هذه الأهداف التي تحصّلها الشركات المدرجة بالموازاة مع حصولها على التمويل بمدخرات المستثمرين، أحد الأهداف التي تدفع بها للمخاطرة والمغامرة لدخول هذا السوق، حيث تتعدد هذه الأهداف بحسب الجانب الذي تغطيه من فرص الاستفادة، فقد تنصب على الجانب المالي أو التجاري أو الاقتصادي. ما يجعلنا نحاول التفصيل في هذه الجوانب التي تحصل عليها الشركات بانضمامها إلى البورصة، وهذا بدراستها على سبيل المثال لا الحصر. حيث تسعى الشركات في البورصة جاهدة لتحقيق العديد من الأهداف نذكر من بينها:

أولا–رفع الشركات لرأسمالها.

تساهم سوق البورصة بصفة معتبرة في تمويل الاستثمار بواسطة فتح رأس المال، فهو ما يمثل موردا إضافيا في التمويل المصرفي للاقتصاد وإحدى المزايا المتحصل عليها لصالح الشركات، إذ تعد تقنية فتح رأس المال التي تعتمدها الشركات أحد التقنيات المؤدية إلى رفع رأس المال المؤسس للشركة.

تتحقق هذه التقنية عن طريق طرح شركات المساهمة لرأس المال بنسبة 20% في حالة الشركات الضخمة أو بنسبة 10% في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الجمهور المدخر الراغب في استثمار أمواله بشكل اقتناء قيم منقولة متداولة بسوق البورصة.

يعد دافع رفع رأسمال الشركات أول الأسباب التي تجعل الشركات تقصد سوق البورصة لطرح قيما منقولة تمثل رأسمالها، "فإذا قررت الشركة تطوير نشاطها لترقية مكانتها في السوق، سيتطلب منها ذلك ضخ أموال ضخمة في مشاريعها الجديدة، لكنها قد تعجز عن طريق التمويل الداخلي، فتضطر إلى فتح

1– عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص194.

رأسمالها عن طريق طرح سندات يكتتب فيها الجمهور، سواء كانت سندات دين أو سندات رأس المال"([1]).

فهدف الشركات في رفع رأسمالها وتوسيعه هو أفضل دليل عن رغبتها في كسب شركاء جدد بقصد توسيع قاعدة المساهمين، رغبة منها في الحصول على سيولة نقدية تؤدي إلى رفع رأسمالها المكتتب فيه عند التأسيس. وعليه، يؤدي انضمام المستثمرين كشركاء إلى شركات المساهمة المدرجة بسوق البورصة إلى زيادة مقدار رأس المال الذي تأسست به الشركة، "وهو ما يحقق لها الحصول على الأموال الخاصة وبالتالي تغيير هيكلة رأس المال من أجل الوصول إلى الهيكلة المثلى"([2]).

ثانيا-تحسين أداء الشركات ونموها.

اتجه المشرع الجزائري من خلال السماح بإدراج شركات المساهمة الضخمة والصغيرة منها، كالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى تكريس فكرة تسهيل نمو هذه الشركات وترقيتها، إذ يعتبر منع هذه الشركات من إصدار سندات الدين كطريقة لطلب التمويل أحد وسائل الحماية المقررة بوجه خاص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وفي المقابل من هذا المنع سمح لها باستعمال طريقة التمويل بطرح الأسهم (سندات رأس المال) من أجل تقوية قدراتها الإنتاجية ورفع رأسمالها، كل هذا من أجل تحقيق هذه المؤسسات لنموها بواسطة سوق البورصة، فإلى حين نموها وتلائمها مع شروط السوق الرئيسية الذي تنشط به شركات المساهمة الضخمة، سمح لها بتغيير سوق المخصص لها في إشارة من المشرع الجزائري إلى مرافقة ورعاية هذا النوع من المؤسسات منذ إدراجها في البورصة إلى غاية نموها وتحسين قدراتها وأدائها.

تهدف أي شركة تنضم إلى سوق البورصة وكما سبق الإشارة اليه أعلاه لأنّ توفر التمويل الضروري لاحتياجاتها، فيسمح الإدراج لهذه الشركات بأن تحسن صورتها في السوق الاقتصادي الوطني، ما يجعلها تحقق أرباحا وزيادة في أدائها كلما توافرت بعض العوامل، منها: تحقيق الربح جراء طرح قيمها المنقولة التي قد تعرف صعودا ونزولا في قيمتها في الوقت نفسه بسبب التغيرات التي تفرضها متطلبات العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى حصولها على عامل التنافسية نظرا لأنّ نشاط الشركة يقوم على المنافسة التامة طالما أن بيع وشراء الأوراق المالية يتم عند مستويات أسعار متفاوض

1- نوارة حمليل، الاكتتاب في رأسمال شركة الأسهم، مداخلة في ملتقى وطني حول النظام القانوني للشركات بين التشريع والتطور التكنولوجي، يومي19 و20 ماي2014، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تيزي وزو، ص01.

2- نور الدين كروش، مرجع سابق، ص62.

عليها في تسعيرة البورصة. فيعد تحسين أداء عمل الشركة والاهتمام بالجانب التنافسي وتحقيق الإيجابي من أهدافها أحد الدوافع الثانوية لانضمام الشركة إلى البورصة.

ثالثا–تصحيح المركز المالي للشركات.

تعتبر بورصة القيم المنقولة أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقعها، من خلال الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي([1])، والعكس صحيح فكلما عرفت أسعار القيم المنقولة التي تطرحها الشركات المدرجة ارتفاعا كانت أكثر جاذبية لأعداد المستثمرين وتحفيزا لهم للمبادرة إلى اقتناء تلك القيم.

تتضح وظيفة البورصة في تصحيح المركز المالي للشركات الاقتصادية التي تتداول قيمها المنقولة بها، من خلال عدد الصفقات الاستثمارية بها ومدى نجاحها في جذب الجمهور المستثمر المشتري لها. حيث تعد سوق البورصة كمرآة تعكس مدى ملائمة الوضعية المالية والاقتصادية لهذه الشركات كفرص استثمارية تصب في مصلحة المستثمرين.

وفي مقابل هذا قد تفشل بعض الشركات المدرجة بسوق البورصة في تحقيق الأرباح جراء عدم نجاح صفقات القيم المنقولة التي تطرحها، الأمر الذي يجعل المستثمرين يفرون منها وينفرون منها، فتضطر إلى "إجراء بعض التعديلات في سياستها أملا في تحسين مركزها عن طريق تطوير تقنيات التسيير"([2]) كي لا تنسحب من سوق البورصة أو تخسر مشاريعها الاستثمارية.

رابعا–الحصول على الربح.

يعد هدف الحصول على الربح أحد الدوافع الهامة لانضمام الشركات إلى سوق البورصة مهما اختلف حجمها وصفتها، فقد تكون شركة مساهمة مصدرة للقيم أو مؤسسة صغيرة أو متوسطة أو حتى شركة وساطة مالية، كل هؤلاء المستثمرين المؤسساتيين دفعهم هدف تحقيق الربح إلى دخول هذا السوق رغم ما يحتويه من مخاطر.

وعليه، يبقى الاستثمار بالبورصة يوفر هدفين أو مصلحتين لكل الأطراف **فالمؤسسة المصدرة** للقيم المنقولة تطرح رأسمالها عند عجزها عن توفير التمويل المناسب لمواصلة حياتها الإنتاجية، في مقابل **المستثمرين** المشترين للقيم الذي يسارعون إلى استثمار مدخراتهم واقتناء القيم لدخول في حصة معينة من

1– محمد أيمن عزت الميداني، تطور أسواق الرأسمالية في سوريا، المركز السوري للاستثمارات والأبحاث في إدارة الاعمال،2002.

2– عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص206.

رأسمال الشركة المصدرة لاكتساب حقوق الشريك وتحقيق الأرباح عند نجاح المشروع الاستثماري للمؤسسة، كما ويحقق **وسيط عمليات البورصة** الربح جراء تسييره للمحافظ المالية للمستثمرين إثر تلقيه للعمولة، إذ يكيّف عمله بأنه عملا تجاريا، أو بصفته مستثمرا عندما يقوم بتسيير حافظة مالية لحسابه الخاص بعقده صفقات استثمارية لمصلحته.

خامسا-زيادة شهرة الشركة.

يرتبط إقبال الشركات بالانضمام إلى سوق البورصة مهما اختلفت أحجام هذه الشركات ومهما تنوعت النشاطات التي تغطيها في السوق الاقتصادي بمدى قدرتها على تحقيق أهدافها المسطرة، كالسعي على جذب المستثمرين إليها وفتح رأسمالها من أجل تدعيم شهرتها والتعريف بمنتجاتها محليا ودوليا، مما يزيد من جودة المنتجات والخدمات.

يسمح دخول الشركات إلى البورصة بالانفتاح على المحيط الاقتصادي، حيث يعتبر قيد الشركات بالبورصة أحد الوسائل الإعلامية والتعريفية التي ترفع من شهرتها وسمعتها في أوساط المستثمرين وأوساط المتعاملين الاقتصاديين، "كما يدعّم الانضمام إلى سوق البورصة صيت الشركة خاصة بزيادة مصداقيتها والثقة فيها وتحسين صورتها على المستوى المحلي والدولي"([1]).

وعليه، يتضح أهمية دور البورصة على الشركات المدرجة من خلال أن هذا السوق يوفر لها حضورا إعلاميا مستمرا من شأنه تنمية شهرتها ومصداقيتها بتحسين صورتها، التي تسمح بتيسير العلاقات التجارية لهذه الشركات بالمؤسسات التي تتعامل معها يوميا من بنوك وإدارات وموردين...الخ[2]. حيث يمكن لشهرة المؤسسة أن تزداد عندما تكون قيمها مقبولة في البورصة، حيث أن الدخول والقبول في البورصة يقوي مصداقية الشركة تجاه الغير، فتصبح معروفة أكثر لدى الجمهور، وسعر السهم فيها تصبح لديه قيمة مرجعية للمتدخلين في السوق([3]).

سادسا-التقييم الدائم للشركة.

من بين الأدوار التي تلعبها بورصة القيم المنقولة في ظل انضمام الشركات إليها، المساعدة في توفير التقييم الدائم للشركة، أين تخضع أصول الشركة المدرجة في البورصة إلى عملية تقييم مستمرة مما يسهل عمل دائنيها في معرفة الوضعية المالية لهذه الشركات([4]).

1- نور الدين كروش، مرجع سابق، ص62.

2- المرجع نفسه، والصفحة نفسها.

3- فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص42.

4- نور الدين كروش، المرجع سابق، ص62.

تعتبر البورصة آلية هامة لتسعير وتقييم الشركات، حيث تتدفق بها المعلومات عن أوضاع الشركات بصفة مستمرة تخدم المتعاملين بهذا السوق وتطوره هو في حد ذاته بفعل ما توفره من كفاءة وترقية نتيجة لتوافر المحللين الماليين والمستثمرين المحترفين به([1]).

يمثل هذا التقييم ونشر الكشوف المالية لهذه الشركات كشرط لقبول قيدها، يمثل أحد الوثائق الهامة التي يتطلب من مسؤولي الشركات تقديمها لعامة الجمهور المدخر الراغب باستثمار أمواله في القيم المنقولة الصادرة عنها من أجل اتخاذ قراره الاستثماري.

لذا يبقى هذا التقييم الدائم قبل وبعد القيد يلعب أهمية في مساعدة المستثمرين ودائني الشركة في معرفة حالتها المالية قبل التعامل معها. إضافة إلى أنّ هذا التقييم الدائم للشركات المدرجة بالبورصة يسمح بفرض أنواع الرقابة المناسبة عليها.

سابعا-الاستفادة من الحوافز التشريعية.

تدفع رغبة الشركات في الاستفادة من الضمانات والتشجيعات التشريعية والحكومية الممنوحة من قبل الدولة للشركات المدرجة في سوق البورصة نحو منح إعطاء دفع لترقية هذا السوق الاستثماري، بهذه الشركات الاقتصادية وعلى اختلاف حجمها أمام الترويج الإعلامي والمعلوماتي لها السوق إلى ولوج هذا السوق على الرغم من المخاطر والعوائق التي تعتريه.

فالدخول إلى البورصة يسمح للشركات في الكثير من الأحيان بأن تستفيد من وضعية جبائية خاصة وجيدة، مع إمكانية منح لها قروض بتكلفة مناسبة، إذا ما قورن ذلك مع الاقتراض من الخارج لآجال قصيرة أو متوسطة والذي يكلف الدولة أعباء باهضة خاصة مع ارتفاع أسعار الفوائد عليها([2]). فمثلا، يسمح دخول الشركات إلى البورصة بالاستفادة من وضع ضريبي خاص ومفيد على عكس وضع الشركات غير المدرجة فيه، حيث تستفيد هذه الشركات وكما سبق الإشارة اليه من تخفيضات ضريبية مغرية، وفي المقابل فإن بيع المساهمين القدامى لحصصهم في رأس المال يكون معفى من كل أنواع الضرائب([3]).

1- عاشور حيدوشي، سعدية حديوش، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد "دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم 02 أفريل2018، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، ص131.

2- نور الدين كروش، مرجع سابق، ص62.

3- المرجع نفسه والصفحة نفسها.

المطلب الثاني: الأهداف الاستثمارية المحققة بالنسبة للدولة.

تتطلب مقتضيات استكمال مسيرة تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة توفير الاهتمام بجل المجالات التي تُدّعم هذا الاقتصاد، يأتي مجال الاستثمار البورصي على رأس المجالات التي توفر رؤوس أموال مجمعة في مكان واحد باعتبارها مصدر تمويلي للمشاريع الاستثمارية التنموية التي تخدم الدولة.

تُبنى الأهداف الاستثمارية التي يحققها سوق البورصة الكائن في إقليم الدولة، على الدور الذي يلعبه هذا السوق بما فيه من متعاملين ومستثمرين في تنشيط الاستثمارات الوطنية التي تدفع بعجلة الاقتصاد الوطني، حيث سنسلط الضوء في هذا المطلب على الأهداف التي تحققها الدولة الجزائرية جراء انضمام الشركات الاقتصادية إلى سوق البورصة لمعرفة مدى تأثيرها على النشاط البورصي وعلى المجال الاقتصادي ككل.

ففي إطار السياسة التي اعتمدتها الدولة الجزائرية في تحسين مناخ الأعمال، والتي تسعى إلى العمل على ازدهار المؤسسات كونها العصب النابض في الاقتصاد الجزائري، يمكن إبراز أهمية سوق البورصة كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار، الأمر الذي يحقق معه ترقية للاقتصاد الوطني للدولة، فبناء على هذا يتضح جليا الدور الاستثماري للبورصة من خلال الوظائف التي تفسر وجوده وأهميته، فقد تتعلق هذه الوظيفة تارة بالاقتصاد الوطني **(الفرع الأول)** أو بالاستثمار البورصي تارة أخرى **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: الوظيفة الاقتصادية لسوق البورصة.

تبزر الوظيفة الاقتصادية لسوق البورصة من خلال اضطلاعها بمجموعة من المهام الحيوية التي تعود بالنفع على الاقتصاد الوطني للدولة، إذ لطالما ارتبط سوق البورصة بمؤشر تنشيط السوق الاقتصادي للدول وترقية حجم استثماراتها. سنحاول في هذا الفرع تبيان الدور الاقتصادي لسوق البورصة، أي معرفة مدى مساهمة سوق البورصة في تطوير الاقتصاد الوطني في ظل انضمام الشركات المصدرة إليه.

أولا–المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

تعبر سوق القيم المنقولة عن نجاح التنفيذ المحكم للسياسات الاقتصادية، كونها المرآة التي تعكس مدى تطور الاقتصاديات في البلدان المتقدمة، "بفضل هذه السوق تستطيع الحكومات تنفيذ سياستها النقدية والمالية التي تهدف إلى تحقيق أهداف الاقتصاد الكلية في ظل حالة الاستقرار النقدي والمالي السائدة"([1]).

يساعد تواجد مثل هذه الأسوق كهيكل مؤسساتي اقتصادي ضمن محيط الاقتصاد الوطني على استخدام أدوات غير مباشرة في إدارة السياسة النقدية، "خاصة منها عمليات السوق المفتوحة، في ضوء ما يمثله منحى الأرباح على السندات الحكومية كمصدر للمعلومات حول توقعات السوق بشأن أسعار الربح وتأثيرها في عمليات الإقراض والاقتراض. فهي بذلك تلعب دورا حيويا في تحقيق الاستقرار المالي وتعميق عمل القطاع المصرفي والمالي، الأمر الذي ينجم عنه تحقيق الاستقرار الاقتصادي"([2]).

وعليه، تؤثر سوق الأوراق المالية وتتأثر بالنمو الاقتصادي للدولة الناشئة به، لهذا فإن الاهتمام بها وبالأسس التي تقوم عليها يعتبر خطوة صحيحة في طريق التنمية، فباعتبارها مصدرا تمويليا سهل الإجراءات والقيود مقارنة بالبنوك، فإن هذا الأمر يشجع المستثمرين ويوسع الطاقة الإنتاجية وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي([3]).

ثانيا–تحريك الاقتصاد وتعبئة المدخرات.

تؤدي البورصة بما فيها من سوق للمؤسسات الضخمة والصغرى دورا هاما في الحياة الاقتصادية، فقد أصبحت بذلك مقياسا للادخار والاستثمار يدل تطورها على مدى تطور وترقية الاقتصاد الوطني للدولة.

تصنّف هذه السوق بأنها أداة فعالة في توجيه الاقتصاد وتحريكه، انطلاقا من أنها تتأثر وتؤثر في مختلف جوانب الاقتصاد الوطني بإحداثها آثارا اقتصادية فيه. حيث تعتبر البورصة القناة التي تمر منها رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لأجل تمويل المشاريع وتحقيق حركية

1– عباس كاظم الدغمي، الأسواق النقدية والمالية–أداء سوق الأوراق المالية، دون طبعة، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010، ص24.

2– المرجع نفسه، والصفحة نفسها.

3– مصطفى صايم، مصطفى حوحو، بورصة الجزائر حلقة مفقودة في تمويل التنمية الاقتصادية "الواقع، المعوقات والحلول"، مداخلة بالملتقى الوطني الموسوم بالنظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، ص11.

في الاقتصاد ([1])، وهو ما يظهر تأثير عمل البورصة كسوق استثماري على تحريك الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى الدور الهام الذي تلعبه الشركات الاقتصادية المدرجة بالبورصة في اقتصاد الدولة.

وبناء على هذا تعمل هذه السوق على تعبئة المدخرات كونها حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار، فهذه السوق تمثل القناة التي يمر من خلالها التمويل فيما بين المدخرين والشركات التي تعاني من العجز المالي([2])، فتكون سوق البورصة وفقا لوظيفة تعبئة المدخرات وسيطا جيدا يغطي الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات الاقتصادية وكذلك الأفراد بسبب عدم توفير البنوك التجارية لهم الائتمان المناسب([3]).

ثالثا-توفير السيولة للنشاط الاقتصادي.

يساهم سوق البورصة كذلك في توفير السيولة النقدية التي تؤثر على النشاط الاقتصادي، فبفضل هذا السوق يستطيع المستثمر الحصول على سيولة نقدية جراء بيع القيم المنقولة التي يمتلكها، طالما أن له حق بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة.

فقد يحتاج هذا المستثمر إلى استرداد مدخراته بشكل سيولة نقدية التي وظفها بهذا السوق في شكل امتلاكه لأسهم أو سندات، الأمر الذي يسمح بجعل هذا النوع من الاستثمارات القائمة بسوق القيم المنقولة أقل مخاطرة وأكثر ربحية([4]) نظرا لإتمامها في فترة زمنية وجيزة.

فالجدير بالذكر بأنه، يرد على هذا الكلام استثناء فكما نعلم بأن المستثمر مالك السهم لا يحق له استرداد مدخراته في أي وقت عكس مالك سند الدين، والسبب في ذلك راجع إلى أن أمواله تتحول إلى موجودات وأصول بالشركة المصدرة للسهم، لكن يبقى أمامه طريق التنازل عن السهم لشخص آخر سواء بالبيع أو بوسيلة أخرى. فقد حافظ النظام القانوني لشركة المساهمة وقوانين البورصة على توازن اقتصاد الدولة وعدم تعريضه لأزمات جراء استرداد المستثمرين لمدخراتهم على وجه السرعة لتلبية حاجياتهم باستعمال وسائل قانونية في ذلك مقابل إبقاء الأموال المكتتب فيها بشكل أسهم متداولة في سوق البورصة الجزائري.

1- رابح حريزي، مرجع سابق، ص47.

2- عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص202.

3- المرجع نفسه، ص203.

4- عبد الوهاب شمام، عمار زودة، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الرابع، ديسمبر2016، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، ص08.

يشكل عنصر توفير السيولة للمستثمرين فائدة لذاتهم وعائقا بالنسبة للشركات، "فالشركات ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل تتطلب تجميد المدخرات وأرباحها لفترات زمنية طويلة الأجل وهو ما لا يتحقق إثر تمتع المستثمرين بحق استرداد أموالهم المدخرة وقت ما شاءوا، الأمر الذي يمس بكيان هذه الشركات ويعيق توفير التمويل اللازم لها في التوقيت الملائم"([1]).

رابعا–توفير التمويل لخطط التنمية الاقتصادية.

تعمل كل دولة من خلال الميزانية العامة التي تخصصها كل سنة لجل القطاعات على دعم خطط التنمية الاقتصادية من أجل رفع حجم المشاريع الاستثمارية المقامة لديها، غير أنه غالبا ما تقف السلطات السياسية للدول عاجزة أمام معضلة تمويل هذه الخطط الاقتصادية نتيجة انعدام رؤوس الأموال الضخمة التي تغطيها.

يتحتم على الدولة في حالة عدم توفير خزينتها العمومية لهذه الأموال اللجوء إلى "الاقتراض الخارجي من صندوق النقد أو من الهيئات المالية، التي يترتب عنه تبعات وخيمة تطال استنزاف موارد الأجيال اللاحقة أو قد تلجأ إلى الاقتراض الداخلي الذي توفره لها البنوك بما فيهم المركزي منها، ما يؤدي معه إلى مزاحمة ومنافسة الدولة للشركات الاقتصادية الخاصة في الحصول على قروض بنكية"([2]).

تساهم البورصة في تخفيف الضغوط الواقعة على الميزانيات الحكومية وتمكينها من القيام بدورها التنموي، أين يعمل هذا السوق على تنفيذ برامج الخوصصة الحكومية التي يتولد عنها الإيرادات اللازمة لتقليص العجز في الميزانية ويخفف من الضغوط التضخمية([3]).

أوجدت الدولة الجزائرية وعديد الدول لدرء مخاطر الوقوع في عجز تمويلي لخططها الاقتصادية حل تمثل في طرح قيم منقولة حكومية تتداول في سوق البورصة–وهي قيم الخزينة العمومية التي سبق التطرق إليها ضمن مقتضيات الدراسة لدى التحدث عن الأدوات المستعملة بالاستثمار في البورصة–إلى جانب القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة، "الأمر الذي جعل الحكومة تلتجئ إلى الاقتراض العام من عامة الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك من خلال إصدار الخزينة

1– سمير شرف–إسماعيل شعبان–هدى اسبر، دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد31، العدد1، 2009، ص05.

2– عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص ص 196–197.

3– فخري الدين الفقي، محمد محمود وفاء، أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي، مصدر الكتروني، ص12.

العامة لسندات ذات آجال مختلفة، ما جعل هذه الصكوك مثلها مثل بقية القيم المنقولة المقيدة والمتداولة بسوق البورصة"([1]).

خامسا-أداة لتشجيع التنمية الاقتصادية.

تشجع سوق البورصة التنمية الاقتصادية بكل أبعادها، "حيث تأخذ هذه الأخيرة مفهوم: عملية متحركة مستمرة نحو الصعود بصورة إيجابية منعكسة على زيادة الدخل الفردي الحقيقي والدخل الوطني بفعل عمل الأجزاء المباشرة وغير المباشرة بالزيادة أو النقص للتأثير على عمل الكل بالزيادة، كونها وسيلة لتحقيق الأهداف الاقتصادية والرفاه الاجتماعي ضمن استقرار نسبي في معدلات التضخم والبطالة"([2]).

تظهر نتائج التنمية الاقتصادية انطلاقا من معطيات تطور سوق البورصة، فهذا الأخير هو من يشجع صغار المستثمرين للدخول إلى سوق البورصة الاستثماري المؤثر على الاقتصاد الوطني، "كما أنها وفي ذات الوقت تحذرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات غير المناسبة، وبأبعاد أخرى تعمل على اقتسام الثروة بين كل الأفراد العاديين وإعطائهم فرص لتوظيف أموالهم"([3]).

سادسا-تشجيع المنافسة بتحسين الموارد الاقتصادية.

يقوم نشاط الاستثمار بالقيم المنقولة على مستوى سوق البورصة على مبدأ حرية المنافسة بين المتعاملين الاقتصاديين بهذا السوق، حيث تؤمن الهيئات الساهرة على ضبط ومراقبة عمليات البورصة جو المنافسة الضرورية التي تفرضها حرية المبادلات وشفافية الصفقات القائمة به.

ترتبط عملية تشجيع المنافسة وتحسين كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية بعملية التنمية الاقتصادية التي تنتج عن مدى تطور أسواق الأوراق المالية، حيث أن ارتفاع المنافسة بين متعاملين الاقتصاديين بهذا السوق يسمح بتوفير الموارد المالية ذات الأجل الطويل للمشاريع الاستثمارية عالية التقنيات، والتي عادة ما تحجم البنوك عن تمويلها كونها ذات مخاطر عالية([4]).

يعد الالتزام بمبدأ حرية المنافسة إحدى الدعائم التي يقوم عليها نظام اقتصاد السوق، إذ أن فترات الانتعاش الاقتصادي تقوم لدى ارتفاع معاملات الاستثمار بهذا السوق. حيث يعطي هذا الوضع دفعا

1- رابح حريزي، مرجع سابق، ص44.

2- عبد الوهاب شمام، عمار زودة، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مرجع سابق، ص ص 07-08.

3- عبد الوهاب شمام، عمار زودة، مرجع سابق، ص09.

4- فخري الدين الفقي، محمد محمود الوفاء، مرجع سابق، ص12.

لأكبر الشركات الاقتصادية لرفع حجم إصداراتها من قيم منقولة، ما ينجم عنه خدمة وانتعاش الاقتصاد الوطني([1]).

سابعا-زيادة المصادر التمويلية.

يتجلى الدور الاقتصادي لسوق البورصة بأنها إحدى المصادر التمويلية المستحدثة بعيدا عن ضغوطات البنوك، حيث تلعب هذه السوق دور ممول للشركات والمؤسسات بامتياز، أين يتم اللجوء إليها نظرا لما توفره من قروض قصيرة وطويلة الأجل.

كما تساعد سوق البورصة الأفراد في استثمار مدخراتهم من خلال الاكتتاب بأسهم الشركات أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات، ما ينجم عنه بأنها سوق استثماري يتميز بإتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات الجمهور وإنشاء مصادر تمويلية جديدة للسوق بما يخدم الاقتصاد الوطني.

ومن أجل تحقيق هذا الغرض، بات محتما على الدولة الجزائرية الاستغناء عن منح مساعدات مالية تقتطع من أموال الخزينة العمومية لأجل دعم المشاريع الاستثمارية، وكذا الابتعاد عن القروض المالية التي يمنحها البنك المركزي أو البنوك العمومية من أجل ذات الغرض.

فهذا الوضع يستوجب من سوق البورصة ممارسة وظيفتها الاقتصادية في توفير مصادر تمويلية متاحة وتوظيف المدخرات، واستغلال الهدف الحقيقي والدافع من وراء إنشاء سوق البورصة كسوق استثماري وعدم الإبقاء عليه كهيكل ضعيف العمل من ناحية التداول مجهول الهوية من ناحية عدم انتشار الثقافة البورصية في أوساط المجتمع الجزائري.

ثامنا-توفير فرص عمل للعاطلين.

تلعب سوق البورصة دورا اقتصاديا يؤثر إيجابا على الوضع الاجتماعي للدولة، حيث يتضح هذا الأثر من خلال فرص العمل التي توفره الشركات الاقتصادية المنضمة إلى سوق البورصة، فكلما حققت هذه الشركات أرباحا وزيادة على مستوى رأسمالها ارتفعت قدراتها لاستيعاب الفئة العمالية.

من بين المشاكل التي تحيط بالمجال الاقتصادي ولها علاقة وطيدة به هو مشكل البطالة وتوفير اليد العاملة على الرغم من انتشار شركات اقتصادية في الجزائر بمختلف الأحجام. فإذا افترضنا قبول وارتفاع عدد الشركات الاقتصادية المستثمرة في سوق البورصة وأثناء سير صفقاتها وتنفذيها لم يعترضها أي خطر أو فشل، الأكيد أنها ستزداد قدراتها الإنتاجية وتوسيع نشاطها بفتح فروع تابعة للشركة الأصل

1- رابح حريزي، مرجع سابق، ص49.

ما يجعلها تحتاج إلى عمال يحققون هذا الغرض، فتوفر هذه الشركات وسوق البورصة بطريقة غير مباشرة فرص عمل للعاطلين، وهو ما يعطي دفعا لتنشيط وترقية المجال الاقتصادي.

تاسعا-المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي.

تعد سوق القيم المنقولة أحد عناصر تدعيم الائتمان الداخلي والخارجي في اقتصاد الدولة، نظرا لما تحتويه من عمليات بيع وشراء للقيم المنقولة قصيرة وطويلة الأجل، فيتعامل بها المستثمرون والمصدرون بناء على ثقة والائتمان،" حيث تتيح هذه السوق الحصول على الائتمان مقابل الوفاء به مستقبلا لمن يطلبه وفق شروط معينة"([1]). فإذا ما ازداد مظاهر الائتمان ليشمل القيم المنقولة المتداولة في البورصات العالمية، كان من الممكن قبول هذه القيم كغطاء أو أوراق ائتمانية لدى طلب المستثمرون للقروض المالية([2]).

وبالتالي تلعب القيم المنقولة المتداولة في سوق البورصة دور الأدوات الائتمانية التي تعتمد في عقود القروض المالية، سواء كانت عقودا محلية أو دولية بحسب السماح بالتداول الأجنبي في السوق الجزائري أو استثمار المدخرين الجزائريين لأموالهم في بورصات أجنبية، فأمام هذا الوضع تساهم سوق البورصة الجزائرية في دعم وسائل الائتمان الخارجية والداخلية التي تؤثر على تنمية اقتصادها الوطني.

عاشرا-تجنب الآثار التضخمية.

تلعب البورصة كسوق استثماري دور تمويليا، بسبب أنها تصنف مصدرا للسيولة النقدية، اذ يلجأ إليها الشركات من أجل الاستفادة من خدماتها تجنبا لتعقيدات التمويل البنكي.

غير أنه في ظل عدم تواجد هذا السوق سابقا، كانت عملية التمويل مقتصرة على البنوك التجارية، لكنه في ظل حاجة المشاريع الضخمة إلى التمويل تراجع دور البنوك، فهنا يبرز دور البورصة بالقضاء على التذبذب في التضخم.

فإذا افترضنا حصر عملية التمويل على البنوك دون سواها من المؤسسات المالية، لأدى ذلك إلى الزيادة المفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج([3]).

1- سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص16.

2- رابح حريزي، مرجع سابق، ص44.

3- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، دون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،1999، ص16.

الفرع الثاني: الوظيفة الاستثمارية لسوق البورصة.

اشتملت سوق البورصة كونها سوقا استثمارية لدى انعقاد الصفقات الاستثمارية التي محلها القيم المنقولة على مجموعة من المهام تلقي على عاتقها هدف تطوير وترقية الاستثمار، مما جعل هذا السوق يمارس الوظيفة الاستثمارية مثلها مثل الوظيفة الاقتصادية المذكورة أعلاه، من خلال هذه الوظيفة نحاول معرفة مدى تأدية سوق البورصة لدورها الاستثماري من خلال إبراز مجموعة نقاط نعددها فيما يلي:

أولا-استثمار رؤوس الأموال.

تتغلب وظيفة البورصة الاستثمارية على الوظائف الأخرى التي تلعبها في المحيط الاقتصادي للدول، لذا تعمدنا البدء بهذه النقطة الهامة التي تؤثر بها البورصة على الاستثمارات والاقتصاد الوطني، حيث يتميّز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء، إذا ما قارناه بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات.

كما يتميز بإمكان استثمار أي مبلغ كبيرا كان أو صغيرا، ولأي مدة طالت أو قصرت حيث يمكننا في هذا الصدد القول بأنّ أسعار أسهم الشركات المتداولة حاليا في بورصة الجزائر معقولة، كما لا يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة ففي مقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي شركة زراعية كانت أم عقارية ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح كما يستفيد من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة، خاصة في ظل تواجد الوسيط في عمليات البورصة الذي ينوب عنه في القيام بالمهمة.

ثانيا-توجيه الاستثمار.

يتجلى الدور الاستثماري لسوق البورصة بمجال الاستثمار بالقيم المنقولة من خلال توفير البورصة للموارد الحقيقية اللازمة لتمويل الشركات، من خلال فتح رأسمالها وطرح الأسهم والسندات، أو إعادة بيع كل من الأسهم والسندات المملوكة للشركة. فيتحقق مدى فعالية التمويل من خلال العمل الجاد الذي تقوم به إدارة الشركات ومحاسبتها المالية في إرساء التوازن بأسعار القيم المنقولة المتداولة في البورصة، وتحسين كفاءة الشركة الإنتاجية وزيادة تسويقها.

وفي الوقت ذاته، فإنّ سوق القيم المنقولة تعمل كموجه للاستثمار حينما تقوم بتوجيه المستثمرين نحو استثمار مدخراتهم في شكل أسهم وسندات الشركات التي ترتفع أسعارها وتحقق أرباحا أو نحو المجالات والأنشطة الخاصة بهذه الشركات باعتبارها مؤشرا هاما يدل على أفضلية الاستثمار بها مقارنة بالمجالات الأخرى.

ثالثا-توجيه الأموال المدخرة إلى طالبي التمويل.

تتجلى الوظيفة الاستثمارية لسوق البورصة من خلال التحويل المالي الذي يتم بين الفئات المتعاملة بهذا السوق، أين يساعد سوق البورصة على تحويل الأموال بين الفئات التي لديها فائض (المقرضون، المدخرون) والفئات التي لديها عجز مالي (المقترضون، الشركات المصدرة).

بمقتضى هذه الوظيفة التي تقوم على عملية تحويل الأموال يقوم على إثرها "المقرضون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل حصولهم على أرباح في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندها يقوم المقترضون (الشركات العاجزة ماليا) باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج"([1]) وكل المستلزمات الضرورية للبقاء في السوق الاقتصادي.

