



جامعة البويرة

جامعة أكلي محند أولحاج - البويرة -

كلية الحقوق والعلوم السياسية

قسم القانون الخاص

الاستثمار في القيم المنقولة كوسيلة لتمويل الشركات التجارية

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر

تخصص: قانون الأعمال

تحت إشراف:

د/ أكلي نعيمة

من إعداد الطالب:

- عطوي عبد الله

لجنة المناقشة

د/..... رئيسا
د/ أكلي نعيمة..... مشرفا ومقررا
د/..... ممتحنا

السنة الجامعية 2021/2020

تشكر

أبدا بشكر الله عز وجل، وعلى الذي وفقنا في مشوارنا هذا فله الحمد والشكر دائما وأبدا ونصلي على رسوله

الأمين عليه أفضل الصلاة والسلام، وعلى أهله وصحبه ومن سار على نهجه بإحسان إلى يوم الدين نتوجه بجزيل

الشكر والامتنان إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد على انجاز هذا العمل وأخص بالذكر الأستاذة المشرفة

التي لم تبخل علينا بتوجيهاتها ونصائحها القيمة التي كانت عوننا لنا في إتمام هذا العمل، كما نتوجه بالشكر

للأعضاء اللجنة المصححة.

إهداء

إلى معنى الحب والحنان والتفاني إلى بسملة الحياة وسر الوجود أهدي هذا العمل إلى من دعت لي

بالتوفيق والنجاح طول حياتي إلى من بكت معي وفرحت معي إليك يا أمي أطال الله في عمرها ، إلى من تمنى

لي النجاح دائما وأبدا إلى من زرع فيا روح الأمل، إلى السند الدائم إليك يا أبي أطال الله في عمرك إلى كل

الذي أكن له كل معاني الحب والاحترام معلمتي إلى من جمعني بهم منبر العلم وإلى كل من أعرفهم من قريب

أو من بعيد إلى كل من علمني حرفا وأضاء الطريق أمامي.

قائمة المختصرات

- 1- د.ن : دون طبعة
- 2- د.ب.ن : دون بلد النشر
- 3- (ه.ت.ج.ق.م) : هيئات التوظيف الجماعي للقلم المنقولة
- 4- (ش.إ.ر.م.م) : شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير
- 5- (ص.م.ت) : الصندوق المشترك للتوظيف
- 6- اللجنة : لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة
- 7- ش.ت.ب.ق.م : شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
- 8- ج ر : جريدة رسمية

1- P : page

2- n° : numéro

3- Cosob : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, autorité de régulation du marché financier algérien.

4- Sgbv : La société de négociation de bourse des valeurs.

5- BNA: La Banque Nationale d'Algérie

6- BADR: Banque de l'agriculture et du développement rural

7- BDL: banque de développement local

8- BEA banque extérieur d'Algérie

9- CPA : certefied public acountant

10- CNEP-BANQUE : la Caisse nationale de prévoyance

11 - UNION BANQUE

12 - SAA : société national d'assurance

13- CAAT :Compagnie algerienne des assurances total

14 - CCR : Compagnie Centrale de Réassurance

15- CAAR : Compagnie Algérienne d'Assurance et de Réassurance

16- CNMA : Caisse Nationale de Mutualité Agricole



مقدمة:

أدى التطور الملحوظ في ازدهار التجارة العالمية إلى اتساع حركة وانتقال رؤوس الأموال، ما نتج عنه انتشار هائل لتجارة العملات في الأوراق المالية في أسواق المال العالمية.

شهدت الآونة الأخيرة، تطورات سريعة جدا في مجال الاستثمار وذلك باستحداث أساليب جديدة للتمويل، هدفها تحقيق العائد بالاعتماد على خطط مالية مستقبلية، يتم من خلالها تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، ذلك لما للاحتفاظ بالأموال على شكل نقد من مخاطر، وهذا ما يجعل المستثمرين في الأوراق المالية يلجأون لتشكيل محفظة استثمارية، متنوعة غايتها التقليل من المخاطر المحتملة.

يعتبر الاستثمار في البورصة، من أكثر وسائل الاستثمار شيوعا، يقوم على استثمار الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، وحظي هذا الاستثمار باهتمام المدخرين وجذب اهتمامهم لتمييزها بانخفاض قيمة الصكوك، ومرونة التعامل فيها، فضلا عن تحقيق العائد مع النماء، ناهيك عن تجسيد الأمن من خلال توزيع مخاطرها بتنوع استثماراتها.

يعد الاستثمار في القيم المنقولة من أهم وسائل الإصلاحات المالية المنتهجة، لما له من دور في فتح المجال أمام القطاع الخاص، وإنشاء بورصة القيم المنقولة، يمكن اعتبار الاستثمار في القيم المنقولة نظرا للأوضاع التي تشهدها الأنظمة الاقتصادية العالمية، أحد متطلبات الانضمام إلى اقتصاد السوق، وإن كان في ذات الوقت يتطلب إرساء نوع من الحماية للمستثمر عن طريق اتخاذ جميع التدابير الاحترازية، وتكريس الضمانات الكفيلة لحماية المدخر من المخاطر، باعتبار الغرض من استثمارها هو الربح، عن طريق التقليل من هذه المخاطر بحثا عن سوق يسودها الأمان، وهو ما يتجسد من خلال تدخل الدولة عن طريق مختلف القوانين التي تستهدف النهوض بالاستثمار في القيم المنقولة وتشجيعه، عن طريق إرساء وتجسيد الحماية القانونية الكفيلة بإقناع المدخرين والمستثمرين فيه.

تظهر أهمية الموضوع، باعتباره يخص مجالا حيويا وضروريا في الوقت الحالي، وما يشهده التقدم التكنولوجي من تطورات خاصة في ظل عالمية المجال التجاري، وما تفرضه

الحماية الماسة لمواكبة التطورات الاقتصادية، والارتقاء إلى آفاق جديدة عصرية، وهو ما يدفع بالدولة لإنشاء هيئات اقتصادية، تسهر على مراقبة أسواق البورصة لتعزيز مناخ الاستثمار، وإرساء حماية قانونية للمستثمرين وحماية المساهمين.

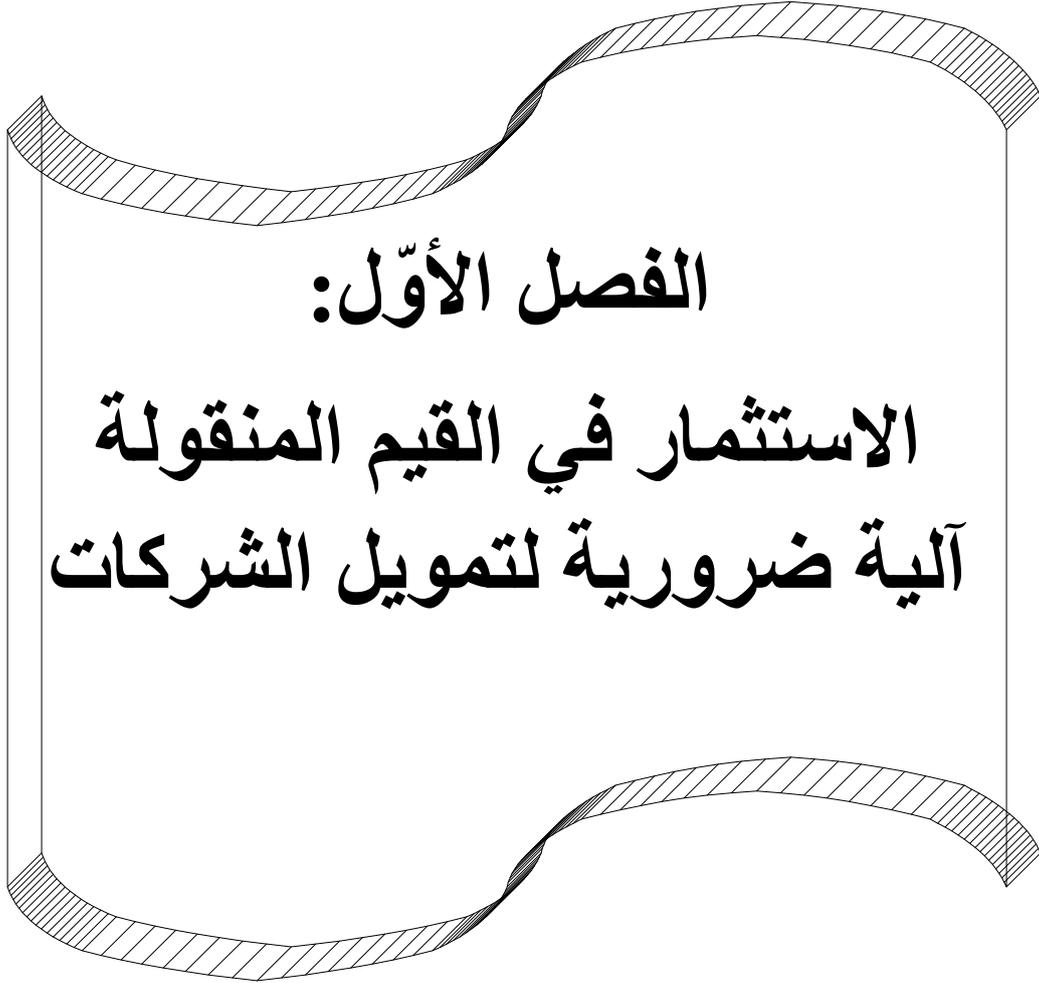
وهو ما دفع بناً إلى اختيار الموضوع، ورغبة منا في الخوض في مختلف تفاصيله، لإزاحة الغموض والأفكار المعقدة التي لمسناها فيه، ولأهمية الشركات بصفة عامة، ولخصوصية الاستثمار في القيم المنقولة من جهة أخرى، وذلك رغم درابتنا وعلمنا المسبق بالصعوبات والعراقيل التي واجهتنا، خاصة ما تعلق بقلة الدراسات القانونية المرتبطة مباشرة بالموضوع، أو حتى العراقيل التي واجهناها من خلال محاولة استشارة أهل القانون والاقتصاد نظراً لمحدودية - إن لم نقل - انعدام ثقافة الاستثمار في القيم المنقولة في الجزائر.

نظراً لأهمية الموضوع، خاصة وأنه موضوع يفرض نفسه لارتباطه بالمجال الاقتصادي الذي تعتمد عليه الدول كعامل ومعيار لتقدمها، وتطورها، نتساءل عن دور ومكانة الاستثمار في القيم المنقولة باعتباره دعامة مستحدثة لتمويل الشركات، في الارتقاء بهذه الأخيرة، وفعاليتها في ظل أدواته القائمة؟.

وهو ما نحاول التوصل إليه، من خلال الاعتماد على المنهجين الوصفي، فضلاً عن التحليلي، لتطلب الموضوع تصفح وتحليل مختلف القوانين المتعلقة بالموضوع.

فرضت المتغيرات الاقتصادية الجديدة التي استلزمها الدخول إلى اقتصاد السوق، الاعتماد والخوض في تجربة الاستثمار في القيم المنقولة، باعتبارها أداة تشجيع الاستثمارات بمختلف أنواعها الوطنية على غرار الأجنبية، خاصة وأنه آلية فعالة لاستقطاب المشاريع الكبرى، ما يفرض التعرض لمختلف المفاهيم المرتبطة بالاستثمار في القيم المنقولة باعتباره آلية ضرورية لتمويل الشركات (الفصل الأول).

عمد المشرع الجزائري إلى وضع الهياكل الفنية والإدارية اللازمة لإرساء السوق المالية، والتي من شأنها ضمان حماية الاستثمارات المنجزة وذلك عن طريق آليات وهيئات تجسده في كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (الفصل الثاني).



الفصل الأول:

الاستثمار في القيم المنقولة
آية ضرورية لتمويل الشركات

الفصل الأول:

الاستثمار في القيم المنقولة آلية ضرورية لتمويل الشركات

دفعت الحالة الاقتصادية التي عرفتها الجزائر خلال الثمانينات، والتي اتسمت بانخفاض المستوى الاقتصادي وتدهور الأوضاع الاجتماعية، بالدولة إلى تحمل أعباء التنمية بتجديد إمكانياتها المالية والاستثمار لتمويل المؤسسات الاقتصادية العامة والخاصة.

تشكل الأسواق المالية الإطار الملائم لهذا النوع من الاستثمارات، فكلما كانت السوق آمنة ومدعمة بالضمانات كان أداءها الاقتصادي أفضل، وسعت الجزائر لإنشاء سوق مالية متينة من خلال اللجوء للاستثمار في القيم المنقولة، الذي يسمح الاكتتاب فيها بجمع الأموال اللازمة لتسييرها، وتمويل الاستثمارات المطلوب إنجازها.

يعتبر الاستثمار في القيم المنقولة نتيجة ضمنية للمتغيرات الاقتصادية الجديدة التي فرضت الانضمام إلى اقتصاد السوق، ولتشجيع الاستثمارات الوطنية على غرار الأجنبية، والعمل إلى استقطاب المشاريع، ومنه دعم الشركات القائمة وتوسيع نشاطها، وذلك من خلال إرساء الضمانات الكفيلة لحماية المستثمرين.

يعد الاستثمار في القيم المنقولة من أهم أنواع الاستثمارات لما يوفره من سيولة مالية تساهم في تطوير الشركات، وتدعم بقاءها واستمراريتها، خاصة في العصر الحالي المتميز بالسرعة والتطور، فضلا عن ارتفاع درجة المخاطر، ما يجعل منا التفصيل في ماهية القيم المنقولة (المبحث الأول)، والاستثمار فيها ضرورة لا بد منها، باعتبارها من أنجع آليات تمويل الشركات التجارية (المبحث الثاني).

المبحث الأول:

ماهية القيم المنقولة

يختلف التداول في السوق المالي باختلاف السلع المتداولة فيها، إذ توجد بورصات للبضائع تتداول فيها بضائع وفق شروط محددة، كقابليتها للتخزين لفترة معتبرة، في حين هناك بورصات أخرى يتحدد محل التعامل فيها بالذهب والمعادن النفيسة، وإن كانت الكثير من الدول لا تسمح لقيام مثل هذه البورصات إذ تحتكر بنوكها التعامل بالعملات، وإلى جانب هذين النوعين من البورصات، توجد بورصات للعملات الصعبة.

نالت سوق القيم المنقولة رواجاً كبيراً، باعتبارها تؤدي وظيفتين حيويتين، فهي سوق تمويلية تمنح لأصحاب العجز المالي فرص تمويل مشاريعهم بكل بساطة ومرونة، متحاشين بيروقراطية المصارف، كما تمنح فرص استثمار ممتازة لأصحاب الفائض المالي لتوظيف أموالهم وتكوين محافظ متنوعة من القيم، ونظراً لدورها الفعال وجب التطرق لمفهومها (المطلب الأول)، فضلاً عن تحديد القيم المنقولة محل الاستثمار لارتباط موضوع بحثنا بهذا الأخير (المطلب الثاني).

المطلب الأول:

مفهوم القيم المنقولة

حظيت القيم المنقولة بعدة تعاريف، وإن كانت أغلبيتها أهملت علاقتها بالأوراق المالية، متجاهلة بذلك، خصوصية هذه القيم سواء من حيث طبيعتها أو أجالها وفضلاً عن كيفية إصدارها وتداولها، ما تسبب في غياب تعريف جامع مانع وشامل للقيم المنقولة (الفرع الأول)، وإن تم تحديد المعنيون بإصدارها من قبل المشرع (الفرع الثاني).

الفرع الأول: التعريف بالقيم المنقولة

لم تعتمد بعض التشريعات لتعريف القيم المنقولة -على عكس المشرع الجزائري، لاعتبار وضع التعاريف من مهام الفقهاء -عادة- (أولاً)، فضلاً عن خصوصية وطبيعة هذه القيم لاتباعها بسرعة التطور، لارتباطها بنشاط اقتصادي جد حيوي بعيد عن الثبات والاستقرار (ثانياً).

أولاً: تعريف القيم المنقولة

تعرض الفقه لتعريف القيم المنقولة (أ)، وإن هذا حذوه المشرع الجزائري نظراً لأهمية الموضوع ولاتصاله بمجال جدير بالاهتمام وهو الاستثمار (ب).

(أ) التعريف الفقهي للقيم المنقولة

أولى الفقه اهتماماً كبيراً بالقيم المنقولة، ما تمخض عنه تعدد التعريفات المقدمة لها، وإن كانت في مجملها تصب في فكرة واحدة:

يمكن تعريف القيم المنقولة على أنه: "سندات تصدرها شركات المساهمة أو المغفلة التي تحوز على الشخصية المعنوية أو التي تدعى بأشخاص اعتبارية، أكانت عامة أو خاصة، هذه السندات تكون قابلة للانتقال بسهولة بين الأشخاص، وتمنح حقوقاً متماثلة في كل صنف أو مجموعة منها، والحقوق التي تمنحها إما تأخذ شكل حصص في رأس مال لدى الشخص المعنوي المانح (عبارة عن أسهم)، أو شكل حقوق مديونية لمواجهة رأس مال هذا الشخص المعنوي (أي على شكل سندات)"¹.

¹ نقلاً عن: مطلاوي نادية، النظام القانوني لحرية تداول القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2016، ص 12.

عرفت القيم المنقولة، أيضا، على أنها: "سندات تمثل حقوق مديونية جماعية طويلة الأجل، تصدرها أشخاص معنوية بهدف تمويل نشاطها، وهي قابلة للتداول وقابلة للتسعير في البورصة"¹.

في حين، عرف الفقيه الفرنسي "نيري بيرنو"، القيم المنقولة على أنها: "القيم المنقولة هي سندات تمثل طرق مديونية جماعية طويلة الأجل تصدرها أشخاص معنوية بهدف تمويل نشاطها، وهي قابلة للتداول وقابلة للتسعير في البورصة"².

إضافة للتعريف الفقهي، عمد المشرع الجزائري -من جهته- لتعريف القيم المنقولة.

(ب) التعريف التشريعي للقيم المنقولة

ورد تعريف للقيم المنقولة في دليل القيم المنقولة لسنة 2004، والذي جاء فيه: "القيم المنقولة هي السندات القابلة للتداول التي يصدرها أشخاص معنويون عموميون أو خواص لتمويل مشاريعهم الاستثمارية، أو توسيع نشاطهم، وتشمل هذه السندات من ضمن ما تشمل، سندات تمثل جزء من الرأسمال أو الملكية في شركة ما (الأسهم مثلا)، أو سند دين متوسط أو طويل المدى (سندات الدين مثلا)"³.

¹ منصورى يوسف، هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة بن يوسف بن خدة الجزائر، 2015، ص 37.

² Les valeurs mobilières peuvent être définies comme suit: "**Des titres qui représentent des droits de créance collectifs à long terme et qui sont émis par une personne morale pour le financement de son activité d'être cotée en bourse**", Thiry Bruneau: Droit bancaire, 3eme Edition, Montchrestien, paris. 1999. p473.

³ لجنة مراقبة القيم المنقولة ومراقبتها COSOB، دليل القيم المنقولة، أوت 2004، ص 3، متوفر على الموقع الإلكتروني التالي: www.cosob.com.dz، تم تصفح الموقع يوم 20 ماي 2021، على الساعة 22:00.

في حين، عرف المشرع الجزائري القيم المنقولة، بموجب المادة الثانية من المرسوم التنفيذي رقم 91-169، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة¹، كما يلي: "تعتبر قيما منقولة أساسا، بحسب طبيعتها، الديون المعينة المقدار والمستحقة لشركات رؤوس الأموال، والسندات مهما كانت طبيعتها وحصص الشركاء في شركة التوصية وأسهم التمتع والريوع الأبدية وسندات الرسملة وسندات المشاركة في الأرباح وبصفة عامة، كل منتج مالي قابل للتفاوض في البورصة".

يجب التنويه بأن هذا التعريف لم يذكر القيم المنقولة على سبيل الحصر، إنما ذكرها على سبيل المثال، وهو ما يعاب عليه، كما يعاب على هذا التعريف أيضا، حصره لمصدري القيم المنقولة، في شركات الأسهم وشركات التوصية، فمن جهة جعل هذا النص نطاق المصدرين واسعا لكونه لا يقتصر على شركات الأسهم فحسب، لكنه من جهة أخرى أقصى أشخاصا آخرين -عموميين-، وهم الدولة والهيئات المحلية.

جاء القانون التجاري الجزائري²، بتعريف مغاير لسابقه، فعرف القيم المنقولة بموجب المادة 715 مكرر 30 منه، على أنها: "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".