فتوافر بورصة للقيم المنقولة فعالة يسمح لها بالإحاطة بكل جوانب الاستثمار بما فيه "من إمكانية توجيه القدرات التمويلية المتواجدة على مستواها نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه يحق للفرد المدخر التأكد قبل اتخاذه لقرار الاستثمار بالقيم المنقولة من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي"([2])، لأنّ هذا القرار يُبنى انطلاقا من أرضية تحقيق الشركات المصدرة للأرباح ومن ثمة قدرتها على جذب المدخرات من أجل إعادة توظيفها في مشاريع تنمية الاستثمار الوطني.

يحقق سوق البورصة إذا لعب الدور الاستثماري المنوط له على أكمل وجه، الرفع من أرباح الشركة المصدرة للقيم وتغطية نفقاتها المالية بتوفير لها التمويل الذي تحتاجه، في مقابل رفع مداخيل وأرباح استثمارات المدخرين ذات المدى الطويل. الأمر الذي سيؤدي حتما معه إلى زيادة مستوى المعيشة لكل فئات المجتمع وترقية الاستثمارات الوطنية كإحدى المجالات الحيوية للاقتصاد الوطني. "فتلعب سوق البورصة دورا بالغ الأهمية في جذب فائض الأموال غير الموظفة في الاقتصاد الوطني، فتحوله من مال عاطل مكتنز إلى مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية"([3]).

رابعا-إنشاء فرص استثمارية بديلة.

يعتبر سوق البورصة أحد أسواق المجال الاقتصادي التي تنفذ بها عمليات نشاط الاستثمار بالقيم المنقولة، حيث يتمتع هذا السوق بتوافر الأموال المدخرة فيه وتوجيهها نحو نشاط الاستثمار بالقيم المنقولة، ما ينتج عنه توفير فرص استثمارية للجمهور المدخر.

1- رابح حريزي، مرجع سابق، ص44.

2- عبد الوهاب شمام، عمار زودة، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مرجع سابق، ص25.

3- عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص199.

ففي الجزائر يحجم الأفراد عن توظيف أموالهم المكتنزة والمدخرة في البنوك أو خارجها بسوق البورصة، على الرغم من أن هذا الأخير يشكل فرصة استثمارية بديلة عن قطاعات الاستثمار المتعارف عليها وطنيا كاقتناء المعادن الثمينة، أو الاتجاه نحو الاستثمارات الأكثر ربحا والأقل مخاطرة كالتجارة أو مجال العملة الصعبة.

إنّ توفير سوق البورصة لفرص استثمارية بديلة عن القطاعات المتواجدة حاليا على مستوى الاقتصاد الوطني، يساعد على الرفع من كفاءة تخصيص الموارد الوطنية وتوجيهها نحو الاستثمارات في شركات اقتصادية كبرى تمتاز بشهرة وسمعة، تجعلها محل الطلب بانضمامها إلى سوق البورصة وتحقيقها لأرباح فيه، هذا ما ينجم عنه زيادة الأصول المالية المنتجة في الاقتصاد الوطني.

لذا وجب على الدولة الجزائرية نفض الغبار عن اقتصادها وتنشيطه بفتح آفاق جديدة للاستثمار، الذي لن يتحقق إلا بطرح بدائل استثمارية حديثة بالموازاة مع الطرق التقليدية للاستثمار المتمثل في إنجاز المشاريع واستغلالها. حيث تكمن هذه البدائل في توجيه الاستثمار نحو سوق القيم المنقولة بما أنه أداة تمويلية محركة للاقتصاد، نظرا لقدرته الفائقة على تعبئة المدخرات وضخها في القطاعات الاقتصادية([1]).

خامسا-تشجيع ومراقبة الاستثمار.

يؤدي سوق البورصة في الجزائر وعلى غرار باقي البورصات المنتشرة في الدول النامية والمتقدمة دورا هاما في الحياة الاقتصادية للدول، تبتدئ منذ التخطيط لإنشائها لتصل إلى الوظائف الرئيسية التي تفوض لها.

تتمتع البورصة الجزائرية بممارسة الوظيفة الاستثمارية التي تحيط بنشاط الاستثمار بالقيم المنقولة، حيث تشجع على تنمية عادة الادخار الاستثماري الذي يخدم أغراض التنمية ويحد من التضخم. فكلما عملت البورصة على توجيه مدخرات المستثمرين نحو الاستثمارات الملائمة لقدرتهم المالية كلما تم ترقية الاقتصاد الوطني.

تبرز الوظيفة الاستثمارية أكثر من خلال العمل الذي تؤديه الشركات المدرجة في البورصة على اختلاف حجمها، وذلك عند تكوينها "جيل من المستثمرين الصغار الذين لا يملكون رؤوس أموال كبيرة ولا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة"([2]). ويعود اهتمام صغار المستثمرين بتوظيف مدخراتهم

1- نوارة حمليل، بورصة القيم المنقولة مجال حيوي للاستثمار، مداخلة ملتقى كلية الحقوق بودواو، مرجع سابق، ص01.

2- رابح حريزي، مرجع سابق، ص43.

الفردية على مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على وجه الخصوص لقدرتها على استيعاب مثل هذا النوع من الأموال المدخرة.

كما تتيح عملية الدخول إلى البورصة بمراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق، باعتبارها "مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، ففي هذا الشأن تتبئ البورصة السلطات العمومية القائمة على الشؤون الاقتصادية وتنذرها بالاضطرابات الممكن حصولها قصد مسارعة الدولة –وبناء على الأخذ برأي المحللون الاقتصاديون وما يقدمونه من توصيات ومقترحات تمس الحالة الراهنة–لاتخاذ الإجراءات التصحيحية التي تحد من تعرض البلاد لأزمة كساد نتيجة انخفاض الأسعار"([1]).

سادسا–ترقية الاستثمار.

تسعى الدولة في ظل الأزمة الاقتصادية إلى جذب المدخرات المكتنزة لدى المواطنين وضخها وتوظيفها بسوق البورصة، ما جعل هذا الأخير يعد أحد هذه الوسائل المطورة للاستثمارات، حيث يمكن للأفراد الراغبة في الاستثمار عبر الأوراق المالية أن تحقق الثروة لاستثمارها واستثمار الدولة، عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات فيما بين المستثمرين أو عن طريق طرح سندات حكومية في البورصة بقصد المساهمة في تمويل خطط التنمية، هذا ما يوفر كمية عالية من السيولة من جهة أخرى.

رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من الشعب. "حيث يمثل سوق البورصة آلية فعالة لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مختلف مجالات الاستثمار بما يخدم عملية التنمية الاقتصادية، الأمر الذي يستوجب من الهيئات السياسية وهيئات البورصة توفير الحماية اللازمة للمستثمرين وكافة المتعاملين بهذا السوق عن طريق ضمان سلامة الصفقات الاستثمارية ودقتها"([2]).

سابعا–تحقيق الأسعار المناسبة.

ترتبط الوظيفة الاستثمارية التي تحققها سوق البورصة بالعدالة في أسعار القيم المنقولة التي تؤثر على السيولة الاقتصادية، "فكلما حرص المستثمر المدخر على توافر السيولة النقدية لديه ببيع القيم المنقولة التي يمتلكها، ترتب عنه مراعاة وجوب أن يكون سعر البيع مناسبا لاستثماراته"([3])، على أساس

1– نور الدين كروش، مرجع سابق، ص62.

2– عبد الوهاب شمام، زودة عمار، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مرجع سابق، ص08.

3– عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص204.

أن عملية البيع والشراء هي من تكشف عن السعر الحقيقي للقيم المنقولة المتداولة في هذا السوق، ما يجعل هنالك توافر لشروط السوق والسعي لتطبيق قانون العرض والطلب دون تلاعب قصد الوقوف عند الأسعار الحقيقية والقيم النسبية لكل منها([1]).

تعمل سوق البورصة على إعطاء مؤشرات يومية تخص اتجاهات أسعار القيم المنقولة المتداولة وظروف الاستثمار في سوق البورصة، حيث أن أسعار الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة تسمح برؤيتها من طرف جميع المتعاملين في السوق([2]) (متدخلين، مستثمرين، مصدرين.... الخ) بواسطة النشرة الرسمية للتسعيرة وحسب نظام عمل السوق، وبناء على هذا تسجل حركة الأسعار لجميع العروض والطلبات في تسعيرة البورصة، وبالتالي تساعد الأفراد المدخرة والشركات على اتخاذ قرارتهم الاستثمارية بالشكل المناسب وفي الوقت المناسب.

يتم تحديد سعر التوازن للقيم المنقولة من خلال تفاعل والتقاء بائعي هذه القيم بالمشترين داخل مقصورة البورصة، وحسب آلية العمل بالسوق وفقا للمنافسة التامة، فتتحرك الأموال السائلة بالاتجاه الذي يحقق الأرباح المرغوب فيها من قبل المدخرين.

تجنّد سوق القيم المنقولة كل هيئاتها من أجل تسعير القيم المنقولة وابرام الصفقات المتعلقة بها بكل شفافية، حيث يتكفل وسطاء عمليات البورصة بإيجاد السعر العادل والأفضل لزبائنهم المستثمرين كي لا يقعون في غبن أو خسارة، وهذا لدى تلاقيهم على مستوى مقصورة سوق البورصة.

يتطلب توفير العدالة في تحديد أسعار القيم المنقولة عدم ارتباط سوق البورصة بوظيفة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، فإلى جانب حرص المدخر على أن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع قيمه المنقولة كلما احتاج إلى ذلك فإنه يحرص أيضا بأن يكون السعر الذي يبيع فيه مناسبا لاستثماراته، وبالتالي فإن للسوق دور في تحقيق عدالة الأسعار([3]). فهذه الوظيفة الاستثمارية تهدف إلى إرساء العدل والمساواة في أسعار القيم كونها تتم تحت رقابة لجنة ضبط السوق المالي محققة بالموازاة تنمية للادخار وارتفاعا في حجم الاستثمارات بالنشاط البورصي.

1- عباس كاظم الدغمي، مرجع سابق، ص26.

2- سماح طلحي، مرجع سابق، ص207.

3- عباس كاظم الدغمي، المرجع نفسه، ص25.

ثامنا–تحويل الخطر وتحويل الانتظار بين المستثمرين.

تعتبر وظيفتي تحويل الخطر وتحويل الانتظار من أهم وظائف البورصة الاستثمارية، والتي بمقتضاها يميل المستثمر إلى تجنب المخاطر بأي طريقة جراء إقدامه على تعاملات في سوق البورصة باستخدام المعلومات المتوفرة لديه من الشركات المصدرة أو من شركات الوساطة المالية([1]).

تساهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقدم عليها شركات المساهمة المستثمرة في سوق البورصة، يوفر هذا الأخير للمستثمرين حق بناء محفظة مالية تضم قيما منقولة متنوعة تابعة لشركات مختلفة تنشط في قطاعات مختلفة، فيؤدي بذلك هذا التنويع إلى تخفيض المخاطر وتحقيق فرصة الحماية منها([2]).

أما وظيفة سوق البورصة في تحويل الانتظار بين المستثمرين فتتجلى من خلال توفيرها لفرص بيع الأوراق المالية المستقبلية وشرائها لتغطية مخاطر تغيير أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، اذ يحق للمستثمر المدخر تحويل الانتظار الذي يحققه له السند نتيجة لطول أجله إلى مستثمر آخر ما يرفع عنه خطر السيولة([3]).

تاسعا–استرجاع رؤوس الأموال المستثمرة بالخارج.

من بين المعوّقات التي تضرب باقتصاديات الدول هروب رؤوس الأموال التي من الممكن أن تدّعم تنميتها إلى دول تحظى بتقنيات عالية في توفير فرص استثمارية بفضل تهيئة المناخ الاستثماري المستقر.

يعتبر سوق القيم المنقولة أحد العوامل الجاذبة لرؤوس الأموال الهاربة من الأسواق الناشئة([4])، فقد تلعب سمعة وشهرة الشركات الاقتصادية التي تحقق أرباحا لدى انضمامها إلى سوق البورصة دورا فعالا في مراجعة المستثمرين المحليين لقراراتهم والعودة بأموالهم الموظفة في دول أجنبية إلى دولتهم الأصلية بسبب ضعف الرقابة على هذه الأسواق أو عدم إحكام قوانينها.

1– الحاج إبراهيم الشيخ ادريس، دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان،2002، ص05.

2– عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص205.

3– الحاج إبراهيم الشيخ ادريس، المرجع نفسه، ص06.

4– فاطمة الزهراء بن شعيب، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي–دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان،2011/2010، ص111.

فالأكيد أنّ مشاركة رؤوس الأموال الهاربة في الاستثمارات المحلية يزيد من مردودية الشركات الاقتصادية الخاصة والعامة، وهذا ما يعود بالنفع على الاقتصاد الوطني وتكون بذلك سوق البورصة أحد آليات إنعاش وتسريع وتيرة التنمية الاقتصادية.

عاشرا-استقطاب استثمارات ورؤوس أموال أجنبية.

تسعى أي دولة إلى جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية إلى أراضيها عن طريق التنافس في توفير التحفيزات والضمانات التي تتناسب والفرص الاستثمارية لهؤلاء الأفراد الراغبين في الاستثمار، وفي الجزائر وعلى عكس أسواق القيم المنقولة الدولية بقيت حكرا على الاستثمارات المحلية دون الأجنبية، فلم تستفد الدولة من هذه الأهمية المالية. "حيث ترفع التدفقات المالية لرؤوس الأموال الأجنبية من خلال جذب الاستثمارات حجم السيولة في البلدان مستقبلة الاستثمار، هذا الأمر يوفر للشركات الاقتصادية المستثمرة في سوق البورصة مصدرا ماليا يمكّنها من تمويل مشاريعها وإنعاش الاقتصاد الوطني"([1]).

غير أنّ لهذه السوق فاعلية في جذب واستقطاب الاستثمارات ورؤوس الأموال الأجنبية في دول أخرى، حيث تعمل هذه الأخيرة على منح فوائد مرتفعة وتقديم شروحات وافية حول الوضعية الاقتصادية والمركز المالي للشركات المدرجة بسوق البورصة، فكلما اطمئن الأجانب إلى مكانة الشركات المدرجة وتحقيقها لأرباح نتيجة لصفقات القيم المنقولة أقدموا على استثمار أموالهم في هذا البلد المضيف، فينجح هذا الأخير في توفير رؤوس أموال بالعملة الصعبة كمصدر إضافي للمصادر المالية المحلية.

إحدى عشر-تحقيق الدولة لأرباح ضريبية.

أبرزنا أعلاه بأنّ الدافع الرئيسي لانضمام الشركات على اختلاف حجمها إلى سوق البورصة هو حاجتها إلى توفير تمويل يناسب مشاريعها القائمة أو الراغبة في إقامتها، فتنشأ بذلك علاقة بين هؤلاء المتعاملين في سوق، إذ تلبي فئة المدخرين المستثمرين طلب السيولة المالية الذي تقدمه فئة المصدرين في شكل قيم المنقولة تمثل رأسمالها المفتوح للجمهور بقصد الاستثمار فيه واكتساب شركاء جدد أو دائنين.

يلعب سوق البورصة دورا تنمويا في تحقيق الأرباح والتمويل لصالح الشركات المصدرة والأشخاص المستثمرة لأموالها، فتحقق هذه الأولى توسعا في نشاطها من حيث القدرات الإنتاجية وتعريفا بها نتيجة لاكتسابها شهرة وسمعة ذائعة الصيت بقيدها في البورصة. غير أنّ هذه النتائج الإيجابية التي من

1- محمد زيدان، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر-المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي22/21 نوفمبر2006، ص18.

المفترض أن تحققها هذه الشركات في ظل عدم تعرضها لتعثرات أو عوائق أثناء عقد صفقات الاستثمار بالقيم المنقولة لا تتوقف آثارها على فئة المستثمرين وفئة المصدرين بل تمتد آثارها إلى اقتصاد الدولة.

تعتمد ميزانية الدولة الجزائري في جلها على الموارد الضريبية من جل القطاعات بما فيها قطاع الاستثمار بالقيم المنقولة، حيث تفرض الدولة ضرائب في حق الشركات المصدرة للقيم المنقولة على شكل أرباح الأسهم والسندات، "فهذه الأخيرة تنعكس بشكل زيادة في إيرادات الدولة الضريبية ومن ثمة الزيادة في الإيرادات التي تمول ميزانية الدولة، إضافة إلى الطبيعة التنظيمية لشركات المساهمة التي تشكل وسيلة هامة في الوقاية من التهرب الضريبي الذي يحدث لدى الأفراد غير المرتبطة دخولهم بالشركات"([1]).

اثني عشر-حفظ قيمة أدوات الاستثمار (القيم المنقولة).

تلعب سوق القيم المنقولة دورا جوهريا من خلال الوظائف الاستثمارية التي أسندت إليها بغرض نمو الاقتصاد الوطني وحيويته.

أبرز مثال لأحد الوظائف التي تؤديها سوق البورصة وترتبط بالدرجة الأولى بأدوات الاستثمار المستعملة في الصفقات المبرمة فيها، هو قدرتها على حفظ قيمة القيم المنقولة، اذ من بين المهام التي أنيطت للمؤتمن المركزي على السندات حفظ السندات بمختلف أنواعها على مستوى خزائنه حتى موعد الحاجة إليها مستقبلا ليتم بيعها.

ما يجعل سوق البورصة أحد الوسائل الهامة التي تحفظ القيم التي تكون محل للتعاملات الدائرة في هذا السوق، لا سيما أن هذه القيم المنقولة لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا للمستثمرين وتساعد على تنمية ثروتهم([2]).

1- أحمد بوراس، أسواق رأس المال، دون طبعة، ديوان المطبوعات الجامعية، قسنطينة، الجزائر،2002، ص84.

2- فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سابق، ص49.

المبحث الثاني: التجربة الجزائرية للاستثمار بالبورصة.

جاء إنشاء سوق البورصة بالجزائر نتيجة لتحولات اقتصادية بحتة، ترجمت رغبة القائمين على رأس السلطة السياسية في اعتماد آليات جديدة لتكريس نظام اقتصاد السوق الحر، إذ بات هذا الأخير هو الشائع في الدول المتقدمة التي تطورت بفعل القطاع الخاص وخوصصة المؤسسات العمومية. نتيجة لهذا النظام خلفت ضرورات مواكبة التطورات الاقتصادية العالمية مسارعة الدولة إلى خوصصة بعض الشركات العمومية ومحاولة إقناعها بالدور التمويلي الهام الذي تستفيد منه مشاريعها الاستثمارية إذا انضمت إلى سوق البورصة.

وبالفعل عرفت سوق البورصة الجزائرية بعد إنشائها محاولات عديدة لضم أكبر عدد ممكن من الشركات الاقتصادية الكبرى التي تشكل القاعدة الاستثمارية في السوق الاقتصادي الجزائري، ما جعل هذا السوق يتنشط ويتحرك بواسطة دخول بعض الشركات اليه، حيث تم على هذا الأساس انضمام مجموعة شركات اليه منها العمومية المخوصصة ومنها الخاصة التي أقدمت على فتح رأسمالها بطرح الأسهم أو طرح السندات.

بادرت الدولة الجزائرية إلى ضم بعض الشركات الكبرى إلى هذا السوق من أجل تحفيزه وجعله هيكلا نشيط بفضل الشركات الاقتصادية، فتراوح أثر هذا السوق على هؤلاء المتعاملين الاقتصاديين بين الإيجابي والسلبي في تحقيق الاستمرارية بهذا السوق والمحافظة على استقرار تداول القيم المنقولة والانسحاب منه والفشل نظرا لحداثة تجربة هذه الشركات الاقتصادية المتأتية من الاستثمار بالبورصة، ما جعل هذه الشركات تصنّف إلى شركات تعتبر الأولى بالانضمام إلى سوق البورصة لدى انطلاقته(**المطلب الأول**) وشركات متداول قيمها المنقولة بهذا السوق حاليا وإلى غاية يومنا هذا (**المطلب الثاني**).

المطلب الأول: أولى الشركات المنضمة إلى سوق البورصة.

عملت الدولة الجزائرية لدى إنجاز مشروع إنشاء سوق بورصة تتم به معاملات الاستثمار بالقيم المنقولة على توفير شركات اقتصادية تملأ بها فراغ انعدام الشركات بهذا السوق، فزجت بمجموعة من الشركات العمومية من أجل تدشين وتحريك عمل هذا السوق كي لا يبقى هيكلا بدون نشاط. فهذه الشركات يمكن اعتبار بأنها كانت من بين الشركات المجبرة على الانضمام ودخول سوق البورصة آنذاك بغض النظر عما ستحققه من نجاح أو فشل نتيجة حداثة تجربة الاستثمار وطلب التمويل من سوق الاستثمار المالي (**الفرع الأول**).

عرفت هذه السوق تغيرات على مستوى الفئات الناشطة بها على اختلاف صفاتها، فقد حققت بعض الشركات العمومية الاقتصادية الناشطة بها بعض الأرباح والقدرة على مواصلة التنافس بهذا السوق، على عكس من هذا لم تستطع بعض الشركات مجابهة المخاطر والتقلبات التي تفرضها معاملات الاستثمار بالقيم المنقولة فحققت على إثر ذلك فشلا أدى بها إلى الانسحاب من هذا السوق أو بقائها في مرحلة تقديم وثائق طلب الاعتماد إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وقبولها دون تداول قيمها المنقولة بالسوق فعليا **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: الشركات المجبرة على الانضمام لدى انطلاقة البورصة.

يتضح من خلال العنوان المقترح لهذا الفرع الأول بأنه؛ هناك صنف من الشركات الاقتصادية أجبرتها الدولة الجزائرية على دخول البورصة لدى انطلاق هذا السوق، من أجل سير عمله وعدم بقائه عاجزا أمام جهل الشركات الأخرى بمزاياه والتخوف منه.

اختارت الدولة الجزائرية ومن أجل تشجيع الشركات الاقتصادية على الانضمام إلى سوق البورصة شركات من القطاع العمومي؛ كونه أحسن من القطاع الخاص الذي كان بمثابة قطاع ناشئ بسبب النظام الاقتصادي المتبع من قبل، كما أن إدراجه في هذا السوق لحصوله على التمويل كان مستبعد آنذاك. من بين الشركات العمومية المختارة شركة سوناطراك كأولى الشركات المثال التي تم بفضلها تدشين عمل سوق البورصة بعد إنشائه سنة1993**(أولا)**، ثم بعد ذلك تلته انضمام بعض الشركات الاقتصادية الوطنية كشركة رياض سطيف التي انسحبت فيما بعد**(ثانيا)**.

أولا–ظروف انضمام شركة سوناطراك إلى بورصة الجزائر.

عملت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كل ما في جهدها بغرض افتتاح بورصة الجزائر عمليا، حيث هيأت الجو الملائم لخصوصية استثمار الشركات الاقتصادية الجزائرية بسوق البورصة آنذاك، وكان أول متعامل اقتصادي يدشن سوق القيم المنقولة في الجزائر هو شركة سوناطراك، فما هي دوافع إدراجها؟

1–حتمية إدراج شركة سوناطراك بسوق السندات.

أعطت شركة سوناطراك إشارة الانطلاق الفعلي لعمل سوق البورصة فأمام نفور الشركات الاقتصادية من دخول هذا السوق نظرا لجهل معالمه وكيفية الاستثمار به، كان ضروريا على الدولة الجزائرية الزج بشركة عمومية ولو جبرا لتكون مثالا يقتدى به أمام الشركات الوطنية الأخرى، فاختارت شركة سوناطراك بسبب ما تتمتع به من شهرة وسمعة في المحيط الاقتصادي الجزائري، لتبتدئ صفقات

الاستثمار بالبورصة. "وبالفعل وبعد تحضير اللجنة للهيئات المعنية قصد الشروع في العمل الفعلي للسوق بالتاريخ المحدد ب نهاية1997، تم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر متمثلة في القرض السندي لسوناطراك بتاريخ02 جانفي 1998"([1]).

تعد شركة سوناطراك من بين أهم الشركات البترولية الاثنتي عشر، حيث تضم نشاطاتها ميادين النقل والبحث عن النفط إضافة إلى معالجة الغاز الطبيعي وتسويق المحروقات بشراكة أجنبية. كانت بداية الإصدار في سوق الأوراق المالية بالجزائر بتدشين من شركة سوناطراك، أين قامت في جانفي سنة 1998 بإصدار أول قرض سندي فكانت أولوية الإصدار لهذه الشركة الرائدة. إذ منحت لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها تأشيرة دخول السوق لشركة سوناطراك رقم(001) بتاريخ18أكتوبر1997 بناءا على المذكرة الإعلامية التي قدمتها الشركة للجنة([2]).

كان موضوع المذكرة الإعلامية آنذاك متعلق بصنف سندات الدين كأدوات استثمار ترغب شركة سوناطراك بواسطته الحصول على قرض سندي يقدر ب 05 مليار دج بسعر فائدة اسمي مقدر ب 13% مدته05 سنوات، واستلمت اللجنة تعديل المذكرة الإعلامية أعلاه لتغيير مبلغ القرض حيث كان المبلغ النهائي للقرض هو12 مليار دج، أين وضعت تحت تصرف الجمهور المستثمر ثلاثة أصناف من الأوراق المالية بمبلغ100.000 دج، 50.000دج، 10.000 دج([3]).

وقّرت شركة سوناطراك إلى جانب الهيئات القائمة على ضبط وتسيير سوق البورصة مجموعة من الشروط بقصد حث الجمهور على الاكتتاب بقوة بسنداتها وإنجاح المهمة، فكانت أبزر هذه الشروط ما يلي:

-"الأمان: نظرا للشهرة والسمعة التي تتمتع بها شركة سوناطراك وبعدها الدولي والالتزام من طرف البنك الخارجي الجزائري بضمان التسديد، كل ذلك يعتبر ضمانات فعلية ودليل كبير على عامل الأمان والاستقرار.

1- فضيلة زواوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر-دراسة حالة مؤسسة سونلغاز، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم التجارية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، ص117.

2- عن الموقع الالكتروني قضايا الساعة: kanz-redha.blogspot.com تاريخ الزيارة2019/09/09.

3- مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة،2008/2007، ص237.

-المردودية: يعد تحقيق الربح أقوى دافع يجعل الجمهور يقبل على الاستثمار بسندات سوناطراك، إذ أن فائدة 13% لمدة 05 سنوات من منحة عند الإصدار تبلغ 2.5% وهذا عند الاكتتاب في نسبة محددة مسبقا.

-التسويق والسيولة: يضمن أعضاء النقابة سيولة الورقة الممثلة للقرض السندي انطلاقا من 1998/06/01 كما أن التفاوض على القيم المتداولة لها يتم تحقيقه بواسطة نقابة الإصدار خارج البورصة كما تم الاتفاق على ذلك مع اللجنة"([1]).

2-دوافع إدراج شركة سوناطراك وأهدافه.

يرجع المختصون سبب قيام شركة سوناطراك بإصدار أول قرض سندي على مستوى بورصة الجزائر إلى أسباب بيداغوجية بحتة تتعلق خصوصا بإعطاء دفع قوي للبورصة عند انطلاقها وقدرتها على تحمل الخسارة إن وجدت، نظرا للإمكانيات المالية الهائلة التي تتوفر لديها بعكس المؤسسات الأخرى.

كما يعود سبب اختيار الدولة الجزائرية لشركة سوناطراك كأول مصدر وعارض للقيم المنقولة بسوق بورصة الجزائر إلى بعث روح المنافسة في سوق البورصة عن طريق طرح السندات، فتجربة القرض السندي لشركة سوناطراك هدفها مزدوج ترقية سوق البورصة بالدرجة الأولى وترقية الشركة بالدرجة الثانية([2]). حيث سعت الشركة إلى تغطية جزء من احتياجاتها المالية كدافع يشكل نسبة ضئيلة أمام ضخامة الهدف الوطني المحقق من إدراج شركة سوناطراك ببورصة الجزائر.

تعتبر شركة سوناطراك أول مؤسسة تقوم بافتتاح أول عملية على مستوى سوق سندات الدين في سوق البورصة الجزائرية وكان ذلك سنة1998، وهو ما سمح بوضع هذا السوق حيز التطبيق. ويعود سبب اختيار الدولة لشركة سوناطراك كونها تمثل عمود الاقتصاد الوطني، فهي الشركة الأكثر نجاعة والأحسن مردودية، ما يجعلها الشركة المؤهلة لمثل هذه المهمة([3])، كما أنّ خبرتها في التسيير المالي وخاصة فيما يتعلق بالمردودية وتأمين تعويض المدخرين كانت من بين الأسباب التي جعلت الدولة تلجأ

1- عن الموقع الإلكتروني قضايا الساعة: kanz-redha.blogspot.com تاريخ الزيارة2019/09/09.

2- تطلب هدف البرنامج الذي سطرته شركة سوناطراك بأن تكون مكتشفا كبيرا للمحروقات في الألفية الثالثة تحريك موارد مالية ضخمة، فهو السبب الدافع بها إلى إصدار سندات تتداول في بورصة الجزائر/ فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص208.

3- المرجع نفسه، ص206.

إلى شركة سوناطراك كمثال تحفيزي لباقي الشركات، "وبالتالي فالطرح سياسي بالدرجة الأولى لأن شركة بحجم سوناطراك لا يمكن أن تعتمد في توسيع استثماراتها على قرض بحجم القرض السندي المطروح"([1]).

توخت الدولة الجزائرية من وراء إدراج شركة سوناطراك بالبورصة تحقيق الأهداف التالي ذكرها، الأمر الذي يوضح أهمية تجربة هذه الشركة في إعطاء دفع وانطلاقة لهذا السوق، والتي تبرز في:

-السماح لسوق رؤوس الأموال(البورصة) بالانطلاق.

-فتح الطريق أمام الشركات الأخرى العمومية منها والخاصة للانضمام إلى السوق.

-قياس ردة فعل الجمهور ومن ثمة تصحيح الأخطاء والنقائص قبل الانطلاقة في عمليات مماثلة موجهة للمستثمرين المدخرين([2]).

ترجع أهمية القرض السندي المطروح من طرف شركة سوناطراك على بورصة الجزائر إلى رغبة الدولة الجزائرية في إعطاء دفع وتشجيع الشركات من أجل التعامل بسوق القيم المنقولة، وكذا مساهمة هذا الأخير في تمويل جانب من الاستثمارات، وأكبر دافع هو تفعيل نشاط البورصة عن طريق تعامل البنوك الوسيطة في العملية بالإضافة إلى ضمان سير واستمرارية البورصة، لأنّ معاملات البورصة خلال فترة القرض السندي سنة1998 استحوذت عليها سوناطراك بنسبة70%. وكذا إنشاء ثقافة الاكتتاب لدى المؤسسات المالية والخاصة([3]).

قامت شركة سوناطراك ولتحقيق الأهداف الوطنية المرجو تحقيقها من وراء ضمها بسوق البورصة إجباريا بإصدار قرضين سنديين، كان الأول لدى دخولها إلى هذا السوق سنة1998 أما الثاني فكان بتاريخ 2003، إذ يعتبر هذا القرض السندي الثاني من بين القيم المنقولة غير المسعرة وغير المتداولة بسوق البورصة الرسمي أي أنه يتم التفاوض عليه فيما بين الوسطاء بالتراضي خارج السوق المنظمة([4]). والملاحظ على القرض السندي الأول الصادر عن شركة سوناطراك أنه حل تاريخ استحقاقه سنة2003 ما لا يدع ضرورة لبقاء الشركة في بورصة الجزائر مادامت أنهام لم تطرح قيما منقولة أخرى للتداول([5]).

1- إيناس صيودة، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية-دراسة حالة القرض السندي لمؤسسة سوناطراك، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس،2009/2008، ص177.

2- مريم باي، مرجع سابق، ص237.

3- إيناس صيودة، مرجع سابق، ص178.

4- مريم باي، مرجع سابق، ص242.

5- عبد الوهاب شمام، زودة عمار، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، ص13.

وما يمكن استخلاصه من عملية القرض السندي لشركة سوناطراك الذي مثّل الانطلاق الفعلي لبورصة الجزائر، هو توفر ادخار هام من شأنه أن يستثمر في توظيف الأموال على المدى الطويل، وهو ما يفترض من جهة أخرى وجود رؤوس أموال ضخمة يمكن جذبها في ظل الإقبال الكبير للجمهور عليه آنذاك ([1]). لكن الجدير بالذكر بأن سوق السندات حاليا لا يحتوي على أي شركة ما يعني أنه خال من أي تداول لسندات الدين به([2])،" فلا توجد أي شركة قامت بإصدار سندات وهذا دليل على أن الشركات لا تلجأ إلى البورصة من أجل تمويل عجزها"([3]).

ثانيا–فشل تجربة شركة رياض سطيف بسوق البورصة.

اخترنا التطرق إلى تجربة إدراج مجمع رياض سطيف بسوق البورصة الجزائرية على الرغم من تعثرها وانسحابه منها، نظرا لما لهذه الشركة من دور فعال في إعطاء المثال والتحفيز للشركات الأخرى وترغيبها في خوض التجربة، فلا أحد من المحللين الاقتصاديين يمكنه إنكار الدور الفعال الذي لعبته شركة رياض سطيف كطرف فاعل بالبورصة منذ إنشائها وموافقة المجلس الوطني لمساهمات الدولة على انضمامه كمسعى وطني.

1–التعريف بشركة رياض سطيف وكيفية انضمامها.

نشأت شركة رياض سطيف في 01 جانفي 1983 على إثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية لصناعة الدقيق والطحن وصناعة العجائن الغذائية والكسكس (SN.SEMPAC) مؤسسة الرياض – سطيف–تحولت إلى شركة أسهم في 02 أفريل 1990 باسم مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها بسطيف(ERIAD) لمدة99 سنة وذلك برأسمال اجتماعي قدره100.000.000دج مكون من 1000 سهم قيمة السهم الواحد100000 دج، إن النشاط الرئيسي لمؤسسة الرياض يتمثل في تحويل الحبوب (القمح الصلب–القمح اللين) وإنتاج وتسويق المنتجات المشتقة منها كالدقيق–الفرينة–العجائن الغذائية والكسكس([4]).

1– لمياء دالي علي، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، مداخلة بالملتقى الدولي الموسوم ب سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات–دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة يومي21–22نوفمبر2006، ص08.

2– عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: www.sgbv.dz ، تاريخ الزيارة:2019/09/21.

3– عاشور حيدوشي، سعدية حديوش، مرجع سابق، ص138.

4– لمياء دالي علي، مرجع سابق، ص08.

قرّر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في اجتماعه يوم05 فيفري 1998 إدخال المؤسسة العمومية الاقتصادية المسماة مؤسسة الرياض سطيف إلى بورصة القيم المنقولة بالجزائر العاصمة وذلك من خلال زيادة رأسمال الاجتماعي، ففي 29 أفريل 1998 تمت مداولات الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة الرياض–سطيف–والتي حددت الإطار العام لزيادة رأس المال باللجوء العلني للادخار وإدخال الأسهم في البورصة، فبلغ رأس المال المسموح بزيادته1000000000 دج أي ما يعادل مليون سهم بقيمة اسمية 1000دج للسهم الواحد وبسعر إصدار 2300دج([1]). كل هذه الشروط والمعطيات التي توافرت في مجمع رياض سطيف جعلته يثبت قدرته على المنافسة في مجال المواد الغذائية وبانشاء له مكانة بسوق البورصة الجزائري.

يعتبر مجمع رياض سطيف من المؤسسات الصناعية الكبرى في الجزائر والرائدة في مجال إنتاج الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها، فهو أول المؤسسات التي دخلت إلى بورصة الجزائر وبالضبط سوق الأسهم، حيث كان ذلك بتاريخ 17جويلية1998 بطرح أسهمه للاكتتاب العام وبناء على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها رقم98–01، فقد انتهج المجمع هذه التقنية كوسيلة من وسائل تمويل الاحتياجات المالية([2]).

2–تقييم تجربة إدراج شركة رياض سطيف بالبورصة.

حقّق مجمع رياض سطيف بدخوله إلى سوق البورصة بعض النتائج الإيجابية التي عادت عليه بالنفع قبل التيّقن من أنّ تجربة انضمامه إلى سوق البورصة الجزائرية الفتي كانت فاشلة، لذا سنعدد بعض الإيجابيات التي تمتع بها المجمع قبل انسحابه من البورصة:

–انخفضت ديون مجمع رياض سطيف بعد إصدارها لمليون سهم جديد جراء استفادته من مزايا الإدراج بالبورصة، كما أن ارتفاع رأسماله الاجتماعي رافقه إمكانية التخلي عن القروض التقليدية المعتمد عليها سابقا([3]).

---

1 -Bulletin de la commission COSOB, n°01, 1999, p18-19.

2– محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية–دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، العدد 12، السنة 2013، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص108.

3– لمياء دالي علي، مرجع سابق، ص11.

-نجحت مؤسسة رياض سطيف بموجب اللجوء العلني للادخار في توظيف مليون سهم متداول في البورصة بهدف رفع رأسمالها الاجتماعي، وسمحت هذه العملية من تحصيل مبلغ2.3 مليار دينار جزائري([1]).

-ارتفع رقم الأعمال والأرباح لدى مجمع رياض سطيف بعد الضرائب في سنوات 1997-1998-1999 ما يدل على فعالية عملية دخول المؤسسة للبورصة وإصدارها لمليون سهم جديد، لأن هذين المؤشرين يعتمد عليهما في أغلب الأحيان لقياس درجة تطور المؤسسة ومدى تحسن وضعيتها المالية([2]).

-تزايد رأس المال العامل بعد سنة 1998 كما وضحته نسبة السيولة العامة والذي يسمح بمواجهة المؤسسة لالتزاماتها قصيرة الأجل، هذا يعني أن عملية إصدار الأسهم الجديدة كان لها التأثير الإيجابي على رأس المال العامل([3]).

هذه النتائج الإيجابية سمحت لمؤسسة الرياض-سطيف- بتوزيع أرباح على المساهمين خلال السنوات الأولى من دخولها البورصة، في مقابل هذه النتائج الإيجابية التي حققها مجمع رياض سطيف من خلال تجربته في سوق البورصة الجزائرية، لم تستطع الشركة المحافظة على النظام الواحد في تحقيق الأرباح([4])، فحسب تصريح الأمين العام للفيدرالية الوطنية لعمال الصناعات الزراعية الغذائية (FNTIAA) "بن عبو" في 2006/07/29، أكد أن دخول مؤسسة الرياض للبورصة كارثة للمؤسسة حيث حققت لها خسائر تفوق 200 مليار سنتيم، فالمؤسسة منذ سنة 2003 وهي تعاني من عجز بعدما كانت تحقق أرباح في السنوات السابقة، وقد صرح نفس المسؤول بأن هذه العملية كلفت الدولة خسائر كبيرة عوض أن تجني ثمار هذه العملية والتي تهدف إلى الخوصصة الجزئية للشركة"([5]).

مرت الشركة بظروف جعلتها مجبرة على الانسحاب من البورصة، "كونها لم تحقق أي عملية بيع أو شراء لقيمها المطروحة لسنتين متتاليتين(2004-2005)، وذلك لتدهور رقم أعمالها، حيث شهدت الشركة صعوبات مالية جمة والذي انعكس سلبا على سمعتها وبالتالي على أسهمها، ما جعل أمر بقاءها

1- فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص220.

2- لمياء دالي علي، المرجع نفسه، ص.11

3- المرجع نفسه، ص11.

4- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2005، ص17.

5- لمياء دالي علي، مرجع سابق، ص12.

في جدول التسعرة أمرا غير مضمون، وتحت هذه الظروف كان المجمع مجبرا على الانسحاب من البورصة"([1]).

وعلى إثر فشل هذه التجربة، قررت الدولة أن تتحمل الخسائر الناجمة عن دخول مؤسسة الرياض للبورصة، وتعويض المساهمين الذين اشتروا أسهم مركب الرياض–سطيف–ويقدر عددهم بـ 2000 مساهم. وهذا وبعد الاجتماع الأخير للمجلس الإداري بالتعاون مع الشركة القابضة الزراعية الغذائية([2]).

يعتبر مجمع رياض سطيف أول مؤسسة خرجت من البورصة بعد فشلها في التجربة التي دامت حوالي أكثر من سبع سنوات وذلك حتى تاريخ06 ديسمبر20فقد جاء انسحابها من البورصة بطلب منها وذلك على إثر قرار مجلس مساهمات الدولة بسحب المؤسسة من البورصة([3]) قصد التنازل عنها للقطاع الخاص، حينها أيدت بذلك لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هذا القرار بالموافقة عليه أثناء اجتماعها المنعقد يوم 23 ماي 2006 وبموجب ذلك توقفت العمليات المرتبطة بسهم مؤسسة رياض سطيف من البورصة ابتداء من 10 أفريل2006([4]).

الفرع الثاني: الشركات المحافظة على ديمومة إدراجها بالبورصة.

بعد تحصيل القرض السندي لشركة سوناطراك وانسحابها من سوق البورصة الجزائري، وفشل تجربة مجمع رياض سطيف في السوق ذاته، كان ولابد من الدولة الجزائرية بما فيها من هيئات تسهر على ضبط وتسيير هذا السوق، بالسعي إلى خوصصة بعض المؤسسات العمومية ومحاولة جذبها إلى فتح رأسمالها على عامة الجمهور المدخر الراغب في استثمار مدخراته في شكل قيم منقولة صادرة عن شركات اقتصادية وطنية.

كانت أول شركة تدخل سوق الأسهم المتواجد على مستوى سوق البورصة هي شركة صيدال بعد شركة رياض سطيف فهي ثاني العمليات من نفس النوع–إصدار أسهم أو سندات رأس المال–فهي تجربة توصف بالناجحة مادامت محافظة على بقائها في هذا السوق(**أولا**). وإلى جانب هذه الشركة وفي سوق

1– لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة2005، ص05.

2– لمياء دالي علي، المرجع نفسه، ص13.

3– الواضح على شركة رياض سطيف أنها كانت هي الأخرى من بين الشركات التي انضمت إلى سوق البورصة لسبب وطني بحت ينصب خصوصا في إعطاء انطلاقة لهذا السوق والرفع من أدائه بتشجيع الشركات الاقتصادية الأخرى على دخوله.

4– محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية–دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر مرجع سابق، ص109.

الأسهم ذاته انضمت شركة تسيير فندق الأوراسي إلى سوق البورصة وهي متواجدة به إلى غاية يومنا هذا**(ثانيا)**.

أولا–تجربة شركة صيدال الناجحة في البورصة.

تعد شركة صيدال احدى الشركات الأولى بالانضمام إلى سوق البورصة رغم أنه كان سوقا فتيا وقليل الصفقات فيه، إلا أنها حافظت على بقائها في سوق الأسهم رغم الظروف التي عرفتها إلى حد اليوم، لذا سنتطرق إلى التعريف بدخول الشركة إلى بالبورصة والهدف الذي جعلها تُقدم على ذلك.

1–دخول شركة صيدال إلى سوق البورصة.

يعود تاريخ تأسيس " الصيدلة المركزية" في الجزائر إلى عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي، الذي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية أنشأت الصيدلة في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، فاشترت على مرحلتين وحدتي "بيوتيك وفارمال في سنتي 1971 و1975 على التوالي([1]). وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية أصبح فرعها للإنتاج يسمى "الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني" بموجب المرسوم82/161 الصادر في أفريل 1982([2]).

كانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم، وبعد ذلك تم تغيير اسم هذه الشركة في سنة 1985 لتحمل "**تسمية صيدالSAIDAL** "وفي مرحلة تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها الجزائر صارت شركة صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية إدارية، فاختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم. وفي عام 1993 تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة([3]).

1– كمال ديب، سارة لعراب، دور بورصة الجزائر للأوراق المالية في فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية العمومية–دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة المدير LE MANAGER ، العدد 06، جوان2018، المدرسة العليا للعلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي قليعة، ص104.

2– عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:www.sgbv.dz ، الرئيسية، السوق الرسمي، الشركات المدرجة، صيدال، سند رأس المال، تاريخ الزيارة:2019/09/10.

3– موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:www.sgbv.dz .

في شهر جانفي من سنة1998 عقد اتفاق مبدئي بين المجلس الوطني لمساهمات الدولة والشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة يهدف إلى الخوصصة الجزئية لشركة صيدال بتحويل 20% من رأسمالها وطرحه للجمهور في إطار الاستجابة لشروط القيد في بورصة القيم المنقولة، وفي نفس الشهر قامت الشركة القابضة بتوكيل مجمع صيدال لإعداد ملف خاص بدخوله إلى بورصة الأوراق المالية. وفي شهر فيفري تم توقيع اتفاقية بين المجمع ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB) أين قدم المجمع طلب رخصة للتخلي عن جزء من رأسماله عن طريق العرض العمومي للبيع، ثم طلب القبول في التسعيرة لدى البورصة([1]).

قام مجمع صيدال وهو شركة مساهمة ذات رأسمال اجتماعي مقدر ب 2500000000 دج باللجوء العلني للادخار عن طريق عرض عمومي لبيع 2000000سهم حدد مبلغها الاسمي ب 250 دج بينما حدد سعر إصدارها ب 800 دج للسهم الواحد وهو ما يساوي20% من رأسمالها، وذلك بعد استيفائها لشروط العرض العمومي للبيع واللجوء العلني للادخار، وكذا حصولها على تأشيرة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تحت رقم98-04 المؤرخة في 24 ديسمبر1998 وحدد أجل الاكتتاب من 15 فيفري1999 إلى غاية15 مارس1999([2]).

انطلقت عملية بيع أسهم صيدال يوم15 فيفري1999 بقاعة المحاضرات بالفندق الدولي (هلتون سابقا) بحضور عدد من الوزراء وأعضاء السلك الدبلوماسي، وتعتبر فرصة تخلي صيدال عن نسبة20% من رأسمالها فرصة سانحة لكل مستثمر يرغب باقتناء قيمها المنقولة واستثمار مدخراته. وقد تداول على المكتب الذي نصب مؤقتا في عين المكان عدد كبير من رجال الأعمال والمستثمرين وأصحاب المؤسسات وإطارات صيدال الذين حضروا حفل افتتاح شراء الأسهم المعروضة للبيع، فكان السيد وزير المالية آنذاك أول من افتتح عملية شراء الأسهم بشرائه أربعين سهم، وعند اختتام يوم الانطلاق فاقت عدد الأسهم المباعة 1500 سهم([3]).

رافق شركة صيدال وسيط عمليات البورصة وهو المؤسسة المالية العامة sogefi أما الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: المؤسسة المالية العامةsogefi ،الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيفsoficop وشركة توظيف القيم المنقولةspdm ([4]).

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة2010، ص33.

2- عائشة بوخلخال، مرجع سابق، ص132.

3- تقرير ندوة الأوراس، أفريل1998، الانضمام إلى البورصة-حالة صيدال، ص ص16-20.

4- موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:www.sgbv.dz ، مرجع سابق.

2-هدف صيدال من تجربة الإدراج وتقييمها.

سنبرز في هذه النقطة الهدف الدافع بمجمع صيدال إلى دخول سوق البورصة الجزائرية وإبرامه لصفقات استثمارية تتعلق بالأسهم في السوق المخصص لها، كونها كانت ثاني العمليات في هذا السوق من هذا النوع، كما أننا كنا قد حكمنا بناء على المعطيات التي توفرت لدينا بأن تجربة إدراج صيدال بالبورصة توصف بالناجحة لنرى مدى صحة هذه النتيجة بإعطاء تقييم للتجربة.

أ-الهدف المتوخى من الإدراج.

قام مجمع صيدال بوضع مجموعة من الأهداف الاستراتيجية في إطار مخطط أعماله للفترة من 1998 إلى غاية 2005 ولبلوغ هذه الأهداف المسطرة من طرف الحكومة لاسيما تنفيذ برنامج الخوصصة، أقر بالسعي إلى تحقيق ذلك عن طريق الإدراج في بورصة القيم المنقولة.

حقّق مجمع صيدال نتائج كبيرة منذ إدراجه، الأمر الذي أهلّه ليكون من بين المؤسسات الوطنية الأولى لدخول سوق البورصة بهدف تطوير شهرة المجمع بإدخال معايير معاصرة ومرنة للتسيير عن طريق خوصصته جزئيا([1])، فقد أدى الإدراج إلى تحسين الأداء الاقتصادي للمجمع الذي تزامن معه زيادة نسبة السيولة، والتقليل من الأعباء المالية التي تتحملها الدولة والمتعلقة بالاحتياجات المالية للمجمع وذلك من خلال زيادة نسبة الاستقلالية المالية وانخفاض نسبة طاقة الاستدانة للمجمع([2]).

كما هدف مجمع صيدال من عملية دخوله عالم البورصة إلى تعزيز وتقوية مكانته في السوق المحلي لتغطية 50% من حاجات سوق الأدوية في الجزائر([3]). وبالإضافة إلى كل هذه الأهداف السابق ذكرها سعى مجمع صيدال من خلال عملية الإدراج إلى تحقيق ما يلي:

-الزيادة في شهرة المجمع الشيء الذي يسمح له بأن يكون معروفا على المستوى الدولي، وكذا تحقيق تحالفات مع شركاء أصحاب كفاءة عالية وذلك لتطوير القدرات المعرفية وتحقيق الانتقال التكنولوجي.

-الحصول على تمويلات في ظروف أحسن وفي آجال قصيرة جدا من البنوك ومن مختلف الأسواق المالية.

1- محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص109.

2- كمال ديب، سارة لعراب، مرجع سابق، ص110.

3- SAIDAL infos, groupe SAIDAL, n°07, 1er trimestre1998, p08.

-الخوصصة الجزئية للمجمع وفقا للاتجاهات الاقتصادية العالمية مع التركيز على الابتعاد التدريجي لدور الدولة في التسيير.

-إدخال أكبر وإحداث معايير التسيير ضمن محيط المجمع للتكيف مع البيئة الجديدة للاقتصاد الجزائري (اقتصاد السوق)([1]).

ب-تقييم تجربة الإدراج.

اختتمت عملية العرض العمومي لبيع 2.000.000 سهم لمجمع صيدال بتاريخ 06 أفريل 1999 وقد تم الإعلان عن النتائج الرسمية لها في تاريخ 11 أفريل من نفس السنة على إثر ندوة صحفية بمقر الشركة القابضة العمومية(كيمياء-صيدلة)، ففاق الطلب العرض بمعدل 33.09%([2])، فقد لاقت عملية بيع أسهم صيدال نجاحا كبيرا، فارتفع عدد الأسهم إلى 2.800.000 سهم بعد أن كان من المقرر بيع 2.000.000 سهم فقط([3]). وعليه فقد صرح المعنيون بأن العرض العمومي للبيع الخاص بأسهم صيدال كان إيجابيا([4])، كما توقع الاقتصاديون ارتفاع قيمة الأموال المستثمرة بسوق البورصة الجزائرية نتيجة ارتفاع الطلب على أسهم صيدال وشعور المساهمين وجمهور المستثمرين بالرضا نحو النشاط المالي للشركة على مستوى هذا السوق([5]).

وبعد هذا بدأت النتائج الإيجابية المتزامنة مع إدراج مجمع صيدال بسوق سندات رأس المال تظهر عليه، حيث أعلن المجمع عن وضعيته المالية التي سجلت ارتفاعا لرقم الأعمال وصل 3.3 مليار إلى غاية سبتمبر 1999 بكمية إنتاج تقدر ب77 مليون وحدة بيع أي بزيادة بأكثر من02% مقارنة بنفس الفترة من السنة المالية السابقة للإدراج([6]).

والدليل على أنّ تجربة مجمع صيدال المدرج بسوق الأسهم قد كللت بالنجاح هو هذه النتائج الإيجابية المذكورة أعلاه بالإضافة إلى بقائها محتفظة إلى حد الآن بمكانتها في سوق البورصة الجزائرية على الرغم من تذبذبات الأسعار ونتائجها على أرباح الشركة والمستثمرين المساهمين بها.

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة2010، ص34.

2- فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص229.

3- عائشة بوخلخال، مرجع سابق، ص133.

4- فتيحة ابن بوسحاقي، المرجع نفسه، ص229.

5- عبد المالك بلعشي، محمد خميسي بن رجم، أثر فتح رأس المال على قيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة تحليلية لمجمع صيدال للصناعة الصيدلانية وفندق الأوراسي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد01، المجلد11، 2018، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، ص17.

6- عائشة بوخلخال، مرجع سابق، ص133.

ثانيا-تجربة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

يرجع تاريخ افتتاح مؤسسة الأوراسي في الجزائر إلى تاريخ02 ماي 1975 أين كانت تمارس عملها تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة والتي سّيرتها من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة(SONATOUR) ثم بعد ذلك الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة(ALTOUR)وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات(NCCB) أثناء السنوات1977-1979-1983 على التوالي. بعد ذلك عدل الفندق في 12فيفري 1991 وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأسمال قدره40 مليون دج فصار اسمه الاجتماعي" مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي"([1]).

حوّلت ملكية فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم رقم95-22 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، ما جعل هذه الشركة القابضة المساهم الوحيد في مؤسسة الأوراسي. لكن هذا الوضع لم يدوم طويلا فبقصد التماشي مع توجهات السلطة العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخوصصة الكلية أو الجزئية، اختار المجلس الوطني لمساهمات الدولة مؤسسة الأوراسي لإدراجها في البورصة بموجب القرار المؤرخ في فيفري1998([2]).

وعلى إثر ذلك، قامت مؤسسة تسيير فندق الأوراسي برفع رأس مالها في إطار تدعيم قدراتها المالية، وذلك عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، فأصبح بذلك رأسمالها يعادل 1.5 مليار دج"([3]). ولتنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الحكومة وفي إطار تنشيط بورصة الجزائر، تحصلت شركة تسيير فندق الأوراسي على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تحت رقم 99-01 المؤرخة في 24 ماي1999 وتطبيقا لتوصية المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال جلسته المنعقدة يوم 05 فيفري1998([4]).

تعتبر تجربة فندق الأوراسي في سوق البورصة الجزائرية ثالث العمليات التي جرت في سوق الأسهم، إذ تم فيه عرض أسهمه للبيع، "حيث تقرر وفي يونيو 1999 طرح جزء من رأسمال فندق الأوراسي ذو 05 نجوم بنسبة20% في البورصة، وذلك عن طريق العرض العلني للبيع بما يعادل 1.2

1- موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:www.sgbv.dzالرئيسية، السوق الرسمي، الشركات المدرجة، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، تاريخ الزيارة:2019/09/10.

2- موقع شركة تسيير بورصة القيم، مرجع سابق.

3- موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:www.cosob.org تاريخ الزيارة: 2019/09/16.

4- عائشة بوخلخال، مرجع سابق، ص 136.

ميلون بقيمة اسمية 250دج للسهم وبسعر إصدار 400 دج، أين تكفلت بهذه المهمة مؤسسة الراشد المالي كوسيط في عمليات البورصة"([1]).

بعد استيفاء مؤسسة تسيير فندق الأوراسي لشروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، وبتاريخ 14 فيفري2000 تم إدراج سند رأس مال هذه المؤسسة في جدول التسعيرة الرسمية، وقدر مبلغ الإدراج ب400 دج([2]).

وعن تقييم تجربة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي في سوق البورصة الجزائرية، فقد أقرّ المحللين الاقتصاديين المختصين آنذاك بأنّ عملية إدراج شركة تسيير فندق الأوراسي كللت بالنجاح، والسبب في ذلك راجع حسب هؤلاء إلى أن الأسهم المعروضة في السوق هي عادية، معفاة من كل التزام ومحررة تماما، ما يجعل المستثمر الصغير مطمئنا بالنظر إلى سعر السهم البسيط. فقد نجم عن هذه الثقة التي وضعها الجمهور المستثمر في شركة تسيير الأوراسي جذب الكثير من هذه الفئة التي رغبت في الساعات الأولى بالاكتتاب بأسهمه بإبرام صفقات تخصها، إذ وفي أقل من ساعة من انطلاق عملية البيع تم التنازل عن 4800 سهم([3]).

بالإضافة إلى هذه النتائج الإيجابية عن ارتفاع مستويات بيع أسهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي بسوق البورصة الجزائرية فقد مثلت هذه التجربة أحد التجارب الهامة لإدراج القطاع الخدماتي في مجال الاستثمار بالبورصة، إذ ولا تزال هذه المؤسسة تحافظ على مكانتها به مثلها مثل مجمع صيدال الآنف ذكره.

تجدر الإشارة في ختام هذا المطلب أنّ سوق السندات المتواجد على مستوى سوق البورصة الجزائرية عرف ركودا بسبب انقضاء آجال استحقاق القروض السندية التي استعملتها عديد الشركات بموجب التسعير داخل السوق المنظم أو خارجه، ففي الآونة الأخيرة رفضت الشركات الاقتصادية العودة إلى استعمال السندات كأدوات استثمار في هذا السوق. وبالعكس من ذلك حافظت بعض الشركات الاقتصادية على مكانتها بسوق الأسهم منذ دخولها وإلى غاية يومنا هذا على الرغم من تذبذب النتائج المحققة والمبينة من خلال التقارير السنوية التي تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

1- حفيظ عبد المجيد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها-دراسة حالة بورصة الجزائر-مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، 30 سبتمبر2004، ص168.

2- موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: www.sgbv.dzمرجع سابق.

3- عائشة بوخلخال، مرجع سابق، ص136.

أمام هذا التصنيف للشركات الاقتصادية التي خاضت تجربة الاستثمار ببورصة الجزائر على اختلاف أسواقها بالنظر إلى القيم المنقولة التي استعملتها، يبرز نوع آخر من الشركات التي بادرت إلى اتخاذ إجراءات الانضمام، لكنها لم تتم عمليات التسعيرة في الجدول الرسمي ما جعل قيمها المنقولة غير متداولة بالسوق، بالرغم من حصولها على تأشيرة الدخول واعتمادها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تحت الرقم2016-01 بتاريخ 20 جانفي 2016. من بين هذه الشركات نجد **شركة الإسمنت عين الكبيرة**([1]) الناشطة في مجال إنتاج وتسويق الإسمنت الممتاز والإسمنت الخاص كمثال عنها.

أصدرت اللجنة بيانا صحفيا يهدف إلى إعلام الجمهور بأنها قد أشرت بتاريخ 20 جانفي2016 على المذكرة الإعلامية المتعلقة بدخول شركة الإسمنت لعين الكبيرة في البورصة، وهذا عبر رفع رأسمالها المقدر ب 2.200.000.000دج بنسبة35%، وتتدرج هذه العملية في إطار تنفيذ لائحة مجلس مساهمات الدولة المصادق عليها بتاريخ 21 جانفي2014. وفي هذا الصدد تميزت عملية إدراج شركة الإسمنت بمجموعة خصائص منها:

-الأسهم محل الإصدار هي عبارة عن أسهم عادية غير مادية، فهي مسجلة في حساب لدى حافظي الحسابات، كما أنّ أغلبية المساهمين بالشركة هو مجمع جيكا. عدد الأسهم الجديدة11.846.000 سهم، بقيمة اسمية تقدر ب100 دج للسهم.

- حدّدت اللجنة تاريخ الاكتتاب بالأسهم الممتازة الصادرة عن شركة الإسمنت من 2016/5/15 إلى غاية13جوان 2016، فبعد انتهاء هذه العملية ستتداول أسهم الشركة في البورصة وفقا للشروط المحددة في أنظمة البورصة([2]).

توقعت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تاريخا للانضمام الفعلي لشركة الإسمنت عين الكبيرة وهو جوان 2016، لكن ها نحن في سنة 2019 ولم يتم تداول لأسهم هذه الشركة بسوق البورصة الجزائري، ما يعني بقاء عملية إدراج الشركة في مرحلة الإدراج القانوني فقط دون التسعير، نتيجة عدم استيفاء الشروط الأساسية لقيد الأسهم في جدول التسعيرة الرسمية.

1- الملاحظ عن تاريخ أول تسعير لأسهم شركة الإسمنت أنه كان متوقعا يوم2016/06/27 لكن إلى حد الساعة لم يتم هذا التداول.

2- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بيان صحفي، مصدر الكتروني محمل من موقع اللجنة:www.cosob.org

إنّ شركة الإسمنت التي اخترناها كمثال نموذجي عن شركات اقتصادية حصلت على اعتماد اللجنة دون تداول قيمها، بسبب عدم استيفاء شروط قيد سنداتها في السوق الرئيسي ليست الشركة الوحيدة التي تتميز بهذه الوضعية، اذ نجد على غرارها الشركات التالية:

Société national de leasing(SNL), Maghreb leasing Algérie(MLA), SRH société de refinancement hypothécaire, ENTP entreprise national des travaux aux puits, EEPAD tisp, ALC : arab leasing corporation spa, ENAFOR entreprise national de forage [1].

المطلب الثاني: الشركات المتداول قيمها المنقولة حاليا.

ينشط بسوق البورصة الجزائري عدد ضئيل من الشركات الناشطة في المجال الاقتصادي، فهي تتنوع بين القطاعين العام والخاص. لكن الملاحظ على هذا السوق بأنه مازال لم يرقى إلى مستوى التطلعات المعولة عليه لترقية الاقتصاد الوطني وتمويل المشاريع الاستثمارية بالاستقلال عن التمويل العمومي أو البنكي.

بقيت تجارب الشركات التي سبق الإشارة إليها تتراوح بين النجاح تارة والفشل والانسحاب تارة أخرى، الأمر الذي لم يرفع من مستوى عدد هؤلاء المتعاملين الاقتصاديين بهذا السوق، ولم يشجعهم على فتح رؤوس أموال شركاتهم على الجمهور الراغب بالاستثمار بالقيم المنقولة.

نتيجة للتماشي مع التطورات الاقتصادية الحاصلة في مجال تطوير عمل سوق البورصة، عمل القائمون على البورصة والسلطة السياسية على تكييف هذا السوق وفقا لمتطلبات البيئة الجزائرية. فأصبح هذا السوق يميّز الشركات الاقتصادية على حسب حجمها، حيث خصص سوقا رئيسية لشركات المساهمة وسوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

انضمت إلى السوق الرئيسية كل من مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي ولا تزال قيمها المنقولة متداولة به، بالإضافة إلى كل من شركة روبية، شركة أليانس للتأمينات، شركة بيوفارم، ليصبح عدد الشركات المدرجة فعليا والمتداول قيمها المنقولة حاليا هي خمس شركات بالسوق الرئيسي **(الفرع الأول)**. أما السوق المخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد عرف ركودا وتخوف من فئة هؤلاء المتعاملين الاقتصاديين، الأمر الذي جعله عديم النشاط وإبقائه هيكلا دون عمل بسبب انعدام التداول فيه، فمنذ إنشائه سنة 2012 لم تقدّم أي مؤسسة صغيرة الحجم طلبا لانضمامها اليه، فهل تم فك شفرة الإدراج بهذا السوق وهل تمّكنت الهيئات العليا بسوق البورصة من إقناع المؤسسات للانضمام اليه؟ **(الفرع الثاني)**.

1-Le site de COSOB, www.cosob.org, les émetteurs, liste des émetteurs, date de visite :21/09/2019.

الفرع الأول: الشركات المدرجة بالسوق الرئيسي.

يتواجد في سوق البورصة الجزائري سوقا رئيسيا، يختص بصفقات الاستثمار التي تمثل عمليات تداول للقيم المنقولة الخاصة بكبرى الشركات المصدرة للأسهم، سنتعرض في هذا الفرع إلى الشركات المدرجة فعليا بهذا السوق أي المتحصلة على تأشيرة الاعتماد من اللجنة والمقبول تداول قيمها المنقولة به، فهي شركات تتنوع بين القطاعين العام والخاص.

بقي السوق الرئيسي وبعد انسحاب شركة رياض سطيف يسير بناء على تداول أسهم كل من مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي. غير أنّه عرف بعد ذلك انضمام مجموعة من الشركات خاضت هي الأخرى تجربة دخول سوق البورصة، والتي اخترنا التطرق إليها وفقا للترتيب التاريخي المعبر عن بداية تجربتها في هذا السوق والممثلة في كل من شركة أليانس للتأمينات **(أولا)** وشركة أن سي أ رويبة **(ثانيا)** وشركة بيوفارم **(ثالثا)**.

أولا-تجربة شركة أليانس للتأمينات النوعية.

انضمت شركة أليانس للتأمينات هي الأخرى إلى السوق الرئيسي في بورصة الجزائر فكانت رابع الشركات المصدرة للأسهم بعد كل من مجمع رياض سطيف(المنسحب) ومجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي، فقد قامت بطرح سند رأس المال به، بعد استيفائها للشروط القانونية المطلوبة، فكيف تأسست هذه الشركة وماهي ظروف إدراجها بسوق البورصة؟

1-تأسيس شركة أليانس للتأمينات.

تعتبر هذه الشركة أولى شركات القطاع الخاص التي هدفت إلى تدعيم سوق البورصة وزيادة رؤوس الأموال المستثمرة فيه، فأمام هذا الدافع هو ما جعلنا نصف التجربة بالنوعية، "أنشئت شركة أليانس للتأمينات في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم65-07 المؤرخ في 25 جانفي1995 والصادر عن وزارة المالية، المتعلق بفتح سوق التأمينات، فبعد حصول الشركة على اعتماد من الجهات المختصة تحت الرقم 122/5 تمكنت من ممارسة النشاط بما فيه من عمليات التأمين وإعادة التأمين، لينطلق نشاطها الفعلي سنة 2006"([1]).

أشرف على إنشاء هذه الشركة مجموعة من المستثمرين الوطنيين سنة 2004، فهي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دج، وفي سنة 2009 عرف هذا الأخير ارتفاعا ليصبح 800

1- محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص110.

مليون دج هو مقدار رأسمال الشركة، وتواصلت عملية الرفع من رأسمال الشركة ليبلغ مقدار 2.2مليار دج بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار، تمت عملية الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار، وهو ما مكّن الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي09-375 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 1995/10/30 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين([1]).

2-ظروف إدراج شركة أليانس بسوق الأسهم وهدفه.

نتيجة لانطلاق عمل شركة أليانس للتأمينات برأسمال مرتفع نوعا ما، هذا ما شجعها إلى دخول سوق الأسهم بالبورصة-كأول شركة من القطاع الخاص-بكل ثقة وعزيمة على الالتزام بواجب دفع الاقتصاد الوطني وترقية سوق رأس المال. "فوافقت الجمعية غير العادية للشركة بتاريخ 21جويلية2010 على زيادة رأسمالها والمقترح من اجتماع مجلس الإدارة الذي أبدى رغبة الانضمام إلى البورصة في إطار كسب ثقة المستثمر الجزائري في إطار الالتزام بسياسة الحكم الراشد في مؤسسات القطاع الخاص"([2]).

منحت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الضوء الأخضر لشركة أليانس للتأمينات من خلال التأشير على المذكرة الإعلامية المقدمة من طرف الشركة، فحمل الاعتماد رقم2010-02 واستكمالا لشروط الادراج عمدت الشركة إلى فتح رأسمالها الذي بلغ 2.2مليار دج بموجب عملية العرض للاكتتاب كخطوة أولية تمهيدا لإدراج أسهمها في بورصة الجزائر، امتدت فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر إلى 01 ديسمبر2010، فانصب مبلغ العرض على 31% من رأسمالها الاجتماعي أي ما نسبته1.44 مليار دج مقسمة إلى 1804511 سهم([3]).

بعدما استوفت الشركة شروط الادراج والقبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم ادراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 07 مارس2011 حيث قدّر سعر الإدراج ب 830 دج، وقد رافق هذه الشركة في إجراءات الادراج وطرح الأسهم القرض الشعبي الجزائري كوسيط في عمليات البورصة([4]).

1- موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:www.sgbv.dz، الرئيسية، السوق الرسمي، الشركات المدرجة، أليانس للتأمينات، تاريخ الزيارة: 2019/09/04.

2- Rapport annuel compagnie ALLAIANCE ASSURANCE، premier semestre, 2011, p03.

3-NOTICE D'information ALLIANCE ASSURANCE spa, visa COSOB n° 10/02 du 08 août 2010 (traduction), fichier électronique téléchargé à partir du site COSOB, p08.

4- موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:www.sgbv.dz، مرجع سابق.

وصف رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها آنذاك" إسماعيل نور الدين" عملية ادراج ودخول شركة أليانس للتأمينات إلى البورصة عن طريق اصدار أسهمها بأنها ظاهرة صحية جدا في السوق المالي الجزائري، مؤكدا أن خدمات التأمين وخدمات البنوك مطلوبة جدا في الأسواق المالية وهي الأساس في بورصات العالم، وهو ما يعتبر مؤشرا جيدا لترقية بورصة الجزائر([1]).

أما عن الهدف الذي سعت إلى تحقيقه الشركة، فقد اعتبر المدير العام لشركة التأمينات بأن أهدافها استراتيجية سيتم تحقيقها بعملية الدخول، على اعتبار أنها عملية تاريخية والأولى من نوعها بالنسبة لتاريخ الشركة وتاريخ سوق البورصة، ومن بين هذه الأهداف نذكر ما يلي:

-اقتسام الثروة الناجمة عن العملية من خلال إعطاء فرصة جديدة للجزائريين لتوظيف أموالهم عن طريق وسائل جديدة للادخار.

-رفع رأسمال الشركة وزيادة شهرة الشركة وحصتها في السوق.

-المساهمة في تفعيل بورصة الجزائر من قبل المتعاملين العموميين والخواص، بالإضافة إلى زيادة التواصل مع المساهمين.

-ابتكار منتجات جديدة في الشركة بتوظيف المهارات وتحسين نظام الحوافز وقياس الأداء([2]).

ثانيا-تجربة أن سي أ رويبة.

خاضت شركة أن سي أ رويبة هي الأخرى تجربة ولا زالت دائمة في سوق الأسهم بإصدارها سندات رأس المال(الأسهم)، لكن الجدير بنا قبل التحدث عن التجربة إعطاء تقديم عن الشركة وعن إجراءات انضمامها إلى سوق البورصة الجزائري.

1-تقديم شركة أن سي أ رويبة.