حصر هذا التعريف الشركات المصدرة في شركات الأسهم، وأقصى بذلك شركات التوصية التي ذكرت في المرسوم التنفيذي رقم 91-169، يتضمن تنظيم المعاملات

¹ مرسوم تنفيذي رقم 91-169، مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، ج ر عدد 26، صادر بتاريخ 1 جوان 1991.

² أمر رقم 75-59، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، ج ر عدد 101، صادر بتاريخ 1 ديسمبر 1975، المعدل والمتمم بالمرسوم التشريعي رقم 93-08، المؤرخ في 25 أبريل 1993، ج ر عدد 27، صادر بتاريخ 27 أبريل 1993.

الخاصة بالقيم المنقولة، السالف الذكر أعلاه، وإن كان من جانب آخر، حاول الاعتماد على خصائص القيم المنقولة في تعريفها، ألا وهي قابليتها للتداول وقابليتها للتسعير في البورصة، إلا أنه، بعد ذلك، صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة¹، سمح بتدخل الدولة والهيئات المحلية والأشخاص المعنوية الأخرى بإصدار القيم المنقولة بمقتضى المادة الأولى منه².

بعد تعريف القيم المنقولة، نحاول التطرق لأهم خصائصها.

ثانيا - خصائص القيم المنقولة

يرجع السبب في اختلاف التعاريف الممنوحة للقيم المنقولة إلى تركيز كل منهما على إحدى أهم خصائصها وتجاهل بعضها، وإن كان المشرع الجزائري حاول جمع كل خصائصها في التعريف الوارد في المادة 715 مكرر 30، من القانون التجاري الجزائري³، والتي يمكن حصرها فيما يلي:

¹ مرسوم تشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 34، صادر بتاريخ 23 ماي 1993، معدل ومتمم بالقانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فيفري 2003، ج ر عدد 11، صادر بتاريخ 19 فيفري 2003.

² تنص المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 03-04، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه، على أنه: "تؤسس بورصة للقيم المنقولة".

وتعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

³ أمر رقم 75-59، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

(أ) القيم المنقولة سندات

أول خاصية تميز القيم المنقولة هو اعتبارها سندات، ويتجلى ذلك من خلال أغلب التعريفات المقدمة لها فقها وقانونا، إذ أول عبارة تستعملها هذه التعريفات هو مصطلح سندات¹.

(ب) القيم المنقولة تخول حقوقا لصاحبها

تخول القيم المنقولة لصاحبها حقوقا، تختلف باختلاف نوع السند، إن كان من قبيل سندات الدين أو سندات الملكية، ويتحقق تماثل القيم المنقولة إذا منحت لأصحابها نفس الحقوق ورتبت عليهم نفس الالتزامات، كحقه في التنازل عنها، الحق في الحصول على نصيب من الأرباح، والحق في رقابة إدارة الشركة...، في حين يخول السند لصاحبه حق مديونية على الشركة، يُفسر بمطالبتها بالوفاء والفوائد عند حلول الأجل، وإن لم يتعلق هذا المبدأ بالنظام العام، إذ يجوز للشركة مخالفته بإصدار قيم تختلف من حيث الحقوق التي يخولها لصاحبها، كأن تصدر أسهما منها أسهم عادية وأسهم ممتازة².

أخذ المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري³، بهذه الخاصية، شرط التساوي في الحقوق والالتزامات، وإن كان بصفة مرنة، فإذا كان الإصدار أسهما يجب أن تتمتع كلها بالحق في الدخول في رأس مال الشركة، أما إذا كان سندات، فيتعين أن يمنح كل الإصدار حق مديونية للمكاتبين فيه.

¹ تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري، (دراسة مقارنة)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013، ص 01.

² فوضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص ص 211-212.

³ أمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق، معدل ومتمم

ج) القيم المنقولة قابلة للتسعيرة في البورصة

تعتبر خاصية القابلية للتسعيرة في البورصة، من بين أهم الخصائص التي تتفرد بها القيم المنقولة باعتبارها سندات طويلة الأجل، حيث لا نجد لها على مستوى الأوراق المالية الأخرى قصيرة الأجل.

تم توظيف هذه الخاصية، من طرف العديد من الفقهاء ضمن تعاريفهم للقيم المنقولة، مثل "COZIAN et VIANDIE"، و"RIPERT et ROBLOT"، وهي خاصية ركز عليها المشرع الجزائري أيضا، في المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري السالفة الذكر أعلاه.

د) القيم المنقولة مثلية

يُفهم، من خاصية مثلية القيم المنقولة، أن نجد، ضمن الإصدار الواحد، سندات تحمل نفس القيمة الاسمية، تمنح نفس الحقوق وتفرض نفس الالتزامات.

كما نقصد بالأشياء المثلية تلك الأشياء التي يوجد لها نظير من جنسها مساو أو مقارب لها في القيمة، ويتم تعيينها بذكر نوعها، وبيان مقدارها بالعدد أو الوزن أو بالكيل أو المقاس، حيث يقوم بعضها مقام البعض عند الوفاء¹.

هـ) القيم المنقولة تصدرها أشخاص معنوية

تركز بعضا من التعريفات المقدمة للقيم المنقولة، على عنصر آخر لا يقل أهمية عن سابقه، يتمثل في طبيعة الشخص المصدر، وعلى هذا الأساس تعتبر القيم المنقولة سندات

¹ هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2004، ص185.

تقتصر عملية إصدارها على الأشخاص المعنوية، فقط سواء كانت عامة أو خاصة، مما يستثني الأشخاص الطبيعية¹.

(و) القيم المنقولة قابلة للتداول

تعتبر القابلية للتداول من أهم الخصائص التي تتمتع بها القيم المنقولة، التي تصدرها شركة الأسهم، إذ تسمح لها بالانتقال بسرعة وسهولة دون قيود شكلية.

تنص المادة 715 مكرر 30 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، على أنه: "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة..."².

يلاحظ، أن المشرع الجزائري، قد استهل تعريف القيم المنقولة بخاصية التداول، نظرا لأهميتها البالغة، أن اعتبرها الصفة الجوهرية للسندات الصادرة عن شركات المساهمة، كما أن تناوله لطرق تداول القيم المنقولة تبعا لشكلها، اعتبارا لنص المادة 715 مكرر 38 من نفس القانون³، يجسد مبدأ تداولها، مع تبيان طريقته، والتي تكون بالتسليم، إذا كانت السند لحامله، وينقله في السجلات التي تمسكها الشركة، إذا كان اسميا⁴.

بعد التعرض لتعريف القيم لمنقولة، واستخلاص أبرز ما تتمتع به من خصائص، تميّزها وتفردها عن غيرها من السندات، يجب تحديد المعنيون بإصدارها بمعنى الجهات المخولة لها صلاحية إصدار السندات القابلة للتداول قانونا.

¹ تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري، مرجع سابق، ص 85.

² المادة 715 مكرر 30 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

³ أمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

⁴ تنص المادة 715 مكرر 38 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، مرجع نفسه، على أنه: "يحول السند للحامل عن طريق مجرد تسليم أو بواسطة قيد في الحسابات".

الفرع الثاني: المعنيون بإصدار القيم المنقولة

انطلقت بورصة الجزائر بسوق وحيدة، حيث أخذت بمبدأ وحدة السوق المالية، وهي السوق الرسمية لسندات رأس المال وسندات الدين¹، ومرد ذلك حداثة مفهوم "البورصة" في الاقتصاد الجزائري بصفة خاصة، والمجتمع الدولي بصفة عامة، وعليه، فرض الوضع البداية بسوق وحيدة تسعى لاستقطاب المستثمرين، لتحات بالحماية القانونية اللازمة، عن طريق فرض شروط صارمة للانخراط.

استمرت بورصة الجزائر في العمل بنظام السوق الوحيدة، إلى غاية صدور النظام رقم 01-12، المعدل للنظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة²، الذي قسم بورصة الجزائر إلى عدة أسواق، وهي:

- سوق سندات رأس المال، التي تنقسم بدورها إلى سوق رئيسية تقيد فيها سندات رأسمال الشركات الكبرى، وسوق سندات رأسمال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- سوق لسندات الدين، الذي يتضمن سوقا لسندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم، وسوقا لسندات الدين الصادرة عن الدولة والهيئات المحلية.

يتحدد المعنيون بإصدار القيم المنقولة في كل من شركات المساهمة (أولا)، والجماعات المحلية (ثانيا).

¹ المادة 77 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03، المعدل بالنظام رقم 03-01، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الملحق القرار المؤرخ في 15 سبتمبر 2003، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر عدد 73، صادر بتاريخ 30 نوفمبر 2003.

² نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12، مؤرخ في 12 جانفي 2012، يعدل ويتم النظام رقم 97-03، الملحق بالقرار المؤرخ في 24 جانفي 2012، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر عدد 41، صادر بتاريخ 15 جويلية 2012.

أولاً: شركات المساهمة

استحدثت المادة 10 من النظام رقم 01-12، المعدلة للمادة 7/46، من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97، قسماً رابعاً، حاملاً لعنوان: "شروط قبول السندات في السوق"، فيتم تداول داخل هذه السوق كل من سندات الاستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وسندات المساهمة¹.

يشترط لقبول هذه السندات للتداول، أن يكون سعر التي هي محل الطلب للقيود يساوي على الأقل خمسمائة مليون دينار 500.000.000.00 دج²، فبعد أن كانت اللجنة تشترط أن تبلغ قيمة السندات المدرجة هي مائة مليون د.ج في النظام رقم 03-97، على أن توزع بين 100 حائز على الأقل، وذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير³.

تعتبر شركات المساهمة النموذج الأمثل لشركات الأموال، تتكون أساساً لغرض جمع رؤوس الأموال، لتحقيق مشاريع محددة، دون الأخذ بعين الاعتبار شخصية المساهمين، وساعدت شركات المساهمة صغار المدخرين على استثمار أموالهم في شكل أسهم قابلة للتداول، بالطرق التجارية مع تحديد مسؤوليتهم بقدر أسهمهم⁴.

¹ المادتين 46 و 08 من النظام رقم 03-97، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المستحدثتين بموجب النظام رقم 01-12، مرجع سابق.

² المادة 46 و 09 من النظام رقم 03-97، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

³ المادة 45 و 46 من النظام رقم 03-97 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

⁴ سامي عبد الباقي أبو صالح، الشركات التجارية، د ط، د د ن، القاهرة، 2013، ص ص 201-202.

ثانيا: الجماعات المحلية والهيئات العمومية التي تتمتع بضمان من الدولة

خصّ المشرع سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحليّة¹ بمعاملة خاصة، إذ استتنتها المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، من شروط القيد في البورصة، بل وأكثر من ذلك، جعل قيدها يتم بقوة القانون بمجرد طلب مصدرها لذلك².

تجاهلت لجنة تنظيم عمليّات البورصة ومراقبتها، المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، المذكورة أعلاه، عند إصدارها للنظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة³، الذي لم يشر إلى هذا النوع من السندات، وربما يمكن تبرير ذلك، بأن اللجنة لم تكن بحاجة إلى ذلك، كونها لا تخضع لشروط خاصة للقيد، بل تقيد بقوة القانون، وإن لا يزال الإشكال قائما لاعتبار المادة 44 من المرسوم

¹ تتمثل الجماعات المحليّة للدولة اعتبارا لنص المادة 17 من دستور 1996، المعدل المتمم، مرجع سابق، في كلّ من الولاية والبلدية.

الولاية هي الجماعة الإقليمية للدولة، تتمتع بالشخصية المعنوية والذمة المالية المستقلة، وهي أيضا الدائرة غير المركزية للدولة، وتشكل بهذه الصفة فضاء لتنفيذ السياسات العمومية التضامنية والتشارورية بين الجماعات الإقليمية والدولة، وتساهم مع هذه الأخيرة في إدارة تهيئة الإقليم والتنمية الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية وحماية البيئة، وكذا حماية وترقية وتحسين الإطار المعيشي للمواطنين، وتُحدث بموجب قانون، حسب المادة الأولى من القانون رقم 12-07، المؤرخ في 21 فيفري 2012، يتعلّق بالولاية، ج ر عدد 12، صادر بتاريخ 29 فيفري 2012.

أما البلدية هي الجماعة الإقليمية اللامركزية، وتتمتع بالشخصية المعنوية والذمة المالية المستقلة، وتحدث بموجب قانون، حسب المادتين الأولى والثانية من القانون رقم 11-10، المؤرخ في 22 جوان 2011، يتضمن قانون البلدية، ج ر عدد 37، صادر بتاريخ 3 جويلية 2011.

² تنص المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، أنه: "تقبل سندات القرض التي تصدرها الدولة الجزائرية والهيئات المحليّة بقوة القانون في المفاوضات إذا طلب مصدرها ذلك...".

³ نظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

التشريعي رقم 93-10، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، لا تجعل هذا القيد تلقائياً، وإنما تشترط طلب المصدر ذلك.

من جهة أخرى، نجد المادتين 45 و 46 من النظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة¹، تتعلق بسندات الدين التي يقدم بشأن طلب القيد، وعليه إذن، فإن سندات الدين الصادرة عن الدولة أو أحد هيئاتها التي يطلب مصدرها قيدها في البورصة، تخضع لأحكام المادتين المذكورتين، وهو ما يعتبر تناقضاً، وإن تمّ تداركه بمناسبة تعديل المادة 16 من النظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، بموجب المادة الثانية من النظام رقم 01-12²، التي تنص على أنه: "باستثناء سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحليّة ويتم إدراجها وفق الشروط المحددة في المادة 77 فقرة 1 لهذا النظام، يجب أن يكون قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة موضوع طلب قبول لدى اللجنة، وإيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة"³.

لا يمكن وضع حد لهذا التناقض إلا عن طريق تعديل المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، وذلك باستبدال عبارة "بطلب المصدر" بكلمة "تلقائياً".

يعتبر استثناء سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحليّة، من شروط القيد في البورصة، بمثابة امتياز من امتيازات السلطة العامّة، التي تتمتع بها الهيئات باعتبارها

¹ نظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

² نظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

³ كان نص المادة 16 من النظام رقم 97-03 كما يلي: "يجب أن يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة".

من أشخاص القانون العام، وهو ما يعتبر خروجاً عن القاعدة العامة، المتعلقة بشروط قيد السندات في البورصة¹.

المطلب الثاني:

القيم المنقولة محل استثمار

عرف المشرع الجزائري القيم المنقولة، بموجب المادة 715 مكرر من الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، وهي -عامة- سندات قابلة للتداول، يصدرها أشخاص معنيون أو خواص لتمويل مشاريعهم الاستثمارية أو توسيع نشاطهم، وهددت المادة 715 مكرر 33 من نفس القانون أنواعها (الفرع الأول)، ونظراً لخصوصية الاستثمار في القيم المنقولة وفي ظل غياب الخبرة الكاملة خاصة بالنسبة لصغار المدخرين، استحدثت هيئات تستهدف إدارة المساهمات في عدد من المؤسسات في إطار ما يعرف بهيئات التوظيف الجماعي (الفرع الثاني).

الفرع الأول: أنواع القيم المنقولة

صنف المشرع الجزائري بموجب أحكام الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، القيم المنقولة، أساساً إلى سندات رأس المال (أولاً) وسندات الدين (ثانياً).

أولاً: سندات رأس المال

تشمل سندات الرأس المال كل من الأسهم (أ)، والقيم المنقولة المجزئة للأسهم (ب).

¹ حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2014، ص 364.

(أ) الأسهم:

يطلق السهم لغة على معانٍ، كالحظ والنصيب، ويقال أسهمت له بالألف أي أعطيته سهما، وساهمت مساهمة¹.

في حين يطلق بالسهم اصطلاحا الصّك، ويعرف على أنه صك يمثل جزءا من رأسمال الشركة، يزيد وينقص تبعا لرواجها، كما يطلق على النصيب الذي يعطي للمساهم، أي نصيب المساهم في الشركة².

يمثل السهم حصة في رأسمال شركة المساهمة، وهو الصك الذي يمثل حصة الشريك في الشركة، وتصدر الأسهم في شكل صكوك مطبوعة، مستخرجة من دفتر ذي قسائم، وتعطى أرقاما متسلسلة، يوقع عليها عضوان من أعضاء مجلس الإدارة³.

عرف المشرع الجزائري الأسهم في المادة 715 مكرر 40 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري⁴، التي تنص على أنه: "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها".

وعليه، فالأسهم تمثل حصة الشريك في الشركة⁵، تمتاز بكونها متساوية في القيمة بتحديد من القانون، لتسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية بسهولة ويسر، كما أنها

¹ بديعة على أحمد، أحكام الأسهم والسندات وغيرها من المستجدات، دراسة فقهية، دار الفكر الجامعي، 2011، ص 9
² أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، د ط، دار الفكر الجامعي، د ب ن، 2011، ص 47.

³ هواتف بهية، انعكاس انضمام الجزائري إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الحقوق، جامعة بن يوسف بن خدة الجزائر، 2015، ص 95.

⁴ أمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

⁵ حسام عيسى، شركات الأموال طبقا لأحكام القانون رقم 109 سنة 1988 المعدل بالقانون رقم 03 لسنة 1998، الجزء الأول، د ب ن، 1998/1999، ص 172.

تشمل عملية توزيع الأرباح وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة¹.

ب) القيم المنقولة المجزئة للأسهم

تصدر القيم المنقولة المجزئة للأسهم، بمناسبة زيادة رأس المال وتجزئة الأسهم الموجودة، وتختص الجمعية العامة بإصدارها بناء على مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة، أو بناء على تقرير مندوب الحسابات بنسبة لا تتجاوز ربع رأس مال الشركة².

تنشأ، عن تجزئة إلى قسمين، قيم تمثل الحقوق المالية تكون قابلة للتداول، تمثل شهادات الاستثمار (1)، وتحتمل الربح والخسارة، وقيم تمثل الحقوق غير الخاصة كحق التصويت (2).

1) شهادات الاستثمار:

تعتبر شهادات الاستثمار مصدرا من مصادر التمويل الخارجية للشركة، وصاحبها لا يعتبر شريكا في الشركة، وإن كان لصاحب السهم الحق في الاشتراك في إدارة الشركة وحضور جمعياتها العمومية، على خلاف صاحب السند³، فإن صاحب شهادة الاستثمار له كل الحقوق الملازمة للسهم ما عدا الحق في التصويت، وعليه، تتمثل شهادات الحق في التصويت في الحقوق الأخرى غير تلك المالية المرتبطة بالسهم، ويتعلق الأمر في هذا الإطار بالحق في المشاركة في الإدارة⁴.

¹ محمد فريد العريني، الشركة التجارية (المشروع التجاري بين وحدة الإطار القانوني وتحديد الأشكال)، دار الجامعة الجديدة، د ب ن، 2003، ص 187.

² المادة 715 مكرر 66 من الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري الجزائري، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

³ سعيد محمد سيف النصر حسانين، دور البنوك التجارية في استثمار الأموال العملاء، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1993، ص 128.

⁴ بوفامة سميرة، شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (دراسة مقارنة)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة منتوري قسنطينة، 2005، ص 97.

ألزم المشرع الجزائري أن تكون القيمة السهمية لشهادات الاستثمار مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة، وفي حالة زيادة رأس مال الشركة، يستفيد المساهمون وحاملي شهادات الاستثمار حق اكتتاب تفضيلي في شهادات الاستثمار في جمعية خاصة¹.

تظل القواعد المتعلقة بإصدار شهادات الاستثمار، نفسها القواعد المتعلقة بإصدار الأسهم، وفي حالة الزيادة النقدية في رأس مال الشركة، تصدر شهادات استثمار جديدة بعدد يحافظ فيه على التناسب الذي كان قائما قبل الزيادة بين الأسهم العادلة وشهادات الاستثمار².

(2) شهادات الحق في التصويت:

تعتبر شهادات الحق في التصويت، شهادات قابلة للتداول تصدرها شركة المساهمة بمناسبة رفع رأسمالها أو تجزئة الأسهم الموجودة³.

تمثل شهادات الحق في التصويت الحقوق غير المالية المتصلة بالأسهم، وتصدر بالعدد المساوي لعدد شهادات الاستثمار، اعتبارا لنص المادتين 715 مكرر 63، و715 مكرر 64، ومن أهم الحقوق غير المالية التي تمنح لصاحب شهادة الحق في التصويت كما يلي:

- الحق في التصويت: يمكن لحامل شهادة الحق في التصويت المشاركة في التصويت في جمعية المساهمين للشركة المصدرة⁴.