تأسست شركة أن سي أ رويبة عام 1966 في شكل شركة ذات المسؤولية المحدودة (ذ م م) تحت اسم" الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية"، إذ كانت الشركة آنذاك مختصة في إنتاج معجون الطماطم

1- أليانس للتأمينات" أول شركة تفتح رأسمالها في بورصة الجزائر، عن الموقع الالكتروني: www.djazairess.comتاريخ الزيارة2019/09/03.

2- تصريح الرئيس المدير العام لشركة أليانس للتأمينات حسان خليفاتي لجريدة الشروق" أليانس للتأمينات أول شركة تفتح رأسمالها في بورصة الجزائر"، عن الموقع الالكتروني:www.echoroukonline.com/économie تاريخ الزيارة2019/09/19.

والهريسة والمربيات تحت العلامة التجارية" الرويبة". وبقيت على هذا الحال إلى غاية سنة 2003 أين غيّرت الشركة من شكلها القانوني وأصبحت تتخذ شكل شركة ذات أسهم([1]).

عرف العقد التأسيسي لشركة المصبرات سنة 2006 تعديلا تم على إثره الرفع من رأسمال الشركة فبعدما كان يقدر ب 109472000دج أصبح يقدر ب 152044000دج وهو مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأسمال استثماري غير مقيمة" أفريك انفست" المحدودة. كما أنه وبموجب التعديل ذاته تم تمديد حياة الشركة لمدة99 سنة([2]).

- **إجراءات انضمام شركة أن سي أ رويبة إلى بورصة الجزائر:** بدأت أولى ترتيبات دخول شركة المصبرات إلى سوق البورصة تتضح سنة 2008 من خلال تغيير اسمها السابق من " الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى "أن سي أ رويبة"، فتعد شركة أن سي أ (NCA) رويبة شركة ذات أسهم تخضع إلى أحكام القانون التجاري الجزائري، يقدّر رأسمالها بعد رفعه ب 849195000 دج فهو الإجراء الرئيسي الذي يدخل ضمن التحضيرات الأولية لتحقيق شروط الادراج المطلوبة قانونا، ويتمثل نشاطها الرئيسي في انتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة، ما جعلها احدى الشركات الرائدة في هذا المجال([3]).

بعد ذلك بثلاث سنوات، صدر قرار من مجلس إدارة الشركة بتاريخ 27مايو 2011 يقضي بإدراج الشركة في البورصة، فصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012. وبعدها وبالضبط في أفريل من سنة2013 شرعت شركة "أن سي أ" رويبة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، حيث انصب مبلغ العرض على 25% من رأس المال، أي ما يعادل 84919200 دج موزعة على 8491950 سهم([4]).

تحصلت شركة أن سي رويبة على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم13-01التي تعد بمثابة الضوء الأخضر للانضمام إلى البورصة وكان هذا بتاريخ06 فيفري 2013، ونتيجة لاستيفائها شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ رويبة في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 جوان 2013 حيث قدر مبلغ الإدراج ب400 دج، أما مدة العرض العلني للبيع فقد حددت من 07أفريل إلى غاية09 ماي 2013،

1- عن الموقع الالكتروني الخاص بالشركة:www.rouiba.com.dzتاريخ الزيارة: 2019/09/04.

2- المرجع نفسه.

3- عن الموقع الالكتروني الخاص بالشركة:www.rouiba.com.dz.

4- موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: www.sgbv.dz، الرئيسية، السوق الرسمي، الشركات المدرجة، أن سي أ رويبة، تاريخ الزيارة: 2019/09/04.

فرافق هذه الشركة في تحقيق إجراءات الإدراج بالعمل على قبولها في سوق الأسهم الوسيط في عمليات البورصة المسمى: بي إن بي باريبا الجزائر([1]).

حقّق إدراج شركة رويبة بالبورصة أهداف تتنوع بين الهدف الخاص؛ فقد هدفت شركة رويبة بدخولها إلى السوق زيادة رقم أعمالها والرفع من حجم منتوجاتها قصد تحقيق نموها بالإضافة إلى اخراج جزئيا صندوق الاستثمار افريك انفست من رأسمالها الذي قرر بيع نسبة 20% فقط من حصصه([2])، أما الهدف الوطني فيتجلى بالنظر لما تمتلكه هذه الشركة من خبرات وتقنيات تطبقها أثناء عملها سينتج عن العرض العلني لبيع أسهمها في البورصة ازدهار هذا الأخير وتوفير السيولة بزيادة رسملته. والهدف الشخصي الذي يتحصل عليه المستثمر بغض النظر عن صفته فحتما سيحقق أرباحا نتيجة استثمار أمواله بأسهم شركة بهذا الحجم.

بالنسبة للنتائج التي حققتها شركة أن سي أ رويبة على مستوى سنة الإدراج وما يليها(2013-2015) فقد حققت ارتفاعا في حجم الأسهم المتداولة، إذ حلت الشركة بالمرتبة الثانية بعد شركة أليانس للتأمينات من ناحية ارتفاع أرباحها وارتفاع حجم الأسهم المتداولة([3])، كما أنها وإلى غاية اليوم بقيت محافظة على مكانتها بسوق الأسهم.

ثالثا-تجربة بيوفارم الحديثة نسبيا.

نشأت شركة بيوفارم سنة 1991 فهي شركة ذات أسهم في شكل مجمع يختص بمختلف مواد الصناعة الصيدلانية المعنية بترقية مجال انتاج وتوزيع المواد بالجملة، حيث تنشط في القطاع الصيدلاني فهي تترأس عملية ترقية وانتاج وتوزيع المواد الصيدلانية، يقدّر رأس المال الاجتماعي للشركة ب5.104.375.000 دج، تحصلت هذه الشركة على اعتماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 2015-03 بتاريخ 02 ديسمبر 2015 بموجب التأشير على المذكرة الإعلامية التي قدمتها إلى اللجنة([4]).

قامت الشركة بإصدار أسهم ممتازة بموجب العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، وحدّد تاريخ فترة الاكتتاب من 13 إلى 23مارس2016. حيث بلغ عدد الأسهم المعنية بعملية العرض العمومي للبيع

1- موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:www.sgbv.dz.

2-NOTICED'information NCA Rouïba spa, visa COSOB n° 2013/01 du 06 fevrier2013 (traduction), fichier électronique téléchargé à partir du site COSOB, p10.

3- عبد الوهاب شمام، عمار زودة، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور مرجع سابق، ص18.

4-VISA COSOB N°2015-03, NOTICE D'INFORMATION BIOPHARM (traduction), fichier électronique téléchargé à partir du site COSOB,p 08.

5.104.375 سهم التي تمثل نسبة 20% من رأسمال الشركة([1]). وعلى إثر ذلك، وبسبب سرعة مجمع بيوفارم في استيفاء الشروط المؤهلة للإدراج في بورصة الجزائر، فقد أعطت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الضوء الأخضر بتاريخ 18 أفريل 2016 بموجب القرار رقمCAB/14/2016 الذي سمح بانضمام أسهم شركة بيوفارم إلى بورصة الجزائر([2]).

انضمّت شركة بيوفارم رسميا إلى البورصة يوم الأربعاء 20 أفريل2016 وذلك في أولى جلساتها للتسعيرة في القائمة الرسمية لبورصة الجزائر، وقد تم هذا الانضمام بعد عملية العرض العمومي لبيع أسهم المجمع الصيدلاني "بيوفارم" والتي امتدت من 13 مارس إلى 07 أفريل 2016. فقد جاء ادراج سهم هذا المجمع بعد تطبيقه لكل الالتزامات المفروضة على عاتق الشركات المصدرة والمسجلة في النشرة الإعلامية الخاصة بالعرض العمومية لبيع الأسهم بسعر ثابت([3]).

تعد شركة بيوفارمBIOPHARM إحدى الشركات الناشطة بسوق الأسهم أي أنها مدرجة بالسوق الرئيسي، تولى مرافقة شركة بيو فارم لدى دخولها إلى سوق البورصة وبعد إدراجها البنك الخارجي الجزائري كوسيط في عمليات البورصة ومراقبتها بموجب عقد سيولة بين الشركة المصدرة والوسيط المرافق(BEA)، بهدف ضمان التداول المنتظم للأسهم خاصة خلال الأشهر الأولى من انطلاق العملية في السوق الرسمي، وتمثلت مدة العقد بستة أشهر قابلة للتمديد إلى اثني عشر شهرا حسب العقد الضمني، بالإضافة إلى النيابة عن الشركة في الصفقات الاستثمارية التي تبرمها على مستوى البورصة([4]).

يبرز الهدف الوطني من ادراج أسهم المجمع الصيدلاني بيوفارم في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر إلى رفع عدد الشركات المدرجة بالسوق الرسمي الرئيسي إلى خمسة شركات وزيادة عدد الأسهم المتداولة، بالإضافة إلى رفع مستوى القيمة السوقية أي رؤوس الأموال المستثمرة في سوق البورصة إلى أكثر من 45 مليار دينار جزائري([5]).

1- "بيوفارم" تنضم رسميا إلى بورصة الجزائر بعد امتناع المؤسسات والشركات الجزائرية عن ولوجها لسنوات، عن الموقع الالكتروني: www.djazairess.com تاريخ الزيارة: 2019/09/05.

2- عن الموقع الالكتروني لشركة تسيير بورصة القيم:www.sgbv.dz تاريخ الزيارة:2019/09/17.

3- بيان صحفي، أول تداول لأسهم" بيوفارم"، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بورصة الجزائر، مصدر الكتروني، ص01.

4- بيان صحفي، أول تداول لأسهم" بيوفارم"، مرجع سابق.

5- المرجع نفسه.

أما الهدف الخاص الذي تنفرد به شركة بيوفارم هو جذب الادخار الوطني نحو الاستثمار برأسمالها المفتوح للجمهور المستثمر بغرض المشاركة في تحقيق فرص استثمارية في القطاع الصيدلاني الجزائري، حيث أن هذا الاستثمار يعد مربحا بالنظر إلى مكانة الشركة التي تعتبر ذات أفضلية لمواصلة الاستثمار بها وتحقيق الأرباح بواسطتها، كما أنّ تحقيق الأرباح المالية للشركة وزيادة سمعتها وشهرتها أحد الأسباب الرئيسية التي تشجعها على فتح رأسمالها([1]).

وعن تقييم العملية نتيجة للتجربة التي خاضها مجمع بيوفارم فقد مكنّت عملية العرض العمومي لبيع الأسهم من بيع 5.104.905 سهم بمبلغ 6.253.443.700 دج بسعر 1225 دج للسهم الواحد، حيث تمثل هذه الأسهم نسبة 20.002% من رأس مال الشركة ل 3309 مكتتب([2]).

فالملاحظ على هذا أنّ سعر تداول سهم مجمع بيوفارم هو مرتفع مقارنة بأسهم الشركات المدرجة الأخرى كشركة صيدال والأوراسي ورويبة وألیانس، كما أنه قد مرت ثلاث سنوات من دخولها إلى هذا السوق ولم ينخفض السهم ولم تنسحب الشركة، ما يعدّ دليلا على نجاح تجربتها بالاستثمار في سوق الأسهم حتى وإن كان هذا التقييم هو مؤقت ما دامت حديثة التجربة نسبيا.

الفرع الثاني: الشركات المدرجة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تضم التسعيرة الرسمية لسوق البورصة الجزائرية سوقا خاصا بسندات رأس المال وسوقا أخر يهتم بسندات الدين، فبالنسبة للسوق الأول الخاص بسندات رأس المال ينقسم هو الآخر فيحتوي على سوق رئيسية خاصة بشركات المساهمة الضخمة والتي كنا قد تحدثنا عن تجربة الشركات المدرجة بها وسوقا خاصا بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فمنذ إنشاءهذا السوق سنة 2012 وهو ينتظر دخول المؤسسات من نوع الصغيرة والمتوسطة اليه.

سنتطرق في هذا الفرع إلى التعريف بتجربة الشركة الوحيدة المتداول قيمها به (**أولا**) ثم نتحدث عن كيفية انضمامها فعليا إلى سوق البورصة(**ثانيا**) لنصل إلى الهدف الذي تتوخى تحقيقه من وراء الإدراج بالبورصة(**ثالثا**).

أولا–تجربة أ أوم أنفست كشركة وحيدة بالسوق الصغير.

قبل أواخر سنة 2018 كان المختصون الاقتصاديون يطرحون السؤال التالي: **هل تمكنت الهيئات القائمة على رأس سوق القيم المنقولة من جذب مؤسسات صغيرة ومتوسطة لدخول هذا السوق، وما سبب العزوف عن الادراج بهذا السوق؟**

1VISA COSOB N°2015-03, NOTICE D'INFORMATION BIOPHA,ouvrage précèdent.

2– بيان صحفي، أول تداول لأسهم" بيوفارم"، المرجع نفسه.

الإجابة عن هذا السؤال وإلى غاية سنة 2018 كانت لا، حيث فشلت جميع المساعي التي بادرت بها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في محاولة تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجدة في الجزائر والتي تنشط ويزداد عددها يوما بعد يوم بمزايا الادراج بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فالسبب الرئيسي للعزوف كان في غالب الأحيان التخوف من فتح رأسمالها باعتبارها شركات واعدة تتخذ شكلا تجاريا غير مناسب لطرح الأسهم أو السندات.

لكن الجديد الذي حملته سنة **2018 في أواخرها** كان بأنه؛ نجم عن حملات الدعاية الإعلامية التي قادتها كل من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى جانب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي قامت بها لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وغرف التجارة من خلال الاتصال برؤسائها والتحسيس بتحفيزات ومزايا الانضمام إلى سوق البورصة الجزائري، قبول **شركة أ أوم أنفست** دخول سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجد على مستوى البورصة، حيث تمّكنت وأخيرا الهيئات الساهرة على تسيير وضبط السوق في أواخر سنة 2018 من إقناع مسؤولي شركة أ أوم أنفست للإقبال على فتح رأسمالها أمام الجمهور.

أنشئت شركة أ أوم أنفست السياحية من خلال تحويل شركة ذات المسؤولية المحدودة "فندق العلاج بالمياه أكوا سيران الذي يقع مقره الاجتماعي في بلدية بوحنيفية ولاية معسكر " استجابة لتحويل الوضع القانوني للشركة من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة ذات أسهم حتى تتمكن من فتح رأسمالها. وتتعلق نشاطاتها بتطوير السياحة المتخصصة في العلاج بالمياه الساخنة والاستجمام وتطوير الوجهة السياحية وتحديث المنتجعات الصحية وكذا تثمين الصناعة السياحية في الجزائر([1]).

ثانيا-الانضمام الفعلي لشركة أ أوم أنفست إلى البورصة.

شركة أ أوم أنفست(AOM INVEST) هي شركة ذات أسهم وذات رأس مال مشترك عمومي استجابت لشروط القيد بالبورصة المطلوبة قانونا، يقدر رأسمالها الاجتماعي ب115.930.000دج وتختص هذه الشركة بالعمل في مجال تطوير واستغلال مشاريع السياحة الحرارية([2])، يتواجد مقر هذه الشركة ب 03 شارع أغادير بولاية وهران. فتحت هذه الشركة قصد استيفاء شرط الخوصصة الجزئية

1- تصريح رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها "عبد الحكيم براح" لوكالة الأنباء الجزائرية: www.aps.dz تاريخ الزيارة2019/09/03.

2-Les activités rentrant dans le cadre de son objet social consiste essentiellement dans : le développement du tourisme thermal et de bien-être, le développement de destination touristique par excellence, la modernisation et la rénovation des stations thermales pour valoriser l'industrie touristique en Algérie/COSOB, admission au compartiment pme de la bourse d'Alger de la société AOM INVEST SPA, p02.

رأسمالها بنسبة10% أي ما يعادل 520.000دج في شكل أسهم ممتازة على ثلاث مستثمرين مؤسساتيين([1]).

تحصّلت الشركة على مصادقة اللجنة على مذكرة الإعلامية التي قدمتها الشركة المتعلقة بإصدار أسهم شركة أ أوم أنفست بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجد ببورصة الجزائر، تعتبر هذه المصادقة بمثابة تأشيرة للانضمام إلى السوق والتي يرجع تاريخها إلى 10 أكتوبر 2018 تحت الاعتماد المرقم 2018-02 بموجب إجراءات الانضمام العادية تطبيقا لنصوص المادتين 41و42 من المرسوم التشريعي 93-10المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة([2]).

حدّد السعر المحدد للانضمام إلى البورصة ب مبلغ297دج للسهم الواحد، وأفادت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن نوعية أسهم هذه العملية عادية، في حين أن الأسهم مسجلة على حساب ناقل غير قابل للتحقيق أو بالاسم الشخصي للمالك([3]).

حضر حصة افتتاح التسعير كل من وزير المالية عبد الرحمان راوية ورئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عبد الحكيم براح بالإضافة إلى المدير العام لبورصة الجزائر يزيد بن موهوب، فقد اعتبر انضمام هذه المؤسسة فرصة سانحة لدعوة المؤسسات الصغيرة المتوسطة الأخرى من أجل الانضمام، أين صرح عن انضمام ثلاث مؤسسات إلى جانب أ أوم انفست في الثلاثي الأول من سنة 2019([4]) لكن إلى حد اليوم لم يتجسد هذا المسعى.

كان تاريخ أول تسعير للقيم الصادرة عن هذه الشركة يوم12ديسمبر 2018 أين تم بدء عملية تداول قيمها على مستوى شركة تسيير بورصة القيم (بسوق شارع العقيد عميروش) وبالضبط في السوق المخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وبتاريخ المحدد تم فعليا تداول أسهم الشركة السياحية في سوق أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببورصة الجزائر، ما جعل شركة" أ أوم أنفست" أول شركة تسجل على قائمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر، فهي الشركة الوحيدة المدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة([5]). باعتبارها أول تجربة فريدة من نوعها تخوضها شركة أ أوم أنفست بسوق المؤسسات

1- موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: www.cosob.org تاريخ الزيارة2019/09/03.

2-COSOB, admission au compartiment pme de la bourse d'Alger de la société AOM INVEST SPA, même ouvrage, p03.

3- عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: www.sgbv.dz تاريخ الزيارة 30 أوت2019.

4-La PME AOM INVEST intégre la Bourse d'alger, www.algerie-eco.com, par khelifa litamine,13/12/2018, date de visite :10/09/2019.

5- عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: www.sgbv.dz تاريخ الزيارة 30 أوت2019.

الصغيرة والمتوسطة وتسمح لها بالانطلاقة الفعلية لعمله بموجب تنشيطه بموجب عمليات تداول أسهم هذه الشركة.

ثالثا–الهدف من إدراج أ أوم أنفست بالسوق الصغير.

وجب على شركة أ أوم انفست في سبيل الوصول إلى تحقيق أهدافها أن تتخذ مرقي يختص بممارسة مهنة الوساطة المالية لصالحها ويعمل على ترقيتها، فهذا التوكيل بتسيير محفظتها المالية هو أحد الشروط الهامة لقبول قيدها بسوق البورصة.

يعتبر "مرقي البورصة هو مستشار مرافق، ويجب أن يكون وسيطا معتمدا في عمليات البورصة أو بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات المالية والقانون واستراتيجية الأعمال، مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكلة رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات شرط أن يكون معترفا به ومسجلا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"([1]).

يخضع هذا المرقي([2]) في بورصة الجزائر إلى شروط حددتها تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01–2013 الصادرة في 09 جوان 2013 المتعلقة بشروط وإجراءات تسجيل المرقيين في البورصة([3]).

بناء على إدراج شركة أ أوم أنفست بالبورصة، تكون هذه الشركة الناشطة في مجال الفندقة قد كسرت حاجز العزوف عن إصدار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قيما منقولة تتداول بالبورصة بتاريخ

1– عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: www.sgbv.dz تاريخ الزيارة:2019/09/10.

2– المرقين المعتمدين لدى اللجنة والناشطين في سوق البورصة حاليا هم: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بي أن بي باريبا الجزائر، بنك التوفير والاحتياط–بنك، القرض الشعبي الجزائري، جرانت ثورنتون–شركة ذات أسهم، أر أم جي للاستشارات–شركة ذات مسؤولية محدودة، أرنست يونغ، فالواضح على قائمة مرقي البورصة بأنهم عبارة عن وسطاء في عمليات البورصة/عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: www.sgbv.dz

3-Les conditions et procédures d'inscription des promoteurs en bourse sont : seules les personnes morales peuvent demander leur inscription en qualité de promoteur.

Les banques et les établissements financier ainsi que les intermédiaires en opérations de bourse agrée pour activités de conseils sont inscrit d'office sur liste de promoteurs en bourse sous réserve.

De désigner un interlocuteur dument habilité, les sociétés candidat à la fonction de promoteur en bourse autre que les catégories désignées doivent justifier de l'expérience suivante : une activité général depuis au moins deux ans dans la fourniture de conseil aux entreprises en matière de structurée capital, de conseil, gestion et ingénierie financières et d'une manière général, tous services destinés à faciliter la création et le développement d'entreprises.

la société candidat doit faire parvenir à la COSOB le formulaire-type de demande d'inscription en qualité de promoteur en bourse dument rempli et signé auquel est annexé un dossier type attestant l'expérience requise et décrivant les moyens humains et technique qu'il entend mettre en œuvre pour remplir ses missions / les articles02-03-04-05 de l' instruction COSOB n°01-2013 relative aux conditions et procédures d'inscription des promoteurs en bourse.

12ديسمبر2018، "بدخولها سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنشئ ببورصة الجزائر سنة2012 "([1]) وبقائه دون فعالية ودون تداول به لسندات رأس المال إلى غاية تنشيطه بفضل هذه الشركة. يبقى الهدف الرئيسي من دخول هذه المؤسسة إلى البورصة هي البحث عن تمويل لمشاريعها الاستثمارية في المستقبل.

أعطت مؤسسة أ أوم أنفست مثالا عن المؤسسة الطموحة التي تتفتح نحو الترقية والتحضر، فهي من وراء هذا الادراج ستتمتع بجميع مزايا الادراج بما فيها اكتساب شهرة وطنيا وعالميا، بالإضافة إلى إعطاء الثقة لدى المتعاملين معها من خلال رفع رأسمالها عن طريق اللجوء للادخار العلني([2]).

كما أنّه من بين الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها أيضا نجد:

-توعية الجمهور العام والمستثمرين الماليين على وجه الخصوص.

-جذب المزيد من المواهب رفيعة المستوى والشركاء الاستراتيجيين في مجال السياحة.

-اجراء جمع التبرعات في السوق المالية للتمويل الأمثل للمشاريع المستقبلية([3]).

كما أنّ سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يوفر لشركة أ أوم انفست-باعتباره جزءا لتوفير بيئة مواتية لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-المزايا التالية:

- حصول المؤسسة على التمويل المباشر من أموال المدخرين على اعتبار أن البورصة مصدر تمويلي حديث مكمل للتمويل المصرفي.

-وصول المؤسسة إلى موارد مستقرة للتمويل وفقا لأحسن تحليل مالي.

-وصول المؤسسة بأبسط وأرخص الشروط والتكاليف إلى سوق القيم المنقولة.

- حصول المؤسسة على فرص استثمار أكبر، وخروج شركات ذات رأسمال استثماري إلى المحيط الاقتصادي ([4]).

1- مصطفى صايم، مصطفى حوحو، بورصة الجزائر حلقة مفقودة في تمويل التنمية الاقتصادية "الواقع، المعوقات والحلول"، مداخلة بالملتقى الوطني الموسوم بالنظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، ص12.

2- Entrée en bourse de la PME AOM Invest : la première séance de cotation en décembre, www.elwatan.com , par zhor hadjam, 01/12/2018, date de visite ,10/09/2019.

3-COSOB, admission au compartiment pme de la bourse d'Alger de la société AOM INVEST SPA, ouvrage précèdent, p04.

4- COSOB, admission au compartiment pme de la bourse d'Alger de la société AOM INVEST SPA, même ouvrage, p04.

بالإضافة إلى أنه يمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال، ما يتيح فرصة نمو ممتازة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم ([1]).

وخير دليل على أهمية سوق القيم المنقولة في انتعاش الاستثمار والاقتصاد من خلال رؤوس الأموال الأجنبية تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق القيم المنقولة بها ديناميكية كبيرة ([2]).

المبحث الثالث: عراقيل الاستثمار في القطاع البورصي.

تميّز سوق القيم المنقولة في الكثير من الدول المتقدمة والنامية بأنه المرآة أو الوجه الذي يتم من خلاله رؤية مدى تطور الحياة الاقتصادية للدول؛ فالبورصة كسوق استثماري تم اعتمادها في جل الأنظمة الاقتصادية المتواجدة في العالم، حيث تلعب دورا هاما بالنسبة للاستثمارات المحلية والأجنبية حينما تجلب العملة الوطنية والعملة الصعبة.

يتحقق تفعيل وتنشيط الاقتصاد بواسطة سوق البورصة، إذا عمل هذا الأخير وفقا لآليات قانونية مخطط لها سياسيا وبدون عثرات أو مشاكل تؤدي إلى عدم تحقيق المهام المتنوعة التي أسندت اليه. لكن إذا أسقطنا هذا الكلام على الجزائر باعتبارها أحد الدول النامية التي تعتمد على سوق البورصة من أجل تشجيع الاستثمارات منذ بدء عمل هذا السوق سنة1997 وإلى غاية اليوم، نجدها ذات نشاط استثماري محدود ومتذبذب.

فعلى الرغم من اعتماد البورصة كسوق استثماري ضمن هياكل المجال الاقتصادي الجزائري، اعترضت هذا المجال الاستثماري خلال سير عمل البورصة الجزائرية عدّة عراقيل حالت دون ترقية وتطوير هذا السوق بما فيه من استثمارات فردية أو جماعية. ارتبطت هذه العوائق تارة بالقواعد التي تفرضها سوق البورصة **(المطلب الأول)** أو بتلك التي تؤثر على الاستثمار بالقيم والمستثمرين بصفة خاصة تارة أخرى**(المطلب الثاني)**.

1-عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

2- محمد زيدان، مرجع سابق، ص21.

المطلب الأول: العوائق المرتبطة بقواعد سوق البورصة.

يعد دراسة العوائق التي تمس الاستثمار بسوق البورصة أحد النقاط الهامة التي تنطلق من معرفة مدى ملائمة القواعد التي شرعت لتنظيم هذا السوق وضبطه مع تحقيق هدفه، فأي قطاع يحتاج إلى قواعد قانونية توجب على المتعاملين المستثمرين به العمل على احترامها والسير وفقا لإجراءاتها. لكن نظرا لخصوصية الاستثمار بالقيم المنقولة الذي يجد محل تطبيقه بسوق البورصة، أقرّ المشرع الجزائري بخضوع المستثمرين والاستثمار بالقيم إلى مجموعة من الأنظمة والقوانين والمراسيم التنفيذية من أجل المحافظة على حسن سير العمل به. غير أنّه وبالرغم من صدور كم هائل من النصوص القانونية والتنظيمية التي تحكم سوق البورصة، إلا أنّ هذه الترسانة القانونية وعلى غرار باقي القطاعات الاقتصادية، تعد غير كافية لتغطية جل الجوانب.

يواجه قطاع الاستثمار بالبورصة نتيجة القواعد الحاكمة للسوق بعض الإشكالات الاقتصادية التي تؤثر على سوق البورصة بوجه عام، فهي إشكالات المجال الاقتصادي المؤثرة في سوق البورصة **(الفرع الأول)** بالإضافة إلى وجود نوع آخر من الإشكالات التي تواجه الهياكل التي تنظم هذا السوق، تسمى إشكالات محيطة بعمل سوق البورصة **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: إشكالات المجال الاقتصادي المؤثرة في سوق البورصة.

نظرا لخصوصية سوق البورصة الجزائري وتعدد الأسباب التي جعلت المشرع الجزائري يقر بإنشائها، توالت النصوص القانونية والظروف الاقتصادية العالمية التي فرضت شروطها على الوضع الاقتصادي. عرفت سوق القيم المنقولة تذبذبا في الإصدار والتخوف من الانضمام اليه، ما جعل سوق البورصة يطرح مجموعة من الإشكالات القانونية والاقتصادية التي أثرت على هذا السوق بوجه خاص وعلى الاقتصاد بوجه عام. نحاول فيما يلي إبرازها كالتالي:

أولا-انخفاض حجم عامل الاستقرار السياسي في الدولة الجزائرية.

يعد عامل الاستقرار السياسي في الدولة المستضيفة للاستثمارات المحلية والأجنبية أحد العوامل المشجعة الجاذبة للمستثمرين، لإقامة مشاريعهم دون تخوف من الأزمات السياسية التي تؤثر على الوضع الاقتصادي.

أدت الأزمة الاقتصادية والسياسية التي ضربت الدولة الجزائرية في السنين الأخيرة إلى انخفاض حجم الاستثمارات، حيث أثرت هذه الأخيرة ة على الاقتصاد الوطني بشكل مباشر. اذ ومع التخلف الذي

تشهده سوق تداول القيم المنقولة الجزائري، انخفض حجم التداول أكثر وعرف التعامل بالقيم المنقولة ركودا.

ويكمن سبب عدم ترقية سوق البورصة خلال هذه الفترة في فتح قضايا حول ملفات الفساد جراء الحراك الشعبي الذي ضغط على العدالة، فطال هذا الاجراء القضائي العديد من كبار المستثمرين مالكي الشركات المصدرة للقيم المنقولة ببورصة الجزائر ومالكي أكبر الشركات المأمول انضمامها إلى سوق البورصة. كما أدى تأزم الوضع إلى عدم استقرار أوضاع الأفراد ماليا وقلة الادخار المستثمر، فلا أحد منا يرغب باستثمار أمواله حاليا داخل الوطن.

ثانيا-عدم التكامل بين قانون سوق القيم المنقولة والقوانين الاقتصادية الأخرى.

يخضع المستثمرون بوجه عام إلى قانون ترقية الاستثمار16-09 لسنة2016 وقبله لقانون تطوير الاستثمار03-01، إلا أن الملاحظ على هذا القانون أنه قد حصر النشاطات التي تعد استثمارا دون الإشارة إلى نشاط طرح القيم المنقولة في سوق البورصة، حيث تجاهل المشرع الجزائري نشاط طرح القيم المنقولة الذي تقوم به الشركات الاقتصادية العمومية حين اصدارها قيما منقولة عبر تطبيق آلية الخوصصة.

وعلى عكس المستثمر المؤسساتي "شركات المساهمة المصدرة للقيم المنقولة" اهتم المشرع بالمدخر المستثمر الذي يُقبل على اقتناء تلك القيم التابعة للشركة بغرض المساهمة في رأسمالها، أين أضفى صفة المستثمر على كل من يقتني قيما منقولة صادرة عن شركات مساهمة. وهو ما جاء يتماشى مع قانون الاستثمار والمرسوم التشريعي93-10 وتعديلاته وجل الأنظمة التي تحكم سوق البورصة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

كما أنّ قانون البورصة لم يوفر منصة الكترونية كتلك التي أنشأتها الهيئات الساهرة على مجال الاستثمار المحلي والأجنبي بقصد جذب المستثمرين الراغبين في إقامة مشاريع استثمارية بالجزائر عبر تعريفهم بامتيازات الاستثمار على عكس الاستثمار بالقيم المنقولة الذي يغيب عنه هذا الشيء.

بالإضافة إلى عدم التنسيق بين قانون التجارة الالكترونية18-05([1]) وقوانين البورصة، اذ سمح هذا الأخير بتداول السلع والخدمات عن بعد أي الكترونيا، حيث ومع انتشار وسائل الدفع الالكتروني، كان لابد على المشرع الجزائري الاهتمام بالقيم المنقولة، حيث تعتبر هذه الأخيرة السلعة الوحيدة المتداولة

1- القانون18-05المؤرخ في 10 مايو2018 المتعلق بالتجارة الالكترونية، الجريدة الرسمية العدد28، الصادر بتاريخ16 مايو 2018.

في سوق البورصة، والسماح لها بالتداول الكترونيا فيما بين الوسطاء الماليين على غرار باقي بورصات الدول الأخرى.

لذا كان من الأجدر على المشرع الجزائري الإشارة إلى هذا النوع "الاستثمار المالي، الاستثمار بالقيم المنقولة" كأحد النشاطات التي تخضع إلى قانون الاستثمار بصفة عامة وإلى قوانين وأنظمة البورصة بصفة خاصة. في محاولة منه لإنشاء نوع من التكامل بين القانونين وعدم الوقوع في لبس أو غلط لدى محاولة إعطاء تكييف قانوني للاستثمار الذي يقع على القيم المنقولة، بالإضافة إلى السعي لتظافر جهود هيئات الاستثمار الوطني (وكالة ترقية الاستثمار وأجهزة الاستثمار الأخرى) ووزارتي الاستثمار والتجارة مع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والهياكل المساعدة لها.

ثالثا–قلة أدوات الاستثمار المعروضة وعدم تجديدها.

حصر المشرع الجزائري مجموعة القيم المنقولة القابلة للتداول في سوق القيم المنقولة الجزائرية بموجب نص المادتين 30و46–08 من النظام12–01 السالف ذكره، وجعلها تتمثل في: الأسهم وشهادات الاستثمار كسندات رأس المال، وسندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال وسندات المساهمة وأي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال، إلا أنّ الملاحظ على هذه القيم المنقولة بأنها قليلة مقارنة مع عدد تلك القيم المنقولة المطروحة في البورصات الأخرى([1]).

يؤدي عدم تنويع أدوات الاستثمار المعروضة في سوق القيم المنقولة الجزائري إلى نفور المستثمرين منه وعدم الرغبة في القيام باستثمارات مالية موضوعها القيم المنقولة، حيث لم تواكب السوق الجزائرية ما حدث من تطور. فمع تسجيل دخول أدوات مالية جد متطورة لأسواق القيم المنقولة يصطلح عليها ب " المشتقات المالية"([2]). تم اعتماد وتحديث هذه الأخيرة بما يستجيب للتغير في شروط بيئة المجال الاقتصادي وانعكاس التطورات التكنولوجية والمعلوماتية.

1– الملاحظ على نشاط الاستثمار ببورصة الجزائر أنه منحصر في استعمال سندات الدين أكثر من الأسهم، حيث يولي المستثمرون الأهمية والأفضلية لسندات الدين بسبب أنها قروضا لها حق أولوية التسديد، كما أنّ هؤلاء المستثمرين بصفتهم مقرضين لا يتحملون الخسائر حينها، هذا على عكس الأسهم التي تسمح بتملك المشروع واقتسام الأرباح وتحمل الخسائر/ ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص160.

2– حيث تحتوي هذه القيم المنقولة المستحدثة على نسبة كبيرة من المضاربة والمخاطرة وتتنوع هذه المشتقات إلى: عقود آجلة ومستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلات، فتأخذ المفهوم التالي: العقود الآجلة هي تلك العقود التي يتفق فيها طرفا العقد على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية، والغرض من هذه العقود حصول المضارب على ربح يمثل قيمة الفرق بين سعر عقد العملية وسعر يوم التصفية، في حين أن العقود المستقبلية تمثل اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة تسوية أو مقاصة لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق وبسعر محدد سلفا، وهذه العقود موحدة من حيث

أعطى صندوق النقد الدولي لهذا النوع من القيم المنقولة تعريفا لها جاء فيه:" المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"([1]).