¹ Nour Eddine TERKI : Les sociétés commerciales, Ajed Editions, Alger , 2010, P275.

² المادة 715 مكرر 70 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

³ الجمهورية الجزائرية الديمقراطية، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، دليل القيم المنقولة، الجزائر، 2004، ص 7، متوفر في الموقع الإلكتروني التالي: www.cosob.com.dz، تم تصفح الموقع بتاريخ 20 ماي 2021، على الساعة 16.15.

⁴ A-VIANDIER: Certificats d'investissement et certificats de droit de vote, juris classeur banque crédit, Paris, 2003, P 113.

-حق التنازل عن الشهادة: لا يجوز التنازل عن شهادة الحق في التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادة الاستثمار، غير أنه يجوز التنازل عنها الحامل شهادة الاستثمار، ويعاد تكوين السهم بقوة القانون بين يدي حامل شهادة الاستثمار وشهادة الحق في التصويت/ ولا يجوز منح شهادة تمثل أقل من حق واحد في التصويت¹.

-حق الرقابة: مثل حاملي شهادة الاستثمار، حيث يجوز لحاملي شهادة الحق في التصويت للإطلاع على وثائق الشركة حسب الشروط المطبقة على المساهمين².

ثانيا: سندات الدين

عرّف المشرع الجزائري السندات من خلال المادة 715 مكرر 81 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، على أنها، "سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية"، وتشمل جملة السندات القابلة للتحويل (أ) غير القابلة لذلك (ب).

أ)السندات القابلة للتحويل: يمكن تصنيفها إلى قسمين، سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم (1)، وسندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم (2).

1) سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم: نص عليها المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 114 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، حيث يجوز لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين، والتي أعدت موازنيتين، صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأس مالها مسددا بكامله إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم.

¹ المادة 715 مكرر 67 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

² المادة 715 مكرر 69 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع نفسه.

السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، تمنح أصحابها إمكانية استبدالها بسندات الملكية، ولا يجوز أن يكون سعر إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، أقل من القيمة الاسمية للأسهم التي تؤول إلى أصحابها سندات الاستحقاق في حال اختيار التحويل¹.

في حالة زيادة رأس مال الشركة، وكانت سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم متوفرة، فإنه في هذه الحالة يحظر زيادة رأس مال الشركة بتحول السندات إلى أسهم²، وفي حالة استبدال الأسهم بالسندات ينقلب ملاك الأسهم ليصبحوا شركاء في الشركة، وتلجأ الشركة لهذا الإجراء تقاديا للخسائر، فلا يمكن إصدار أسهم جديدة في حين يوجد سندات لم تسدد بعد، وقابلة للتحويل، بالتالي ترفع الشركة رأسمالها بزيادة عدد الشركاء، وتتخلص من ديون قد سددت بالتحويل، ويقوم هذا الإجراء على إصدار أسهم جديدة بسعر يساوي سعر التحويل³.

(2) سندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم

لم يعرف المشرع الجزائري سندات الاستحقاق ذات قيمة الاكتتاب بالأسهم، وإن عرفها الفقه، أمثال الفقيه الفرنسي "YVES GUYON"، على أنه، سندات تسمح لصاحبها بالاكتتاب في أسهم الشركة المدينة، تعطي لصاحبها إمكانية فصل القسيمة عن السند وبيعها في بورصة القيم المنقولة، وتكون سندات بدون قيمة اسمية تعطي الحق في الاكتتاب في عدة أسهم عن طريق التسديد⁴.

قيّد المشرع الجزائري إصدار هذه السندات، بجملة من الشروط، أهمها:

¹ المادة 715 مكرر 119 من الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع نفسه.

² محمد فوزي سامي، القانون التجاري، الأوراق التجارية، المكتبة القانونية، جامعة الأردن، 2017، ص198.

³ المادة 715 مكرر 120 من الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

⁴ Jack BUSSY: Droit des affaires, 2^{ème} Edition, Presse de science DALLOZ, Paris, SAE, P294.

- ضرورة تملك الشركة المصدرة لهذه السندات بصورة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من نصف رأسمالها¹.

- ترخيص الجمعية العامة العادية للشركة المصدرة للسندات إصدار السندات².

- إعلام الشركة أصحاب قسيمة الاكتتاب في حالة إصدار سندات استحقاق جديدة ذات قسيمة اكتتاب أو سندات قابلة للتحويل، والغرض من هذا هو تمكين حاملي قسيمة الاكتتاب من ممارسة حقوقهم في الاكتتاب في الأجل الذي يحدد الإعلان.

- تبث الجمعية العامة في كفيات الاكتتاب، وفي المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتتبها أصحاب القسيمة، ويجب أن يكون سعر ممارسة الحق في الاكتتاب مساوٍ على الأقل للقيمة الاسمية للأسهم المكتتبه بناء على تقديم القسيمة، ويفترض هذا أيضا بالنسبة لتحويل السندات إلى أسهم.

(ب) السندات غير القابلة للتحويل

نص المشرع الجزائري على السندات غير القابلة للتحويل في المواد 715 مكرر 73 إلى 715 مكرر 109 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، وتشمل كل من سندات الاستحقاق (1)، وسندات المساهمة (2).

1) سندات الاستحقاق: أطلق المشرع اصطلاح سندات الدين على سندات الاستحقاق، وتسمى أيضا بالسندات العادية أو القرض، وهي عبارة عن سندات قابلة للتداول، تحول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس الحقوق الاسمية، حسب نص المادة 715 مكرر 81 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري³.

¹ المادة 715 مكرر 127 الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

² المادة 715 مكرر 126 الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع نفسه.

³ الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

بالرجوع للفقهاء، نجد بعضهم ركز في تعريف سندا الاستحقاق على خاصية التداول، فعرفها على أنها: "صكوك ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، وغير قابلة للتجزئة، تصدرها شركات المساهمة وتعطي للمكتتبين مقابل المبالغ التي أسلفوها للشركة"¹.

في حين، عرف البعض الآخر، السند، على أنه، صك قابل للتداول تصدره الشركة أو شخص معنوي ويتعلق بقرض طويل الأجل².

بينما، ركز البعض الآخر على عنصر المديونية فعرفوا السند، على أنه: "حصة في مديونية لدى الشركة تصدر بقيمة اسمية ويسترد بقيمته الاسمية بالإضافة الى الفوائد"³. وعليه، فإن سندات الاستحقاق، عبارة عن صكوك تصدرها الشركة متساوية القيمة، وقابلة للتداول وتتعلق بقرض طويل الأجل، ويعقد عن طريق دعوة الاكتتاب العام، وتعطي الحق في الحصول على فوائد سنوية واستردادها في تاريخ معين.

(2) سندات المساهمة: تعتبر هذه السندات سندات الدين، من شأنها أن تجعل حاملها دائنا للشركة المدينة بمستحققاتها من تصفية الشركة،

تتمتع سندات المساهمة بنظام قانوني خاص، وإن كان المشرع في بعض الأحيان يحيلنا إلى أحكام سندات الاستحقاق⁴.

¹ علي البارودي، محمد السيد فقهي، القانون التجاري، د ط، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 410.

² شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص 26.

³ نصر بن عبد الحميد نبيه، البورصة ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، د ب ن، 2012، ص 32.

⁴ حسب المادة 715 مكرر 78 من الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، مرجع سابق، فإنه، يجتمع بقوة القانون حاملوا سندات المساهمة التي هي من نفس الإصدار، لتمثيل مصالحهم المشتركة في جماعة تتمتع بالشخصية المدنية، ويخضعون للأحكام المنصوص عليها بالنسبة لأصحاب سندات الاستحقاق.

تتمتع سندات المساهمة بنظام قانوني خاص بها لأنها تجمع بين خصائص الأسهم من جهة، وخصائص السندات من جهة أخرى، نظرا لأنها غير قابلة للتسديد في حالة التصفية، أو إذا قررت الشركة ذلك، لهذا أقر المشرع حماية خاصة لحاملي هذه السندات من خلال اختصاصات جمعية حاملي هذه السندات والضمانات.

فمن ناحية اختصاصات جمعية حاملي سندات المساهمة، فتختص بالنظر في حسابات الشركة، والاستماع إلى مسير هذه الأخيرة، عند تقديمه للتقرير المالي للسنة المنصرمة، كما تنظر في مندوب الحسابات حول حسابات السنة المالية، في اجتماع سنوي.

أما بالنسبة لضمانات حاملي سندات المساهمة، أقر لهم المشرع حماية خاصة، تتمثل في اجتماع حاملي سندات المساهمة التي هي من نفس الاصدار بقوة القانون في جماعة خاصة بهم لتمثيل مصالحهم المشتركة، والدفاع عنها، وتتمتع هذه الجماعة بال شخصية المدنية، ويخضعون لنفس أحكام أصحاب سندات الاستحقاق، حسب المادة 715 مكرر 78 الأمر رقم 59-75، يتضمن القانون التجاري.

الفرع الثاني: هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

تهدف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، إلى تكوين حافضة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى، وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية، ضمن سياسة توظيف محددة، وتحدد في الشركات ذات رأس المال المتغير (أولا)، والصندوق المشترك للتوظيف (ثانيا).

أولاً: الشركات ذات رأس المال المتغير

شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، عبارة عن شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة القابلة للتداول، تخضع لأحكام القانون التجاري، ولا يمكن تأسيسها إلا إذا اعتمدت مسبقاً قوانينها الأساسية من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها¹.

تنص المادة 1/2 من الأمر 96-08، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)²، على أنه: "شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، المسماة فيما يأتي (ش.إ.ر.م.م) هي شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول".

انتقدت تسمية هذه الشركات بـ "شركات الاستثمار"، حيث يعتبر بعض الاقتصاديين³، أن المفهوم العام للاستثمار هو إرجاء وتأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى التداول وليس الاكتناز، وعليه، فتعريف الاستثمار هذا ينطبق على كل أنواع الشركات التي تطرح أسهم للتداول العام وتهدف لتحقيق الإنتاجية بوجه عام، ولذلك فإن الأقرب للصواب من وجهة نظرنا هو تسميتها بشركات توظيف الأموال.

لا تعتبر شركة الاستثمار شكلاً جديداً من أشكال الشركات، لذا يجب النظر إلى شركات المساهمة بمختلف أشكالها باعتبارها فروعاً لشركة المساهمة، وليست نماذج مستقلة⁴، وهو ما أكدته الفقرة المادة 2/2 من الأمر 96-08، يتعلق بهيئات التوظيف

¹ بوخلخال عائشة، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيق، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، معهد الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر، 2002، ص 184.

² أمر رقم 96-08، مؤرخ في 10 جانفي 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، للقيم ج ر عدد 3، صادر بتاريخ 14 جانفي 1996.

³ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، د ط، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، 2000، ص 17.

⁴ حسني المصري، الجوانب القانونية الخاصة لاندماج شركات الاستثمار في شركات مساهمة عادية، مكتبة الأشراف، مصر، 1986، ص 7.

الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)¹، التي تنص على أنه: "تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى هذا الأمر".

تندرج شركات الاستثمار ضمن فئة التجمعات المالية، التي تستهدف إدارة المساهمات في عدد المؤسسات لدعم التنمية الاقتصادية، وهي تعمل على طرح أسهمها للجمهور، واستخدام الرأس مال في تكوين حافظة قيمها المنقولة، وعليه، تشكل أداة أو ميكانيزما قانونيا للتوظيف المالي للمدخرين في البورصة، وهذه الوظيفة هي التي أدت إلى التطور القانوني لهذه الشركات، التي فتحت مجالا معتبرا للاستثمار في السوق المالية لزبائن جدد، نظرا للأمن الذي توفره لهم في التسيير، وهو ما أكدته المادة 32 من القانون 96-08، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)²، وعليه، لا يمكن لهذه الأخيرة تملك العقارات إلا بالقدر اللازم لممارسة نشاطها، حيث أن رأس المال الثابت أصبح نموذج كلاسيكي تجاوزه الزمن بالنسبة لشركات الاستثمار، وأصبحت كلها ذات رأس مال متغير في التشريعات المقارنة³.

ثانيا : الصندوق المشترك للتوظيف

تعتبر الصناديق المشتركة للتوظيف، النوع الثاني من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى جانب شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، والتي تم تنظيمها بالأمر 96-08، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م)

¹ أمر رقم 96-08، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، مرجع سابق.

² أمر رقم 96-08، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، مرجع نفسه.

³ حسين المصري، مرجع سابق، ص 16.

و(ص.م.ت)¹، وقد عرفها المشرع الجزائري بموجب المادة 13 منه، على أنها، ملكية مشتركة لقيم منقولة، تصدر حصصه، ويعاد شراؤها بناء على طلب الحاملين بقيمة تصفوية، تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة، ولا يتمتع الصندوق المشترك للتوظيف بالشخصية المعنوية.

تتميز الصناديق الاستثمار، بأنها تقوم على علاقة ثلاثية الأطراف، المدير أو المسير من جهة، والأمين الذي يجب أن يكون شخصا معنويا حسب ما هو محدد قانونا، ويدعى المؤسسة المؤتمنة، إضافة للمستفيدين أصحاب الحصص².

بمقتضى هذه العلاقة، يلتزم الطرفان الأول والثاني بحماية مصالح الطرف الثالث من مخاطر الاستثمار، حيث يقوم المدير المؤسس، -وعادة ما يكون شركة متخصصة أو بنكا-، بشراء أوراق مالية لشركات أخرى تقسم إلى وحدات صغيرة تباع للمدخرين، ثم تقسم حصيلة البيع على كمية الأسهم والسندات والصكوك التي تتكون منها محفظة الأوراق المالية التي يتعامل فيها الصندوق، وتصبح بعد ذلك أموال الصندوق مملوكة للمشاركين فيه كل بنسبة المبلغ الذي اشترك به، ويصدر الصندوق لكل مشترك شهادات تعادل قيمتها مجموع قيمة حافظة القيم المنقولة، ويقوم البنك بتسليم شهادة أو عدة شهادات لكل مدخر، بقيمة حصته في الصندوق، وعلى أساسها تقسم الأرباح³، ويحق لكل مدخر أن يبيع هذه الشهادات في أي وقت شاء لمشتري جديد، كما له إعادتها للصندوق.

¹ أمر رقم 08-96، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، مرجع سابق.

² المادة 19 من الأمر 08-96، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، مرجع نفسه.

³ سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص236.

تعتبر الصناديق المشتركة للتوظيف من الوسائل الهامة لاستثمار الأموال استثمارا مشتركا، إذ أنها تتولى جمع مدخرات الراغبين في استثمار أموالهم في القيم المنقولة، لتقوم بتوجيهها نحو بيع وشراء أوراق مالية متنوعة، وفي مجالات وأنشطة متعددة، محققة بذلك الفرصة لكل المدخرين صغارا وكبارا، في استثمار أموالهم استثمارا مشتركا، تقل فيه المخاطر من ناحية، وتوفر عليهم الجهد والوقت في البحث عن أفضل الأوراق المالية التي تتناسب مع مدخراتهم من ناحية أخرى، خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين يفتقرون للخبرة الكافية في المجال¹.

المبحث الثاني:

ماهية الاستثمار في القيم المنقولة

يعتبر الاستثمار بمثابة العامل الرئيسي والمحرك الأساسي والديناميكي لعجلة الاقتصاد والتنمية في أية دولة، ولذا فإن كل دول العالم على اختلاف أنظمتها السياسية والاقتصادية وتباين درجة تقدمها الاقتصادي وثنائها توليه أهمية بالغة، نظرا للدور الذي يؤديه في زيادة الإنتاج والإنتاجية، بالتالي، زيادة مستويات الدخل القومي ومتوسط نصيب الفرد منها.

يعتبر الاستثمار في القيم المنقولة، من بين أدوات الاستثمار الضرورية في الوقت الراهن نظرا لتطور الاقتصاد والمجتمع، ونظرا لخصوصياته ومكانته في تعزيز التنمية والتطور، ما يستدعي البحث في مفهومه (المطلب الأول) والتحري عن دوره باعتباره أداة لتمويل الشركات التجارية (المطلب الثاني).

¹ سعيد سيف النصر، مرجع سابق، ص 235.

المطلب الأول:

مفهوم الاستثمار في القيم المنقولة

يتمتع الاستثمار في القيم المنقولة بمدلول خاص، يتباين عن الاستثمار في مفهومه العام (الفرع الأول)، حيث ينفرد بأحكام وضوابط تجعل منه استثمارا خاصا وضرورة لا بد منها، تفرضها متطلبات العصر القائمة على السرعة والتطور، ما جعله منه، يقوم على أسس متميزة تبرز خصوصيته (الفرع الثاني).

الفرع الأول: التعريف بالاستثمار في القيم المنقولة

تظهر أهمية الاستثمار في القيم المنقولة من عدة جوانب وزوايا، إذ يسمح للمستثمر الاختيار بين عدة أصناف من المنتجات في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي السهل رصدها مقارنة بأنواع الاستثمارات الأخرى، وخاصة أنه مجال منظم من طرف سلطة عمومية بكل صرامة، وهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التي تسهر على احترام المقاييس القائمة والمعمول بها، ما جعل تعريفه يكتسي خصوصية (أولا)، تجعل منه استثمارا مميزا بما ينفرد به من خصائص (ثانيا).

أولا) تعريف الاستثمار في القيم المنقولة

نظم المشرع الجزائري القيم المنقولة بموجب أحكام الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، وأحال العمليات المتعلقة بها من تداول واستثمار إلى قوانين البورصة، وإن لم يقدم أي تعريف للاستثمار في القيم المنقولة، ما دفعنا إلى استطلاع آراء الفقه، الذي أجمع على أن شركات الاستثمار تقوم بتجميع أموال المستثمرين التي تحصل عليها من بيع الأسهم والسندات أحيانا في محفظة الأوراق المالية(القيم المنقولة)، وهذه المحفظة يتم إدارتها لصالح حملة الأسهم للاستفادة من التنويع والاختيار المنخفض للأوراق

المالية، واختيار الوقت المناسب للبيع والشراء، بما يعود على هؤلاء المساهمين في المحفظة بالنعف والفائدة وبطريقة أفضل أداء مما لو كانوا قد استثمروا أموالهم بأنفسهم بطريق مباشر.

إذا كان المستثمر -عادة- يختار شركة الاستثمار ونوع الأوراق المالية التي تتفق مع ميوله ورغباته، إلا هذا الاختيار يتوقف على دراسة أعمال الشركات التي تتكون من أسهمها محفظة الأوراق المالية لشركة الاستثمار، واتجاهات الصناعة وحالة السوق وهذا ما لا يستطيع الشخص العادي التوصل إليه، حيث لا تتوفر لديه المهارة والوقت الكافي والمعلومات الصحيحة لإجراء عملية اختيار ناجحة لأفضل الأوراق المالية القابلة للبيع والشراء في سوق الأوراق المالية¹.

وعليه فالاستثمار في القيم المنقولة عبارة عن حياة المستثمر موجودا ماليا غير حقيقي يتخذ شكل أسهم وسندات وشهادات إيداع أو أدونات خزينة، أي توظيف القيم المنقولة بقصد الحصول على عائد في المستقبل².

يرتبط مفهوم الاستثمار في القيم المنقولة بالاستثمار في البورصة في حد ذاته، ويتحقق هذا الأخير بامتلاك المستثمر لأوراق مالية - قيم منقولة-، هي حصة في رأس مال شركة أو أكثر، بحيث تمثل هذه الأوراق حقا ماليا يعطي صاحبه إمكانية التنازل عنها، أو التصرف فيها أو الحصول على أرباح الشركات المصدرة، فضلا عن الحصول على جزء من عوائد الأصول الحقيقية لهذه الشركات³.

¹ سعيد محمد سيف النصر حسانين، مرجع سابق، ص ص 246-247.

² سعاد سعيد غزال، "أثر عمليات الصيرفة الاستثمارية في أرباح المصارف التجارية بالتطبيق على مصرف بغداد الأهلي"، مجلة تنمية الرافدين، العدد 02، بغداد، 2000، ص 177.

³ محمد سامي عبد الصادق، "المسؤولية المدنية في مجال خدمات الاستثمار -دراسة تطبيقية على أنشطة الوساطة ودارة محافظ الأوراق المالية في البورصة-"، مجلة الحقوق، العدد 4، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، سبتمبر 2012، ص 54.