لم يعتمد المشرع الجزائري على هذه القيم المنقولة بسبب مخاطرها حيث تحتوي هذه القيم المنقولة المستحدثة على نسبة كبيرة من المضاربة والمخاطرة، فنظرا لكون السوق الجزائري مازال فتيا بالنظر إلى حجم التداول فيه وليس إلى سنة الإنشاء، تحفظ المشرع الجزائري عن موضوع ادراج القيم المنقولة الحديثة بالسوق الجزائرية، إلا أنّ هذا التحفظ وان كان يصب في مصلحة المستثمر، إلا أنّ هذا الأخير غالبا ما يجد نفسه يحمل محفظة مالية لا تحتوي تنوعا من ناحية القيم ولا من ناحية تنوع نشاط الشركات المصدرة.

الأمر الذي يتطلب من المشرع السير مع التطورات الاقتصادية وإدخال المشتقات إلى السوق الجزائري لتوفير فرصة التنويع أمام المستثمرين من هذه القيم الجديدة نسبيا على الجزائر، وكذا من أجل رفع الطلب على الأوراق المالية، إذ أن ثقافة الادخار وعدم توظيفه هي التي تطغى على المجتمع المدني الجزائري.

=تواريخ الاستحقاق، وتختلف هذه العقود عن الآجلة من حيث إمكانية تحويلها، فكل طرف يمكنه أن يبيع حقه في الاستلام والتسليم خلال فترة سريان العقد/ ذكرى عبد الرزاق محمد، مرجع سابق، ص ص45-46.

عقود الخيارات تعرف بأنها عقود تمثل حقا للمشتري وليس التزاما، فهي عقود تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما/ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2006/2005، ص66.

وتقوم الفكرة الأساسية للخيار على أن أحد الأطراف يرغب في تجنب بعض المخاطر والطرف الآخر يقبل أو يرغب أن يتحملها، ذلك أن الخيار طرفين هما: مشتري حق الخيار والبائع محرر حق الخيار/ ذكرى عبد الرزاق محمد، مرجع سابق، ص49.

عقود المبادلات يقصد بها اتفاق قائم بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فهذه العقود من بين نواع المشتقات الأكثر شيوعا/ عبد الله غالم-عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص86.

1- المرجع نفسه، ص83.

رابعا–عدم قدرة الشركات العمومية الاقتصادية على وفاء متطلبات الإدراج.

يقع على عاتق الشركة الراغبة في الاستثمار بالقيم المنقولة التزام رفع رأس المال والوصول إلى حد أدنى قدره معيّن بخمسمائة مليون دينار(500.000.000) دج من أجل قبول انضمامها إلى السوق الرئيسية لبورصة الجزائري.

غير أنّ ما يثير القيد والإشكال هو أن المشرع الجزائري من جهة يفرض نسبة معينة من رأس المال للانضمام ومن جهة أخرى يحاول التخفيف من شروط الادراج، ما ينجم عنه وقوف هذه الشركات الراغبة في الاستثمار عاجزة أمام شرط رفع رأسمالها نتيجة انخفاض رأسمالها الذي أسست به عن الحد الأدنى المطلوب، فهي بذاتها تنضم بقصد توفير التمويل ورفع رأسمالها.

فغالبية المستثمرين يرفضون الانضمام بسبب النسبة المفروضة كونهم لا يملكون هذا السقف من المال الذي تتطلبه عملية الادراج، بالإضافة إلى أنّ معظم الشركات الاقتصادية تقصد البورصة من أجل طلب التمويل ورفع رأسمالها تصطدم بقيد قانوني يوجب عليها رفع رأسمالها من أجل الانضمام ومن ثمة طرح قيم منقولة تسمح لها بتوفير أموال واكتساب شركاء أو دائنين ورفع رأسمالها مجددا.

خامسا–ضعف القاعدة الاستثمارية في مجال القيم المنقولة.

انضّمت مجموعة من كبرى الشركات الاقتصادية المنتشرة بالجزائر إلى سوق القيم المنقولة الجزائري عبر ما كشف عنه موقع اللجنة لدى استقباله لطلبات الاعتماد في السوق، غير أنّ سوق التداول أبان عن تداول ست شركات اقتصادية فقط من أصل هذه المجموعة.

اختلفت نشاطات الشركات الاقتصادية التي طرحت قيما منقولة للتداول بهذا السوق، فكانت متنوعة بين مجال الفندقة والمجال الصيدلاني ومجال المشروبات غير الغازية ومجال التأمينات، وهي قطاعات ذات أهمية بالنسبة للاقتصاد الوطني. فمن أبرز هذه الشركات على المستوى الوطني والمدرجة في سوق القيم، نجده يضم شركتان من القطاع العمومي هما: صيدال والأوراسي أما الشركات المتبقية فهي من القطاع الخاص والمتمثلة في: "أن سي أ روبية" و"أليانس للتأمينات" و"بيو فارم" و" أ أوم أنفست".

كي يكون لسوق الأوراق المالية دور أساسي في الاقتصاد وجب أن تكون للقطاعات الأساسية في الاقتصاد نسبة مهمة في البورصة"([1]) والملاحظ على الشركات المدرجة والمتداول قيمها المنقولة بالضبط في السوق الجزائري أنها قليلة وعددها ضئيل ولا تمثل جل المجالات الاقتصادية الهامة.

1– المهدي ناصر، بوزيد أمحمد أعمر، خصائص أسواق الأوراق المالية العربية ومحددات الاستثمار فيها، مجلة دفاتر البحوث العلمية، العدد3، شهر ديسمبر2013، المركز الجامعي مرسلي عبد الله تيبازة، الجزائر، ص75.

فالعديد من المستثمرين يبتعدون عن الاستثمار في المجالات الاقتصادية الكبرى، والتوجه نحو المشاريع الاستثمارية غير المالية والتي تضمن أرباحا سهلة بعيدا عن المخاطر، نذكر منها على سبيل المثال: البناء، الأشغال العمومية، الفلاحة...الخ حيث باتت هذه القطاعات تشكل أحسن بديل أو ضمان عن سوق البورصة([1]).

ويمكن إرجاع سبب ضآلة العدد على مستوى قاعدة المستثمرين إلى ضعف القاعدة الاستثمارية التي تحكم الاقتصاد الوطني، فمعظم الشركات الاستثمارية والاقتصادية العمومية الخاصة المتواجدة بالجزائر هي شركات أشخاص–وحدات استثمارية صغيرة الحجم–لا ترغب بالانضمام إلى سوق البورصة وطرح أسهمها فيه، حيث ويرجع سبب عدم إقبال الشركات الجزائرية على الانضمام إلى سوق البورصة هو التخوف من فقدان ملكيتها وإدخال شركاء جدد. بالإضافة إلى أنّ هذا السوق لا يقبل للانضمام إليه إلاّ الشركات من نوع شركات الأموال الضخمة (المساهمة).

سادسا–عدم ملائمة النظام الجبائي المفروض على الشركات المستثمرة.

فرض المشرع الجزائري على الشركات المنضمة إلى بورصة القيم المنقولة الجزائرية وجوبية الخضوع إلى نظام جبائي معين، إذ استندت الدولة الجزائرية في الكثير من الأحيان إلى تعديل هذا النظام على مستوى قوانين المالية في كل سنة تسجل فيها خزينتها العمومية عجزا.

فهذا العجز الذي كانت تعاني منه الخزينة العمومية حاولت السلطات السياسية تغطيته من خلال فرض ضرائب على الشركات بما فيها تلك التي تدخل إلى بورصة على أمل توفير إيرادات خارج قطاع المحروقات.

تنوّعت أشكال الضرائب المفروضة قانونا على الشركات المستثمرة بالقيم المنقولة إلى نوعين من الضرائب، فهي الضرائب التي تخضع لها عائدات القيم المنقولة المتداولة في سوق منظمة أو المسعرة في البورصة. فاستوجب على الشركة دفع كل من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات فهي ضرائب متأتية عن الاستثمار بالبورصة.

إذن، يعتبر المشرع الجزائري بسلوكه هذا في تقرير نظام جبائي غير محفز قد أضعف نسبة إقبال المستثمرين على استثمار أموالهم في القيم المنقولة، حيث باتت الضرائب تمثل عبئا ثقيلا على الشركات

1– عبد الوهاب شمام، عمار زودة، طبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مجلة آفاق للعلوم، العدد02 الصادر ب تاريخ2016/03/01، جامعة زيان عاشور، الجلفة، مصدر الكتروني، ص166.

المستثمرة التي تصرح بنشاطها، ويجعلها غير راضية عن النظام الجبائي الخاضعين له فيما خص سوق البورصة وقواعدها.

سابعا-انتشار السوق الموازية وركود عمل سوق البورصة المنظم.

يقصد بالسوق الموازي السوق الذي يتم فيه شراء الأسهم والسندات وبيعها خارج قنوات التداول المعتادة والمعتمدة رسميا لممارسة هذا النشاط، حيث يتم تنشيط هذا السوق بفضل أسهم تلك الشركات التي لم تستف شروط الإدراج المطلوبة أو التي هي قيد التأسيس أي قبل الطرح العام الأولي واكتتاب أسهم الشركة.

يفضّل المستثمرون الجزائريون وغيرهم في دول العالم عادة اللجوء إلى السوق الموازي بدلا عن البورصة، فبالموازاة مع سوق البورصة المنظم والمعترف به قانونا يتواجد السوق غير المنظم، الذي يقصده المستثمرون بغرض التهرب وتفادي بعض المخاطر والشروط الثقيلة التي تفرضها السلطات التي تحكم سوق البورصة (كالضرائب وشروط الإدراج الصعبة مثلا).

وعلى هذا الأساس تعتبر السوق الموازية لسوق القيم المنقولة مصدر إضافي جيد من أجل تمويل الشركات وزيادة رأسمالها، فهي تهدف لزيادة تنويع الأدوات الاستثمارية وتقديمها للمستثمرين، بالإضافة إلى أنها تتميز بالمرونة من حيث شروط إدراج الشركات في هذا السوق ومن حيث وجود الرقابة المالية المفروضة عليها([1]).

إذن، ونظرا للتمايز الذي يطرح بين سوق القيم المنقولة والسوق الموازي له([2])، خاصة لما يتمتع به هذا الأخير من مزايا تجذب المستثمرين اليه وتنفرهم من سوق البورصة. أصبح هذا السوق أحد العوائق التي تهدد تطور عمل البورصة في ظل تواجده وتوفيره الأرباح للمستثمرين بما يتماشى مع مخططاتهم في تنمية أموالهم وتوظيفها.

الفرع الثاني: الإشكالات المحيطة بعمل سوق البورصة.

يثير كيفية سير آليات عمل سوق البورصة بما يتوافر عليه من هياكل هو الآخر مجموعة من الإشكالات التي تعيق تطور الاستثمار بالقيم المنقولة، الأمر الذي يؤدي معه إلى انخفاض حجم هذا

1- ما هو السوق الموازي وما لفرق بينه وبين سوق الأسهم الرئيسي عن الموقع الالكتروني: www.trend-cast.com تاريخ الزيارة2019/07/22.

2- أكدت الإحصاءات أن نسبة حوالي 40 إلى 50 مليار دولار متداولة في السوق الموازية، وإلى غاية الساعة تقف البورصة عاجزة عن إيجاد آليات عمل لاسترجاعها/ عن تصريح المدير العام لبورصة الجزائر يزيد بن موهوب، مرجع سابق.

الاستثمار الذي يغطي نسبة كبيرة من مجالات الاقتصاد. لذا سنعدد فيما يلي الإشكالات المرتبطة بهياكل البورصة والتي حالت دون تنشيط عملها:

أولا–عدم وجود وسائل لربط سوق القيم الجزائري بالأسواق العالمية.

نصّب المشرع الجزائري لمساعدة سوق البورصة على السير وفق تنظيم هيكلي محكم ثلاث هياكل تضبط وتسير عمليات البورصة تمثلت في كل من: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات. حيث تجد هذه الهياكل نظيراتها على مستوى هياكل البورصات الدولية بما فيها من دول متقدمة أو نامية.

يعتبر التعاون وتبادل الخبرات والمعرفة بين البورصات ضرورة ملحة لتطوير كفاءة وأداء البورصات محليا وعالميا، حيث يسهم التعاون المشترك بين الهيئات القائمة على تنظيم وسير سوق البورصة في تبادل المعلومات وإثراء التخطيط الاستراتيجي لمختلف البورصات على المستوى الدولي والإقليمي.

إنّ ربط آليات التعاون وتشكيل علاقات عمل خارجية تعطي المصداقية لأسواق القيم المنقولة خاصة في المحافل الدولية التي تفرض شروطا تشريعية وتنظيمية ورقابية محددة لقبول عضوية السوق كاتحاد البورصات العالمية([1]).

يعد ربط سوق القيم المنقولة الجزائري بنظيراته من أسواق عالمية أحد الأهداف التي تسعى الهيئات العليا لبورصة الجزائر تحقيقه، إذ وفي كل مرة نجدها تبرم اتفاقيات تعاون تهدف من خلالها إلى نقل الخبرات الأجنبية بواسطة الاحتكاك بكبرى الهياكل المؤسساتية التي حققت تطويرا لبورصاتها واقتصادها، غير أنّ هذا التعاون يبقى ضئيلا وغير كاف لاكتساب مهارات وخبرات دولية.

فانعدام التعاون الخارجي العربي وعدم وجود وسائل لربط سوق القيم المنقولة الجزائري بنظيراته من الأسواق المالية العربية، يحول دون قيام هذه الأسواق بدورها في تنشيط اقتصاديات الدول العربية عن طريق توظيف جميع المدخرات المحلية للدول العربية المتاحة والممكنة من أجل استخدامها على نحو فعال في مشروعات تنمية بلدانها([2]).

فيبقى انعزال هياكل البورصة الجزائرية وعدم الاستفادة من الخبرات وعدم نقل التكنولوجيات الأجنبية أحد العوائق التي تؤدي إلى عدم فتح مجال الاستثمار بالقيم المنقولة أمام المستثمرين المحليين والأجانب وهو ما يؤثر سلبيا على ثقة المستثمرين، وكذا الشركات الاستثمارية.

1– المهدي ناصر، بوزيد أمحمد أعمر، مرجع سابق، ص76.

2– صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، العدد07، الصادر بتاريخ2009/06/01، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص191.

ثانيا–عدم استقلالية سلطة ضبط سوق البورصة.

لدى التأمل في الهيكل الذي أقر له القانون حماية المستثمرين وتعاملاتهم بسوق القيم المنقولة الجزائري (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها) يسجل عليه عديد الملاحظات التي تؤدي بنا إلى الإقرار بانعدام استقلاليته، اذ تتراوح مظاهر استقلاليته في الكثير من الأحيان إلى حد التقييد والتأثير على عمل هذه الهيئة العليا الضابطة لسوق البورصة.

يتجلى عدم استقلالية اللجنة خضوعها لوزارة المالية وتبعيتها لها، اذ أن هذه الأخيرة هي من تصادق على الأنظمة القانونية التي تصدرها اللجنة، كما وأن رئيس الحكومة من تصادق على تقريرها السنوي، بالإضافة إلى أن كل أعضاء اللجنة بما فيهم رئيسها هم معيّنين بواسطة السلطة التنفيذية عن طريق مراسيم رئاسية.

إذن ينجر عن عامل عدم الاستقلالية، توخي اللجنة للحيطة وتخوفها من الرقابة العليا لدى قيامها بأعمالها ومهامها في تنظيم ورقابة السوق. والأكيد أن أمر عدم الحرية سيؤثر على مردوديتها نتيجة لتقييد حريتها.

ثالثا–ضعف آليات الرقابة داخل سوق القيم المنقولة.

خوّل المشرع الجزائري ممارسة مهمة الرقابة داخل سوق القيم المنقولة للهيئة المكلفة بحماية المستثمرين وتعاملاتهم به، اذ أن مهمة الرقابة التي تمارسها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي واسعة المجال، إذ تحكم مجال الاستثمار كله وتنظم جل فئات المتعاملين بالإضافة إلى مراقبة سير عمل الهياكل الساهرة على حسن سير عمل هذا السوق.

غير أنّ المسجل وفقا للنقطة السابقة أعلاه بأنّ هذه اللجنة لا تتمتع بالاستقلالية المطلقة، ما يجعل هذه الرقابة تعاني من ضعف الآليات المطبقة بها، حيث تقتصر مهمة الرقابة التي تمارسها اللجنة على اكتشاف البيانات غير الصحيحة التي تقدمها الشركات المصدرة للقيم من خلال التحقيقات التي تجريها اللجنة." كما تتضح الرقابة من خلال الكشف عن الطرق غير الشرعية للحصول على المعلومات، ونشر الإشاعات الخاطئة([1]).

1– الياس الأزهر بن دحان، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي (دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة،2013/2012، ص101.

ففي هذا الصدد تحرص اللجنة كل الحرص على ألا تتسرب المعلومات إلى بعض المستثمرين قبل وصولها إلى السوق بقصد استفادة كافة المتدخلين منها، كما تسعى اللجنة إلى تفادي إشاعة معلومات خاطئة، يتعرض المستثمرين بواسطتها إلى خسائر جراء القرارات الاستثمارية السريعة والخاطئة.

لذا حافظت اللجنة على مهمة الرقابة من أجل تحقيق السير المنتظم لسوق القيم، نظرا لما لهذه المعلومات والدور الرقابي الممارس عليها من أهمية تؤثر على تغير أسعار القيم المنقولة في البورصة بصورة لا تمثل القيمة الحقيقية لها، ما يجعل المستثمرين يقعون في صورة الغرر بهم.

تعد الرقابة التي كلف المشرع الجزائري بها اللجنة من بين المهام التي تمركزت بيد سلطة ضبط واحدة تعلو سوق القيم المنقولة، ما يجعل هذه اللجنة في ظل ارتفاع عدد المستثمرين في سوق القيم الجزائري تجمع بين عدة مهام، فلا تفصل بين المهمة التنظيمية في سن الأنظمة التي تحكم السوق والمهمة الرقابية والمهمة التأديبية.

الأمر الذي يجعلها غير قادرة على ممارسة هذه المهام بالكفاءة المطلوبة من أجل تحقيق الهدف الذي أنشئت لأجله "والمتمثل في حماية سوق القيم المنقولة لمنع أي تدهور في أداء السوق، وذلك بالتدخل المباشر عند الأزمات التي قد تتم داخل السوق"([1]).

رابعا–سيطرة البنوك على العمل التمويلي وإضعاف دور البورصة.

بقيت هياكل البورصة إلى حد الساعة عاجزة أمام معضلة لجوء المستثمرين إلى البنوك من أجل التمويل وتحبيذهم هذا الطريق التقليدي بدلا من اللجوء إلى سوق البورصة، اذ لا زالت البنوك تسيطر على العمل التمويلي، نظرا لما قدمته من امتيازات انشئت عزوف لدى المتعاملين الاقتصاديين عن البورصة.

لذا شكّل سيطرة البنوك على العمل التمويلي باعتبارها مصدرا تمويليا تقليديا عائقا رئيسيا لضعف عمل السوق البورصة بما يحتويه من هياكل، "إذ تلعب البنوك التابعة للقطاع العام دورا أساسيا في تمويل الاقتصاد الوطني، قدرت نسبة هذا التمويل حسب الإحصائيات ب 90%"([2]).

1– دارين وشاح وشاح، دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية–غزة،2009، ص55.

2– تصريح المدير العام لبورصة الجزائر "يزيد بن موهوب"، "هذا هو الحل الناجع لضرب السوق الموازية "، جريدة الحوار، عن الموقع الالكتروني: elhiwardz.com تاريخ الزيارة: 2019/07/22

تؤكد هذه النسبة المقدمة أن البنوك تبقى مسيطرة على الجانب التمويلي، والمنظومة البنكية تعاني من الضغط إذا استمرت في تمويل الشركات المنشطة للاقتصاد الوطني وفقا للوتيرة المحددة من طرف السلطات العمومية، إذ لابد من الابتعاد عن السيولة البنكية التي تأثرت مباشرة بانخفاض أسعار البترول.

وعلى هذا وجب عدم تركيز العمل التمويلي بيد البنوك فقط، بل وجب فتح أبواب التمويل عبر وسائل أخرى منها سوق القيم المنقولة، حيث يمكن لهذه المؤسسة المالية أن تمارس العمل التمويلي كممول بديل أو مكمل مما يسمح بخفض الضغط عن المنظومة البنكية، فيسمح هذا الأمر للبنوك بتوجيه تمويلاتها نحو نشاطات أخرى([1]).

وبناء على تصريح المدير العام لبورصة الجزائر، ينبغي على هياكل البورصة السهر على رد الاعتبار لهذا السوق بحملات تحسيسية توعوية له، من أجل تأدية دوره الاقتصادي وتحويل العمل التمويلي من البنوك إلى سوق القيم المنقولة لتحقيق الهدف من إنشائها.

خامسا-إضعاف برامج الشراكة عام-خاص لعمل هياكل البورصة.

يؤثر سوق البورصة إيجابا على الشركات بمختلف أحجامها كبيرة كانت أم صغيرة، إذ تعد هذه السوق مصدرا تمويليا بامتياز، عندما توفر السيولة للشركات التي تعاني عجزا انطلاقا من الأموال المدخرة التي يوظفها الأفراد في شكل استثمارات بالقيم المنقولة.

لكن ونظرا لجهل العديد من رؤوس الشركات بسوق البورصة كمصدر تمويلي حديث، يلجأ العديد من هؤلاء المتعاملين الاقتصاديين وخوفا من خوض غمار الاستثمار بسوق البورصة إلى الدخول في عقود شراكة، فهذه الأخيرة وبما أن الاستثمارات الأجنبية في البورصة غير مسموح بها، تبقى هذه الشراكة محلية كحل لتفادي بيع الشركات أو إفلاسها وغلقها.

تأخذ هذه العقود شكل شراكة بين القطاعين العام والخاص، "فنظرا لأن العديد من الشركات المنتشرة في الجزائر هي شركات عمومية جزائرية تعاني سوء التسيير والعجز في التمويل"([2])، الأمر الذي يدفع بها إلى ابرام عقود شراكة مع الخواص الذين يمتلكون أموالا، ف عن طريق طرح أسهمها على الجمهور الراغب في الاكتتاب دون اللجوء إلى السوق المالية.

1- تصريح المدير العام لبورصة الجزائر "يزيد بن موهوب"، في رده عن السؤال التالي نصه: هل هناك إقبال من طرف المستثمرين الجزائريين، خاصة في ظل الأزمة المالية التي تضرب بأطنابها على البلاد؟، مرجع سابق.

2- محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، العدد الثالث، ديسمبر2016، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، ص226.

أثر انتشار برامج الشراكة بين القطاع العام والخاص التي تعتمدها الشركات العمومية إلى فشل مسعى إدخال هذه الشركات إلى سوق البورصة، فهو ما يؤثر على ضعف عمل الهياكل التي تسهر على حسن سير العمل بهذه المؤسسة المالية. حيث أكد رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بأنّ برامج الشراكة كانت أحد العوامل التي أدت إلى فشل دور البورصة، بسبب تراجع الدولة الجزائرية لثلاث مرات عن قرار إدخال الشركات العمومية إلى البورصة جراء تحسن وضعها المالي([1]).

حيث أفاد رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عن إعداد الدولة الجزائرية لقوائم تحمل أسماء شركات عمومية، عزمت على إدراجها بسوق البورصة، لكن هذا المشروع بقي حبرا على ورق لحد الآن، بسبب حصول هذه الشركات على التمويل الضروري لإكمال مسارها الاقتصادي إما باعتمادها لبرنامج الشراكة أو الحصول على قروض بنكية...الخ.

سادسا-نقائص تنظيمية على مستوى نظام عمل شركة تسيير بورصة القيم.

تظهر النقائص التنظيمية لتسيير سوق البورصة كأحد العوائق التنظيمية على مستوى عمل الهيكل المكلف بتسيير بورصة القيم المنقولة، ألا وهو شركة تسيير بورصة القيم الذي سبق التحدث عنها، فهي الهيئة المكلفة بتنظيم حصص التداول والتفاوض حول القيم المنقولة المقيدة في سوق البورصة الجزائري، "وذلك وفقا لبرنامج بيع وشراء للقيم بمعدل ثلاث أيام في الأسبوع فيما يخص أسهم وسندات الشركات المصدرة، وبمعدل خمسة أيام من الأحد إلى الخميس من كل أسبوع بالنسبة لسندات الخزينة العمومية اذ تبدأ العملية على الساعة9:30 إلى غاية الساعة11:00"([2]).

لكن يعاب على هذا التنظيم بأن سوق البورصة أو هذه الشركة لا تعمل يوميا على غرار البورصات العالمية التي تعمل يوميا ويتم فيها تداول القيم المنقولة طيلة 24/24 ساعة. كما يؤخذ على هذا النظام الذي تنفذه شركة تسيير بورصة القيم بأنه نظام يعرقل السير الحسن للصفقات الاستثمارية بسبب حق هذه الشركة في تجميع الأوامر التي تبقى من حصة وتأجيلها إلى حصة موالية نظرا لضيق الوقت المخصص للتداول.

1- مقابلة رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، السيد عبد الحكيم براح مع وكالة الأنباء الجزائرية، مصدر الكتروني، ص02.

2- الملاحظ على هذه المواقيت المقررة للتسعير، بأنّها اهتمت بالقيم المنقولة الصادرة عن الخزينة العمومية بصفة ظرفية كما سبق بيانه بأنها مسموح بها لتغطية عجز الميزانية أين أقر بتداولها على مدار الأسبوع، في حين أنه أهمل القيم المنقولة التي تصدر عن الشركات المصدرة والتي تمثل الفئة الهامة في تنشيط سوق البورصة، فلم يسمح بتداولها إلا لمدة ساعة ونصف خلال ثلاثة أيام من الأسبوع.

فهذا العائق يطرح إمكانية تراجع المستثمر عن رغبته بالبيع أو الشراء أي عدوله عن المضي في تعاملات القيم المنقولة جراء هذا التماطل والوقت الطويل الذي تأخذه عملية تسوية هذه الصفقات. وأمام هذا الوضع المعرقل لمصالح المستثمرين، يتحقق معه أيضا عدم ارتفاع حجم الاستثمارات المالية في سوق البورصة وعدم ترقية هذا الأخير، نظرا لنظام سير عمل الهياكل التي تشكله، "فوضعية السوق هذه تؤثر سلبا قبل كل شيء في مؤسسة السوق–شركة تسيير بورصة القيم–التي لا تكاد تجد الموارد الضرورية لتحقيق موازنتها المالية إلا بشق الأنفس، كما تؤثر في الوسطاء في عمليات البورصة الذين لم تصبح درجة ضعف السوق تحفزهم إطلاقا للانضمام إليه"([1]).

سابعا–قلة عدد صفقات القيم المنقولة في السوق.

يلاحظ على عمل الهياكل التي تتكوّن منها البورصة بأنّها غير نشيطة عمليا، والسبب في ذلك راجع إلى نقص المستثمرين في سوق البورصة ما يستلزم معه قلة عدد الصفقات الاستثمارية التي محلها القيم المنقولة كسلعة متداولة في هذا السوق.

حيث تشكل ضآلة عدد الصفقات الاستثمارية في سوق البورصة أحد الإشكالات المعيقة للسير الحسن لعمل الهياكل وعمل السوق على حد سواء. حيث يقاس فعالية سوق البورصة بمؤشر حجم صفقات بيع وشراء القيم المنقولة التي تنعقد بها، كلما كانت تعاملات كبيرة بهذا السوق اطمئن المستثمرون إليه وزادت ثقتهم في مصداقية وفعالية هذا السوق.

في هذا الصدد، أكد رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بأنّ بورصة الجزائر كمؤسسة مالية تنشط في الجزائر منذ حوالي 26 سنة، ولا تحصي إلا رأسمال مقدر ب 45 مليار دج أي 0,2 بالمائة من الناتج المحلي الخام، فهي تمثل تثمين للأسهم والسندات المتداولة في هذا السوق.

وهذه السيولة المحققة في هذا السوق هي ضئيلة جدا مقارنة مع القدرات الاقتصادية التي تمتلكها الجزائر، حيث أشار ذات المتحدث بأن مستوى الرسملة لا يعكس حجم الاقتصاد الجزائري، فيجب على الأقل بلوغ نسبة تعادل10 بالمائة من الناتج الخام لضمان مشاركة جيدة لسوق البورصة في الاقتصاد، وهو ما يعادل وجوب إدخال حوالي 20 شركة اقتصادية وقيدها في هذا السوق من أجل الحصول على سوق نشطة وأسهم نقدية.

1– لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة2007، الكلمة الافتتاحية، علي صادمي(الرئيس السابق للجنة2003–2007)، ص03.

كما أتبع الرئيس نفسه، في قوله بأنّ قلة عدد الصفقات الواردة على القيم المنقولة، أدى إلى ضعف عمل البورصة وانعدام فئة المستثمرين إن صح القول، فمن بين ثلاثة (03) ملايين شركة ناشطة في الجزائر من بينها سبعمائة(700) ألف مؤسسة صغيرة ومتوسطة، لم تنضم إلى سوق البورصة ولم تبرم صفقات استثمارية محلها بيع وشراء قيم منقولة إلا 06 شركات فقط([1]).

المطلب الثاني: العوائق الواقعة على فئة المستثمرين بصفة خاصة.

تعتزم فئة المستثمرين لدى الانضمام إلى سوق القيم المنقولة تحقيق الأهداف التي تعود عليهم بالأرباح والفائدة، فبينما يهدف المستثمر المدخر إلى استثمار مدخراته على المدى الطويل أو القصير باستعمال أدوات الاستثمار (القيم المنقولة) على مختلف أنواعه، يهدف المستثمر المؤسساتي هو الآخر من وراء فتح رأسماله للجمهور تحقيق الأرباح والحصول على التمويل الضروري للمشاريع الاستثمارية التي يواجهها عجز مالي أثناء بدايتها أو أثناء سيرها.

ولا تتوقف الأهداف المحققة من سوق البورصة عند مجال الأرباح والفوائد الخاصة بالمستثمرين بل تتعداها إلى إعطاء الدفع للاقتصاد الوطني لما للبورصة الجزائرية من قيمة الاقتصادية. والواضح من الواقع العملي بأنّ هذه القيمة الاقتصادية لسوق القيم مازالت لم تأخذ حقها من التجسيد، والسبب في ذلك راجع إلى وجود عوائق مانعة لترقية الاستثمار بالنشاط البورصي.

تتعدّد الأسباب التي تحول دون ترقية وتطوير سوق البورصة الجزائري على الرغم من جملة الإصلاحات المؤسساتية القانونية التي مستها، حيث سبّب وجود عوائق مختلفة أثر على عملية الاستثمار بالقيم المنقولة وعلى فئة المستثمرين، وهو ما أدى بقاء التعامل في السوق محليا غير متعارف عليه بين الدول الأخرى.

ينبغي الإشارة إلى أنّ العراقيل التي يتعرض إليها المستثمرين في البورصة، هي مخاطر قد يتعرضون لها بمناسبة الاستثمار بسوق البورصة، تتجلى في العراقيل الواردة على مجال الاستثمار البورصي **(الفرع الأول)**، أو أنها عقبات وإشكالات تواجههم قبل التفكير في الاستثمار بسوق القيم ما يحول دون انضمامهم إلى هذا السوق؛ ما نجم عنه إحجامهم عن الاستثمار بهذا السوق وضعف عمله، ويطلق على هذه الإشكالات تسمية العراقيل المؤثرة على قرار الاستثمار **(الفرع الثاني)**.

1- مقابلة رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، السيد عبد الحكيم براح مع وكالة الأنباء الجزائرية، مرجع سابق، ص02.

الفرع الأول: العراقيل الواردة على مجال الاستثمار البورصي.

يعاني مجال الاستثمار بالقيم المنقولة في سوق البورصة من عدّة مشاكل كغيره من المجالات الاستثمار الأخرى التي تندرج ضمن المنظومة الاقتصادية الوطنية، ترجع هذه المشاكل التي تحيط بمجال الاستثمار المالي أو بالقيم المنقولة إلى عوائق حالت دون ترقية هذا المجال ودون تطوير السوق الذي يطبق فيه. ففيما يلي سنحاول إحصاء مجموعة العراقيل التي يعترض إليها المستثمرين أو الراغبين في الاستثمار ما يجعلهم غير راغبين بتوظيف أموالهم المدخرة بهذا السوق، وذلك حسب التالي:

أولا-عدم اطمئنان المستثمرين لطبيعة التوظيف في البورصة.

يمس موضوع الاستثمار في البورصة جانب هام من ترقية الاقتصاد الوطني لما له من دور فعال في توفير السيولة المالية للمشاريع الاقتصادية الضخمة والربح للمستثمرين الأفراد. غير أنّ الملاحظ بأن هؤلاء المستثمرين الأفراد الذين يمثلون عامة الجمهور الجزائري، لا زالوا متخوفين ومترددين في امتلاك أسهم أو سندات تم تداولها في البورصة وانعقدت صفقات استثمارية لأجلها،" بسبب رغبتهم في الابتعاد عن الحرام وعدم التعامل في مجال السندات خاصة، بأي شكل من أشكال التعاملات التي تبرم مع البنوك وتكون ذات خاصية ربوية"([1]).

حيث يرى المجتمع الجزائري كغيره من المجتمعات العربية بأن التعامل بهذه القيم يشكل عائقا، يرجع إلى التكييف الديني خاصة فيما التعامل الوارد على السندات التي تعتبر قرضا ربويا. فهذا النوع من الاستثمارات لا يتخذ المدخرين به قرارا استثماريا بسبب العقيدة والابتعاد عن الكسب غير الشرعي([2]).

كل هذا التخوف وعدم الاطمئنان الذي رافقه اختلال وعدم اتزان الاقتصاد الوطني مؤخرا لم يتح للبورصة لعب دورها في امتصاص الفوائض المالية المدخرة لدى الأطراف التي تشهد فائضا في التمويل لصالح الأطراف التي تشهد عجزا تمويليا([3]).

1- أشار رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في مقابلته مع وكالة الأنباء الجزائرية، بأنّ بورصة الجزائر تعتزم إطلاق منتجات مبتكرة، من شأنها جلب عدد أكبر من المساهمين إلى الشركات المدرجة في البورصة وكذا رفع عدد هذه الشركات المصدرة، حيث ستطلق بورصة الجزائر أسهما تشاركية في السوق، أي أنها أسهم مطابقة للتعاملات الإسلامية" الشريعة"، بغية جلب الزبائن غير الراغبين في التعامل البنكي الربوي المعمول به.

2- محمد زيدان، نور الدين بومدين، السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر (المعوقات والآفاق)، ملتقى دولي، جامعة بسكرة، نوفمبر2006، ص15.

3- حسان خبابة، بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد08، جوان2003، جامعة باتنة1، ص86.

ثانيا–ضعف جهاز الإعلام الاقتصادي المختص.