ثانيا: خصائص الاستثمار في القيم المنقولة

يتميز الاستثمار في القيم المنقولة بسهولة الشراء والبيع بالمقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية والعقارات، كما يمكن استثمار أي مبلغ كبيراً أم صغيراً، ولأي مدى طال أم قصرت، حيث لا يشترط في القيم المنقولة أي خبرة خاصة في مجال أنشطة الشركات التي يستثمر فيها، فأى شخص يستطيع أن يستثمر أمواله في أسهم أية شركة زراعية أو عقارية أو تجارية أو صناعية، ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح، كما يستفيد من إرتفاع أسعار الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة، على النقيض من الاستثمارات في مجالات الاستثمار الأخرى كالصناعة والتجارة، فإنها تتطلب خبرات خاصة وكفاية ودارية معينة.

يمتاز، أيضاً، الاستثمار في القيم المنقولة بأنه يتيح الفرصة لتنوع الاستثمار، فيمكن توزيع رأس المال المستثمر في سندات حكومية، وفي أسهم شركة صناعية، أو تجارية وغيرها، مما يؤدي إلى ضمان عدم ضياع كل رأس المال في حالة فشل المشروع الوحيد الذي قد يخاطر فيه المستثمر برأس ماله¹.

ومن مميزات الاستثمار في القيم المنقولة أيضاً، أن تكون تكاليف الاتجار بالأوراق المالية منخفضة مقارنة بتكلفة الاتجار بأدوات الاستثمار الأخرى المتعددة، وهذا الانخفاض راجع إلى أن أغلب صفقات البيع الخاصة بالأوراق المالية تتم عن طريق الهواتف المحمولة والأجهزة الذكية، وهو ما يوفر على المستثمرين الكثير من النفقات، فضلا عن أن الاستثمار في الأوراق المالية لا تكلف صاحبها نفقات تخزين وصيانة.

¹ إبراهيم متولي حسن المغربي، دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي من منظور الاقتصاد الإسلامي والأنظمة الاقتصادية المعاصرة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 247.

كما، تتسم الأسواق الخاصة بالأوراق المالية بالكفاءة والتنظيم، النادرين في الاستثمارات الأخرى، حيث تمتلك السوق الأولية والثانوية وكذلك العديد من الأسواق الدولية، التي تتمتع بالمرونة في عملية التداول.

إضافة لذلك، تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهل شركة معينة وسنداتها غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا ما يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب العائد المحقق من كل ورقة.

الفرع الثاني: أسس الاستثمار في القيم المنقولة

تتجلى خصوصية الاستثمار في القيم المنقولة في ارتباطه بفكرتين متلازمتين، وهما العائد أو الربح الذي يسعى إلى تحقيقه المستثمر (أولاً)، في مقابل المخاطر المحتمل مواجهتها (ثانياً)، مع تسابقه مع الزمن باعتباره عنصر ضروري (ثالثاً)، خاصة في ظل ارتباط الاستثمار بالقيم المنقولة أو توظيفها، في إطار ما يعرف بالمحفظة الاستثمارية التي لا يمكن إدارتها إلا بتوافر مقومات معينة لنجاحها (رابعاً).

أولاً) العائد: يعبر العائد عن المقابل الذي يطمح المستثمر في الحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله¹، ويعتبر الهدف الرئيسي للاستثمار، يتضمن الأرباح الجارية والمكاسب (أو الخسائر)، كما يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم ويعبر عنه -عادة- بنسبة مئوية من الأموال التي المستثمر فيها².

تفترض التفرقة بين العائد المتوقع والعائد الفعلي، حيث يشير المفهوم الأول إلى العائد المتوقع الحصول عليه مستقبلاً، في حين يطلق المفهوم الثاني على العائد الذي حققه

¹ سعاد سعيد غزال، مرجع سابق، ص 178.

² قيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2002، ص 230.

المستثمر فعلا، ومنه، يستهدف المستثمر تحقيق عائد متوقع، وإن في النهاية يحصل على العائد الفعلي، الذي يكون أعلى أو أقل مما كان متوقعا، ومنه، تبرز بشكل جلي درجة الخطر المرتبطة بالاستثمار، أي تقلب العوائد المحتملة والناجمة عن عملية الاستثمار¹.

ثانياً) المخاطر: يمكن تعريف المخاطر، على أنها، عدم انتظام العوائد الخاصة بالأوراق المالية، وتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال للمستثمر الذي يشكل عنصر المخاطرة، المرتبط أساسا بحالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية²، وبمعنى آخر، تنشأ المخاطر عن عدم التأكد، واحتمال تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع من الاستثمار³، وهو ما دفع بعض التشريعات مثل التشريع الفرنسي، إلى استحداث تأمين المستثمرين للأدوات المالية المركبة المودعة في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، نظرا لما ينطوي عليه الاستثمار فيها من مخاطر⁴.

تجدر الإشارة إلى أن لكل استثمار درجة معينة من المخاطر، وأن كان كل ما يسعى إليه المستثمر هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول من المخاطر، لذا نجد بعض المستثمرين يفضلون عدم الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة، والتي تقابلها مخاطر محتملة مرتفعة، خاصة وأن الاستثمار في الأسهم ينطوي على درجة عالية من المخاطرة مقارنة بالاستثمار بالأدوات الاستثمارية الأخرى، نظرا لطبيعة التقلبات المرتبطة بالتغير في الأوضاع الاقتصادية، التي تتعرض لها أسواق الأسهم⁵.

¹ محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 21.

² سعاد سعيد غزال، مرجع سابق، ص 117.

³ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، ط 5، دار وائل للطباعة، الأردن، 2013 ص 99.

⁴ Hubert de vuplane : « **Droit des marchés Financières, commercialisation de produits complexes:** les positions de L'AMF et de L'ACP », Revue de banque et Droit, N°141, Paris, janvier- février 2012, P26.

⁵ طاهر لفي النويران، بناء المحافظ الاستثمارية وفقا لتفضيلات المستثمرين تجاه العائد وفي المخاطرة في بورصة عمان -دراسة تطبيقية -، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة البيت لعام، 2002، ص 24.

ثالثا) عامل الوقت: يعد الوقت من المسلمات المهمة في الاستثمار، فعندما يقوم المستثمر بشراء إحدى الأوراق المالية، فإنه في العادة يحدد الزمن الذي سيحتفظ فيه بهذه الأسهم والسندات، وفقا لأهدافه سواء كان ذلك قصير الأجل أو متوسط الأجل أو طويل الأجل، ويقوم المستثمر بانتقاء فترة زمنية تتناسب مع العائد فضلا عن المخاطر، وهو ما يتوقف على طبيعة السهم، فأسهم بعض الشركات لا تعطي نتائجها الأولى، وإن كانت تصبح استثمارات جيدة بعد فترة ثلاث أو أربع سنوات، ومن هنا كان عامل الزمن مرتبط بنوع الشركة ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطوره.¹

رابعا) نجاح المحفظة المالية الاستثمارية: تعتبر المحفظة المالية الاستثمارية أسلوبا حديثا لتنظيم العائد والتقليل من المخاطر²، وبالرجوع إلى التشريع الجزائري لا يوجد ما يصرح عليه المحفظة المالية الاستثمارية³.

عرف الاقتصاديون المعاصرون المحفظة المالية الاستثمارية، بأنها تشكيلة من الأوراق المالية المتنوعة، يتم اختيارها بعناية ودقة فائقتين لتحقيق الغاية من تشكيلها، متمثلة في الأسهم والسندات والقيم المنقولة الأخرى، بغرض تحقيق أكبر عائد وخصم ممكنين، وقد يدير هذه المحفظة المستثمر بنفسه أو ينوب عنه شخص أو شركة⁴.

¹ قيصر عبد الكريم الهبتي، مرجع سابق، ص 232.

² أبرز من أسهم في بناء المحفظة الاستثمارية نجد "ماركوفيتز Marcowitz"، الذي وضعها عام 1964، ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة والتطوير مثل شارب Charpe و"ترينور - Turnur"، لمزيد من التفاصيل يمكن مراجعة: الظاهر لوي النويران، مرجع سابق، ص 31.

³ MANSOURI Mansour: La bourse des valeurs mobilières D'Alger, Edition distribution HOUMA, Alger, 2005, P 66.

⁴ وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص 23.

يمكن تعريف المحفظة المالية الاستثمارية، أيضا، على أنها عبارة عن سلّة من الأوراق المالية لشركات مختلفة يتم اختيارها وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن¹.

يحكم تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية الاستثمارية، عدة مقومات هامة، أهمها التنويع والجودة والعائد المحقق، وهذه المبادئ تعتبر مؤشرات ينبغي على الراغبين في تكوين وإدارة أي محفظة مالية أن يأخذوها بعين الاعتبار حتى يتحقق الهدف من الاستثمار في المحفظة وذلك بالحصول على عائد الأرباح الوفير مع تجنب مخاطر الاستثمار.

المطلب الثاني:

دور استثمار القيم المنقولة في تمويل الشركات

تعد عملية التمويل بما تتضمنه من بحث على مصادر التمويل والموازنة بينها لاختيار أفضلها، عملية معقدة ومهمة في نفس الوقت، خاصة بالنسبة للمشاريع الكبرى مما يقتضي كفاءة مادية وبشرية، على اعتبار ما لهذا الموضوع من أثر بالغ على مستقبل الشركة واستمرارها، وتعتبر الأهم والسندات من أهم وسائل تمويل هذه الأخيرة (الفرع الأول)، خاصة إذا ما أخذنا بعين الاعتبار خصوصيات شركات المساهمة التي تلعب دورا بارزا في تنشيط حركة السوق (الفرع الثاني).

¹ يوسفات علي، "اختيار مكونات المحفظة المالية باستخدام البرمجة التريبيعية، دراسة على بعض أسهم وسندات بورصة الجزائر"، مجلة المدرسة العليا للتجارة، الإصلاحات الاقتصادية، عدد 10، 2011، ص 89.

الفرع الأول: دور الأسهم والسندات في تمويل الشركات

يعرف التمويل على أنه مجموع الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والتجارية¹، وباعتبار الاستثمار في القيم المنقولة من قبيل الاستثمارات طويلة الأجل، لابد من تحديد عوامل التمويل طويل الأجل عامة (أولاً)، للوقوف على مكانة الأسهم والسندات في تمويل الشركات التجارية (ثانياً).

أولاً : عوامل تحديد التمويل طويل الأجل

يعد الاستثمار في القيم المنقولة بطبيعته استثماراً طويل الأجل، يحتاج المستثمر فيه إلى مدة طويلة نسبياً لكي يكتسب فوائده ومزاياه، ونظراً لقيام منظمات الأعمال على مبدأ الاستمرارية والتوسع، فإنها تحتاج وبشكل مستمر إلى رؤوس أموال لاستثماراتها، في شكل أصول مختلفة من معدات وآلات ومباني ومخزون وغيرها من الأصول اللازمة لتنفيذ الخطط، والتي تتراكم على مدار الدورات المالية لتصبح على ما هي عليه في أي لحظة زمنية².

ومنه، تظهر أهمية التمويل طويل الأجل للمشروع، حيث يتعين على المؤسسة قبل حصولها على هذا التمويل، أن تراعي بعضاً من العوامل المهمة التي من شأنها الزيادة أي تحقيق النمو والتوسع هذه العوامل هي:

¹ فضيلة زواوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2009، ص17.

² خالد الراوي عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، د.ط، دار المناهج، الأردن، 2017، ص21.

- أثر المديونية على الأرباح إذا رغبت المؤسسة التمويل بإصدار السندات مثلاً، أي مدى تحمل مركزها المالي للاقتراض بالطريقة التي تعظم العائد من هذه الاستثمارات لمستوى مقبول من الخطر¹.
- على مدير التمويل، التخطيط المسبق للحصول على الأموال اللازمة إضافة إلى تعظيم المنفعة من استخدام تلك الأموال، لأن وظيفة التمويل تهتم بتسيير حقيبة الاستثمارات لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل.
- الملائمة، ويقصد بها تحقيق التوازن والتناسب بين طبيعة الاستخدام وطبيعة المصدر، فالقاعدة العامة في التمويل، أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر تمويل طويلة الأجل كأموال الملكية والقروض طويلة الأجل².
- الخطر، وهو على نوعان، خطر التشغيل وخطر التمويل، حيث تؤدي زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات الشركة إلى زيادة أعباء خدمة الدين، مما يعرض الشركة للمخاطر في حالة العجز عن خدمة الدين.
- الإدارة والسيطرة، حيث أن أغلب المالكين للشركة يفضلون التمويل بالقروض بدل التمويل بالملكية، لأن ذلك يؤدي إلى وصول متدخلين جدد في الإدارة، مما قد يسبب التشتت في اتخاذ قرار التمويل، وإن كان الإفراط في الاقتراض يؤدي إلى إثقال كاهل الشركة بالمديونية.
- المرونة، وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المفترضة وحجم ونوع التمويل وذلك تبعاً للمتغيرات.
- التوقيت، وهو حصول الشركة على الأموال الكافية في الوقت المناسب وبأقل التكاليف، فمثلاً في حالة انخفاض نسبة الفوائد على الديون تلجأ الشركة للاقتراض.

¹ فضيلة زاوي، مرجع سابق، ص 31.

² خالد الراوي وآخرون، مرجع سابق، ص 23.

- الظروف الاقتصادية، حيث يشجع الرواج الاقتصادي الشركة على الاقتراض بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال، كما يساعد حجم المؤسسة وسمعتها على حصولها على ثقة المتعاملين¹.

ثانيا : مكانة الأسهم والسندات في تمويل الشركات

يعدّ الاختلاف بين الأسهم والسندات من أهم العوامل التي تساعد الشركة في اختيار مصدر التمويل المناسب، يعني هل تصدر الشركة أسهم أو سندات.

قد تعتمد الشركة لإصدار أسهم لزيادة رأس مالها، ولكن قد تستحيل العملية من الناحية العملية، لأن هذه الأسهم قد لا تلقى الإقبال من الأفراد بسبب وضعية الجهة المصدرة، كضعف معدلات الأرباح، كما أن الشركات نفسها قد لا ترعب في اللجوء إلى هذا المصدر بهدف تجنب إدخال مساهمين جدد إلى الشركة، وبالتالي إحداث تغيير في الكيفية الحالية لتوزيع الأسهم، فضلا عن أن المتطلبات المالية قد تكون لها صفة مؤقتة مما يجعل عملية الإقراض أفضل من إصدار أسهم جديدة².

فمثلا، عندما ترغب الشركة في زيادة رأس مالها عن طريق إصدار الأسهم، فإن هذه العملية تكلفها أموالا إضافية، تتمثل في تكلفة الإصدار التي تشمل المصروفات الإدارية ورسوم التسجيل القانونية الأخرى التي تمنح للمشتريين لتشجيعهم على شراء الورقة المالية.

وإن كان إصدارها للسندات قد يتولد عنه إعفاء ضريبي، يمكن اعتباره من مداخل الشركة، ذلك أنه يتعين على الشركة أن تضع هيكل تمويل مسبق، تلتزم به عند تمويل الاقتراحات الاستثمارية المستقبلية، فإذا كان هيكل رأس المال المستهدف يتكون من 40 % قروض و 60% حقوق ملكية، ينبغي تمويل أي اقتراح استثماري بنفس هذه التشكيلة من

¹ خالد الراوي وآخرون، مرجع سابق، ص 24.

² مروان عطون، مرجع سابق، ص 65.

الأموال، كما أن قبول الاقتراح الاستشاري أو رفضه يتوقف على صافي حجم التدفقات النقدية المتولدة عنه وعلى تكلفة الأموال التي تستخدم في تمويله¹.

ومنه، إذن يمكن إيجاز مزايا وعيوب التمويل بالأسهم وبالسندات فيما يلي:

(أ) مزايا وعيوب التمويل بالأسهم: يمكن إجمال مزايا وعيوب التمويل بالأسهم في النقاط التالية:

(1) مزايا التمويل بالأسهم:

لا تلتزم الشركة بتوزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة إلا إذا تحققت واتخذ قرار بتوزيعها، لذلك فهي لا تمثل عبئا على الشركة، وتعتبر الأسهم حق من حقوق الملكية، وهي تمثل ضمانا للدائنين، وبما أنها وسيلة تمويل طويلة الأجل فالشركة غير ملزمة برد قيمتها في موعد محدد، وبالنسبة للأسهم الممتازة يحصل حملتها قبل حملة الأسهم العادية على الأرباح قبل أي توزيعات².

(2) عيوب التمويل بالأسهم

يمكن إيجازها في ما يلي:

-ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة بسبب العائد المرتفع الذي يطلبه حملة هذه الأسهم، والسبب الثاني هو المخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة.

¹ إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، د ط، جامعة طنطا، مصر، 2015، ص ص 392-396.

² حسني علي خربوش، محفوظ أحمد جودة، عبد المعطي رضا، الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية 2012، ص ص 59-70.

- لا تعتبر أرباح الأسهم من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة فهي بذلك لا يتولد عنها أي اقتصاديات ضريبية.¹

- توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم بالنسبة للأسهم الممتازة، والأرباح الموزعة على حملتها تدفع على الأرباح الصافية بعد الضريبة، كما أنهم ليس لهم الحق بالمشاركة في الإدارة.²

(ب) **مزايا وعيوب التمويل بالسندات:** وتتمثل فيما يلي:

1) مزايا التمويل بالسندات: قد تفضل الشركة إصدار سندات حيث لا تمنح لأصحابها حق التدخل في إدارة الشركة أو اختيار مجلس إدارتها أو التصويت على قراراتها. أما بالنسبة للمستثمر عادة ما يفضل شراء السندات لعدة أسباب، أهمها أنها تمنح عائد مستقر بمعدل الفائدة الاسمي المحدد بالسند، حيث لا يمكن أن يتغير بغض النظر عن التغيرات في أي قطاع من النظام المالي.³

في مقابل المزايا التي يتمتع بها التمويل بالسندات، يتجلى مظهرها السلبي في جملة العيوب التي تعتريه.

2) عيوب التمويل بالسندات: قد يشكل العائد المستقر الذي تكفله الشركة لصاحب السند عبئا عمى كاهلها، خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تمر بمرحلة ركود اقتصادي.

¹ يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016، ص 63.

² حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص 70.

³ يوسف مسعداوي، مرجع سابق، ص ص 70-71.

الفرع الثاني: دور شركات المساهمة في تنشيط حركة السوق

تعتبر الأسواق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات إلى استثمارات، كونها تعمل على استثمار أموال الأفراد والمؤسسات من خلال شراء الأوراق المالية، حصصاً في رأسمال، أو سندات.

تظهر أهمية أسواق الأوراق المالية في قدرتها على توفير السيولة اللازمة للمشاريع الكبرى، خاصة من خلال إشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم للاكتتاب فيها، ومنه، تبرز أهمية تقديم السوق الأولية (أولاً)، للوصول لمكانة شركة المساهمة في تنشيط حركة السوق باعتبارها بيئة استثمار القيم المنقولة (ثانياً).

أولاً: تعريف السوق الأولية

السوق الأولية، أو ما يطلق عليها سوق الإصدار، أو سوق الورقة الجديدة التي يتم الاكتتاب فيها لأول مرة، وهي تلك السوق التي تهتم بإنشاء الأوراق المالية، وتصدر الصكوك عادة من المشروعات العامة أو الخاصة¹.

تعرف أيضاً، السوق الأولية، على أنها، أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات وتنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال وبين تلك المشروعات، هنا يظهر توظيف المدخرات في شراء أسهم وسندات، حيث أن كل مستثمر في السوق الأولية إنما يريد أن يتخلص من السيولة المدخرة ويحولها إلى سيولة مجمدة تتمثل في السهم والسندات، وهو يبحث من خلال ذلك على تحقيق عائداً على الأصول المستثمرة يتمثل في قيمة الفائدة².

¹ سيد طه بدوي محمد، عمليات البورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من وجهة القانونية، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2009، ص 70.

² رابح حريزي، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس، الجزائر، ص 144.

نظراً لأهمية عملية الاكتتاب البالغة بالنسبة للجمهور، عادة ما تخضعها التشريعات لجملة من الشروط الموضوعية والإجرائية الهدف منها إبراز المركز المالي الحقيقي، وإرساء نوع من الضمانات للراغبين في الاكتتاب في الأوراق المالية، تفادياً لأي تحايل من خلال إظهار مراكز مالية وهمية توهي بالأهمية البالغة للمشروع¹.