يمثل الجهاز الإعلامي الاقتصادي بالمجتمع الجزائري الحلقة الأضعف في ترقية المجالات الاقتصادية، بما فيها من نشاط استثماري بسوق البورصة، اذ لا يعتبر هذا الجهاز مصدرا لمد الجمهور الراغب في الاستثمار بالمعلومة الاقتصادية، رغم تواجده في الساحة الوطنية في شكل نشرات إخبارية أو جرائد أو مجلات، مع تسجيل غياب كلي لقنوات فضائية تهتم بالشؤون الاقتصادية.

على الرغم من وجود هذه الوسائل الإعلامية، يبقى هذا الجانب التوعوي بسوق القيم المنقولة لا يأخذ حقه، فحتى وان اجتهدت هياكل البورصة في نشر المعلومات ومحاولة التعريف بسوق البورصة لتغطية دور الإعلام الاقتصادي الغائب أو منعدم العمل، "نجدها تتوجه بالرسالة الإعلامية إلى المتعاملين الاقتصاديين باعتبارهم ذوي الخبرة، بينما الغابية منهم ليس لديهم أساسيات التعامل، وهو ما يبدو من خلال مخاطبة هؤلاء المتعاملين بمصطلحات فنية لا دراية لهم بها"([1]).

يبقى هذا الجهاز راكدا وشبه غائب عن مخاطبة فئة المهتمين بالشؤون الاقتصادية والاستثمارية، حيث بات هذا الجهاز يلعب دورا سلبيا كونه "لا يهدف إلى تشجيع ثقافة الاستثمار بسوق البورصة والتعريف به وبالآليات اللازمة لتحريك عمله"([2]). فمثلا لا تتواجد نشرات إخبارية تعنى بمتابعة حصص التداول وصفقات بيع وشراء القيم المنقولة ببورصة الجزائر، فلا يعلم الجمهور بذلك إلا عن طريق الموقع الإلكتروني الذي توفره شركة تسيير بورصة القيم أو لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

لذا وجب على هيئات البورصة الجزائرية والسلطات السياسية تفعيل دور الإعلام الاقتصادي من خلال جعله أكثر رشدا وأكثر حرفية وخبرة وتخصصا، فلا يترك المجال لغير المتخصصين. وذلك من خلال انتقاء الخبراء الذين تتم الاستعانة بهم إعلاميا، فهؤلاء العالمين بالشؤون الاقتصادية لا يكفي مجرد توظيفهم بالجامعات أو بالهيئات التابعة للبورصة أو بالبنوك.

ثالثا–انعدام تدفق رؤوس أموال أجنبية في سوق القيم الجزائري.

يقوم الاستثمار في جميع مجالاته على التنويع بقاعدة المستثمرين سواء من ناحية الأشخاص المعنوية والطبيعية أو من ناحية جنسية الأشخاص أشخاص وطنية وأخرى أجنبية، غير أن هذه الفكرة تجد لها تطبيقا في سوق البورصة الجزائري في شقها الأول دون الثاني.

1– الولي ممدوح، الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية، مجلة البيان والمركز العربي للدراسات الإنسانية بالقاهرة (التقرير الاستراتيجي الرابع بعنوان–العالم الإسلامي عوامل النهضة وآفاق البناء–السعودية)، التقرير4، 2007، ص365.

2 – محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، مرجع سابق، ص227.

إنّ قواعد البورصة وقوانين الدولة الجزائرية لحد الآن لم تسمح بانضمام شركات أجنبية إلى سوق القيم المنقولة الجزائرية من أجل طرح قيمها المنقولة على المستثمرين المحليين، ما يعني منع تدفق رؤوس أموال أجنبية بالسوق الجزائري، وإقليمية هذا الأخير.

أخذ المشرع الجزائري بهذا الطابع الإقليمي حفاظا على السيادة الوطنية، حيث أقر بقاعدة الشراكة وعدم تمكين الأجانب من تملك المشاريع الاستثمارية بنسبة 100%، إذ أن نوعية الشركات المتواجدة في سوق القيم هي من نوع شركات عمومية اقتصادية وشركات اقتصادية خاصة، في ظل غياب كلي للشركات الأجنبية100% أو الشركات الأجنبية بشراكة وطنية عن هذا السوق بصفتها مصدرة للقيم المنقولة.

أما تواجد الشركات الأجنبية بصفتها أحد الوسطاء في عمليات البورصة، فهذا الأمر سمح المشرع الجزائري به، فهو يميل إلى فكرة نقل الخبرات والكفاءة في إدارة وتسيير المحافظ المالية منها إلى شركات الوساطة المالية الوطنية، وتوفير خدمات مميزة وذات جودة عالية لصالح المستثمرين المحليين في حين يضيّق مجال الاستثمار وإصدار القيم المنقولة في السوق الجزائري.

ولتفادي هذا العائق ومحاولة جذب رأس المال الأجنبي([1]) وجب على الدولة الجزائرية التفكير جديا في خوصصة بعض مؤسساتها لتخفيف العبء المالي على موزانتها المالية من جهة ومن جهة ثانية لنشر رأس المال الاجتماعي لهذه الشركات واجتذاب الفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات الوطنية والأجنبية وتجنيدها للاستثمار بالقيم المنقولة محليا([2]). وعليه، كلما ساهمت الدولة بخوصصة شركة أو مؤسسة تحققت نتائج إيجابية وارتفع حجم الاستثمار المحلي والأجنبي، ما يحقق معه نجاح عمل سوق البورصة وتنشيطها وفقا لهذه الآلية.

رابعا–فشل نظم تسوية صفقات الاستثمار بالقيم.

تعتبر أنظمة مقاصة وتسوية صفقات الاستثمار بالقيم المنقولة من أكثر آليات سوق البورصة تأثيرا على سلوك المستثمرين، خاصة من حيث جذبهم إلى الاستثمار في هذا السوق أو نفورهم منه. "فكلما

1– برزت هذه المحاولة في: تسهيل إجراء الاستثمار بالقيم المنقولة في السوق الجزائري للجزائريين غير المقيمين، أين قدمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مقترحا حول تمكين الجزائري المقيم بالخارج من استثمار أمواله بالعملة الصعبة في بورصة الجزائر، إذ ينبغي حسب رئيس اللجنة فتح مجال الاستثمار لغير المقيمين مع وضع مراقبين، كما يمكن على سبيل المثال تسقيف الاستثمار بنسب 2 بالمائة أو 10 بالمائة/ مقابلة السيد عبد الحكيم براح، مرجع سابق، ص05.

2– حسان خبابة، مرجع سابق، ص87.

اتسمت هذه الأنظمة بالفعالية والأمان كلما كان ارتفع مؤشر الثقة والطمأنينة اللازمين لنجاح السوق وتحقيق أهدافه"([1]).

أناط المشرع الجزائري عملية تسوية صفقات الاستثمار الخاصة بالقيم المنقولة المتداولة في سوق البورصة إلى هيكل المؤتمن المركزي على السندات، حين أعطاه كل المهام والصلاحيات التي تسمح له بمتابعة العملية منذ بدايتها في شكل حساب مفتوح لدى الوسطاء–حافظي السندات (ماسكي الحسابات) إلى غاية إجراء المقاصة والتسوية النقدية للمعاملة أمام بنك الجزائر.

وتجرى عملية التسوية هذه وفقا لمجموعة من الإجراءات المتتابعة ووفقا لأنظمة أقرها القانون، وجب على هذا الهيكل احترامها وضمان حسن سير الصفقات. غير أنّ ما يعاب على المشرع الجزائري وبعد اعتماده لهيكل المؤتمن المركزي على السندات كنظام لإيداع وحفظ السندات ونزع المهام من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بأنه جاء متأخرا نوعا ما بالنظر إلى إنشاء البورصة سنة1993.

كما أنّ المشرع الجزائري ولدى اعتماده طريقة حفظ السندات بموجب فتح حسابات لها مازال متذبذبا في رأيه، حيث لا زالت بعض شركات المساهمة الناشطة بسوق البورصة الجزائرية متخوفة من نظم التسوية والحفظ، الأمر الذي جعلها لا تسمح بتحويل سنداتها من الصفة المادية إلى اللامادية (في شكل حسابات للسندات، فنظم التسوية التي يعتمدها المؤتمن المركزي على السندات في سوق البورصة تثير بعض الغموض لدى المستثمرين، نظرا للمراحل المعقدة التي تمر بها.

كما أنه قد ترتبط الأخطار التي يمكن أن تنجم عن فشل نظم التسوية بالعديد من العوامل المختلفة، فقد تكون عوامل تقنية أو اقتصادية أو مالية أو حتى سياسية، كما قد تتعلق بزمن التسوية فكلما طالت مدة التسوية زادت المخاطر التي تحيط بتنفيذ هذه الصفقات واحتمال عجز أي من الأطراف عن تنفيذ التزاماته في مواجهة الطرف المقابل له([2]).

خامسا–عدم استعمال نظام المعلوماتية في صفقات البورصة.

تعتمد سوق البورصة الجزائرية بقصد السير الحسن لعمل هياكلها المكلفة بتنظيم حصص التداول والتسوية على نظام التداول الإلكتروني، غير أنّ هذا النظام هو منفذ داخل سوق البورصة وبواسطة موظفين مؤهلين للقيام بمثل هذه العمليات. ففي ختام هذه العمليات ينشر على الموقع الالكتروني سعر التداول وحجم التداول فقط دون بقية المعلومات الأخرى التي تفيد المهتمين بشراء وبيع القيم المنقولة.

1– ذكرى عبد الرزاق محمد، مرجع سابق، ص169.

2– المرجع نفسه، ص129.

فلحد الآن مازالت البورصة الجزائرية لا تسمح بتداول القيم المنقولة الكترونيا؛ نظرا لعدم توافر منصة الكترونية تسمح للمستثمرين عن طريق وسطائهم الماليين القيام بتعاملات طلب الشراء أو البيع – عن بعد–من بيوتهم دون التنقل إلى سوق البورصة، فانعدام التعامل الالكتروني رافقه انعدام نظام الدفع الإلكتروني.

ولأجل تفادي هذه العوائق أقرّ المدير العام للبورصة بأن السلطات العمومية في إطار رقمنة الاقتصاد الوطني أقرت باستعمال تقنية الدفع عبر الأنترنت أو الدفع الالكتروني، اذ تعتبر هذه الأخيرة من بين الحلول التي من الممكن أن تؤثر سلبا على السوق الموازية على المدى المتوسط والطويل"([1]).

كما أشار رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عن عزم هيئات البورصة وبالتعاون مع وزارة المالية استحداث منصة الكترونية قبل نهاية سنة2019 تخص تعاملات طلب شراء أو بيع القيم المنقولة. حيث ينبغي على الهيئة القائمة على حسن تسيير سوق القيم، بناء قاعدة بيانات وطنية تمنح للمستثمر القدرة على معرفة المعلومات المطلوبة عن الشركات المستثمرة في سوق البورصة والاقتصاد الوطني([2]).

كما ولا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة كإدخال خدمة التداول عن بعد عن طريق الأنترنت، بقصد تسهيل عمليات تداول الأسهم والسندات وكذا زيادة سرعة إبرام صفقات الاستثمار بالقيم، الأمر الذي يبعث الأمان لدى المستثمرين([3]).

سادسا–تدني مستوى الشفافية على مستوى الصفقات الاستثمارية.

يشكّل عنصر الشفافية في سوق البورصة أحد العناصر الهامة لتعاملات سوق القيم المنقولة، فلا يبرم المستثمرون صفقات محلها قيما منقولة متداولة في هذا السوق ما لم تسود المصداقية والوضوح في المعلومات التي تقدمها الشركات المقيدة في البورصة للجمهور الراغب في الاستثمار.

حيث يحتاج المستثمرون الأفراد بما أنهم أكثر الأطراف تحملا للخسائر في حالة فشل الشركة، إلى مدهم بالمعلومات الضرورية بصفة مستمرة حتى يتمكنون من التقييم الصحيح لفرص الاستثمار المتاحة، بقصد اتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف مواردهم بصورة ناجحة([4])، كما يجب أن تكون هذه المعلومات

1– تصريح المدير العام لبورصة الجزائر "يزيد بن موهوب"، في رده عن السؤال التالي نصه: في عز التقشف وتدني أسعار المحروقات في السوق العالمية، ماهي البدائل المالية المعتمدة؟، مرجع سابق.

2– دارين وشاح وشاح، مرجع سابق، ص55.

3– عبد الوهاب شمام، عمار زودة، طبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مرجع سابق، ص168.

4– رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص104.

الصادرة عن الشركات ذات طابع اقتصادي، مالي، محاسبي...الخ، من أجل معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للشركة([1]).

فبناءا على هذه المعلومات يمكن للمستثمرين المدخرين اتخاذ قرار شراء أسهم الشركات وابرام الصفقات التي تتناسب مع تطلعاتهم الاستثمارية. لكن الأمر في سوق البورصة الجزائرية مختلف، حيث لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية والمصداقية للمستثمرين، وكذلك يواجه هؤلاء صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح لهم القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر([2]). حيث يشكل عنصر غياب البيانات عن الحالة المالية والمحاسبية عن أداء الشركات أحد العوامل المعرقلة لنجاح مشروع إنشاء بورصة للقيم بالجزائر، تهدف للوصول إلى أهداف استثمارية اقتصادية بمقاييس عالمية.

سابعا–قصور أنظمة الإفصاح المالي.

تلتزم الشركات المصدرة للقيم المنقولة بسوق البورصة الجزائري بتقديم تقارير مالية تفيد الجمهور بمعلومات متعلقة بوضعها المالية ومدى قدرتها على مواصلة استثماراتها في هذا السوق، غير أن الواقع أبان عن تخلف سوق البورصة وعدم اتصاله بالمستوى المطلوب الذي تشهده الأسواق المتطورة.

تبقى أنظمة الإفصاح المالي الذي تتبعها هذه الشركات غير دقيقة نتيجة اهتمامها بإطار العموميات في غالب الأحيان، كما أن التقارير المالية المنجزة تبقى بعيدة عن الجودة والمصداقية المطلوبة، اذ تقتصر عادة على توفير الحد الأدنى من المعلومات كنشر الميزانية الخدماتية والتأخر أحيانا في نشر هذه البيانات والاكتفاء بعمليات نشر سنوية([3]).

تجدر الإشارة إلى أنّ المتعاملين في السوق يحتاجون إلى نوع من الوضوح في الرؤية من حيث المعلومات الذي هو وحده القادر على ضمان تحديد دقيق لساحة الأسواق المالية ضمن الاقتصاد الوطني والدور الذي ينبغي أن يقوم به كل متعامل في كنفه([4]).

1– حجيلة بن وارث، ربيعة حملاوي، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري–دراسة بورصة الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 14، مارس2017، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة، ص247.

2– المرجع نفسه، ص247.

3– حسان خبابة، مرجع سابق، ص15.

4– لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة2007، مرجع سابق، ص03.

إنّ قصور أنظمة الإفصاح المالي عن تأدية الدور المنوط لها بتزويد الجمهور المستثمر بالمعلومات الكافية والوافية كقاعدة أساسية لاتخاذ قرار الاستثمار بالقيم المنقولة من عدمه، يشكل أحد العوائق الرئيسية التي تحيط بمجال الاستثمار البورصي وتحد من تطوير سوق القيم المنقولة.

الفرع الثاني: العراقيل المؤثرة على قرار الاستثمار.

يمثل المستثمرون في سوق القيم المنقولة الفئة المستهدفة من التعامل في مجال القيم المنقولة، فهي المسؤولة عن تطوير هذا السوق من خلال حجم شراء وبيع القيم المنقولة وتداولها في السوق. لكن يتفاجأ هؤلاء المستثمرون أو الجمهور الراغب بالاستثمار بتواجد مجموعة من العراقيل تؤثر بالسلب في قرار المستثمرين بتوظيف أموالهم، ولعل أهم هذه العراقيل ما نحاول إحصاؤه فيما يلي من نقاط:

أولا–ضعف الوعي الاستثماري بين أوساط المستثمرين.

يهدف الوعي الاستثماري إلى إيجاد آليات تسهم في نشر وتعميق الثقافة الاستثمارية بين المستثمرين، لما لها من دور فعال في تنشيط سوق القيم المنقولة، فكلما تحلت هذه الفئة بالوعي الاستثماري الذي يعد حجر الأساس في سوق البورصة، "عادت قرارات المستثمر بالإيجاب عليه وعلى كفاءة هذا السوق نتيجة لممارسته الصحيحة، فترتب عنه ارتفاع الوعي والمعرفة الاستثمارية الذي يعطيان الثقة للمستثمرين"([1]).

لكن وإلى حد الآن بقيت بورصة الجزائر عاجزة عن المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية نتيجة لضعف الوعي الاستثماري المنتشر في أوساط المستثمرين الأفراد والمستثمرين المؤسساتيين، والتي يمكن إرجاع سببه إلى عاملين هما:

العامل الأول، يتعلق بفكرة الإدخار التي سيطرت على أفراد المجتمع الجزائري، إذ في العادة تلجأ العائلات الجزائرية إلى ادخار أموالها الفائضة عن حاجياتها لدى البنوك العمومية أو لدى الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط أو خارجهما.

فلا تخطر فكرة استثمار أموالهم على مستوى البورصة في ذهن هؤلاء الأفراد الذين يقتطعون جزءا من مدخراتهم من أجل انفاقه على السلع الاستهلاكية التي يحتاجونها في حياتهم اليومية، ولا يهتمون بآليات التوظيف المالي وعمل البنوك أو البورصة بسبب غياب الثقافة البورصية لديهم.

1– حجيلة بن وارث، ربيعة حملاوي، مرجع سابق، ص ص 251–252.

العامل الثاني، يأخذ فكرة انعدام الثقافة البورصية لدى المجتمع الجزائري شكل عدم اهتمام عامة الجمهور بسوق البورصة، وهذا بسبب جهلهم بماهية البورصة وماهية الحوافز التي توفرها كسوق استثماري يتم فيه توظيف المدخرات الفائضة عن الحاجيات الاستهلاكية.

إذ يعتبر انعدام ثقافة الاستثمار بسوق البورصة أحد العراقيل التي تواجه ترقية الاستثمار بسوق البورصة، وتضيّع فرصة تحقيق الأرباح على المستثمرين الذين يحجمون عن دخول هذا السوق بسبب عدم ثقتهم في مصداقية وفعالية هذا السوق وما يجري به من تعاملات.

ثانيا-تخوف المستثمرين من برامج الخوصصة.

يحيط العائق الثاني الذي يؤثر على القرار الاستثماري بالمستثمر المؤسساتي بصفته متعاملا اقتصاديا في سوق البورصة، حيث يكمن هذا العائق في تخوف رؤساء الشركات والمؤسسات من فقدان ملكيتها وانخفاض الأرباح جراء انضمام أشخاص غرباء كشركاء أو دائنين في شركاتهم، ما يجعلهم يعزفون عن فكرة فتح رأسمال الشركات أمام الجمهور، هذا إذا كان هذا المتعامل الاقتصادي هو شركة خاصة.

ففي حالة ما إذا كان المتعامل الاقتصادي هو عبارة عن شركة عمومية فالأمر لا يختلف كثيرا اذ لم تطبق الدولة الجزائرية برامج الخوصصة كثيرا من أجل إدراج الشركات العمومية في بورصة الجزائر، حيث أن برنامج الخوصصة الشاملة لا يظل يشكل خطرا على كل ما هو عمومي. الأمر الذي يجعل السلطات السياسية تتحفظ على مشروع خوصصة مجموعة من الشركات العمومية الاقتصادية من أجل تطوير سوق القيم المنقولة ورفع أدائها.

ثالثا-جهل المستثمرين بسوق البورصة كمصدر تمويلي.

أمام الأزمة الاقتصادية وتدهور أسعار النفط مؤخرا في الجزائر، بات من الضروري التفكير في إيجاد طرق تمويلية جديدة تغطي نفقات المشاريع الاستثمارية المقامة على الأراضي الجزائرية. ففي ظل هذا سجل التمويل البنكي التقليدي عدة مشاكل مست بمصالح المستثمرين، ما جعل هؤلاء يتذمرون من سوء الخدمات وطول الإجراءات التي تتطلبها عملية الحصول على قرض بنكي، لما تحتويه من ضمانات الزامية يقع على عاتق المستثمرين الراغبين في التمويل توفيرها.

نتيجة لهذه الأسباب والإشكالات التي أثقلت كاهل المستثمرين أصحاب المشاريع الكبرى، كان من الضروري على السلطات الجزائري محاولة رفع التحدي والتعريف بماهية البورصة وضماناتها وحوافزها، باعتبارها مصدر تمويلي حديث يجهله العديد من الأشخاص.

فبرنامج الدولة المسطر في إطار تحفيز المؤسسات الاقتصادية لاسيما الاستراتيجية منها والتي تحقق نتائج إيجابية، تمثل في الدفع بهذه المؤسسات للتخلي عن أسلوب التمويل التقليدي والتوجه نحو أسلوب التمويل الحديث عن طريق استخدام الأدوات المالية المختلفة، بما يمكنها من الحصول على التمويل طويل الأجل من ناحية وتمكين البورصة من القيام بنشاطها من ناحية ثانية([1]).

وعليه، بتوافر الوعي الاستثماري والرغبة في اتخاذ قرارات تسمح بالاستثمار في مجال القيم المنقولة، يتحقق معه توفير الأموال والسيولة لطالبي الأموال والأرباح لعارضي الأموال في سوق البورصة، إذ أن معرفة المستثمرين بمزايا سوق البورصة وحوافزه، يؤدي إلى اعتماد هذا السوق كمصدر تمويلي حديث لمشاريعهم بعد التخلص التدريجي عن مصادر التمويل التقليدية التي تقدمها البنوك.

رابعا–جهل المستثمرين دور شركات الوساطة المالية.

لا تزال مهنة الوساطة المالية التي تمارسها كل من المؤسسات المالية والبنوك والشركات التجارية التي أنشئت لممارسة نشاط الوساطة المالية مجهولة الهوية لدى الكثير من الشركات الاقتصادية غير المتعاملة بالقيم المنقولة في سوق البورصة.

فنظرا لما تنطوي عليه الصفقات التي تبرم في هذا السوق من خطر ومغامرة، خففت معظم التشريعات وقع الخسارة وتذبذب أسعار القيم على المستثمرين من خلال تقرير وجود شركات متخصصة مهمتها إدارة المحافظ المالية لصالح المستثمرين عديمي الخبرة.

وبما أنّ سوق البورصة الجزائري مازال غير معروف وغير مرغوب فيه كسوق استثماري يوفر التوظيف للمدخرات والتمويل للمشروعات، بقيت أعداد شركات الوساطة المالية تتزايد في طلب اعتماد ممارسة النشاط مقابل إحجام وعزوف المستثمرين عن اللجوء إلى خدماتها.

فكما نعلم أنّ كل هيئة تمارس النشاط لزمن معين تكتسب خبرة ميدانية والعكس صحيح، وركود عمل شركات الوساطة المالية نتج عنه قصور في مردودية خدماتها وعدم الوصول إلى الكفاءة المطلوبة. وعلى هذا الأساس بقيت بورصة الجزائر "تغيب عنها تلك الشركات المكلفة بالوساطة المالية والقادرة على تطويرها من خلال تقديم خدمات متنوعة وتنافسية للمستثمرين"([2]).

1– حسان خبابة، مرجع سابق، ص88.

2– إلياس الأزهر بن دحان، مرجع سابق، ص104.

خامسا–مخاطر([1]) تقلبات أسعار القيم على المستثمرين.

يمكن للبورصة أن تكون وسيلة للمستثمر حتى يتحصل على مداخيل إضافية معتبرة، لكن الاستثمار في البورصة لا يخلو من المخاطر، فقيمة الاستثمار مرتبطة بتغيرات الأسعار في السوق.

تؤثر هذه المخاطر على الفرد المستثمر بالبورصة وعلى الشركة المصدرة، فمثلما كانت البورصة وسيلة للحصول على مداخيل إضافية معتبرة وتمويلات، يبقى الاستثمار في البورصة لا يخلو من المخاطر.

يقصد بمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مدى تذبذب العائد المتولد عنها. فالمخاطرة هي عدم التأكد من حتمية الحصول على الفائدة أو حجمها، أو زمنها أو انتظامها. إن الاستثمار في الأوراق المالية حافل بالمخاطر على خلاف الأوراق التجارية التي تنعم بشيء من الاستقرار، وللتقليل من المخاطر ينصح الأخصائيون بتوزيع المحفظة المالية وعدم التركيز على صنف واحد من الأوراق، التي إن أصابتها نكسة في الأسعار فقد تلحق بصاحبها خسارة كبيرة([2]).

تنطوي كل القيم المنقولة على بعض الأخطار ولبعضها خطورة أكبر من غيرها ذلك أن للاستثمار في الأسهم خطورة أكبر من الاستثمار في السندات، ويتجسد الخطر المتعلق بالسهم في نقص محتمل في القيمة على حساب حامله وذلك بسبب انخفاض سعره في البورصة (يصبح سعر السهم في السوق أقل من سعره المدفوع من طرف المساهم). وعليه سنعرض فيما تفصيلا موجزا للمخاطر التي تنجر عن استعمال أدوات الاستثمار (الأسهم والسندات) كما يلي:

إنّ التنويع في الأوراق المالية التي تشملها المحفظة من شأنه أن يقلل من المخاطر التي قد تصيب هذه المحفظة ويشبه الاقتصاديون المختصون هذه الحالة بفكرة عدم وضع كل البيض في سلة واحدة. لذلك يلجأ العديد من المستثمرين لتنويع ادخاراتهم واستثماراتهم ما بين أوعية ادخارية ذات عائد ومخاطر

1– تتمايز المخاطر التي يثيرها مجال الاستثمار في القيم المنقولة إلى نوعين: النوع الأول منها يسمى مخاطر منتظمة تتعلق بتقلبات نتيجة عوامل عامة في السوق منها: التضخم، السياسات الحكومية، الظروف الاقتصادية تؤثر على جميع الشركات المستثمرة والمستثمرين. أما النوع الثاني فتسمى بالمخاطر غير المنتظمة اذ تنفرد بها صناعة أو شركة معينة وتؤدي إلى إحداث تغيرات منتظمة في أرباح الأسهم من أمثلتها: حدوث اضطراب عالي في مؤسسة أو قطاع معين، والأخطار الإدارية وظهور الاختراعات الجديدة وغيرها/ حليمة عطية، مرجع سابق، ص135.

2– محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة ومخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة،2000، ص28.

منخفضة قصيرة الأجل واستثمارات طويلة الأجل ذات عائد ومخاطر أعلى مثل الاستثمار في البورصة- الأسهم والسندات"([1]).

تتراوح مخاطر استعمال القيم المنقولة بين فئتين هما: المستثمر الفرد والشركة المصدرة. فاتخاذ المستثمر صفة المساهم الشريك ونجاحه في تحقيق الأرباح تجعله معلقا على أسعار الأسهم المتداولة التي ترتبط بمدى نجاعة الشركة ونتائجها المالية، كما هي مرتبطة بسياستها في توزيع الأرباح.

بالطريقة ذاتها في حالة ما إذا اختار الفرد المستثمر أن يكون بصفته دائنا مقرضا، حيث أن أسعار سندات الاستحقاق مرتبطة بمدى قدرة المصدر على تسديد قرضه للمدخر في آجاله، كما ترتبط بأسعار الفائدة على القروض وحسابات الادخار البنكية([2]). ولذلك فإن دفع الأرباح عند نهاية السنة المالية ليس مضمونا أيضا إذا كانت النتائج المحققة أقل مما كان مرجوا تحقيقه. وفي المقابل فإن السندات تنطوي على إخطار أقل بحيث أنه يضمن لحاملها دفع القسيمة المحددة مسبقا في عقد الإصدار وكذا رأس المال الرئيسي المكتتب. فالاستثمار في السندات أقل مخاطرة من الاستثمار في الأسهم لكن عائد الفائدة في الأسهم أعلى من مثيله على السندات([3]).

أما خطر استعمال القيم المنقولة على الشركة فينطوي على تعاملاتها، ذلك أن الشركات التي تفتح أبوابها لمدخرات الجمهور وتفتح رأسمالها لغرباء قد يمتلكون من الأسهم ما يجعلهم في مركز قوي داخل الشركة، "وهذا إنما يؤثر تأثيرا كبيرا على قرارات الشركة وإدارتها حيث عن طريق هذه العملية ستمنح لصاحبها حق التصويت والتدخل في الإدارة على خلاف السندات التي لا تعطي لحاملها هذا الحق وهو وضع يحصل متى لجأت الشركة إلى الادخار العلني فيما يختلف الأمر وبأقل حدة متى كان الإصدار دون اللجوء العلني للادخار والذي يحوي في هذه الحالة إلى إجراءات ونشرة تتضمن بيانات يحددها القانون فيها حماية معينة"([4]).

إنّ عدم تحقيق هذه الشركة التي تتداول قيمها المنقولة بسوق البورصة للأرباح المتوقعة، ينتج عنه عدم تسويق أدواتها الاستثمارية هذه بالإضافة إلى تحقيقها لخسائر محاسبية، ما يدفع بحملة الأسهم

1- خطوة أولى للاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص05.

2- موقف اللجنة عن آليات تأطير عقد السيولة، ماهي المخاطر التي يتعرض إليها المستثمر في البورصة، عن الموقع الإلكتروني للجنة: www .cosob.org تاريخ الزيارة:2019/07/23.

3- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن القيم المنقولة،2004، ص09.

4- حساين سامية، " شركة المساهمة المسعرة في البورصة" مطبوعة محاضرات موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر، تخصص قانون خاص معمق، كلية الحقوق، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2015/2014، ص 21.

بصفتهم شركاء ومن أجل تفادي هذه الخسائر بعدم وجود أرباح توزع عليهم بالانتهاء الدورة التجارية إلى المسارعة لبيع أسهمهم نتيجة التقلبات الفجائية لأسعار الأسهم والمؤدية لانخفاضه ([1]). حيث ينجم عن هذه المخاطر الفجائية لانخفاض سعر القيم المتداولة تحقيق خسائر للمستثمرين نتيجة للفروق بين القيمة الاسمية للسهم والقيمة السوقية، وكذا يؤدي إلى انتشار الأزمات بسوق البورصة ومن ثمة أزمة اقتصادية مثلما حدث في مصر([2])، هذا في حالة إذا كان السوق متطور ويعتمد على سوق القيم بدرجة أولى لتطوير الاقتصاد الوطني، على عكس سوق البورصة الجزائري.

لكن وأمام هذه المخاطر المذكورة لا يمكننا إنكار الدور الفعال الذي لعبته البورصة في تنمية الاستثمارات والاقتصاديات في كثير من دول العالم. إذ تميل كفة أهمية الوظائف والأهداف التي تحققها البورصة عند مقارنتها بالمخاطر الممكن أن تلحق بالحافظة المالية الاستثمارية (كيس الأوراق المالية) التي يمتلكها المستثمر في السوق المالي.

سادسا-عدم كفاية الحوافز المقررة للشركات المستثمرة.

تتضح فكرة الحوافز التي اعترف بها المشرع الجزائري للمستثمرين في سوق القيم المنقولة من خلال الضمانات والمزايا التي وفرها لهم، في محاولة منه للقضاء على تخوفهم والتقليل من جملة المخاطر والخسائر التي من الممكن أن تصيبهم.

حيث أنّ المتعاملين الاقتصاديين ونظرا لضعف ثقافة البورصة لديهم، يبقون في جهل تجاه المزايا والامتيازات التي تمنحها لهم سوق البورصة، اذ يوفر هذا السوق التحصل على تمويلات متوسطة وطويلة المدى بدون تقديم ضمانات كتلك التي تطلبها البنوك في طريقة التمويل التقليدي،" كما أنه من بين الحوافز التشجيعية تلك المتعلقة بالتخفيض الضريبي بنسبة20% عن ضريبة الأرباح لمدة خمس(05) سنوات على القيم المنقولة، تستفيد منه الشركات المنضمة إلى سوق البورصة بمناسبة فتح رأسمالها للجمهور المستثمر"([3]).

1- عمرو حسين عبد البر، أزمة البورصة المصرية" الأسباب، المشاكل، الحلول والمقترحات"، المؤتمر السنوي السادس عشر الموسوم ب آثار وسبل مواجهة الأزمات المجتمعية الناتجة عن أحداث الربيع العربي، 24-25 ديسمبر2011، دار الضيافة-جامعة عين شمس، القاهرة، ص215.

2- المرجع نفسه، ص215.

3- تصريح المدير العام لبورصة الجزائر "يزيد بن موهوب"، مرجع سابق.

وبالإضافة إلى هذه الامتيازات التشجيعية تبرز مرافقة هؤلاء المستثمرين من طرف وسطاء عمليات البورصة والراعي في البورصة وصناديق الاستثمار كأحد أهم الحوافز المقررة لحماية فئة المستثمرة باعتبارها عديمة الخبرة والكفاءة في مجال الاستثمار بالقيم المنقولة.

لكن المسجل على الساحة الاقتصادية والاستثمارية في سوق البورصة بأن انعدام الكفاءة لدى هؤلاء الناشطين في سوق البورصة بصفتهم مقدمي الخدمات الاستثمارية، لا زال الإقبال عليهم ضئيل ونشاطهم يعرف الركود، رغم ارتفاع عددهم وطلبات الاعتماد المقدمة إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

تبقى هذه الحوافز التي تقدمها كل الهياكل الساهرة على حسن سير صفقات الاستثمار بالقيم المنقولة غير كافية بالنظر إلى حجم المغامرة والمخاطر التي يمكن أن تصاب بها فئة المستثمرين([1])، ما يرجح كفة العزوف عن كفة الاستثمار بسبب شروط الإدراج القاسية عليهم. حيث أدى عدم توافر الثقافة البورصية لدى الجمهور المدخر وانخفاض التوعية التعريفية عن الامتيازات التحفيزية التي ينالونها نتيجة الانضمام إلى سوق البورصة، إلى ارتفاع حجم العراقيل المؤدية إلى عدم تطوير سوق البورصة.

سابعا-جهل المستثمرين بعمل صناديق الاستثمار.

أسلفنا الذكر بأنّ صناديق الاستثمار إحدى الهياكل المؤسساتية التي اعتمدها المشرع الجزائري لجلب المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، عن طريق استثمار هذه الأموال وتوظيفها في شراء وبيع قيم منقولة، "حيث تعمل هذه الصناديق عن طريق إدارتها المحترفة للقيم المنقولة على استخدام حصيلة تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات في الاستثمار بالقيم المنقولة مقابل اصدار وثائق استثمار، وتهدف هذه الصناديق عادة إلى تحقيق منفعة لمؤسسيها (شركات الوساطة) وللمستثمرين وللاقتصاد الوطني"([2]).