وعليه، تنظم السلطات المختصة في الدول أسلوب إصدار الأوراق المالية، وتحدد الجهات المرخص لها بذلك، لتبين شروط الإصدار، وما ينجم عنه من حقوق والتزامات على طرفي العملية².

ثانياً: دور شركة المساهمة في تنشيط السوق

انطلاقاً مما سبق، يتجلى ويبرز بل ويتعاظم دور شركة المساهمة، باعتبارها من أفضل التنظيمات الاقتصادية التي يمكن من خلالها توفير أكبر قدر ممكن من المدخرات وتوظيفها في المجالات الاقتصادية المنتجة، كونها تقوم على أساس تجميع الأموال اللازمة، من خلال طرح رؤوس أموالها للاكتتاب العام من قبل الجمهور، مما يتيح للجميع المشاركة بمدخراتهم في امتلاك مجموعة من أسهم الشركة وتشجيعهم على النشاط الاستثماري عن طريق الدخول للبورصة.

تعدّ شركة المساهمة عنصراً أساسياً في خلق سوق مالية متطورة للتداول، وأداة مهمة يمكن استخدامها بفاعلية في توجيه مزيد من الموارد المالية نحو الاستثمار والتشغيل، فضلاً عن توظيف الفوائض المالية في هذا النوع من الشركات، ذلك أن شركة المساهمة وبما تملكه من مزايا تجعلها في مقدمة شركات الأموال، فعلى المستوى العالمي فهي التنظيم الاقتصادي الذي ساهم في ازدهار الأسواق المالية الأولية والثانوية، فهي القادرة على جلب المدخرات

¹ سيد طه بدوي، مرجع سابق، ص 72

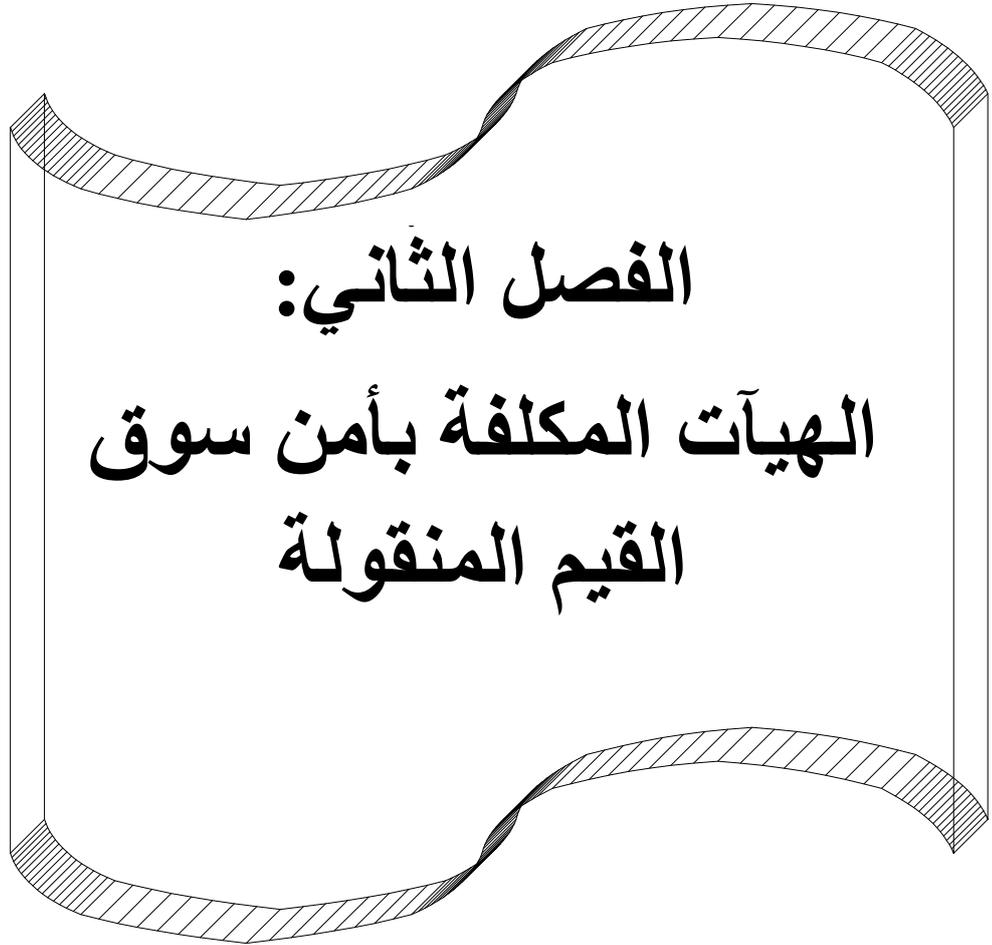
² عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، د س ن، ص 25.

من المستثمرين، حيث يمكنها طرح أسهمها للاكتتاب لتستوعب أكبر عدد من المساهمين، وهي أيضا تمنح الحرية للمساهم للخروج منها متى رغب، خاصة وأن المسؤولية المحدودة للمساهمين أثرت بشكل كبير على انتشار هذا النوع من الشركات.

عادة ما يكون المكتتب في سوق الإصدار عبارة عن أفراد أو مؤسسات مالية، غير أنه قد تكتتب بعض المؤسسات المالية كالبنوك في تلك الأوراق، بكميات كبيرة لتعيد بيعها بعد ذلك للجمهور في سوق البورصة بكميات صغيرة، وعلى فترات، لتحقيق فوائد من بيع الورقة المالية بأعلى من سعرها في سوق التداول.

كما تتحقق فوائد لجهة الإصدار بالتقليل من عناء تصريف كميات كبيرة من الصكوك، ومن احتمال التغطية الجزئية للاكتتاب، بما يمثله ذلك من إساءة لسمعتها، خاصة وأنّ تحقيق إصدار جيد للأوراق المالية مبني أساسا على فحص حاجة الشركة للتمويل، عن طريق دراسة جميع خصائصها المالية والتشغيلية ومقدرتها وهيكل إدارتها¹.

¹ سيد طه بدوي، مرجع سابق، ص 71.



الفصل الثاني:

الهيآت المكلفة بأمن سوق القيم المنقولة

تتولى آليات السوق تحديد العمليات الجارية في البورصة، والمتمثلة في أوامر البيع والشراء وآليات التسعير، وتقسيم العمليات في البورصة، وقد أوكل المشرع مهمة ضبط ورقابة سوق القيم المنقولة إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وذلك من خلال الإطلاع بحسن سير هذه السوق وضمان شفافيتها وكذا حماية المستثمرين في مجال القيم المنقولة أو المنتجات المالية، حيث منح المشرع للجنة جملة من السلطات على رأسها السلطة التنظيمية عن طريق إصدار أنظمة ملزمة، تتعلق بسير العمليات والصفقات داخل البورصة وتنظم سلوك المتدخلين فيها، وسلطة الرقابة حيث تتولى إصدار قرارات فردية كقرار الاعتماد أو الالتحاق بالسوق، إلى جانب تمتعها بسلطة إجراء تحقيقات بغية المراقبة وضمان التنفيذ (المبحث الأول).

تتطلب العمليات التي تتم على مستوى السوق المالية الجزائرية رقابة وتنظيم لضمان سير العمليات بواسطة هيئات منظمة للبورصة، كشركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي أصبحت نظاما حتميا في الجزائر، وهذا من خلال تأثيرها الكبير في الإقتصاد الوطني والدولي، فهي بمثابة جسر العبور لتداول الأوراق المالية من خلال التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة، وهي الشركة الوحيدة المسيرة للبورصة في الجزائر (المبحث الثاني).

المبحث الأول:

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

يتطلب الإستثمار في البورصة اللجوء إلى خدمات ووسطاء في عمليات البورصة، وهم هيئات مرخص لها من سلطة مراقبة سوق القيم المنقولة في الجزائر، تتجسد في لجنة تنظيم عمليات بورصة القيم المنقولة¹.

تم إنشاء اللجنة في إطار إرساء قواعد اقتصاد السوق، وإعادة النظر في وظائف الدولة، وتكييفها مع التحولات العالمية الجديدة، ذلك أنه من بين أهم الشروط التي يقتضيها الإصلاح الاقتصادي الفعال تأسيس بورصة القيم المنقولة وهو ما يتطلب الوقوف عند تحديد ماهية هذه اللجنة (المطلب الأول).

خوّل المشرع الجزائري للجنة مهمة حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة، والسير الحسن للسوق وشفافيته، كما منحت سلطة مراقبة احترام التنظيمات السارية باعتبارها تسعى لضمان أمن وسلامة السوق، وبذلك تعد ضمانا للمستثمر (المطلب الثاني).

المطلب الأول:

ماهية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

تعتبر بورصة القيم المنقولة من أهم مميزات الاقتصاد الرأسمالي، ورغم ذلك فإن بورصة الجزائر لم يتم استحداثها إلا في 1990، ولم تشرع ممارسة نشاطها الفعلي بتداول القيم المنقولة إلا في سنة 1990، ولأن نجاح أية بورصة للقيم المنقولة مرهونة بمدى أعمال

¹ فيما يلي نعتد على مصطلح اللجنة التي يقصد بها: لجنة تنظيم عمليات بورصة القيم المنقولة نظرا لطول تسميتها المعتمدة من قبل المشرع الجزائري.

الشفافية الكافية في تعاملاتها وضمأن المساواة، في إطار إرساء نوع من التنافس بين جميع الأعوان الاقتصادية، وهو ما تطلب تزويد هذه البورصة بالوسائل والآليات الكفيلة بضمأن حسن أدائها لمهامها، وهو تجسد عن طريق تنصيب سلطة إدارية مستقلة على رأس سوق القيم المنقولة وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ونظرا لدورها الفعال لآبد من التعرض لتشكيلها نجاعتها لاضطلاع بمهامها بكل حرية وفعالية (الفرع الاول)، ومن التوصل لتحديد طبيعتها القانونية (الفرع الثاني).

الفرع الأول: تشكيلة لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها

بادر المشرع الجزائري إلى تحديد تشكيلة اللجنة بموجب أحكام المرسوم التشريعي رقم 10-93، يتعلق ببورصة القيم المنقولة المذكور أعلاه، أن حدد صفة أعضائها (أولا) فضلا عن هيكلتها (ثانيا).

أولا: صفة الأعضاء

عد المشرع الجزائري إلى تحديد صفة أعضاء اللجنة بموجب أحكام المرسوم التنفيذي رقم 10-93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وراع في ذلك إرساء تركيبة ملائمة تعكس متطلبات وخصوصيات السوق المالية.

هدف المشرع إلى إنشاء هيئة تضم أعضاء وأعوان قادرين على تنظيم ومراقبة العمليات المتعلقة بالمجالين البورصي والمالي، وتضمنت المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 10-93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة قبل تعديله، تشكيلة اللجنة المكونة من رئيس وستة أعضاء، منها المقترحة ومنها المختارة، كما يلي:

-قاضي يقترحه وزير العدل

-عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر

- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة
- عضوان يختاران لمالهما من خبرة اكتسباها في المجال المالي، البنكي، البورصي
- لكن بالرجوع إلى القانون 03-04، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة نجد ان المشرع كرس العدد نفسه في التشكيلة، إلا انه احدث بعض التغيرات التي مست بصفة الأعضاء، لتصبح التشكيلة كما يلي¹:
- رئيس معين لعهدة تدوم لأربع سنوات بموجب مرسوم تنفيذي يتحدد في مجلس الحكومة بناء على إقتراح الوزير المكلف بالمالية، وتنتهي مهامه بالطريقة نفسها².
- قاضي يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصفي الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

¹ المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق بالقيم المنقولة، المعدلة بالمادة 13 من القانون 03-04، مرجع سابق.

² المادتين 2 و3 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175، المؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المواد 21 و22 و29 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 41 صادر بتاريخ 26 جوان 1994.

يتم تعيينهم بموجب قرار من الوزير المكلف بالمالية لعهدة تدوم 4 سنوات، وتنتهي مهامهم بالطريقة نفسها¹، ويجدد نصف تشكيلة اللجنة ماعدا الرئيس كل سنتين والتجديد لا يكون طول مدة الانتداب الأول لممارسة اللجنة².

تستدعي، تشكيلة اللجنة على هذا المنوال، منّا إبراز بعض الملاحظات، فأعضاء اللجنة يمثلون عدة قطاعات قريبة من المجال المالي والبورصة، أي يعينون حسب قدراتهم في هذين المجالين، فهم مختارون بالنظر إلى معرفتهم وتخصصهم، الشيء الذي يسمح بالنظر إلى مركزهم القانوني وسمعتهم بخلق الثقة بين الجمهور³.

راع المشرع في تركيبة أعضاء اللجنة توفر صفات تعكس متطلبات وخصوصيات السوق المالية، من خلال أعضاء وأعوان قادرين على تنظيم ومراقبة العمليات المتعلقة بالمجال المالي والبورصي، وهو ما يتطلب نوعا من التخصص ودراية خاصة بأصول السوق المالية، كما يلاحظ تعدد طرق تعيين الأعضاء، فهناك أعضاء يعينون بناء على إقتراح جهات معينة، أو على أساس قائمة محددة، إضافة إلى إدخال العنصر القضائي في التشكيلة، وإن كان لا يضيف على اللجنة الصفة القضائية إلا أنه يلعب دورا مهما خاصة فيما يتعلق بفض النزاعات التي تكون اللجنة طرفا فيها⁴.

¹ المادة 6 من المرسوم التنفيذي 94-175 يتضمن تطبيق المواد 21 و22 و29 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مرجع نفسه.

² المادتان 23 و62 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

³ **GENTOT Michel**: Les autorités administratives indépendantes, Edition Montchrestien, Paris, 1991, P55.

⁴ آيت مولود فاتح، مرجع سابق، ص ص 161-162.

تتميز اللجنة أيضاً، بتشكيلة مركبة جماعية، تعتبر أحد العوامل القوية المدعومة لاستقلاليتها، لما لها من دور فعال في إرساء نوع من التنازل بين مصالح مختلف السلطات والجهات المشكل منها أعضاؤها¹.

ثانياً: هيكل اللجنة

تنص المادة 29 من المرسوم التشريعي 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المذكور أعلاه، على أنه تكون للجنة قصد تسييرها أمانة مزودة بمصالح إدارية وتقنية²، أما عن تنظيم هذه المصالح وسيرها ووضعيتها مستخدمياً القانونية، فقد أحالتنا الفقرة الثانية من نفس المادة إلى اللائحة التي تصدرها اللجنة، وتشمل هذه المصالح حسب المادة 2 من النظام رقم 2000-03، يتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها³، ما يلي:

- الأمين العام الذي تلحق به خلية الاتصال والعلاقات العامة

- مستشار لدى رئيس اللجنة

- الهياكل التالية:

-مديرية تطوير ومراقبة السوق

¹ حفيظة زوار، مرجع سابق، ص 15.

² عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دراسة تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظام الأمريكي والفرنسي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص114.

³ نظام رقم 2000-03، مؤرخ في 28 سبتمبر 2000، يتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها، الملحق بالقرار المؤرخ في 4 جانفي 2001، يتضمن المصادقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 2000-03، المؤرخ في 29 جمادى الثانية عام 1421 الموافق لـ 28 سبتمبر سنة 2000 والمتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر عدد 8، صادر بتاريخ 31 جانفي 2001.

-مديرية الإعلام والعمليات المالية

-مديرية الشؤون القانونية والإدارية

تسمح، هذه المديریات بدون شك بالتكفل الفعلي بالوظائف المخولة قانونا للجنة من أجل حسن سير السوق وحماية ادخار المستثمر في القيم المنقولة¹، ويتم تنشيط وتنسيق المصالح الإدارية والتقنية من طرف الأمين العام تحت سلطة رئيس اللجنة اعتبارا لنص المادة 4 من نفس النظام، وتسنّد إدارة هياكل اللجنة إلى مديرين يساعدهم في تأدية مهامهم حسب المادة 5 من نفس النظام.

الفرع الثاني: الطبيعة القانونية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

استحدثت المشرع الجزائري اللجنة بموجب المادة 20 من المرسوم التنفيذي رقم 93-10 يتعلق ببورصة القيم المنقولة²، إلا أنه لم يقدم لها تعريفا ولم يفصح بصريح العبارة عن طبيعتها القانونية، حيث تنص المادة 20 المذكورة أعلاه على أنه: "تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي".

أمام غياب موقف صريح من المشرع الجزائري بخصوص التكييف القانوني للجنة، نحاول تحديد هذا الأخير استنادا إلى العناصر المذكورة في المادة 20 أعلاه، فضلا عن مهامها بالاستناد إلى المؤشرات التي تنبثق من السلطات المخول لها، فضلا عن النظام القانوني الذي يخضع لها أعضاؤها ومستخدميها، وهو ما تولد عنه رأيان، رأي ينادي

¹ المادة 29 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

² المادة 20 من المرسوم التنفيذي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدلة، بموجب المادة 12 من القانون 04-03، المؤرخ في 17 فيفري 2003، ج ر عدد 11، صادر بتاريخ 19 فيفري 2003.

بالطبيعة القضائية للجنة (أولا)، رأي آخر ينادي بطبيعتها الإدارية على أساس اعتبارها سلطة إدارية مستقلة (ثانيا)

أولا: اللجنة سلطة قضائية

لا يعد تواجد العنصر القضائي في تشكيلة اللجنة معيارا كافيا للقول أنها سلطة قضائية، بدليل أننا نجد المجلس الأعلى للقضاء مشكلا بتركيبة قضائية إلا أنه ليس بسلطة قضائية¹، كما أن كيفية تعيين العنصر القضائي في اللجنة وباقي الأعضاء خير دليل على الطابع غير القضائي لهذه الأخيرة.

من جهة أخرى، إذا كانت استقلالية القضاء أما السلطة التشريعية مكرسة دستوريا، فإنه يجب أن تبرز من خلال سلطات التعيين، النقل، الترقية والتأديب²، وهو الشيء الذي يغيب في اللجنة، حيث يتم التعيين من طرف سلطة تنفيذية.

كما أن الجزاء الذي تتمتع به اللجنة ينحصر في عقوبات تأديبية، كالإنذار والغرامات المالية دون أن يتعدى الأمر إلى توقيع عقوبات سالبة للحرية، التي تظل من اختصاص السلطة القضائية، حيث تختص اللجنة بالنظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية الوضاء في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها.

في هذا الإطار، أستحدثت المشرع غرفة تأديبية ضمن اللجنة، بموجب المادة 51 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة³، تتألف من عضوين منتخبين

¹ مرسوم تشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

² راجع المادة 181 من دستور الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الصادر بموجب المرسوم الرئاسي رقم 96-438، المؤرخ في 7 ديسمبر 1996، يتعلق بإصدار تعديل الدستور المصادق عليها في استفتاء 28 نوفمبر 1996، في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، ج ر عدد 76، صادر بتاريخ 8 ديسمبر 1996، المعدل والمتمم بالمرسوم الرئاسي رقم 20-442، المؤرخ في 30 ديسمبر 2020، ج ر عدد 82، صادر بتاريخ 30 ديسمبر 2020.

³ مرسوم تشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

من بين أعضاء اللجنة طول مدة انتدابها، وقاضيان يعينهما وزير العدل، تحت رئاسة رئيس اللجنة، تتولى النظر في كل نزاع ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق البورصة الذي يقع بين الوسطاء في عمليات البورصة، وبين الوسطاء وشركة تسيير بورصة القيمة المنقولة، وبين الوسطاء وزبائنهم، على غرار النزاعات التي تنشأ بين الوسطاء والشركات المصدرة.

زودت اللجنة بهذه السلطات ضمان لاستقلاليتها الوظيفية وعدم تبعيتها لأي جهاز تشريعي كان تنفيذيا أو قضائيا في ممارستها لمهامها، خاصة وأنها مهام دقيقة تتطلب دراية وإدارة متخصصة لحماية الادخار في القيم المنقولة، فضلا عن السير الحسن للسوق وشفافيتها¹.

بالرغم من الإجراءات المتبعة أمام اللجنة، التي تشبه تلك المتبعة أمام القضاء، مثل احترام حقوق الدفاع²، إلا أن ذلك لا يعني أن اللجنة سلطة قضائية، فهناك الكثير من الهيئات الإدارية التي تحترم هذا الإجراء رغم طابعها الإداري، لأن الهدف منه هو ضمان حقوق وحرريات الأفراد وحمايتهم ومنع التعسف والتعدي عليها، ومنه يمكن التوصل إلى أن اللجنة ليست بسلطة قضائية.