1- نجد أن الجرائم المالية التي تمس سوق البورصة، من بين المخاطر التي يتمكن أن تلحق ضررا وتؤثر سلبا على الشركات المصدرة للقيم وعلى المستثمرين ومن ثمة على سوق القيم المنقولة والاقتصاد الوطني بصفة عامة، إذ تتخذ أربعة صور هي: **التلاعب في السوق** حيث تكون هذه الجريمة بفعل المضاربين الذين يهدفون إلى تحقيق مكاسب غير مشروعة عن طريق إضرار الآخرين بافتعال شائعات أما الجريمة الثانية فهي **التلاعب بناء على معلومات داخلية(خاصة)** والتي تتحقق بفعل مجالس إدارات شركات المساهمة ومديريها في حالة ضعف أو عدم وجود قوانين حوكمة الشركات، أما الصورة الثالثة من الجرائم فهي **غسيل الأموال وتمويل الإرهاب** أين يهدف مرتكبوها إلى إدخال الأموال التي يكتسبونها بسبب غير مشروع إلى سوق البورصة وتدويرها مع الأموال الأخرى لتصبح مشروعة، أما الصورة الأخيرة من الجرائم فهي ترتبط بتفادي الضرائب، إذ تتم عن طريق تهرب المتداولين من دفع الضرائب الناجمة عن تسوية صفقات بيع وشراء الأسهم والسندات/ السيد عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان- الأردن،2010، ص ص111-112.

2- محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، مرجع سابق، ص218.

يعد دخول السوق من خلال صناديق الاستثمار الأسلوب الأمثل لعديمي الخبرة، كما أن هذا الاستثمار المؤسسي هو الشكل الغالب للتعامل في البورصات المتطورة من حيث حجم التداول، "بسبب وجود إمكانية الاستعانة بالمتخصصين لمتابعة أخبار الشركات وتحليل أدائها، من خلال رصد التغيرات بقطاعات النشاط الاقتصادي ومدى تأثرها بالتطورات الاقتصادية بقصد اتخاذ القرار الاستثماري المناسب"([1]).

لكن وإلى غاية الساعة لا يزال المستثمرون أو من يرغب بالاستثمار بسوق القيم المنقولة في جهل بعمل هذه الصناديق التي تحقق الإدارة الجماعية للقيم المنقولة وتختصر الطريق على الجمهور المدخر بتوفير عنهم جهد اللجوء إلى السوق بدلا عنهم. "كما تحقق هذه المؤسسات المالية عدة مزايا منها ما تمثل في مرافقة صغار المدخرين وحماية فئة المستثمرين من مخاطر الائتمان حين توفر لهم السيولة في أي وقت يحبذه هؤلاء المستثمرين"([2]).

ففي الجزائر، يبقى المستثمرون يجهلون مزايا الاستثمار في سوق القيم المنقولة، ولا يعلمون بوجود شركات الوساطة المالية ولا بوجود صناديق استثمار تملك إدارة محترفة ومؤهلة لمرافقة هذه لحمايتهم من مخاطر الاستثمار البورصي.

ثامنا–مخاطر السيولة التي يتعرض إليها المدخر المستثمر.

يعتبر دافع الربح هو الهدف الذي يشجع الأفراد على القيام بنشاط الاستثمار بسوق القيم المنقولة، فمن بين أهدافها توفير سيولة للادخار المستثمر على المدى البعيد، ولأنّ الحصول على الربح يوازيه إمكانية تحمل الخسائر، فإن جميع القرارات الاستثمارية تسبقها في العادة دراسات مكثفة لتقليل التعرض إلى المخاطر.

تعد مخاطر السيولة من بين أحد العوائق التي تقف في وجه اتخاذ المستثمر قرار الاستثمار بسوق القيم المنقولة، فأيا كان المستثمر فردا أو شركة لا تأبى إلا تحقيق الأرباح وفوائد لدى انضمامها إلى البورصة. غير أنّ مخاطر السيولة أو الائتمان التي تصيب فئة المستثمرين بسوق البورصة ترتبط عادة بعدم قدرة هؤلاء على بيع الأسهم أو السندات التي يمتلكونها من أجل تحويلها إلى سيولة نقدية(أموال) في وقت احتياجها، والسبب في ذلك راجع إلى عدم وجود الطلب عليها.

1– الولي ممدوح، مرجع سابق، ص366.

2– محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، مرجع سابق، ص218.

حيث تعد مخاطر السيولة التي يتعرض إليها المستثمر جراء توافره كبائع وعدم توافر الطرف الثاني(المشتري) أحد العراقيل التي تثبط قرارات المستثمر بخول سوق البورصة، فمتى أقدم المدخر المستثمر على شراء مجموعة من الأسهم صار شريكا لدى الشركة المصدرة للسهم، أو دائنا لها في حالة اقتنائه لسندات دين.

وهذه الصفة التي يأخذها المستثمر لا تخول له المطالبة بأمواله كسيولة نقدية وقت ما أراد ذلك تلبية لاحتياجاته، إذ يحق له كشريك اقتسام الأرباح والخسائر في نهاية السنة بحسب مقتضيات القانون التجاري، كما يحق له كدائن استيفاء دينه حين حلول الأجل القانوني. وهذا هو التعثر الذي يعيق الاستثمار بالبورصة، حيث أن الأموال تكون مجمدة في شكل قيم منقولة غير سائلة، وقد لا يتناسب وقت التداول مع أي عملية بيع لها. "لذا كان ينبغي على المستثمر أن يعلم بأنه معرض لمخاطر السيولة على القيم التي ينوي الاستثمار فيها، فبعض القيم يصعب التخلص منها لعدم وجود الطرف الآخر في المعادلة"([1]).

1- موقف اللجنة عن آليات تأطير عقد السيولة، ماهي المخاطر التي يتعرض إليها المستثمر في البورصة، مرجع سابق.

خلاصة الباب الثاني.

نستخلص في ختام هذا الباب الثاني بأن المشرع الجزائري قد حاول بكل جهده بموجب أساليب تحفيز النشاط البورصي جذب الشركات الاقتصادية إلى السوق المنفذ به النشاط، فقد وفر لهؤلاء ضمانات ينفرد بها هذا النشاط عن غيره من النشاطات الاقتصادية الأخرى.

استفاد وتمتع كل من المستثمر والوسيط بأنواع هذه الضمانات على غرار الخوصصة الجزئية كضمان مطمئن لمسيري الشركات بعدم فقدانهم ملكية الشركة، كما خصص نوعا آخرا من هذه الضمانات التشجيعية من أجل ترقية سوق البورصة الجزائري كصناديق الاستثمار وفتح سوق خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أتت هذه المزايا التحفيزية بالفائدة مؤخرا، فمن بين الأحداث الهامة ذات دلالة على ارتفاع عامل الثقة لدى المتعاملين الاقتصاديين تجاه سوق القيم المنقولة الجزائري، هو قبول شركة **أ أوم أنفست** سنة 2018 خوض تجربة إدراج قيمها بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كتجربة نوعية وفريدة من نوعها سمحت بإعطاء انطلاقة لهذا السوق المتوقف عن العمل منذ إنشائه سنة 2012.

يحقق المستثمرون على اختلاف صفاتهم لدى عملية إدراجهم بالبورصة أهدافا متنوعة يأتي على رأسها حصول الشركات على تمويل لمشاريعها الاستثمارية القائمة أو تلك التي تكون بمرحلة قيد الإنجاز، ناهيك عن الأهداف الخاصة المحققة لصالحها ومن بينها: زيادة شهرتها ورفع سمعتها وانفتاحها على المحيط الاقتصادي الوطني والدولي.

نتيجة لهذه الضمانات الممنوحة للمستثمرين والأهمية التي تبرر خوض تجربة الانضمام إلى سوق يحتوي على مخاطر وعوائق، يبرز للوجود الدور الهام الذي تلعبه سوق البورصة في عملية الاستثمار بالقيم المنقولة، حيث تسير سوق بورصة الجزائر بموجب صفقات تداول قيم منقولة لست(06) شركات فقط تنشط 05 شركات منها في السوق الرئيسي الخاص بالأسهم فيما تنشط الشركة السادسة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهو ما يعد تجربة ضعيفة المستوى، بالنظر إلى حجم الضمانات ومزايا الإدراج التي تحصل عليها جراء دخولها إلى البورصة.

يرجع التواجد الضئيل الذي يميّز عدد الشركات الاقتصادية المدرجة بسوق البورصة إلى اصطدامها بمجموعة عوائق متنوعة منها: عوائق تمس سوق البورصة وعملها وعوائق تمس عملية الاستثمار والمستثمرين، التي أثرت سلبيا على حجم التداول وعزوف المستثمرين عن اتخاذ قرارات استثمار لأموالهم المدخرة. وهو الشيء الذي نجم عنه عدم تطور سوق البورصة الجزائري مقارنة بأسواق الدول العربية المجاورة، وضعف دوره في ترقية الاستثمارات وتمويلها، ما سبب قصورا في مكانته تجاه الاقتصاد الوطني.

خاتمة.

اتضح لنا من خلال دراستنا **لموضوع البورصة كآلية قانونية في الاستثمار** بأنّ هناك علاقة وطيدة بين هذه السوق المتداول بها القيم المنقولة وترقية الاستثمار والاقتصاد الوطني، كما أوضحت بأنّ هذه السوق جاءت في إطار تهيئة مناخ ملائم للمستثمرين، هدفها الرئيسي هو استثمار المدخرات وفتح رأسمال الشركات على الجمهور، حيث وفّر المشرع الجزائري جملة من الأساليب التحفيزية المؤسساتية والضمانات القانونية بقصد رفع عراقيل الاستثمار والعوائق التي تحول دون تنشيط وترقية المحيط الاقتصادي.

وفي هذا السياق، خلصنا إلى بعض النتائج التي نحاول تعدداها في النقاط التالية:

– جعل المشرع الجزائري بورصة القيم المنقولة هي مكان التقاء فئة المصدرين بفئة المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم بشكل اقتناء للأسهم والسندات، فتنعقد بناء على ذلك صفقات استثمارية بين الوسطاء ممثلي الفئتين كطرف أساسي بها، وفقا لقانون العرض والطلب وتحت نظر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تخضعهم لشروط ورقابة تحثهم على احترام مبادئ وأحكام نشاط الاستثمار البورصي.

–لم يأت إنشاء سوق البورصة الجزائري عبثا دون تخطيط سياسي بل جاء نتيجة لدوافع تمثلت خصيصا في حاجة الدولة الملحة في سوق يحقق الربح؛ بالنظر لما حققته من أرباح على مستوى الدول الأخرى، ومواكبة التطورات العالمية بإدخال إصلاحات اقتصادية كشأن دافع أين أعطيت الأولوية للجانب الاقتصادي بسبب ما له من أهمية في جذب رؤوس الأموال للدولة وانفتاحها، بالإضافة إلى تغير التفكير السياسي وتنازل الدولة عن ضبط مجال الاقتصادي لسلطات إدارية على رأسها اللجنة في قطاع تنظيم سوق القيم المنقولة.

–اتسمت الطبيعة القانونية لسوق بورصة الجزائر بأنها تتطبع بخصائص عديدة فهي: سوق جزائرية إقليمية تنفذ بها استثمارات وطنية قصيرة وطويلة الأجل، أين تتداول بها القيم المنقولة كسلعة وحيدة كموضوع لصفقات عاجلة تسوى بين وسطاء عمليات البورصة الممثلين للمستثمرين والمصدرين داخل سوق منظمة أو خارجها وفقا للأنظمة والقوانين التي تحكم هذا السوق.

– لاحظنا وجود ترابط بين قانون ترقية الاستثمار 16–09 في مادته الثانية بنوعي الاستثمار الذي تحكمه أنظمة البورصة، فالنوع الأول من الاستثمار القائم على تقديم مساهمات في رأسمال الشركة، هو بمثابة استثمار الشخص الطبيعي أو المعنوي لمدخراته في شكل قيم منقولة تابعة للشركة المصدرة قصد إنجاز مشروع استثماري.

أما النوع الثاني فهو ذلك الاستثمار الذي تقدم عليه المؤسسات العمومية الاقتصادية عندما تفتح رأسمالها على الجمهور في شكل خوصصة جزئية والتي لا تعد سوى وسيلة لتنفيذ هذا الاستثمار، أما المؤسسة الاقتصادية الخاصة فمن واجبات قيدها وقبول انضمامها هي فتح رأسمالها للجمهور، فلا تقبل بذلك إلا إذا كانت في إطار عملية استثمار ورفع رأسمالها ببورصة القيم.

-يطغى على الاستثمار بالبورصة مبادئ تحكمه، فهي التي تم استنتاجها انطلاقا من الأحكام الواردة بأنظمة والتي تعد إطارا قانونيا يفترض على المستثمر احترامه، حيث تبرز في مجموعة مبادئ على رأسها: مبدأ حرية الاستثمار في قانون البورصة، مبدأ اللجوء إلى التحكيم في مجال الاستثمار بالبورصة، مبدأ استقرار التشريع في مجال الاستثمار بالبورصة، وجوب معاملة الزبائن على قدم المساواة...الخ.

-يتم تنفيذ الاستثمار بسوق القيم المنقولة بواسطة أدوات تتمثل خصيصا في القيم المنقولة المرخص لها قانونا بالتداول فيه، إذ تتنوع هذه القيم بحسب صفة مصدرها، فشركات المساهمة تصدر قيما منقولة لزيادة رأسمالها يمكن حصرها في الأسهم وشهادات الاستثمار، بالإضافة إلى إصدارها لسندات دين المتمثلة في سندات الاستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال، سندات المساهمة وأي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال. هذا على عكس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تصدر سندات لزيادة رأسمالها (أسهم وشهادات استثمار) فقط دون سندات الدين، أما المصدر الثالث المخول قانونا هو الدولة والأشخاص الآخرون منة القانون العام فهم مسموح لهم بإصدار سندات دين الخزينة العمومية دون سندات الزيادة في الرأسمال.

-أقر المشرع الجزائري بوجود تفاوت في نوعية الأشخاص المستثمرة ببورصة القيم من حيث الطبيعة أو الإمكانيات أو الوظيفة المؤداة، فهي تتراوح من الشخص الطبيعي المستثمر لمدخراته الذي يقتني قيما لشركات اقتصادية، والتي هي بدورها شركات مستثمرة مهما اختلف حجمها ضخمة كانت أو صغيرة على إثر فتح رأسمالها بغرض تغطية عجزها التمويلي، ليصل التفاوت إلى الدولة عبر خزينتها العمومية التي تلعب دور المستثمر لدى إصدارها لسندات دين نتيجة لعجز الدولة ماليا وعدم كفاية الإيرادات الجبائية، لتنتهي عملية استثمار هؤلاء على يد شركات الوساطة المالية المختصة بتنفيذها، إذ أن كل هؤلاء يتنافسون داخل بورصة واحدة.

-أناط المشرع مهمة حماية معاملات الاستثمار للجنة تنظيم عمليات البورصة أني زودها بمجموعة صلاحيات ووظائف منها القانونية والرقابية من أجل تقديم دور فعال يرتكز على ترقية الاستثمار بالبورصة، لكن وإلى حد الساعة لم تحقق السلطة السياسية ضمانات الاستقلالية الحقيقية للجنة من أجل

تقديم الأفضل في سبيل تهيئة مناخ استثماري ملائم. كما ترجمت رغبة المشرع في ضمان أكبر حجم من الشفافية والفعالية للمعاملات من خلال إنشائه هياكل مساعدة للجنة بغرض تفعيل السوق بوسائل مؤسساتية (شركة تسيير بورصة القيم، المؤتمن المركزي على السندات) والتي تسهر على حسن سير نظام تداول القيم والتسوية والمقاصة منذ بدء سير صفقة الاستثمار إلى نهايتها.

–من أجل حسن سير معاملات الاستثمار بالقيم، زوّد المشرع البورصة بمعايير وأنظمة تدل على مدى فعاليتها، فمن أهمها النظام الخاص المتبع من قبل هيئات البورصة الذي يسمح بتنفيذ الصفقة وفقا لأخذ إشارة البداية من المستثمر بموجب أمر يوجهه للوسيط الذي يعمل لحسابه، ثم تليها مرحلة تسوية الوسيط للصفقة والانطلاق الفعلي لشراء وبيع القيم المنقولة.

–قرّر المشرع حماية للمستثمرين من أجل درء أخطار سوق البورصة وما تحويه من عراقيل تؤثر على المشاريع الاستثمارية، إذ أوجد مجموعة من التحفيزات التي تشجع على جذب المستثمرين، فهي التي تنوعت بين ضمانات قانونية خاصة بالاستثمار في قطاع البورصة وردت بنصوص أنظمة البورصة المتناثرة، وضمان الخوصصة الجزئية كإجراء تسييري يقضي على تخوف المسيرين من خسارة الملكية، حيث يبقى مطلب سياسي يرجح كفة مصالح الدولة وسيادتها على الثروات العمومية في مقابل تحفيز المؤسسات الأخرى على الدخول وإعطائها مثالا عن ذلك. بالإضافة إلى ذلك أقرّ ضمانات هيكلية في هذا السوق ذاته، تسعى خصيصا بالوقوف إلى جانب صغار المستثمرين وهي المجسدة في صناديق الاستثمار، والتي لاتزال إلى غاية الآن هيئة غير فعالة ومجهولة المعالم رغم أهميتها، كما تم إيجاد سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي بقي هو الآخر مهمل وضئيل التداول بسبب نقص التوعية والحملات الداعمة لحق لجوء هذا النوع من المؤسسات إلى البورصة.

– أدرك المشرع الجزائري ضرورة إشراك الشركات الاقتصادية بسوق البورصة كدفع للاستثمار الوطني، حيث وجدنا أنّ تجربة وعدد الشركات المدرجة في بورصة القيم هي خمسة فقط في السوق الرئيسي للشركات الضخمة وواحدة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ما يبين بأنه عدد ضئيل مقارنة بما كرسه المشرع من ضمانات وتحفيزات، الأمر الذي يجعل بورصة الجزائر كسوق ضعيف لا يضاهي الأسواق العالمية التي تدر فائدة على الاقتصاد.

–لاحظنا ارتباط نشاط السوق بأثره على المستثمرين، حيث تحقق الشركات الاقتصادية المدرجة في البورصة أهداف خاصة بها من جهة تبزر خاصة في التمويل وتحسين وصورتها وزيادة شهرتها، في مقابل تحقيقها لأهداف وطنية تعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني والاستثمار من جهة أخرى.

–وجدنا أثناء الدراسة مجموعة من العراقيل والصعوبات التي أثرت على قرار مسؤولي الشركات الاقتصادية بعدم الاستثمار وفتح شركاتهم للمستثمرين عن طريق سوق البورصة، حيث كاجتهاد منا حاولنا جمع كل العراقيل التي تواجههم قبل وبعد دخولهم هذا السوق على سبيل المثال وجدنا: مخاطر السيولة وتقلبات أسعار القيم المنقولة، جهل المستثمرين دور شركات الوساطة المالية وعمل صناديق الاستثمار، عدم كفاية الحوافز المقررة لصالح الشركات المستثمرة، تدني مستوى الشفافية على مستوى الصفقات الاستثمارية وقصور نظام الإفصاح المالي....الخ.

وفي نهاية دراستنا، نسعى ككل بحث إلى إيجاد آذان صاغية تهتم بهذا الموضوع وتأخذ هذه الدراسة على محمل الجد من خلال إيصالها إلى الهيئات العليا المهتمة بشؤون سوق البورصة والاستثمار به، كما نتمنى إتمامه من طرف الباحثين باعتبار هذه الدراسة نقطة بداية لهم. لنتوصل في هذا السياق إلى بعض التوصيات التي نأمل الأخذ بها، وهي التي نوجزها في النقاط الآتية:

–ضرورة تعديل المرسوم التشريعي93–10 لحذف مهمة شركة تسيير بورصة القيم المتعلقة بتنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة الواردة في المادة18 من المرسوم ذاته والتي تم تحويلها إلى المؤتمن المركزي على السندات، حتى لا ينشأ تداخل وعدم فصل بين مهام هيكلي البورصة.

– توفير مناخ لسوق بورصة استثماري يستوعب المدخرات المكتنزة بالبنوك وخارجها، يعمل وفقا لأحدث التقنيات الخاصة بتسيير الحافظات المالية (وسطاء تقنيين ذوي كفاءة، تفعيل دور صناديق الاستثمار بالجزائر).

–التنسيق بين الترويج الإعلامي وسوق البورصة بإنشاء قنوات اقتصادية أو نشرات إخبارية تختص بتثقيف الجمهور المدخر وتجذبه إلى استثمار أمواله بسوق البورصة. وذلك لن يتم إلا من خلال تفعيل دور الإعلام الاقتصادي بجعله أكثر رشدا وأكثر حرفية وخبرة وتخصصا.

– إرساء ثقافة بورصية لدى المجتمع الجزائري عامة ولدى رؤساء المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة بشن حملات إعلامية تسعى إلى حثّهم على الاستثمار بسوق البورصة وتعرّفهم بمزايا الإدراج والضمانات المقررة والتي تشكل بيئة آمنة لتجسيد قرار الاستثمار على أرض الواقع.

–طمأنة مسيري المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة بعدم فقدانهم ملكية الشركات بفتح رأسمالها وانضمام الجمهور المستثمر إليها بصفته شريكا، وتوعيتهم بأنّ الخوصصة الجزئية أو الطرح الجزئي لنسبة معينة من الرأسمال ما هو إلا إجراء قانوني قصد القيد والدخول إلى البورصة.

– مسارعة الهيئات المؤسساتية العليا بسوق البورصة إلى توفير التنويع المطلوب على مستوى القيم المنقولة كإحدى المحفزات التي تجذب المستثمرين إليها، فمثلا ينبغي عليها عدم إبقاء مشروع طرح الصكوك الإسلامية حبر على ورق.

– محاولة المشرع الجزائري السير مع التطورات الاقتصادية وإدخال التجديد بواسطة المشتقات المالية (عقود آجلة ومستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلات) إلى سوق البورصة الجزائري لتوفير فرصة التنويع أمام المستثمرين من هذه القيم الجديدة نسبيا على الجزائر مقارنة بالترقية والتطوير الذي عرفته بورصات العالم بفضلها.

–تكييف سوق البورصة الجزائري بما يلائم البيئة الإلكترونية والتطورات التكنولوجية الحاصلة في العالم، إذ لابد على السلطات السياسية اتخاذ قرار فتح منصة إلكترونية تسمح للمستثمرين بتداول القيم المنقولة عن بعد دون عناء وسطائهم إلى مقر البورصة بشارع عميروش بالجزائر العاصمة.

–عمل هيئات البورصة على محاولة جذب وإيجاد الحل المناسب لرؤوس الأموال المتداولة خارج البورصة بالسوق الموازية؛ تهربا من الواجبات الضريبية المفروضة كأعباء على أرباح القيم المنقولة.

–تنسيق العمل بين قانون ترقية الاستثمار16–09 وأنظمة البورصة بما يوفر لفئة المستثمرين على اختلاف أشكالهم ضمانا وتشجيعا لدى انشاء بيئة استثمارية على درجة عالية من الاستقرار والتكامل القانوني.

–زيادة حصص التداول الأسبوعية على مستوى البورصة؛ من أجل تنشيط هذا السوق الاستثماري والرفع من عدد الشركات المدرجة به، ليصبح مثل مثيلاته من الأسواق التي تسيّر تداول القيم يوميا.

–فتح مجال الاستثمار للشركات الأجنبية بسوق البورصة الجزائري لتزويده برؤوس أموال بالعملة الصعبة؛ بغرض ترقية الاقتصاد الوطني واكتساب الخبرات وتطوير سوق القيم بإسباغه بصفة السوق الدولي وعدم بقائه منغلقا على الشركات الوطنية فقط.

– رفع حجم الشراكات وربط سوق البورصة الجزائري بنظيراته من أسواق البورصات العالمية بالاحتكاك بهم قصد الاستفادة من تجاربهم وطريقة العمل المعتمدة لديهم.

– منح الاستقلالية المطلقة للجنة كهيئة مكلفة بحماية معاملات الاستثمار، بما يناسب حجم الأعمال والصلاحيات الموكلة لها، فالاستقلالية المالية والإدارية أحد متطلبات الاعتماد على النفس في تسيير قطاع ما والسعي لإبراز القدرات، في زمن تنصيب سلطات الضبط وتراجع دور الدولة إلى الوصاية عليها.

–تكثيف الأعمال العلمية كالملتقيات والأيام الدراسية والندوات للتعريف بسوق البورصة كسوق استثماري يفيد المحيط الاقتصادي وكحل يوفر المصادر التمويلية للمشاريع الاستثمارية الوطنية، فالثقافة البورصية المنعدمة لدى المجتمع لم تسمح بالتعريف بهذا النوع من الاستثمارات الهامة، فالواجب يقتضي إدراج مقياس يخصه في البرامج التعليمية للقضاء على ثقافة الادخار؛ بالتنسيق بين وزارة الاستثمار ووزارة التعليم العالي والبحث العلمي وهيئات البورصة.

– وعليه، يبقى أهم توصية تشجع وتنمي الاستثمار بسوق البورصة هي محاولة تكثيف الجهود بين هيئات سوق البورصة والوزارات المهتمة بالشأن الاقتصادي والاستثمار والإعلام والتعليم العالي، من أجل تحقيق أهداف إنشاء هذا السوق وعلى رأسها حماية الادخار المستثمر للأفراد، والمساهمة الفاعلة في نشر الثقافة المالية في اتجاه ترسيخ توعية الادخار نحو البورصة في عادات المدخرين، وإرساء طريقة التمويل عن طريق البورصة في ثقافة تسيير الشركات.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

1- الكتب.

أ- الكتب العامة.

1-**أحمد محسن الخضيري، «كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة»** ، الطبعة الثانية، دار ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر،1999.

2-**أحمد محمد لطفي أحمد، «معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعي** » دون طبعة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية،2006.

3-**أحمد مخلوف، «أحكام التعامل في البورصة المصرية-دراسة قانونية مقارنة مع البورصات العربية والعالمية»**، دون طبعة، مطابع دار الهلال، القاهرة،2008.

4-**ذكرى محمد عبد الرزاق، «التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة في أنظمة المملكة العربية السعودية مصر-فرنسا والولايات المتحدة الامريكية»**، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية،.2015

5-**رابح حريزي، «البورصة والأدوات محل التداول فيها»**، دون طبعة، دار بلقيس للنشر، دار البيضاء الجزائر،2015.

6-**شمعون شمعون، «البورصة: بورصة الجزائر»**، الطبعة الثانية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،.2012

7-**ريمة بلجودي، «النظام القانوني لتداول الأوراق المالية بالبورصة»**، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية،2016.

8-**سمير رضوان عبد الحميد، «أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية (دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية)»**، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة،.1996

9-**سيد حسن عبد الله، «الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني»**، دون طبعة، دار الكتب القانونية-دار شتات للنشر والبرمجيات، مصر،2010.

10-**شعبان محمد إسلام البرواري، «بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية»**، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سورية،.2002

11-صلاح السيد جودة،« بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا»، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الإسكندرية،.2000

12-عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، «الوجيز في أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي -دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 1988 إلى 2013»، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية،.2017

13-عبد المنعم أحمد التهامي، «التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية»، دون طبعة، مكتبة عين شمس، القاهرة،.1990

14-مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، «أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة»، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية،.2005

15-محمد عثمان إسماعيل حميد، «أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال»، دون طبعة، دار النهضة العربية ومطبعة جامعة القاهرة-الكتاب الجامعي،.1993

16-محمد فتح الله النشار، «التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية "رؤية شرعية في ظل الفقه الإسلامي"»، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،.2006

17-محمد محمود حبش، «الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة»، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن،1998.

18-مصطفى كمال طه، «بورصات الأوراق المالية»، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، .2009

19-منير إبراهيم هندي، «الأوراق المالية وأسواق رأس المال»، دون طبعة، منشأة المعارف، الإسكندرية،.1995

20-هدى محمد رشوان، «مقدمة في الأسواق المالية»، دون طبعة، مكتبة عين شمس، القاهرة،.1998

21-أحمد أبو الفتوح الناقة، «نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية»، دون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،1998.

22-محمد يوسف ياسين، «البورصة، عمليات البورصة»، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان،2004.

23-عبد الغفار حنفي، رسمية قريقاص، «البورصات-المؤسسات المالية»، الدار الجامعية-تانيس، طبعة2002.

24-عبد الغفار حنفي، رسمية قريقاص، «الأسواق والمؤسسات المالية»، دون طبعة، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر،2001.

25-رضا عبيد، «القانون التجاري»، الطبعة الخامسة، شركة النصر للتصدير والاستيراد،1984.

26-كريم مولود عبد الباسط، «تداول الأوراق المالية "دراسة قانونية مقارنة"»، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان،.2009

27-مختار أحمد بريري، «قانون المعاملات المالية، الأوراق التجارية، الإفلاس»، دون طبعة، دار النهضة العربية ،1996، القاهرة، مصر.

28-سامية حساين، كريمة شليحي، «سلطة ضبط نشاط البورصة في القانون الجزائري»، الطبعة الأولى، بيت الأفكار للنشر والتوزيع، الدار البيضاء الجزائر،2019.

29-عاشور عبد الجواد عبد الحميد، «بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال»، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، .1995

30-عاشور عبد الجواد عبد الحميد، «دور البنك في خدمة الوراق المالية»، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة،2003.

31-ناصر لباد، «القانون الإداري، الجزء الأول التنظيم الإداري»، الطبعة الثانية مزيدة ومنقحة، الجزائر،.2001

32-عمار عوابدي، «نظرية القرارات الإدارية بين علم الإدارة والقانون الإداري»، الطبعة الثانية، دار هومة للنشر، الجزائر، بدون سنة النشر.

33-هشام فضلي، «تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب»، دراسة قانونية مقارنة، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،.2005

34-جبار محفوظ، «سلسلة التعريف بالبورصة-تنظيم وإدارة البورصة»، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، مطبعة هومة، الجزائر،.2002

35-وليد صافي، أنس البكري، «الأسواق المالية والدولية»، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان،2012.

36-حسين مبروك، «المدونة الجزائرية للبورصة»، دون طبعة، دار هومة للنشر، .2006

37-**محمد يوسف ياسين، «البورصة (عمليات البورصة)»**، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان،.2004

38-**العثمان جمال عبد العزيز، «الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة»**، دون طبعة، دار النهضة العربي، القاهرة، مصر،2010.

39-**حسنى عبد السميع إبراهيم، «أحكام البورصة والتوريق والتورق»**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012.

40-**محمد فاروق عبد الرسول، «الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية-دراسة مقارنة»**، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،.2007

41-**عزيز العكيلي، «الوسيط في الشركات التجارية»**، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع،.2008

42-**محمد سويلم، «إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية»**، دون طبعة، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة،.1992

43-**علي شلبي مغاوري، «حماية المنافسة ومنع الاحتكار بين النظرية والتطبيق»**، دون طبعة، دار النهضة العربية، مصر،2005.

44-**عصام حنفي محمود، «القانون التجاري، الجزء الأول، الأعمال التجارية-التاجر-المحل التجاري-شركات الأشخاص»**، المستوى الأول، فصل دراسي ثاني، كلية الحقوق-جامعة بنها، مصدر الكتروني.

45-**خليل الهندي، أنطوان الناشف، «العمليات المصرفية والسوق المالية، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي»**، الجزء الثاني، دون طبعة، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان،.2000

46-**وليم عاطف اندراوس**، «السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية»، دون طبعة، مؤسسة شباب الجمعية، الإسكندرية،.2005

47-**أحمد بوراس، «أسواق رأس المال»**، دون طبعة، ديوان المطبوعات الجامعية، قسنطينة، الجزائر،.2002

48-**عبد القادر السيد، «الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير»**، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2010.

ب-الكتب الخاصة:

1-محمد حماد حمزة عبد الكريم، «مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية»، الطبعة الثانية، دار النفائس، الأردن،2008.

2-محمد محمود عبد ربه محمد، «طريقك إلى البورصة ومخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية»، دون طبعة، الدار الجامعية، القاهرة،2000.

3-محمد مطر، «إدارة الاستثمارات-الإطار النظري والتطبيقات العملية»، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن،.2009

4-محمود محمد حمودة، «الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام»، الطبعة الثالثة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن،.2006

5-مصطفى كمال طه، «الشركات التجارية»، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية،1994.

6-حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية،.2003

7-حنفي عبد الغفار، «أساسيات الاستثمار والتمويل»، مؤسسة شباب الجامعة، دون طبعة، مصر،2000.

8-سميحة القليوبي، «الشركات التجارية»، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، مصر، .1993

9-صالح الحناوي، نهال فريد، «تحليل وتقييم الأسهم والسندات»، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، مصر،.2007

10-علي جمال الدين عوض، «شركات الأموال»، دون طبعة، دار النهضة العربية، مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعي، مصر،.1984

11-عبد الأول عابدين محمد بسيوني، «مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة-دراسة فقهية مقارنة»، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،.2008

12-عبد المطلب عبد الحميد، «اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة»، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، .2009

13-عباس كاظم الدغمي، «الأسواق النقدية والمالية-أداء سوق الأوراق المالية»، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010.

14-فريد راغب النجار، «إدارة شركات، تداول الأوراق المالية (فنون الاستثمار في البورصة)»، دون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية،.2009

15-فريد النجار، «البورصات والهندسة المالية»، الطبعة الرابعة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر،.1999

16-محمد فريد العريني، «الشركة التجارية المشروع التجاري بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الأشكال»، الطبعة الثانية، دار الجامعة الجديدة، 2003.

17-كاظم مراد، «البورصة وأفضل الطرق لنجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية»، دون طبعة، المطبعة التجارية، بيروت، لبنان،2007.

18-الجيلالي عجة، «قانون المؤسسات العمومية الاقتصادية من اشتراكية التسيير إلى الخوصصة»، دون طبعة، دار الخلدونية، الجزائر،.2006

19-شكري رجب العشماوي، «الخصخصة اتحاد العاملين المساهمين»، دون طبعة، دار الجامعية سنة2006-2007، مصر.

20-يونس علي حسن، «الشركات التجارية»، الطبعة الثالثة، دار وهبة حسان للنشر والطباعة، القاهرة، مصر،.1991

2-الرسائل العلمية:

أ-رسائل الدكتوراه:

1-أحمد عبد الصبور الدلجاوي، «أثر صناديق الاستثمار على تطور سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة "فرنسا-مصر")»، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة أسيوط، مصر،2009 .

2-أشرف الضبع، «النظام القانوني لتسوية عمليات البورصة»، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، جامعة القاهرة، مصر،2006.

3-بن أعمر بن حاسين، « فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية»، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان،2013/2012.

4-**بهية هوادف، «انعكاس انضمام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة»**، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الجزائر بن يوسف بن خدة، تيزي وزو،2015/2014.

5-**الجودي صاطوري، «أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر»**، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة،2005/.2006

6-**الجيلالي عجة، «المظاهر القانونية للإصلاحات الاقتصادية»**، رسالة دكتوراه دولة، كلية الحقوق، جامعة الجزائر،2004.

7-**حميدة عبدلي، «الاستثمار في عمليات الخوصصة»**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية،2017/2016.

8-**خديجة بن عزوز، «دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة»**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان،2016/2015.

9-**ربيحة حجارة، «حرية الاستثمار في التجارة الخارجية»**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2017.

10-**ربيعة صبايحي، «الخوصصة بنقل ملكية المؤسسات العمومية الاقتصادية»**، أطروحة لنيل الدكتوراه في العلوم تخصص قانون، جامعة تيزي وزو، كلية الحقوق،2009.

11-**رشيد بوكساني، «معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها»**، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2006/2005.

12-**رفيق نسير، «نظرية التصرف القانوني الثلاثي»**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،.2014

13-**سعيد محمد سيف النصر حسانين، «دور البنوك التجارية في استثمار الأموال العملاء»**، رسالة دكتوراه، جامعة المنصورة، مصر.

14-سماح طلحي، «دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى حالة الجزائر»، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي،.2014

15-سميحة بن محياوي، «دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية»، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر،2014/.2015

16-صلاح الدين شريط، «دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"»، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2011/.2012

17-طه سيد بدوي، «عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية»، رسالة دكتوراه في الحقوق، القاهرة، مصر،2000 .

18-عبد الحليم سعيدي، «محاولة تقييم إفصاح القوائم المالية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي-دراسة عينة من المؤسسات»، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، الطور الثالث في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة،2015/2014.

19-عبد الحميد بورحومة، «محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها، إعداد نموذج قياسي للاستثمار بالجزائر للفترة1994-2004»، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة،2007/2006.

20-عبد الواحد غرداين، «خوصصة المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية»، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، جامعة وهران، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية،2013/2012.

21-عمر عبو، «الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجارب دولية» أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2016/2015 .

22-علي فوزي إبراهيم الموسوي، «النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية»، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه في فلسفة في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة النهرين، العراق، 2008.

23-فاتح آيت مولود،« حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري»، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص قانون، جامعة تيزي وزو، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة تيزي وزو جويلية2012.

24-لعزيز المعيفي، «الوسائل القانونية لتفعيل الاستثمارات في الجزائر»، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،24 جوان2015.

25-محمد براق، «بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية»، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،1999.

26-محمد عصمت بن حمو، «طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخوصصة-دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي»، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان،2016/2015.

27-نصيرة تواتي، «ضبط سوق القيم المنقولة-دراسة مقارنة»، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2013.

28-نهال فتحي أحمد عبد الله، «تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة»، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة حلوان،2004.

29-نوارة حمليل، «النظام القانوني للسوق الجزائرية»، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون، جامعة مولود معمري-تيزي وزو، كلية الحقوق والعلوم السياسية، بدون تاريخ المناقشة.

ب-رسائل الماجستير :

1-خالد إدريس، «فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة دراسة استشرافية»، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية جامعة قاصدي مرباح ورقلة،2007/.2008

2-فتيحة ابن بوسحاقي، «بورصة الجزائر-واقع وآفاق»، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2002/.2003

3-حليمة عطية، «دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة(2008-2013)»، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.

4-سمير عبد الدايم حسن العويسي، «تحليل اتجاهات المستثمرين الافراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)»، دراسة مكملة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة،2010.

5-نبيل خليل طه سمور، «سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"»، رسالة مكملة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة،2007.

6-نسيمة لعبادي، «فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد-دراسة حالة الجزائر»، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،.2005

7-فضيلة زواوي، «تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر-دراسة حالة مؤسسة سونلغاز»، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس،2008/.2009

8-عائشة بوخلخال، «بورصة الجزائر بين النظري والتطبيق»، بحث مقدم لنيل شهادة الماجستير، معهد الحقوق والعلوم الإدارية بن عكنون، جامعة الجزائر،2001/.2002

9-**غنية هدال، «النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة»**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002/2001.

10-نصيرة تواتي، «المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها»، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2005.

11-فاروق سحنون، «قياس أثر بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر-دراسة حالة الجزائر»، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 2010./2009

12-نعيمة العربي، «وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة مع الإشارة إلى بورصة الجزائر»، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر للعلوم الاقتصادية،.2009

13-**بهية هوادف، «النظام القانوني لتداول القيم المنقولة في البورصة»**، مذكرة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق بن عكنون، جامعة الجزائر، 2007/.2008

14-**أحمد بن مداني، «الوساطة في المعاملات المالية السمسرة»**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر، بن عكنون،2002.

15-**وليد بوجملين، «سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري»**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر،2006/.2007

16-**لزهر نوبال، «المركز القانوني للجنة ضبط الكهرباء والغاز في الجزائر»**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الإداري، كلية الحقوق، جامعة منتوري، قسنطينة،2011/.2012

17-**سمير حدري، «السلطات الإدارية المستقلة الفاصلة في المواد الاقتصادية والمالية»**، مذكرة لنيل درجة الماجستير في القانون، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة بومرداس،.2006

18-**نوارة حمليل، «عمليات بورصة القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري والقوانين المقارنة»**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2003.

19-**محمد بن زريق، «النظام القانوني لأمر البورصة في القانوني الجزائري»**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر-1-،2013/2014.

20-**عبير بوضياف، «سوق الأوراق المالية في الجزائر»**، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، .2007

21-**ياسين بوعاملي، «الخوصصة ودور السوق المالية في تفعيلها "دراسة بعض التجارب المغاربية"»**، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة،2009/2010.

22-**رمضان مستوب، «دور صندوق النقد الدولي في تنمية الدول المتخلفة»**، رسالة لنيل شهادة الماجستير في القانون الدولي، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،.2001

23-**سهام عبورة، «الخوصصة الجزئية بنقل ملكية رأسمال المؤسسة العمومية»**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر،2001/.2002

24-**محمد الأمين بن قايد علي، «الخوصصة في الجزائر»**، رسالة ماجستير في القانون تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، بن عكنون،.2002

25-نادية عيساوي، «تقييم المؤسسة في إطار الخوصصة-دراسة حالة المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب ومشتقاته»، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة،.2005

26-فدوى بوحناش، «شركات الرأسمال الاستثماري»، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2012./2011

27-ادريس الشيخ الحاج إبراهيم، «دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية»، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان،.2002

28-فاطمة الزهراء بن شعيب، «دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي-دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية»، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان،2010./2011

29-مريم باي، «السوق السندي واشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية»، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة،2007./2008

30-ايناس صيودة، «أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية-دراسة حالة القرض السندي لمؤسسة سوناطراك»، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس،2009/2008.

31-حفيظ عبد المجيد، «أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها-دراسة حالة بورصة الجزائر»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، 30 سبتمبر 2004.

32-الياس الأزهر بن دحان، «دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي (دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي)»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة،2012./2013

33-دارين وشاح وشاح، «دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية»، رسالة مقدمة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين،.2009

3-المقالات:

1-محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، العدد الثالث، ديسمبر2016، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر، بسكرة.

2-وهيبة بن سعدي، دور الوساطة المالية في تطوير البورصة الجزائرية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية الاقتصادية والسياسية، العدد01، مارس2015. كلية الحقوق، بن عكنون.

3-أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، العدد11، جوان1999، جامعة قسنطينة.

4-علي سعد محمد داود، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على معاملات سوق الأوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية، مجلة البحوث الإدارية، المجلد28، العدد03، 2010،أكاديمية السادات للعلوم الادارية، مصر.

5-علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية مصرية، المجلد20، العدد63-64، سنة2013، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، مصر.

6-محمد اقلولي، شروط الاستقرار التشريعي المدرجة في عقود الدولة في الاستثمار، العدد03، 2005 ديسمبر، مجلة المحاماة، " تيزي وزو".

7-يعقوب يوسف صرخوه، القيود الواردة على تداول الأسهم وأزمة سوق الأوراق المالية، السنة السابعة، العدد الأول من 01-04، مارس ،1983، مجلة كلية الحقوق، جامعة الكويت.

8-عبد الغني حسونة، الضوابط القانونية لعمل الوسيط المالي في بورصة القيم المنقولة، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، جامعة محمد خيضر بسكرة، مصدر الكتروني.

9-رولا نائل سلامة، رشا حطاب، الماهية القانونية لعقد إدارة الاستثمار في سوق عمان المالي، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد41، العدد2، 2014، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية.

10-ريم خيدر، سلطة ضبط سوق القيم المنقولة في القانون الجزائري، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد الحادي عشر، 08فيفري 2018، جامعة محمد خيضر بسكرة.

11-عماد عجابي التجربة الجزائرية لاستحداث سلطات الضبط الاقتصادي في إطار الدور الجديد للدولة، مجلة القانون والمجتمع، العدد الرابع، ديسمبر2014، جامعة أدرار.

12-أحسن غربي، نسبية الاستقلالية الوظيفية للسلطات الإدارية المستقلة، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، العدد 11 لسنة 2015، جامعة 20أوت1955 سكيكدة، الجزائر.

13-نوال إيراين، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كآلية لتفعيل السوق المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية، العدد 05، ديسمبر2014، المركز الجامعي مرسلي عبد الله تيبازة-الجزائر.

14-حفيظة مستاوي، العلاقة بين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والسلطة القضائية، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، مارس2016، جامعة محمد خيضر بسكرة.

15-فريد زقموط، دور لجنة عمليات البورصة ومراقبتها في ترقية الاستثمار في المجال البورصي والمالي، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، العدد 1، المجلد 5، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة.

16-رشا حطاب محمد تيسير، النظام القانوني لأمر البورصة (دراسة مقارنة)، مجلة أبحاث اليرموك سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد24، العدد 01، 2008، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

17-محمد أحمد عبد الفضيل، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد04، 1988 كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر.

18-رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، مديرية النشر، العدد05، 2010، جامعة قالمة.

19-ناصر المهدي، أمحمد أعمر بوزيد، خصائص أسواق الأوراق المالية العربية ومحددات الاستثمار فيها، مجلة دفاتر البحوث العلمية، العدد3، شهر ديسمبر2013، المركز الجامعي مرسلي عبد الله تيبازة، الجزائر.

20-عبد الوهاب شمام، عمار زودة، طبيعة سوق الأوراق المالية الجزائرية: المشكلات والحلول، مجلة آفاق للعلوم، العدد02 الصادر بتاريخ2016/03/01، جامعة زيان عاشور، الجلفة.

21-عبد الوهاب شمام، عمار زودة، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الرابع، ديسمبر2016، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة.

22-صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، العدد07، الصادر بتاريخ2009/06/01، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

23-حسان خبابة، بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد08، جوان2003، جامعة باتنة1.

24-ممدوح الولي، الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية، مجلة البيان المركز العربي للدراسات الإنسانية بالقاهرة (التقرير الاستراتيجي الرابع بعنوان-العالم الإسلامي عوامل النهضة وآفاق البناء-السعودية)، التقرير4، 2007، المركز العربي للدراسات الإنسانية، القاهرة، مصر.

25-كمال آيت منصور، خوصصة البنوك العمومية عن طريق القيم المنقولة، مجلة العلوم القانونية والإدارية، العدد02،2006. كلية الحقوق، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر.

26-كمال آيت منصور، الاستثمار في عمليات الخوصصة ملكية المؤسسات العمومية الاقتصادية في القانون الجزائري، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، المجلد8، العدد2سنة،2013، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية.

27-الشريف ريحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر-رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد34، جوان2013، جامعة باجي مختار، عنابة.

28-زايد بوالقرارة، الاستثمار في تقييم وخوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية ذات الطابع الاستراتيجي في التشريع الجزائري، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، العدد الثالث عشر، جويلية2018، جامعة باتنة.1

29-محمد براق، دور بورصة الأوراق المالية في خوصصة المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد11 لسنة2012، جامعة زيان عاشور، الجلفة.

30-محمد زرقون، انعكاسات استراتيجية الخوصصة على الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية-دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-مجلة الباحث، العدد07 سنة2010/2009، جامعة ورقلة.

31-محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، العدد 12، السنة 2013، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

32-سميرة لطرش، سياسة الخوصصة وأثرها على بورصة الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، العدد44، ديسمبر2015، جامعة منتوري قسنطينة.

33-حميدة مختار، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات وشروط النجاح)، مجلة الباحث، العدد07، 2010/2009، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

34-سعداوي موسى، حصيلة وأفاق التجربة الجزائرية في الخوصصة1995-2006، مجلة مصر المعاصرة، المجلد رقم100 العدد492 سنة2008، مكتبة كلية القانون، مصر.

35-شوايدية منية، طرق خوصصة المؤسسات العامة الاقتصادية في التشريع الجزائري-دراسة مقارنة-مجلة التواصل، العدد32، سنة2012. جامعة باجي مختار عنابة.

36-نعمة شفيق، الخصخصة على نطاق واسع في جمهوريتي التشيك والسلوفاك، مجلة التمويل والتنمية، العدد31 الصادر بتاريخ1994/12/04، صندوق النقد الدولي.

37-ابن صغير مراد، استراتيجية الخوصصة خيار اقتصادي أم حتمية سياسية-مقاربة قانونية اقتصادية للتجربة الجزائرية في ظل الإصلاحات المتعاقبة، المجلد38، العدد3، 2014، مجلة الحقوق(الكويت).

38-إقلولي ولد رابح صافية، مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القانون الجزائري، مجلة إدارة، العدد02، 2008، مجلة المدرسة العليا للإدارة، الجزائر.

39-كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة بورصة الجزائر-الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد11-جانفي2014، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة حسيبة بن بوعلي.

40-مصطفى مهدي حسين، مشتاق طالب عبد الحميد، صناديق الاستثمار وإمكانية تطبيقها في المصارف التجارية لتنشيط أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق،.2006

41-أحمد شرف الدين، دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد81، نوفمبر1994، جامعة حلوان مصر.

42-**أشرف محمد دوابة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية**، مجلة البحوث الإدارية أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، المجلد24، العدد4، أكتوبر2006، اتحاد المكتبات المصرية، كلية العلوم الإدارية.

43-**رياض جدار**، واقع ودور بورصة الجزائرية في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر-المعوقات والحلول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد08، العدد01، 2017، كلية الاقتصاد، جامعة البليدة2.

44-**محمد بوطلاعة، نعيمة بن دبيش**، ميكانيزمات تفعيل التنويع الاقتصادي في الجزائر في ظل تداعيات أزمة النفط-إمكانية الاستفادة من تجارب دولية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد02، أفريل 2018، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد طاهري، بشار.

45-**جباري شوقي، قمان مصطفى**، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-مع الإشارة إلى حالة الجزائر-مجلة التنظيم والعمل، العدد05، سنة 2014، جامعة معسكر.

46-**سمير شرف، إسماعيل شعبان، هدى اسبر**، دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد31، العدد1، 2009، جامعة تشرين، سوريا.

47-**عاشور حيدوشي، سعدية حديوش**، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد "دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم 02 أفريل2018، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل.

48-**كمال ديب، سارة لعراب**، دور بورصة الجزائر للأوراق المالية في فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية العمومية-دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة المديرLE MANAGER ، العدد 06، جوان2018، المدرسة العليا للعلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي قليعة.

49-**عبد المالك بلعشي، محمد خميسي بن رجم، أثر فتح رأس المال على قيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية لمجمع صيدال للصناعة الصيدلانية وفندق**

الأوراسي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد01، المجلد11، 2018، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي.

50-حجيلة بن وارث، ربيعة حملاوي، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري-دراسة بورصة الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 14، مارس2017، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة.

51-شليحي كريمة، تكاري هيفاء رشيدة، ضمانات تحفيز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستثمار بالبورصة-تجربة أ أوم أنفست كشركة وحيدة بالسوق الصغير لبورصة الجزائر، مجلة الآداب والعلوم الاجتماعية، المجلد17، العدد01-2020، جامعة سطيف2، لمين دباغين.

52- شليحي كريمة، تكاري هيفاء رشيدة، الاستثمار عن طريق ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، العدد الثالث عشر، جويلية2018، جامعة باتنة1.

4-<u>الأبحاث:</u>

1-آيت وازو زاينة، دراسة نقدية في سلطات الضبط المستقلة: في شرعية سلطة الضبط، ملتقى وطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي أيام24/23ماي2007، جامعة عبد الرحمان ميرة بجاية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية.

2-جبار محفوظ، عمر عبده سامية دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، 2006.

3-حسين رحيم، أساليب وآليات بيع القطاع العام(الشروط والضوابط مع الإشارة إلى التشريع الجزائري)، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة سطيف من 03إلى 07اكتوبر2004.

4-راشدي سعيدة، مفهوم السلطات الإدارية المستقلة، ملتقى وطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي أيام24/23ماي2007، جامعة عبد الرحمان ميرة بجاية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية.

5-ريحان الشريف، بومود إيمان، بورصة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحدث مصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-تسليط الضوء على فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مصدر الكتروني.

6-عبد الله غالم، حنان سبع، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مداخلة بالملتقى الوطني المعنون ب: واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يومي 06/05ماي2013، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي.

7-عمرو حسين عبد البر، أزمة البورصة المصرية" الأسباب، المشاكل، الحلول والمقترحات"، المؤتمر السنوي السادس عشر الموسوم ب آثار وسبل مواجهة الأزمات المجتمعية الناتجة عن أحداث الربيع العربي، 24-25 ديسمبر 2011، دار الضيافة-جامعة عين شمس، القاهرة.

8-كسال سامية، مبدأ حرية التجارة والصناعة أساس قانوني للمنافسة الحرة، مداخلة بالملتقى الوطني الموسوم ب"حرية المنافسة في القانون الجزائري" يومي03-04أفريل2013، جامعة باجي مختار، عنابة، كلية الحقوق والعلوم السياسية.

9-لمياء دالي علي، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، مداخلة بالملتقى الدولي الموسوم ب سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة يومي21-22نوفمبر.2006

10-محمد زيدان، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر-المعوقات والآفاق، مداخلة بالملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-بسكرة يومي22/21 نوفمبر2006، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة.

11-مرداوي كمال، الاستثمار الأجنبي المباشر وعملية الخوصصة في الدول المتخلفة، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف من03إلى 07اكتوبر.2004

12-مصطفى صايم، مصطفى حوحو، بورصة الجزائر حلقة مفقودة في تمويل التنمية الاقتصادية "الواقع، المعوقات والحلول"، مداخلة بالملتقى الوطني الموسوم بالنظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة.

13-نوارة حمليل، الاكتتاب في رأسمال شركة الأسهم، مداخلة في ملتقى وطني حول النظام القانوني للشركات بين التشريع والتطور التكنولوجي، يومي19 و20 ماي2014، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تيزي وزو.

14-نوارة حمليل، بورصة القيم المنقولة مجال حيوي للاستثمار، ملتقى وطني الموسوم بمستجدات الاستثمار في الجزائر في ظل القانون رقم 16-09 المتعلق بترقية الاستثمار المنظم يوم08ماي 2017، كلية الحقوق والعلوم السياسية بودواو، جامعة امحمد بوقرة.

5-النصوص القانونية:

أ- الدستور:

1. **دستور الجمهورية الجزائرية الديمقراطية لعام 1996**، الجريدة الرسمية المؤرخة في 08 ديسمبر1996، المعدل ب**القانون 16-01** المؤرخ في 6مارس2016 **المتضمن التعديل الدستوري**، الجريدة الرسمية العدد14، الصادر بتاريخ7مارس2016.

ب- القانون:

1- **القانون رقم01/88**المؤرخ في 12جانفي1988**المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية**، الجريدة الرسمية العدد02، الصادر بتاريخ1988/01/13.

2- **القانون03-04** المؤرخ في17 فيفري2003 يعدل ويتمم **المرسوم التشريعي93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة**، الجريدة الرسمية، العدد 11 الصادر بتاريخ19 فيفري2003.

3- **القانون 08-09** المؤرخ في 25 فيفري2008 **المتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية**، الجريدة الرسمية العدد21 الصادر بتاريخ23أبريل2008.

4- **القانون رقم16-09** المؤرخ في 03 أوت2016**المتعلق بترقية الاستثمار**، الجريدة الرسمية العدد46 الصادر بتاريخ03 أوت2016.

5- **القانون17-02** المؤرخ في10 يناير2017 **المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، الجريدة الرسمية العدد02، الصادر بتاريخ11 يناير2017.

6- **القانون17-11** المؤرخ في 27ديسمبر2017 **المتضمن قانون المالية لسنة2018** الجريدة الرسمية العدد76 الصادر بتاريخ2017/12/28.

7- **القانون18-05**المؤرخ في 10 مايو2018 المتعلق بالتجارة الالكترونية، الجريدة الرسمية العدد28، الصادر بتاريخ16 مايو 2018.

8- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، **قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة**، لسنة 2018، عن الموقع الالكتروني الرسمي للمديرية العامة للضرائب: www.mfdgi.gov.dz

9- **القانون رقم18-18** المؤرخ في 27 ديسمبر2018 **المتضمن قانون المالية لسنة2019**، الجريدة الرسمية العدد79 الصادر بتاريخ30ديسمبر2018.

ت- الأوامر:

1. **الأمر رقم75/59 المتضمن القانون التجاري** المؤرخ في 1975/9/26، الجريدة الرسمية، العدد100 الصادر بتاريخ19ديسمبر1975، المعدل والمتمم بالقانون رقم 05-02المؤرخ في 06فبراير2005.
2. **الأمر رقم75/58 المتضمن القانون المدني** المؤرخ في 1975/9/26، الجريدة الرسمية، العدد101، الصادر بتاريخ19 ديسمبر1975، المعدل والمتمم بالقانون07-05 المؤرخ في 13 مايو2007، الجريدة الرسمية،العدد31 الصادر بتاريخ13مايو2007.
3. **الأمر رقم 95-22 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية**(الملغى) المؤرخ في 1995/08/26، الجريدة الرسمية العدد48 الصادر في 1995/09/03.
4. **الأمر 96-08** المؤرخ في 10 يناير1996 **المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (هـ.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)**، الجريدة الرسمية العدد03، الصادر بتاريخ 14يناير1996.
5. **الأمر97-12 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية**، الجريدة الرسمية العدد 15 الصادر بتاريخ1997/03/19.
6. **الأمر 01-04** المؤرخ في 20أوت 2001 **المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخوصصتها**، الجريدة الرسمية العدد 47 الصادر في 22أوت2001.
7. **الأمر03-10** المعدل والمتمم سنة 2010 المؤرخ في 26 أوت2003 **المتعلق بالنقد والقرض**، الجريدة الرسمية العدد52الصادر بتاريخ 27أوت2003.

ح-المراسيم التشريعية والتنظيمية.

1-المراسيم التشريعية.

1. **المرسوم التشريعي رقم 93-08** المؤرخ في 25 افريل1993 المعدل والمتمم **للأمر 75-59** المؤرخ في 26 سبتمبر1975 **المتضمن القانون التجاري**، الجريدة الرسمية العدد27، الصادر بتاريخ25 أفريل1993.
2. **المرسوم التشريعي رقم93-10**، المؤرخ في 23 ماي1993، **المتعلق ببورصة القيم المنقولة**، الجريدة الرسمية العدد 34 الصادر بتاريخ 23 ماي1993، المعدل والمتمم **بالقانون03-04** المؤرخ بتاريخ17فيفري.2003

2-المراسيم التنفيذية والأنظمة.

- **المراسيم التنفيذية.**

1. **المرسوم التنفيذي رقم 94-175** المؤرخ في 13 جوان1994 **المتضمن العمل على تطبيق المواد 21،22،29من المرسوم التشريعي 93-10** المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية العدد 41 الصادر بتاريخ26 جوان1994.
2. **المرسوم التنفيذي 98-170 المتعلق بالأتاوى المحصلة من طرف اللجنة** المؤرخ في 1998/5/20، الجريدة الرسمية العدد34 الصادر بتاريخ24ماي1998.
3. **المرسوم التنفيذي 96-102**المؤرخ في11 مارس1996،**المتضمن تطبيق المادة32 من المرسوم التشريعي93-10** المذكور سابقا، الجريدة الرسمية العدد18الصادر بتاريخ20مارس1996.
4. **المرسوم الرئاسي** المؤرخ في 15يناير2013، **المتضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**، الجريدة الرسيمة العدد6،الصادر بتاريخ10فبراير2015.
5. **المرسوم التنفيذي16- 205** المؤرخ في25يوليو2016 **المتعلق بكيفيات إنشاءوتسيير ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار**، الجريدة الرسمية العدد45 الصادر بتاريخ31 يوليو2016.
6. **القرار الوزاري** المؤرخ في 1998/08/02 **المتضمن تطبيق المادة03 من المرسوم التنفيذي98-170**،الجريدة الرسمية العدد70 الصادر بتاريخ20 سبتمبر1998.

- **أنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.**

1. **النظام 97-01**المؤرخ في 18 نوفمبر1997 **المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة،** الجريدة الرسمية العدد87 الصادر بتاريخ25نوفمبر1997، المعدل والمتمم بالنظام رقم03-04.
2. **النظام رقم97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة،** المؤرخ في 18 نوفمبر1997، الجريدة الرسمية العدد87 الصادر في 15 نوفمبر1997.
3. **النظام97-04 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة(هـ.ت.ج.ق.م)** المؤرخ في 25نوفمبر1997، الجريدة الرسمية العدد87 الصادر بتاريخ29شعبان1418.
4. **النظام رقم 2000-02 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة،** المؤرخ في 20 يناير2000، الجريدة الرسمية العدد50 الصادر بتاريخ16 أوت 2000.
5. **النظام2000-03** المؤرخ في 2000/9/28 **المتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها،** الجريدة الرسمية العدد08، الصادر بتاريخ31 جانفي2001.
6. **النظام رقم03-01** المتعلق **بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات،** المؤرخ في 18مارس2003، الجريدة الرسمية العدد73 الصادر في 30نوفمبر2003.
7. **النظام رقم03-02 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات،** المؤرخ في 18مارس2003، الجريدة الرسمية العدد73 الصادر في 30نوفمبر2003.
8. **نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، النظام03-03** المؤرخ في 18مارس203 **المتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة،** الجريدة الرسمية العدد73 الصادر في 30نوفمبر2003.
9. **نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، النظام03-04** المؤرخ في 2003/03/18 يعدل ويتمم **نظام اللجنة رقم97-01 المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة،** الجريدة الرسمية العدد73 الصادر في 30نوفمبر2003.

10. **نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم04-02 المتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة،** المؤرخ في 10 نوفمبر سنة 2004، بموجب قرار الموافقة من وزير المالية الموافق ل 23يناير.2005

11. **نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم04-03 المتعلق بصندوق الضمان،** المؤرخ في 09 سبتمبر20056، الجريدة الرسمية العدد22 الصادر بتاريخ27 مارس2005.

12. **نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01** المؤرخ في 12 يناير2012 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة **رقم97-03،** الجريدة الرسمية العدد41 الصادر في 1جويلية2012.

13. **النظام15-01**المؤرخ في 15أبريل **2015المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم،** الجريدة الرسمية العدد55 الصادر بتاريخ21 أكتوبر 2015.

14. **النظام رقم16-03** المؤرخ في 01 سبتمبر2016 **المتعلق بالضمانات التي يجب على شركة تسيير صناديق الاستثمار تقديمها فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية والمهارات المهنية،** الجريدة الرسمية العدد25، الصادر بتاريخ19أبريل 2017.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

1- Références en français :

A- Documents:

1- Règlement intérieur de la (COSOB), non publier, fait à Alger le 28 février 1999.
2- Rapport annuel de commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, année2009
3- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, « rapport annuel cosob 2010.
4- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, guide de l'investisseur, novembre199, P24.
5- l'instruction COSOB n°01-2013 relative aux conditions et procédures d'inscription des promoteurs en bourse.
6- Bulletin de la commission COSOB, n°01, 1999
7- présentation du promoteur de la PME en bourse, rapport annuel cosob2011, p27
8- Règlement intérieur de la (COSOB), non publier, fait à Alger le 28 février 1999.

9- règles de gestion des séances de négociation à la bourse des valeurs (texte de la décision SGBV98/02 modifié et complété par décision SGBV 18-01.
10- la décision98-03 au 22mars1998 modifié et complété par la décision02-11 au 17 févrieir2002, règles compensation et règlement des transactions à la bourse
11- VISA COSOB N°2015-03, NOTICE D'INFORMATION BIOPHARM (traduction), fichier électronique téléchargé à partir du site COSOB.
12- COSOB, admission au compartiment pme de la bourse d'Alger de la société AOM INVEST SPA.
13- NOTICE D'information NCA Rouïba spa, visa COSOB n° 2013/01 du 06 fevrier2013 (traduction), fichier électronique téléchargé à partir du site COSOB, p10.
14- NOTICE D'information ALLIANCE ASSURANCE spa, visa COSOB n° 10/02 du 08 août 2010 (traduction), fichier électronique téléchargé à partir du site COSOB.
15- Rapport annuel compagnie ALLAIANCE ASSURANCE, premier semestre, 2011.
16- SAIDAL infos, groupe SAIDAL, n°07, 1er trimestre1998.

B- <u>Ouvrages:</u>

1-Mohamed Berrag, le marché le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances, magister es-science de gestion, option finance, école supérieure de commerce, juillet1993.

2-Henri Guitton , économie politique, précis Dalloz, tome II, quatrième édition paris, 1965.

3-Reni Rodiére, Roger Houin, droit commercial « acte commerce et commerçants » banque et bourse, sixième édition-DALLOZ 1970.

4- Vidal Dominique, droits des sociétés, librairie générale de droit et jurisprudence, paris, 1993,

5- **Zouaimia Rachid**, les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie. Edition Houma, Alger, 2005.

6-Ripert George, Roblot René, traité de droit commercial, édition 1994, tom 02. **7- Josette pilverdier-latreyte préface de jean François Théodore,** le marché financier francais ,3 éme édition, techniques de préface de jean François gestion économico, 1999.

8-Michel Germain, Philippe Delebecque, traité de droit commercial, tome 02, édition 16, librairie eyrolles, 2002.

9-Dangeard f, nationalisation et dénationalisation en grande Bretagne, notes et études documentaires, la documentation française paris 1993, n4739-4740.

10-Sadi Nacer Eddine, la privatisation des entreprises publiques en Algérie, office des publications universitaires, 2 éme édition, Alger, 2006.

11-Faffa Jean-Claude, les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne expérience américaine, édition Cujas, Paris 1991.

12-Jeantin Michel, sociétés d'investissement à capital variable(SICAV)juris-classeur :banque et crédit , fascicule 981, édition juris – classeur, paris 1986.**13-13-Robert ferrondier- vincent koen,** marché de capitales et techniques financière 4 éditions, economica, paris, 1997.

C-Thèses de doctorat

1- **Adjimi Adnane, l**'épargne en Tunisie, thèse de doctorat université panthéon, Assas- paris II.1992.

2- **Catherine Laurent karyotis,** efficience technique d'un système de règlement- livraison de titres, doctorat en science de gestion, université paris XII val de marne, France, soutenue 6 juillet 2004.

D-Articles et conférences:

1-Zouimaia rachid, les autorités administratives indépendantes et la régulation économique, revue idara n°3, école supérieure d'administration, Alger.

2-**Sahnoun Djamel Eddine,** le marché alternatif son rôle dans le développement des PME le cas de Tunisie, revue des économies nord africaines, n°6, 2009, université hassiba benbouli, Chelf.

3-Mouri Abderezak, la réalisation du processus de privatisation par le biais du marché des valeurs mobilières, revue cenap, n°13 ,1999.

4-Naceri ouahiba-Houam joumaa, the ecomnomic importance of Islamic investment funds as a tool to stimulate the stock market, remah journal research development of human recourses center, university of badji mokhtar, Annaba, Alger, ouvrage éléctronique.

5-Abdelghani Mebarek, communication à l'occasion de la deuxième Edition de colloque du conseil scientifique de la cosob « FAINANCEMET DE LA PME ET LA CROISSANSE »CAS D'Algérie, Alger, septembre2015.

6-Alain Pithon- karim zine eddine, Communication à l'occasion de la deuxième Edition de colloque du conseil scientifique de la COSOB « financement de la PME ET LA CROISSANSE » CAS DE LA FRANCE, Alger, septembre2015.

Résumé :

L'état Algérien a adopté l'approche des pays chargés de stimuler le climat économique du marché boursier, car il est l'une des institutions financières dans lesquelles les opérations d'investissement sont conclues malgré les particularités qui le distinguent des niveaux juridique, structurel et opérationnel. Comme les transactions d'investissement conclues entre ses murs font partie des processus qui se caractérisent par une précision et une mise en œuvre technique difficile.

Dès lors, le bon fonctionnement de ce marché de l'investissement conduit à préparer l'état à la plupart des moyens qui lui permettent de s'activer, qu'il s'agisse de garanties légales ou même structurelles dans le cadre de la protection de ses investisseurs et de l'augmentation e leur nombre, pour tenter de surmonter les difficultés et lever les obstacles qui ont conduit à l'échec du marché boursier à se développer et à s'acquitter au maximum de ses missions.

et comme notre étude portait sur le domaine juridique, nous avons tenté d'extrapoler les textes qui ont organisé la bourse pour découvrir la capacité du législateur algérien à créer une base économique solide qui convient aux investisseurs et les pousse à investir dans la bourse algérienne afin de revitaliser l'économie nationale, en les stimulant avec un ensemble de garanties juridiques et structurelles en faisant également référence à certaines expériences entreprises économiques leaders dans ce domaine. L'étude se présente comme une étude de sensibilisation à dimension sociale et scientifique, dans le but d'attirer les entreprises et de leur faire découvrir leurs avantages et leurs motivations, ainsi que les devoirs et les obstacles qui les empêchent d'y parvenir.

L'absence de culture boursière dans la société algérienne concernant le secteur d'investissement en bourse a conduit à l'échec d'un grand nombre d'entreprises et d'institutions économiques petites et moyennes à adhérer malgré leur grande diffusion dans le pays, ce qui a rendu la bourse inefficace.

Abstract:

The Algerian state has adopted the approach of countries that have pledged to stimulate the economic climate to the stock market, being one of the financial institutions where investment deals are negotiated despite the peculiarities that distinguish it on the legal, structural and operational levels. The investment deals concluded under the stock market are among the operations that is characterised by accuracy and technical difficulty in implementation. Therefore, the smooth functioning of this investment market generates state preparation for most of the methods that allow it to be activated, whether they are legal or even structural guarantors within the framework of protecting the investors and increasing their number, in an attempt to overcome the difficulties and remove the obstacles that led to the stock market slowdown and hindered performing its duties to the fullest.

And since our study in the legal field, we tried to extrapolate the texts that organized the stock market to know the ability of the Algerian legislator to create a solid economic ground that suits investors and urges them to invest in the Algerian stock market in order to revitalize the national economy, by stimulating them with a set of legal and structural guarantees by also referring to some experiences leading economic companies in this field. As the study came as an awareness-raising study with a social and scientific dimension, with the aim of attracting companies and introducing them to their advantage and incentives, and the duties and obstacles that prevent them from achieving that.

The lack of stock exchange culture in the Algerian society regarding the investment sector in the stock market has led to the failure of a large number of companies and small and medium-sized economic institutions to join despite their great spread in the country, which made the stock market ineffective.