ثانيا: اللجنة سلطة إدارية

تتمتع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالشخصية المعنوية³ لهذا يتم تكييفها على أنها مؤسسة عامة تسهر على حماية ادخار المستثمر في القيم المنقولة، وتسهر على ضمان السير الحسن في السوق المالية.

¹ المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

² المادتين 38 و53 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

³ المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

هذه المهام تعود أصلا للدولة التي تمارسها عن طريق اللجنة، التي تمثل وسيلة تدخل الدولة في المجال المالي والبورصة، وبذلك لا يمكن أن تباشر عمل اللجنة مؤسسة خاصة، وهي بذلك (اللجنة) سلطة إدارية وليست قضائية، حيث تتمتع بسلطة إصدار أنظمة وقرارات فردية، وتسهر على تنفيذ هذه القرارات والاختصاص في منازعتها يعود إلى القضاء الإداري وباعتبارها لا تخضع لأية رقابة سلمية كانت أو وصائية فهي سلطة إدارية مستقلة¹.

وعليه، اعتبارا من نص المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، فاللجنة عبارة عن سلطة ضبط في المجال الاقتصادي، وباعتبار سلطات الضبط -عادة- ما تمارس من طرف هيئات إدارية، فمن الطبيعي إضفاء وإصباح الصفة الإدارية على اللجنة، فمنه، إدراجها ضمن طائفة السلطات الإدارية المستقلة².

المطلب الثاني:

مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

لا يمكن تجسيد فعالية بورصة القيم المنقولة، إلا إذا كانت جملة المعلومات المقيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار، وتسمح بذلك باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعا لهذه الأسعار.

تبقى الشفافية في معلومات البورصة، الهدف المراد بلوغه دوما من طرف السلطات الوصية والوسطاء والمصدرين، وباعتبار اللجنة هي السلطة العليا لسوق القيم المنقولة فإنها تشرف على نشر المعلومات المختلفة في الأوقات المناسبة، وتقديمها لكافة المتعاملين على

¹ ZAOUAIMEA Rachid: « Les autorités indépendantes et la régulation économique », in IDARA, N°28, Alger, 2004, p 30.

² حفيظة زواو، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2004، ص12.

قدم المساواة، حتى تكون لهم نفس الحظوظ وتكون المنافسة حقيقية وبالتالي تتحقق للسوق المالية الفعالية وللمدخرين الحماية.

تتمثل مهمة لجنة تنظيم القيم المنقولة ومراقبتها، في الحرص على حماية الادخار (الفرع الأول)، والسهر على حسن سير السوق وشفافيته (الفرع الثاني).

الفرع الأول: ضمان الشفافية وحماية الادخار

يتحدد الهدف الرئيسي من وجود سلطة ضبط في مجال سوق القيم المنقولة هو السهر على حماية المدخرين، من خلال حماية الإدخار المستثمر في مجال القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار¹، كما أنها تحرص على تنفيذ الالتزام بنشر البيانات اللازمة وتقديم الشروحات الكافية، الدقيقة، والواضحة الخاصة بمشاريع الشركات التي تتطلب الدخول في البورصة، فقبول مؤسسة في البورصة يتوقف على مدى قدرتها على مسايرة الشفافية، على أساس تقديم المعلومات التي ينبغي أن تكون دقيقة، حقيقية، مسلمة بسرعة، للجميع وبسعر معقول².

وعليه، لا يمكن الحديث عن بورصة فعالة إلا بإرساء بورصة شفافة بشأن المعلومات، على اعتبار أن مصداقية هذه الأخيرة، عاملاً ضرورياً لحسن سير بورصة فعالة، وهذا التجسيد الفعلي لفعالية السوق المالية، فضلاً عن إرساء الحماية اللازمة للمدخرين في مجال القيم المنقولة، فتكلف اللجنة، بالسهر على الحماية اللازمة للمدخرين عن طريق إحاطة الادخار المستثمر في مجال القيم المنقولة بنوع خاص من الحماية، والذي

¹ المادة 10 من المرسوم التشريعي 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

² حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، العدد 41، سنة 1994، ص 121.

لا يتحقق إلا بضمان شفافية نشر المعلومات الكافية والضرورية المضبوطة بمقاييس صارمة، ومراجعة دقيقة¹.

يمكن تقسيم هذه المعلومات إلى صنفين:

أولاً: الإعلام القبلي (السابق)

يتمثل الإعلام القبلي، في المعلومات التي من يتعين نشرها من طرف الشركات والهيآت التي تلجأ لعملية الادخار، عند إصدارها قيماً منقولة، ومن اهم شروط قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، هو قيام المؤسسة المصدرة بالخضوع والالتزام للواجبات الإعلامية التي ينص عليها التشريع الساري المفعول، حيث أنه يقع على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر قيماً منقولة عن طريق لجوءها إلى الادخار علناً، أن تقوم قبل ذلك بنشر مذكرة لإعلام الجمهور²، تخضع لتأشيرة اللجنة، فاختصاص هذه الأخيرة إذن مرتبط بمفهوم النداء العام للادخار، الذي تم توضيحه من خلال المادة 43 من المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة³، التي عدت أربع حالات يكفي توفر إحداها لتعد قرينة على اللجوء من طرف الشركات للادخار علناً، وهي:

- تسجيل سنداتها في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم ابتداء من تاريخ هذا التسجيل.

- اللجوء لتوظيف سنداتها مهما يكن نوعها إما إلى بنوك أو المؤسسات المالية أو

الوسطاء في عمليات البورصة.

- اللجوء إلى أساليب إشهار عادي

¹ حفيظة زوار، مرجع سابق، ص 52.

² جودي صاطوري، أثر كفاءة سوق الاستثمار، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، فرع مالية تخصص علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2006/2005، ص 35.

³ المادة 43 من المرسوم التشريعي 10-39، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

-اللجوء إلى السعي المعسفي.

احتفظ المشرع بموجب المادة 17 من القانون 03-04، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، بالقرينتين الأوليين، وهذا بعد أن تم استكمال القرائن الواردة في المادة 43 من هذا الأخير، بموجب نظام اللجنة المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيآت التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، وقد جاء هذا النظام أيضا، بنفس الفكرة الواردة في لجنة عمليات البورصة الفرنسي مع اختلاف في حدود دائرة الأشخاص، إذ القانون الجزائري حددها ب 100 شخصا بينما نجد القانون الفرنسي حددها ب 300 شخصا، ومما سبق يتضح لنا أن مفهوم النداء العام للادخار المقترح بواسطة المادة 43 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، يركز على الأسلوب المستعمل من أجل تحقيق توزيع السندات على الجمهور.¹

ثانيا: الإعلام البعدي (اللاحق)

يشمل الإعلام البعدي، المعلومات الواجب نشرها من قبل المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، أي تنشرها المؤسسات بعد قبول سنداتھا للتداول في بورصة القيم، فالقبول في البورصة يضع على عاتق المؤسسة المصدرة واجبات إعلامية مستمرة اتجاه المستثمرين، ولهذا الغرض فقد أصدرت اللجنة في إطار مهماتها ضمان الشفافية، وحماية الادخار، النظام رقم 03-2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من قبل المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، الذي يلزم هذه المؤسسات ب:

-القيام بنشر حالاتها السداسية والسنوية في اليوميات ذات التوزيع الوطني، وهذا ما يسمى بالإعلام المرحلي الذي يحتوي على الجداول المالية السنوية كالميزانية وجداول حسابات النتائج، كما يحتوي على تقرير مندوبي الحسابات.

¹ FEDERIE Peltier: Marchés financiers et droit commun, banque Edition, Paris, 1997, p102

- القيام بإعلام الجمهور بكل المعلومات المهمة التي لها تأثير على السندات أو أي حدث يمس نشاط أو تطور وضعية المؤسسة وهو الإعلام المتواصل.

يكتسي هذا النوع من المعلومات أهمية خاصة، باعتباره يسمح بممارسة رقابة مزدوجة، تتمثل في رقابة اللجنة التي تخطر بكل معلومة قبل نشرها، بالإضافة إلى الرقابة التي يمارسها جمهور المساهمين في المؤسسة المصدرة من خلال إطلاعهم على جميع البيانات الواجب نشرها عن طريق الجرائد، وبهذا تتحقق شفافية المعلومات الحسابية والمالية للمؤسسة الذي يعد أمراً لا غنى عنه لنجاح البورصة.¹

الفرع الثاني: ضبط وتسيير سوق القيم المنقولة

تمثل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سلطة سوق القيم المنقولة، باعتبارها الهيئة التي تمارس سلطة الضبط ضمن السوق، فلذلك تسهر على تنظيمها وتسييرها من خلال ما يلي:

أولاً: ممارسة سلطة قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة

يتم قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة من طرف اللجنة بناء على طلب يقدمه المصدر، الذي يجب أن تتوفر فيه جملة من الشروط التي حددتها اللجنة بموجب نظامها رقم 97-03، المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة²، وتتمثل هذه الشروط في:

- يجب أن تكون الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بكاملها.

¹ أيت مولود فاتح، مرجع سابق، ص 21.

² نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97-03، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، الملحق بالقرار المؤرخ في 07 ديسمبر 1997، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-02، ج ر عدد 87، صادر بتاريخ 29 ديسمبر 1997.

- أن يقوم المصدر بنشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول.

- أن تتوفر المؤسسة على هيئة للمراقبة الداخلية.

- يجب أن يوزع وسط الجمهور سندات تمثل 20% من الرأسمال الإجمالي للشركة يوم الإدخال على أبعد تقدير.

- يجب توزيع سندات رأس المال على الجمهور على 300 مساهم على الأقل، يملكون فرادى على الأقل 05% من رأس المال الاجتماعي يوم الإدخال على أبعد تقدير.

- تجري جميع اجتماعات البورصة تحت رقابة اللجنة كما يعود لها القرار في شطب القيم وتعليق سعر الأسهم من اجل ضمان الإعلام وحماية المدخرين.

ثانيا: ممارسة اللجنة لصلاحيات الاعتماد و/أو الرقابة على مختلف المتدخلين في

سوق القيم المنقولة

يتجلى دور اللجنة في ممارسة الاعتماد والرقابة على مختلف المتدخلين في سوق القيم المنقولة، من خلال ما يلي:

1) ضمان احترام قواعد أخلاقيات المهنة: تسهر اللجنة وتفرض حماية سوق القيم المنقولة وتضمن احترام قواعد المهنة من طرف جميع المتعاملين في هذه السوق، حيث خص المشرع اللجنة بصلاحيات تحديد هذه القواعد وصلاحيات التأكد من مدى احترامها مثل وجوب معاملة جميع الزبائن على قدم المساواة وعدم تسريب معلومات سرية في غير محلها¹.

¹ المادة 49 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

(2) ممارسة الرقابة: تمثل اللجنة سلطة رقابة في سوق القيم المنقولة التي تتولى تسيير المعاملات الجارية حول القيم المنقولة في البورصة¹، كما تتولى اللجنة الإشراف والموافقة على الطلبات الجديدة للمساهمة في رأسمال المؤتمن المركزي على السندات بناء على اقتراح مجلس إدارته.

(3) اعتماد ومراقبة الوسطاء في عمليات البورصة: تعد اللجنة السلطة الوحيدة التي تملك صلاحية اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، وفقا للشروط والإجراءات المنصوص عليها بموجب المواد من 05 إلى 14 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، فضلا عن الشروط الواردة في نظام اللجنة رقم 96-03، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، وحددت المدة 06 من الأمر 96-10 المعدل للمرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة²، الأشخاص الذين يمكنهم ممارسة نشاط الوسيط في عمليات البورصة وهم الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، البنوك والمؤسسات المالية.

(4) اعتماد القوانين الأساسية ومشاريع أنظمة هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: تتولى اللجنة اعتماد القوانين الأساسية، ومشاريع أنظمة هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ولا يمكن لهذا الأخير ممارسة أي نشاط دون الحصول مسبقا على الاعتماد، وقد نص المشرع الجزائري على نوعين من المؤسسات³، هما شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصندوق الوطني للتوظيف.

¹ المادة 15 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

² أمر رقم 96-10، مؤرخ في 10 جانفي 1996، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 03 صادر بتاريخ 14 جانفي 1996.

³ أمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996، يتعلق ب (ه.ت.ج.ق.م) للقيم المنقولة (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، ج ر عدد 03 صادر في 14 جانفي 1996.

تهدف اللجنة من خلال مراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة وماسكي الحسابات، إلى ضمان سير السوق حسب القواعد، والقيام بإدارة السندات وتسييرها وفقا للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكمها.

المبحث الثاني:

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تتميز الأسواق المالية بالدقة والحساسية والصعوبة في ان واحد، وهو ما أدى بمعظم الأنظمة الاقتصادية في العالم إلى توكيل مهمة تسييرها لشركات تخضع للقانون الخاص، لما تتمتع به هذه الشركات من خبرة وكفاءة في مجال إدارة السوق وتسييرها، وقد اتبع المشرع الجزائري هذا المنهج بتوكيله مهمة إدارة السوق المالية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ونظرا لأهميتها المرتبطة بمهامها الحساسة فيستلزم الأمر الوقوف عند ماهيتها (المطلب الأول)، فضلا عن توضيح تنظيمها العام (المطلب الثاني).

المطلب الأول:

ماهية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

لم يعرف المشرع الجزائري شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في النصوص القانونية التي تنظم بورصة الجزائر، وهو ما يتطلب التحري في مختلف القوانين ذات صلة (الفرع الأول)، للتوصل لتحديد مختلف المساهمين فيها (الفرع الثاني).

الفرع الأول: التعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تمثل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة، بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها، ونظرا لمكانتها وأهميتها لابد من تعريفها (أولاً) ومن ثم التوصل لأهم خصائصها (ثانياً).

أولاً: تعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

نظراً أن المشرع الجزائري لم يخص شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتعريف خاص، وكذلك الأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وهذا ما يجعلنا أمام حتمية تعريف عقد الشركة بشكل خاص في القانون الجزائري.

نصت المادة 15 من المرسوم التشريعي 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، على أنه تتولى الشركة إدارة بورصة القيم المنقولة، تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة¹، تنص المادة 02 من النظام 97-01، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة، على أن الشركة عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين الوسطاء في عمليات البورصة²، وعليه، أفصح المشرع الجزائري عن الشكل القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة حيث اعتبرها شركة مساهمة.

عرف نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01، المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، في نص المادة 02 منه، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والتي تدعى في صلب الموضوع شركة³، وهي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين وسطاء عمليات البورصة المعتمدين قانوناً من طرف اللجنة، وتمارس هذه الشركة مهامها طبقاً للأحكام التشريعية والتنظيمية التي تسيير التنظيم وسير عمليات بورصة القيم⁴.

وعليه، يمكن القول، أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة هي جهاز من أجهزة البورصة، حدد لها القانون مهمة تسيير سوق القيم المنقولة لتوفير السلامة المادية والقانونية

¹ المادة 15 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

² نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير البورصة للقيم المنقولة، ج ر عدد 87، الصادر بتاريخ 29 ديسمبر 1997.

³ نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01 يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

⁴ رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية في تنفيذ برنامج الخصخصة، دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/02، ص 40.

للعمليات، وبالسعة المطلوبة، وهي شركة أسهم يؤسسها مجموعة من وسطاء عمليات البورصة تخضع لرقابة الجنة¹.

تعتبر شركة المساهمة النموذج الأمثل لشركات الأموال، وتتكون أساسا لغرض جمع رؤوس الأموال لتحقيق مشاريع محددة دون الأخذ بعين الاعتبار شخصية المساهمين، ولقي هذا النوع من الشركات إقبالا كبيرا على أرض الواقع نظرا لخصوصيتها، أهمها المسؤولية المحدودة للشركاء فضلا عن سهولة التصرف في الأسهم الممثلة لرأس المال².

ثانيا: خصائص شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

جعل المشرع الجزائري شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من شركات الأسهم التي تتولى المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة في البورصة، وتخضع هذه الشركة للقانون التجاري الجزائري³ بصفة عامة، كما تخضع على وجه الخصوص لأحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة وأنظمة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتشترك شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مع شركة المساهمة في مجموعة من الخصائص هي:

1) الاعتبار المالي ومسؤولية الشريك المحدودة:

شركة المساهمة من شركات الأموال، الغرض من تأسيسها هو جمع المال اللازم للقيام بمشروع معين بصرف النظر عن شخصية المساهمين فيها، كون الحصص فيها تكون نقدية فقط، وينقسم رأسمالها إلى أسهم مساوية قابلة للتداول بالطرق التجارية، أما في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عمليات التداول فيها تقتصر على الوسطاء فقط⁴.

¹ ايت مولود فاتح، مرجع سابق، ص 144.

² سميحة الفيلوبي، الشركات التجارية، ط5، دار النهضة العربية، القاهرة، 2011، ص ص 585-586.

³ أمر رقم 75-59، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، ج ر عدد 101 صادر بتاريخ 19 ديسمبر 1975، معدل ومتمم.

⁴ فتحي الزناكي، شركة المساهمة في القانون الوضعي والفقہ الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص ص 122-123.

يكون، رأس مال شركة المساهمة محدودا، حيث يوجد حد أدنى لرأسمالها لا يمكن أن يقل عنه، وفي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة نظرا لأهميتها جعل المشرع رأسمالها الاجتماعى أكثر مما هو عليه في شركة المساهمة في القانون الجزائري¹.

(2) اسم الشركة:

تتميز شركة المساهمة أنها لا تعنون باسم الشركاء ولا باسم أحدهم، رغم جواز إدراج اسم أحد الشركاء، وعنوانها يكون مستمد من الغرض المقصود لإنشائها مثل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة².

بعد دراسة اهم الخصائص التي تشترك فيها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مع شركة المساهمة سنسلط الضوء على الخصائص المتعلقة بهذه الشركة والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

(1) الطابع التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تم إنشاء شركة ت.ب.ق.م بواسطة مرسوم تشريعي، على عكس شركة المساهمة التي تنشأ بإرادة الشركاء، كما يستوجب عقدها توافق إرادات أطراف العقد على كافة العناصر الجوهرية للعقد، أما في شركة ت.ب.ق.م نظامها محدد بموجب نصوص تنظيمية أمر، مثل تحديد موضوع الشركة بتسيير المعاملات الجارية حول القيم المنقولة، كما أنها تخضع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كما يتجلى الجانب التنظيمي في الغرض الذي تهدف إليه الشركة، على خلاف الشركات التجارية التي تهدف إلى المضاربة والربح³.

(2) رأس مال الشركة:

تم تنظيم مساهمة الوسطاء في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بإصدار لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة النظام رقم 01-97، المتعلق بمساهمة الوسطاء في

¹ المادة 03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-97، مرجع سابق.

² المادة 593 من الأمر 59-75 المتضمن القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 141 وما يليها.

عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة ن كما في حالة اعتماد وسيط جديد يتم زيادة رأس المال الاجتماعي بمقدار الحصة التي يقدمها الوسيط، وفي حالة انسحاب الوسيط يتم شراء حصته من طرف الوسطاء الآخرين، والحد الأدنى لمساهمة كل وسيط يتم تحديده، والأكثر من ذلك المشرع الجزائري لم يترك الحرية للمساهمين في تقديم الحصص، وإنما بتدخل قواعد آمرة يحدد فيها كفاءات تقديم وتقدير رأس المال¹.

(3) الأرباح التي تحققها الشركة

لا تتحصل شركة ت.ب.ق.م على أرباح بالمفهوم العام، وإنما تتحصل على عمولات، مقابل العمليات التي تقوم بها في السهر على تداول القيم المنقولة، وهو عمل تسييري، وقد نصت على ذلك المادة 19 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي جاء فيها: "ان الشركة تتلقى عمولات عن العمليات التي تجري في البورصة وتحدد قواعدها في لائحة تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة"²، ويتم حساب العمولة التي تحصلها الشركة ب:

-سندات رأس المال 0.25% من مبلغ المعاملة.

-سندات الدين 0.15% من مبلغ المعاملة.

(4) شركاء الشركة:

ش.ت.ب.ق.م مؤسسة من وسطاء، ولا يمكن ممارسة نشاط الوساطة إلا للأشخاص المعنوية، وقد تأسست في مرحلتها الانتقالية من 12 وسيطا، لكن بعد انتهاء المرحلة أصبح عدد الوسطاء 04، ورغم ذلك استمرت الشركة في نشاطها إلى غاية 2004/01/21 حيث تم اعتماد 06 وسطاء جدد³.

¹ المادة 03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01، مرجع سابق.

² المادة 19 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتم، مرجع سابق.

³ حمليل نواره، مرجع سابق، ص 139.

الفرع الثاني: المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

يطرح تساؤل حول ما إذا كان تأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مقتصرًا على الشركاء فقط، أم أنه يعتبر تأسيسًا مفتوحًا ليكتتب الجمهور في رأسمالها، وهو ما نحاول التوصل إليه عبر مرحلتين الانتقالية (أولًا)، وبعد الانتقالية (ثانيًا).

أولًا: المرحلة الانتقالية

بالرجوع لنص المادة 17 من المرسوم التشريعي 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، التي تنص على أنه: "لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادًا فعليًا بعد أن يقتني الوسيط أو يكتتب قسطًا من رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة"، يعني أن الشركة قد تم تأسيسها وما على الوسطاء إلا الاكتتاب في رأسمالها أو اقتناء جزء منه حتى يتم اعتمادهم .

بالعودة لنص المادة 61 من نفس المرسوم، والتي جاء فيها "يمكن انتقالًا ولمدة لا تتجاوز 05 سنوات ابتداءً من تاريخ صدور هذا النص أن تعتمد اللجنة كوسطاء في عمليات البورصة، الأشخاص المعنويين التابعين لفئات محددة في مرسوم تنفيذي".

تنفيذا لهذا المرسوم التشريعي، صدر المرسوم التنفيذي رقم 94-176، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي 93-10¹، والذي نصت المادة 02 منه على أنه: "يمكن أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبصفة انتقالية كوسطاء في عمليات البورصة البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين المستقرة قانونًا في الجزائر وكذا صناديق المساهمة"، وعليه، فكل المؤسسات التي تتوفر فيها هذه الشروط يمكنها أن تساهم في رأس المال وتؤسس كوسطاء، وما عليها سوى تقديم طلب الاعتماد، والسبب أن

¹ مرسوم تنفيذي رقم 94-176، مؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي 93-10، المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 41، صادر بتاريخ 26 جوان 1994.

هذه الفئة تعتبر من المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الثبات والاستقرار في قدراتها الادخارية والاستثمارية¹.

نزولا عند مقتضيات المادة 02 المذكورة أعلاه، كانت تشكيلة المؤسسة تتكون من البنوك المعتمدة حينها، وكذا شركات التأمين والذي بلغ عددها الإجمالي 12 مؤسسة وهي²:

1)البنوك المالية: بالنسبة للبنوك التي تم اعتمادها كوسطاء خلال المرحلة الانتقالية بلغ عددها 07 بنوك وهي:

-البنك الوطني الجزائري BNA

-بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR

-بنك التنمية المحلية BDL

-بنك الجزائر الخارجي BEA

-القرض الشعبي الجزائري CPA

-الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط / بنك CNEP-BANQUE

-يونيون بنك (بنك خاص) UNION BANQUE

2) شركات التأمين: اقتصر الوضع على تلك المؤسسات المستقرة قانونا في الجزائر وبلغ عددها 05 وهي:

-الشركة الجزائرية للتأمين SAA

-الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT

-الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR

-الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR

¹ جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، تنظيم وإدارة البورصة، د.د.ن، د ب ن، 2002، ص19.
² المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 94-176 المؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي 93-10، مرجع سابق.

-الصندوق الوطني للتعاقد الفلاحي CNMA

إن المرحلة الانتقالية لم تنقضى بعد، ولم يتم تأسيس شركة تسيير بورصة القيم وهو ما يمنح هذه الشركات الأحقية من الناحية القانونية في طلب الاعتماد كوسطاء ومن ثم يمكن أن تكون طرفا مؤسسا لهذه الشركة¹.

ثانيا: المساهمون بعد المرحلة الانتقالية

يكمن الهدف الرئيسي من المرحلة الانتقالية التي أقرها المشرع الجزائري، في ربح الوقت من أجل تأسيس شركات متخصصة في الوساطة في عمليات البورصة، إضافة إلى ضرورة إقناع المستثمرين بالاستثمار في مجال الأوراق المالية، وتميزت هذه المرحلة بكون الوسطاء فيها هم الشركات المعتمدة خصيصا لممارسة الوساطة وهم:

1)الوسطاء شركات معتمدة خصيصا لممارسة الوساطة:

قام، بتاريخ 15 جويلية 1994، الأعضاء المؤسسين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالتنازل عن حصصهم لصالح الوسطاء المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهم²:

-الراشد المالي: المؤسسة من طرف بنك الجزائر الخارجي والشركة الوطنية لإعادة التأمين والصندوق الوطني للتعاقد الفلاحي.

-المؤسسة المالية العامة: المنشأة من طرف القرض الشعبي الجزائري والشركة الجزائرية للتأمين الشامل والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط / بنك.

-شركة توظيف القيم المنقولة: المؤسسة من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.

UNION BROKERACE: المنشأة من طرف يونيون بنك.

¹ حمليل نواره، مرجع سابق، ص 87.

² ايت مولود فاتح، مرجع سابق، ص 145.

-المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف: المؤسسة من طرف البنك الوطني الجزائري، وبنك التنمية المحلية، والشركة الجزائرية للتأمين.

تأخرت المرحلة الانتقالية سنة كاملة، فكان من المفترض أن تدوم 05 سنوات لكنها دامت 06 سنوات، وبعد إتمام إجراءات تأسيس شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، تم تدشين بورصة الجزائر بتاريخ 1999/07/20، من قبل رئيس مجلس الأمة، بحضور رئيس الحكومة وسفراء الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، وفرنسا، وقد أعرب المدير العام عن تجهيز كل ما من شأنه العمل على سير عمليات البورصة¹.

(2) الوسطاء بنوك مالية:

بالعودة لنص المادة 06 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، التي تنص على أن، ممارسة الوساطة في عمليات البورصة يمكن أن يمارسه الأشخاص الطبيعيون أو الشركات المنشأة خصيصا لهذا الغرض، غير أن صدور القانون 03-04 المعدل للمرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، المذكور أعلاه، حمل في طياته تعديلا للمادة 06 منه، التي نصت على إمكانية ممارسة الوساطة من طرف الشركات التجارية المنشأة خصيصا لهذا الغرض، وكذا البنوك والمؤسسات المالية، حيث كان لفتح المجال للبنوك ان تعتمد كوسطاء في عمليات البورصة الأثر الكبير على تشكيلة شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، وابتداء من تاريخ 14-11-2006، أصبح المساهمون في رأسمال هذه الشركة كلهم بنوك عمومية وهم²:

-البنك الوطني الجزائري: تم اعتماده بموجب القرار رقم 04-024 بتاريخ 20-12-

2004.

¹ تونين فطومة، دور جهازي التسيير والتسوية في تنظيم سوق البورصة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2007/2008 ص 17.

² الموقع الرسمي لشركة تسيير بورصة القيم www.sbgv.dz، تم تصفح الموقع بتاريخ 19-06-2021، على الساعة

-بنك الفلاحة والتنمية الريفية: تم اعتماده بموجب القرار رقم 04-025 بتاريخ 20-12-2004.

-بنك الجزائر الخارجي: تم اعتماده بموجب القرار رقم 04-026 بتاريخ 20-12-2004.

-الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط: تم اعتماده بموجب القرار رقم 05-001 بتاريخ 17-01-2005.

-القرض الشعبي الجزائري: تم اعتماده بموجب القرار رقم 06-12 بتاريخ 14-11-2006.

-القرض الشعبي الجزائري: تم اعتماده بموجب القرار رقم 06-12 بتاريخ 14-11-2006.

ما يمكن ملاحظته في هذه الفترة، أنّ عدد الشركاء كان يقل عن 07، وهو ما يطرح إمكانية حل الشركة لانعدام النصاب القانوني، ولكن كل الشركاء بنوك عمومية يعني رأسمالها عمومي خالص.

المطلب الثاني:

تنظيم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

يعد تنظيم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة أمرا بالغ الأهمية إذ من خلاله تتبين إستراتيجية الشركة في بلوغ أهدافها وتحقيقها، وهو ما يتجلى بوضوح في الطريقة المنتهجة في تسييرها (الفرع الأول)، والتي تسمح بتنظيم وتوزيع الصلاحيات المخولة لها للاضطلاع بمهامها والطريقة التي تحقق الهدف من إنشاءها (الفرع الثاني).

الفرع الأول: تسيير شركة بورصة القيم المنقولة

تقتضي القواعد العامة في شركات المساهمة أن يشارك كل مساهم في تسيير وإدارة الشركة، ولكن العدد الكبير في الشركة يحول دون ذلك، ما أدى بالمشرع إلى تنظيم هذا النوع من الشركات، حيث إن تسييرها يتم بواسطة مجلس إدارة (أولاً)، أما مهمة التسيير اليومي لشؤون الشركة تكون لمدير عام يساعده مجموعة من اللجان (ثانياً).

أولاً: مجلس الإدارة

تبنى المشرع الجزائري النظام الكلاسيكي في إدارة وتسيير الشركة، حيث يتولى تسييرها مجلس إدارة متكون من الشركاء المساهمين في رأسمالها، طبقاً لما تقتضيه القواعد العامة لتسيير شركات المساهمة، التي تشترط أن يكون جميع أعضاء مجلس الإدارة مساهمين في رأسمال الشركة التي يديرونها، حيث اشترط المشرع أن يكون أعضاء مجلس الإدارة مالكين لنسبة معينة من أسهم الشركة التي يتولون إدارتها وتسيير شؤونها¹، وإن كان تحديدهم في المرحلة الانتقالية (أ) طراً عليه تغيرات بعدها (ب).

(أ) تشكيلة مجلس الإدارة في المرحلة الانتقالية: كان المجلس متكوناً من 10 أعضاء

وهم²:

- الصندوق الوطني للتعاقد الفلاحي.

- البنك الوطني الجزائري.

- القرض الشعبي الجزائري.

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.

- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.

¹ المادة 619 من الأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

² صاطوري الجودي، مرجع سابق، ص 305.

-الشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

-الشركة المركزية لإعادة التأمين.

-بنك التنمية المحلية.

-يونيون بنك.

خلال المرحلة الانتقالية تكون مجلس الإدارة من 10 أعضاء، مما يجعله ضمن النصاب القانوني.

ب) تشكيلة مجلس الإدارة بعد المرحلة الانتقالية

بعد تنازل الوسطاء المعتمدين للمرحلة الانتقالية عن كامل حصصهم، تغيرت هوية الشركة بالكامل، وتغيرت التشكيلة المكونة لمجلس الإدارة فأصبحت تضم رئيسا و05 أعضاء¹.

-رئيس مجلس الإدارة: يتولى رئاسة مجلس الإدارة أحد أعضائه طبقا لما نصت عليه القواعد العامة، وهذه المهمة يقوم بها حاليا قائم بالإدارة يمثل المساهم البنك الوطني الجزائري.

بالإضافة للأعضاء الخمسة وهم:

-قائم بالإدارة، يمثل المساهم البنك الخارجي الجزائري.

-قائم بالإدارة، يمثل المساهم الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط / بنك.

-قائم بالإدارة، يمثل المساهم بنك الفلاحة والتنمية الريفية.

-قائم بالإدارة، يمثل المساهم القرض الشعبي الجزائري.

¹ الموقع الرسمي لشركة تسيير بورصة القيم www.sbgv.dz، تم تصفح الموقع بتاريخ 19-06-2021، على الساعة

-قائم بالإدارة، يمثل المساهم بنك التنمية المحلية.

بعد المرحلة الانتقالية تغير التنظيم الهيكلي، حيث أصبح يضم هيئة رئيسية تتمثل في مجلس الإدارة كهيئة عليا، تتفرع عنها هيئة وحيدة وهي المديرية العامة، بدورها تفرعت عنها السكرتارية، كما تم إنشاء خليتين تابعتين للمديرية العامة، الخلية الأولى مكلفة بالإعلام والاتصال، بينما كلفت الخلية الثانية بالاتصال، بالإضافة لهيئتين، أحدهما مكلفة بالإدارة والمالية، والأخرى بعمليات وتطوير السوق.

ثانيا: المدير العام واللجان

خول مجلس إدارة بورصة القيم، مهمة التسيير اليومي لشؤون الشركة لمدير عام (أ)، يساعده في ذلك مجموعة من اللجان (ب).

(أ) **المدير العام:** يتم تعيين المدير العام من قبل مجلس الإدارة¹، من بين الأشخاص ذوي الخبرة في المجالات الاقتصادية والمالية، والذين تتوفر فيهم الشروط المتعلقة بالجنسية والأهلية والخبرة والشهادة... إلخ، ويمارس مهامه، وفقا للأنظمة الداخلية والتعليمات المعمول بها في البورصة، إذ يتولي جميع الشؤون الإدارية والمالية والفنية للبورصة، حيث يكون مسؤولا أمام مجلس الإدارة عن ذلك، ويحظر عليه أن يكون شريكا أو مساهما في الشركة، هذا ويتم تعيينه وإنهاء خدماته بنفس الطريقة .

تتلخص مهام المدير أساسا فيما يلي:

-تنفيذ القرارات الصادرة عن مجلس الإدارة.

-التوقيع على كافة المراسلات والرسائل والوثائق لتسيير عمليات البورصة.

-الرقابة على عمليات التداول المنفذة في البورصة.

-تعيين الموظفين وفقا لأحكام نظام موظفي البورصة

¹ يتم تعيين المدير العام لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة وفقا لما هو النص عليه في المادة 639 من الأمر 75-59، يتضمن القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

-متابعة حسن سير أعمال البورصة وحسن أداء موظفيها وجهازها الإداري.

(ب) اللجان: تتكون الشركة من عدة لجان، تستند لكل منها اختصاصات محددة، وتتمثل هذه اللجان في¹:

1) لجنة التسجيلات: وهي لجنة مكلفة بتسجيل مفاوضات وأوامر الوسطاء في عمليات البورصة، حيث يتم تسجيل أوامر الوسطاء في سجل مخصص تحتفظ به الشركة على مستوى لجنة التسجيلات.

2) لجنة التداول: تشكلت بعد اجتماع 03-02-2010 من الأعضاء التالية:

- رئيس ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم .
- نائب للرئيس ممثل عن الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط / بنك.
- ممثل عن بنك التنمية المحلية بصفته عضوا.
- ممثل عن الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط / بنك بصفته عضوا.
- ممثل عن بنك الفلاحة والتنمية الريفية بصفته عضوا.
- ممثل عن البنك الوطني الجزائري بصفته عضوا
- ممثل عن البنك الخارجي الجزائري بصفته عضوا وعضوا مستخلفا.
- ممثل عن القرض الشعبي الجزائري بصفته عضوا وعضوا مستخلفا.
- ممثل عن بنك بي ان بي باريبا الجزائر بصفته عضوا وعضوا مستخلفا.

3) لجنة المقاصة: تتولى لجنة المقاصة عملية تسوية وتنظيم مقاصة المعاملات

حول القيم المنقولة التي تم تنفيذها في البورصة، إذ تعد عملية المقاصة آخر إجراء لإتمام عملية تداول القيم المنقولة، ولكن هذه اللجنة لم يعد لها وجود في ظل تأسيس الجزائر للتسوية (المؤتمن المركزي على السندات) الذي أصبح يقوم بمهمة تسوية ومقاصة العمليات المنجزة في البورصة.

¹ الموقع الرسمي لشركة تسيير بورصة القيم www.sbgv.dz، تم تصفح الموقع بتاريخ 19-06-2021، على الساعة

الفرع الثاني: مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تسعى شركة بورصة القيم المنقولة من خلال المهام المنوطة بها، إلى حماية السوق المالية وضمان سلامتها ونزاهة العمليات وشفافيتها، فهي تحمي النظام العام للسوق المالية، فضلا عن إرساء حماية المدخرين وهو ما يتجسد من خلال مهام التنظيم (أولاً)، والتسيير (ثانياً).

أولاً: مهام التنظيم لشركة بورصة القيم المنقولة

خول المشرع الجزائري شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مهمة تنظيم عمليات التداول داخل البورصة بموجب المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ويمكن إجمالها في مهام إدخال القيم المنقولة (أ)، وتنظيم عمليات تداولها (ب).

(أ) مهام إدخال القيم المنقولة:

تحدد شركة إدارة بورصة القيم المنقولة إجراءات إدخال السندات بالاتفاق مع الوسطاء المكلفين بالإدخال في البورصة، وذلك بعد تلقيها طلبات قبول قيم منقولة كعمليات التداول في البورصة من طرف وسطاء عمليات البورصة¹. وبين النظام العام كيفية إدخال القيم المنقولة في البورصة، إذ يتم إدخال سندات رأس المال التي قررت اللجنة قبولها وفق إحدى الإجراءات التالية²:

1) الإجراء العادي: وهو ذلك الإجراء الذي يمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة من تسجيل قيمته، عندما يكون رأس مال الشركة موضوعا بين الجمهور بمقدار كاف في

¹ عبد الحق بن سعدي، تدريست نعيمة، شركة إدارة بورصة القيم المنقولة في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، 2015-2016، ص 66.

² المادتان 19 و 15 من النظام 97-03، المتعلق بالبورصة، مرجع سابق.

جدول الأسعار مباشرة، للتداول عليها ضمن شروط تسعيرة السوق، وذلك ابتداء من سعر إدخال تصادق عليه الشركة على أساس شروط السوق¹.

يستعمل هذا الإجراء في الحالات التالية:

-إجراء محدد بموجب النظام العام لبورصة القيم المنقولة: عندما يتعلق الأمر بالقيم المثلية في السندات التي تسبق تسعيرها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسسين، عندما يتعلق الأمر بسندات الدين التي تصدرها الدولة أو الجماعات المحلية، أو عندما يتعلق الأمر بسندات الدين التي تصدرها شركات الأسهم².

- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: وهو وضع عدد معين من السندات تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال بسعر أدنى يقبل به المتدخلون بالتنازل عنها³.

يستعمل هذا الإجراء خلال الحصة الخاصة بالبورصة، أين تقوم الشركة بالاتفاق مع المتدخلين في لتحديد نتائج الإدخال كما تعين سعر الإدخال المساوي لحد آخر، وتحدد عند الاقتضاء نسبة التخفيض المطبقة على أوامر الشراء المرسلة من طرف الوسطاء، وتتولى عملية الفرز، ولا تقبل إلا بأوامر الشراء ذات السعر المحدد، وإذا حضي العرض بالاستجابة فإن سعر الإدخال يكون موافقا لحد آخر أمر مدفوع لهذا السعر الواحد⁴.

(2) إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: وهو وضع عدد معين من السندات بسعر محدد سلفا تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال⁵.

يكون الإدخال وفقا لهذا الإجراء خلال الحصة الخاصة بالبورصة، حيث تقوم الشركة بتحديد نتيجة الإدخال في البورصة، وذلك بالاتفاق مع الوسطاء وتحديد عند الاقتضاء نسبة

¹ المادة 56 من النظام 03-97، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

² المادة 11 من النظام 01-12، المؤرخ في 12-01-2012، ج.ر، عدد 41، المعدلة للمادة 57 من النظام 03-97.

³ المادة 59 من النظام 03-97، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

⁴ المادتان 61 و62 من النظام 03-97، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع نفسه.

⁵ المادة 64 من قرار شركة إدارة بورصة القيم المنقولة رقم 01-98، المؤرخ في 15 أكتوبر 1998، الذي يحدد قواعد الأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ج ر عدد 93، صادر بتاريخ 13 ديسمبر 1998 (ملغى).

التخفيض المطبقة بالنسبة للأوامر الحالية، فتقوم الشركة بجمع أوامر الشراء المرسله من قبل الوسطاء ولا تقبل إلا أوامر الشراء المحصورة في سعر العرض، وإذا حظي العرض بالاستجابة فان سعر التداول يكون السعر المقترح في العرض¹.

(ب) تنظيم عمليات تداول القيم المنقولة: ويقصد بتداول القيم المنقولة التفاوض في مختلف أوامر البيع والشراء، فيبدأ التداول بتلقي العروض والطلبات التي تسعى السوق إلى إحداث مواجهة بينها لتسعير الأوراق المالية بشكل يحقق معه التوازن والاستجابة لأكبر قدر ممكن من الطلبات، ويقع على عاتق الشركة مراقبة سير عمليات التداول انطلاقاً من تحديد القواعد والأسس المنظمة لسير العمليات في البورصة عن طريق التنظيم المادي والعملي لاجتماعاتها وانتهاء بتنظيم عمليات المقاصة وفقاً لما يلي²:

1) التنظيم المادي: تقوم الشركة بتنظيم اجتماعات داخل البورصة، من خلالها تقوم بعمليات التنظيم المادي للعمليات حول هذه القيم المنقولة ويتم هذا التنظيم في قاعة التداول وهي المكان الذي يتم فيه اجتماع المتفاوضين في البورصة من أجل تحديد أسعار القيم المنقولة وتداولها، والمتواجدة في السوق المالية على مستوى مقر الشركة.

يتم تداول القيم المنقولة بعد اجتماع الأعوان المؤهلين لوسطاء عمليات البورصة، وموظفي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المؤهلين، ويطلق عليهم تسمية محافظ القاعة، والذي من مهامه تفسير وفض النزاعات التي تطرأ خلال حصة التفاوض في البورصة، وكذلك إبعاد من القاعة كل شخص يمكن أن يضر سلوكه سير عمليات البورصة، ويعين محافظ الشركة السعر المرجعي لكل سند³.

¹ المادة 16 من قرار شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، وكذا المادة 66 من النظام 97-03، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

² حمليل نواره، عمليات بورصة القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2003، ص 114.

³ نذير شني، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة محمد لمين دباغين، سطيف 2016-2017، ص 37.

خلال الاجتماعات التي تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيمها، قد تنجز تعاملات حول القيم المسعرة، وفي هذه المرحلة بالذات يظهر دورها في التنظيم المادي للعمليات إذ تقوم أولاً بتسجيل العمليات بكل دقة مثل تعيين السند المتفاوض حوله، حجم السندات المتفاوض حولها وتاريخ المعالجة¹.

-تنظيم عمليات المقاصة والتسوية: تهدف حصص المقاصة لتسهيل وتأطير التسليم والتسوية، إذ يقع على عاتق الشركة تنظيم ومراقبة عمليات المقاصة للعمليات في البورصة ويتم ذلك في غرفة المقاصة التي تسوى فيها جميع المعاملات المبرمة في البورصة بين الوسطاء الدائنين والمدينين².

يقوم نظام المقاصة والتسوية على مجموعة من المبادئ والتمثلة في:

-قيام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيم عمليات المقاصة.

-تنتقل ملكية الأوراق المالية مباشرة بعد العملية.

-تسليم الأموال والتنازل عن الأوراق المالية يتم في آن واحد.

تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بإعلام الوسطاء الماليين عن القاعدة التي يتم على أساسها تطبيق التسليم، وتحدد الموعد الذي تمت فيه العملية³.

تتم حصص المقاصة على مستوى مقر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في اليوم الموالي لحصة التفاوض، في الساعة والمكان المحدد من طرف هذه الأخيرة، وذلك بحضور إجباري لكل وسطاء عمليات البورصة، حتى لو لم يكن لهم معاملات وذلك بواسطة أعوان مكلفين بتمثيلهم ولا يمكن لهؤلاء الأعوان مغادرة حصة المقاصة إلا عند نهاية كل العمليات وبعد ترخيص من رئيس الحصة⁴.

¹ نذير شني، مرجع سابق، ص 38.

² شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 40.

³ صاطوري الجودي، مرجع سابق، ص 319.

⁴ المواد 03 و 05 من قرار شركة إدارة بورصة القيم المنقولة رقم 03-38، مرجع سابق.

تتم حصص التسوية في مقر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة خلال أربعة أيام، بعد كل حصة تفاوض في البورصة في الساعات والأمكنة المحددة من طرف الشركة، برئاسة ممثل هذه الأخيرة المكلف بالحفاظ على النظام وتطبيق القواعد¹.

عند افتتاح حصة المقاصة يسلم كل وسيط عمليات البورصة إلى بقية الوسطاء المعنيين قائمة المعاملات موثقة حسب الشكل المطلوب وتكون متعلقة بآخر حصة تفاوض في البورصة، ويجب على كل وسطاء عمليات البورصة بعد تفحص الأرصدة والعمليات أن يصدق على قوائم المعاملات، وبعد تأكيد عملية المقاصة يطلب رئيس الجلسة وسطاء عمليات البورصة التوقيع في الخانة المخصصة لذلك².

يجب على كل وسيط عمليات البورصة ليس لديه المبالغ الكافية في بنك التسوية، أن يغطي حسابه قبل حصة التسوية، كما يجب عليه أن يتقدم إلى حصة التسوية مرفقا بوثائق إذن التحويل، المقدمة من طرف بنك التسوية وتكون الوثائق موقعة من طرف الوسيط في عمليات البورصة، وفي حالة انعدام الأموال من جانب أحد وسطاء عمليات البورصة المشتري فإن وسيط عمليات البورصة البائع لا يمكنه تسليم السندات³.

ما يجب التنويه عليه في هذا الصدد، أن مهمة تنظيم عمليات المقاصة حول القيم المنقولة لم تعد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مكلفة بها، إذ تم توكيلها لهيئة جديدة في البورصة تم إنشاؤها خصيصا لهذا الغرض والمتمثلة في المؤتمر المركزي على السندات، ولكن من الناحية القانونية، يمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة القيام بهذه المهمة، لأنه لم يتم سحبها منها بنص قانوني، ومن الناحية العملية فإن المؤتمر المركزي على السندات هو المكلف بها وحده⁴.

¹ نذير شني، مرجع سابق، ص 41.

² المواد 07 و 08 و 09 من قرار شركة إدارة بورصة القيم المنقولة رقم 03-38، مرجع سابق.

³ المواد 14 و 15 و 17 و 18 من قرار شركة إدارة بورصة القيم المنقولة رقم 03-38، مرجع نفسه.

⁴ -المادة 18 من قرار شركة إدارة بورصة القيم المنقولة رقم 03-38، مرجع نفسه.

ثانيا: مهام التسيير لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة: بالإضافة لمهام التنظيم تتبنى الشركة مهام التسيير المتمثلة في مهمة التسعير (أ) ومهمة الإعلام (ب).

(أ) مهمة التسعير: تسيير سوق البورصة الجزائرية سوق بأوامر، أي أن تحديد الأسعار ينتج أثناء سير الجلسة بمقارنة مجموع أوامر البيع والشراء التي يعرضها المتداولون في السوق، ويشرف على جلسات البورصة ممثل عن الشركة، حسب القواعد والإجراءات التي تحددها هذه الأخيرة، هذا وتعرف جلسة البورصة على أنها: "الفترة التي تجري إنشاءها الصفقات على القيم المنقولة المقبولة للتداول"، أما سعر البورصة فيعرف على أنه، القيمة التي يبلغها سندها أثناء إحداث الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عنده طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة¹.

السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة هو سوق وحيد يتضمن سوقا لسندات أرس المال وسندات الديون وهو سوق للدفع في الحال².

تتم ممارسة الشركة لمهام التسعير، انطلاقا من تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة، مروراً بتسيير نظام التفاوض في الأسعار وصولاً إلى تحديد هذه الأسعار. تقوم الشركة بمهام التسيير انطلاقاً من:

-تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة: تتكفل الشركة بتسيير وتسجيل كل المفاوضات، التي تمر بتسجيل الأوامر ثم تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها³.

-تحديد الأسعار: تتولى الشركة مهمة تحديد أسعار القيم المنقولة، انطلاقاً من تسيير نظام التفاوض الذي يتم أثناء اجتماعات البورصة.

¹ جمال يحيوي، النظام القانوني للقيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة بجاية، 2015-2016، ص72.

² درقيني يمينة، آسيا العشي، المركز القانوني للوسيط المالي في عمليات البورصة، مذكرة لنيل شهادة الماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، 2017/2018، ص113.

³ عبد الحق بن سعدي، مرجع سابق، ص 72.

ألزم التفاوض حول القيم المنقولة المسعرة في البورصة، المشرع الجزائري بالاستعانة بكل متدخل في البورصة، سواء كان مستثمرا أو مصدرا، بأشخاص مختصين في هذا المجال وهو الوسيط، وذلك عن طريق أوامر البورصة، إذ تتكفل الشركة بتسيير وتسجيل هذه المفاوضات، وعليه فما دام التفاوض يتم بأوامر، لا بدّ من التطرق لتسجيل الأوامر ثم تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها، ومنه التوصل لمهام وسلطات لجنة التفاوض.

1) مهام الإعلام: يرتكز سوق القيم المنقولة على نشر المعلومات التي تتم فيه، وفي هذا الإطار تقوم الشركة بضبط وسيلة للنشر، تعلم من خلالها كافة المهتمين بالعمليات المنجزة في البورصة، تمس كل المعلومات المتعلقة بالعمليات التي تجري داخل البورصة، حول حصص التداول والأسعار الخاصة بالقيم المنقولة، بالإضافة إلى مجموع المقررات والبلاغات والآراء الخاصة بالشركة، وتسمى هذه النشرة بالنشرة الرسمية لجدول التسعيرة، فكل معلومة متأتية من الشركات المسجلة في التسعيرة توضع تحت تصرف الوسطاء وموظفيهم بواسطة الشركة، وتنتشر المعطيات المتعلقة بالمفاوضات، وذلك بانجاز تقارير إحصائية، ووضعها تحت تصرف المتدخلين في سوق البورصة، وفي حالة تباين المعطيات الآلية من مصادر أخرى وتلك المقدمة من الشركة، فالأولوية للمعطيات التي تقدمها هذه الأخيرة¹.

2) النشرة الرسمية لجدول التسعيرة: هي وسيلة للنشرة الرسمية التي تنتشر فيها الشركة المعلومات حول العمليات والعمليات التي تجري في البورصة، والأسعار الخاصة بالقيم المنقولة، وذلك في شكل آراء ومحررات، إذ تتضمن كشفا يوميا ترد فيه المعلومات المتعلقة بسعر تداول كل قيمة عند اجتماع المفاوضات في البورصة لذلك اليوم².

يتوقف ضبط شكل ومضمون ودورة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، على الشركة فهي وحدها، المخولة قانونا للقيام بذلك، ويمكن أن تقوم بتعديل النشرة بعد نشرها، وإن كان

¹ المادة 35، من القرار رقم 98-02، يتضمن تحديد قواعد سير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

² المادة 13 من النظام 97-03، مرجع سابق.

محدد في حالات محددة، وهي إذا ما تعلق الأمر بأسعار البورصة المغفلة، أو الملغاة، أو الخطأ المادية¹.

بالنسبة لوقت تحرير النشرة الرسمية لجدول التسعيرة فقد جاء في النظام 03-97، السالف الذكر، أنه، تحرر بعد كل حصة التسعيرة، وهذا ما يكشف ارتباطها بحصة التسعيرة على الرغم من انه نشر المعلومات فيها لا ترتبط بحصص التسعيرة وحدها، وهو ما يبرر الدور الذي يلعبه الإعلام في السوق المالية، من خلال وضع كافة المعلومات المتعلقة بالأسعار وبالقيم المسعرة في البورصة تحت تصرف كل من يهمله الأمر، وقد منح المشرع الصلاحية الواسعة للشركة في تحديد آجال تحريرها، أما آجل تعديلها فقد حدد بشهر لنشر هذه التعديلات ويسري هذا الأجل من تاريخ معاينة الخطأ أو الإغفال على أن يكون هذا التعديل في شكل عنوان بارز².

(3) المعلومات التي تنشرها الشركة: تخص المعلومات التي تنشرها الشركة معلومات السوق، معلومات حول القيم ذات السعر القار، والمعلومات الضرورية لحسن سير السوق³.

أحياناً، يتم تبيان الطريقة التي يتم بها النشر، مثل إعلام السوق عن افتتاح إدخال قيمة منقولة في البورصة التي تتم عن طريق إعلان، وفي حالات أخرى لم يتم تبيان ذلك، مثل حالات تحديد قواعد حساب العمولات التي تحصلها الشركة، نشر مقرر مقبول القيم المنقولة التي تصدره اللجنة، ونشر قرار شطب القيم المنقولة من التسعيرة في حالة الشطب الإرادي من المصدر...⁴.

كما أن هناك بعض المعلومات تم تحديد طريقة نشرها، وفي المقابل لم يتم تبيان إن كان نشرها في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة أم لا، فتلجأ الشركة للإعلام عن طريق إعلان:

¹ المادة 14 من النظام 03-97، مرجع نفسه.

² المادتين 13 و 14 من النظام 03-97، مرجع سابق.

³ المادة 13 من المرجع نفسه.

⁴ المواد 05، 49، 54، 55، 58، و 72 من النظام رقم 03-97، مرجع نفسه.

- لكل توقيف للتسعيرة في البورصة.
- نشر الكشف المفصل عن نتيجة التوظيف المسبق للسندات.
- تبليغ قرارها بتأجيل تاريخ الإدخال والتاريخ المحدد لإدخال جديد للقيم المنقولة.
- نشر نتيجة إجراء التسعيرة الأولى إذا كان العرض إيجابياً.
- نشر المعلومات عند إدخال القيم المنقولة طبقاً للإجراء العادي.
- نشر الحدود الدنيا التي تأخذ بعين الاعتبار في تقرير شطب القيم المنقولة.
- نشر إعلان عن صحة سعر الإدخال لسندات جديدة¹.

كما تلجأ الشركة للإعلام عن طريق بيان في حالات:

- نشر الشروط وسعر إعادة شراء السندات.
- نشر بيان شطب القيم المنقولة.
- نشر بيان إلغاء التداول².
- نشر السعر المرجعي بإدخال السندات الشبيهة للخزينة.

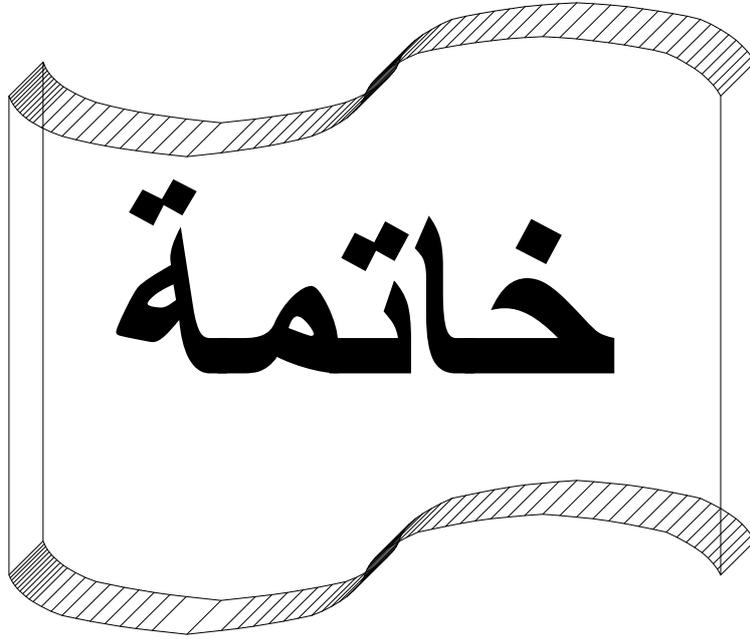
كما للشركة أن تلجأ للإعلام عن طريق بلاغ:

- نشر بالغ عرض عمومي لسحب قيمة مسعرة في حالة الشطب الطوعي من طرف المصدر³.

¹ المواد 05، 49، 54، 55، 58، و72 من النظام 97-03، مرجع سابق.

² المادتين 75 و103 من النظام 97-03، مرجع سابق.

³ عبد الحق بن سعدي، مرجع سابق، ص85.



خاتمة:

من خلال دراستنا لموضوع الاستثمار في القيم المنقولة، توصلنا إلى النتائج التالية:
-تعتبر سوق القيم المنقولة فكرة جديدة على السوق المالية الجزائرية، فكانت البداية الأولى للاستثمار في القيم المنقولة غير محفزة، لخوف الجمهور عن الإقبال على الاستثمار فيها، نظرا لغياب ثقافة الاستثمار في القيم المنقولة.

-قامت الجزائر بتنظيم القيم المنقولة بصفة خاصة، وفتح سوق البورصة بصفة عامة، من خلال إنشاء أجهزة السوق المالية التي نص عليها المرسوم التشريعي 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المتمثلة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التي كان لها دورا هاما في تنظيم السوق المالية وضمان أمنها، حيث منحها المشرع الصلاحيات التي تمكنها من أداء الدور المنوط بها، وتتجلى مظاهر رقابتها على أطراف البورصة، من خلال ضبطها لكل من الشركات المصدرة للقيم المنقولة ووسطاء عمليات البورصة، وذلك لامتلاك اللجنة سلطة قبول إدراج هذه القيم المنقولة في السوق وسلطة منح الاعتماد للوسطاء في عمليات البورصة.

-تمارس أيضا اللجنة رقابتها على باقي أجهزة البورصة، من خلال ضبطها لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وهذا لوجود علاقة وطيدة بينهما، وبموجب صلاحيات اللجنة في إصدار أنظمة تنظم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، هذا ما يبين وجود آليات ووسائل كافية لحماية المساهمين في الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة.

-لا يتطلب، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بالضرورة رؤوس أموال كبيرة وضخمة، بل يتطلب إمام جيدا وتحكما في آليات السوق، وهي فوائد أساسية في مجال التحليل والتسيير، وكل العمليات التي تتم على مستوى بورصة القيم المنقولة تخضع لتنظيم ورقابة عمومية، أي رقابة هيئات الدولة التي تملك كل الصلاحيات لوضع الآليات المحفزة

الخاتمة

وتحسين الآليات الموجودة، وذلك لدفع مؤسساتها الاقتصادية للجوء لسوق القيم المنقولة ولتشجيع الاستثمار في هذا المجال.



قائمة المراجع:

أولاً: باللّغة الوطنية

1. الكتب

- 1/ أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، د ط، دار الفكر الجامعي، دون بلد النشر، 2011.
- 2/ أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، د ط، جامعة طنطا، مصر، 2015.
- 3/ إبراهيم متولي حسن المغربي، دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي من منظور الاقتصاد الإسلامي والأنظمة الاقتصادية المعاصرة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 4/ بديعة على أحمد، أحكام الأسهم والسندات وغيرها من المستجدات، دراسة فقهية، دار الفكر الجامعي، 2011.
- 5/ حسني علي خربوش، محفوظ أحمد جودة، عبد المعطي رضا، الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية 2012.
- 6/ حسام عيسى، شركات الأموال طبقاً لأحكام القانون رقم 109 سنة 1988 المعدل بالقانون رقم 03 لسنة 1998، الجزء الأول، دون بلد النشر، 1999/1998.
- 7/ حسني المصري، الجوانب القانونية الخاصة لاندماج شركات الاستثمار في شركات مساهمة عادية، مكتبة الأشراف، مصر، 1986.
- 8/ خالد الراوي عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، د ط، دار المناهج، الأردن، 2017.
- 9/ شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر، الجزائر، 2005.

قائمة المراجع:

- 10/ عاشور عبد الجواد عبد الحميد ن بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دراسة في تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الأمريكي والفرنسي، دار النهضة العربية، القاهرة 1995.
- 11/ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، د ط، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، 2000.
- 12/ فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري دار مكتبة التربة، بيروت، 1997.
- 13/ فوضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 14/ سعيد محمد سيف النصر حسانين، دور البنوك التجارية في استثمار الأموال العملاء، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1993.
- 15/ سيد طه بدوي محمد، عمليات البورصة - الأوراق المالية الفورية والآجلة، من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2009.
- 15/ سامي عبد الباقي أبو صالح، الشركات التجارية، د ط، د ب ن، القاهرة، 2013.
- 16/ محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، د س ن.
- 17/ محمد فتاحي، حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة، في القانون الجزائري، دراسة مقارنة، الخلدونية، الجزائر، د س ن.
- 18/ محمد فوزي سامي، القانون التجاري، الأوراق التجارية، المكتبة القانونية، جامعة الأردن، 2017.
- 19/ محمد فريد العريني، الشركة التجارية (المشروع التجاري بين وحدة الإطار القانوني وتحديد الأشكال)، دار الجامعة الجديدة، دون بلد النشر، 2003.
- 20/ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، ط 5، دار وائل للطباعة، د ب ن، 2009.
- 21/ نصر بن عبد الحميد نبيه، البورصة ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، دون بلد النشر، 2012.

قائمة المراجع:

- 22/ جبار محفوظ سلسلة التعريف بالبورصة - الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية- الجزء الثاني، دار هومة للنشر، الجزائر، 2002.
- 23/ هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2004.
- 24/ علي البارودي، محمد السيد فقهي، القانون التجاري، د ط، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 25/ قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2002.
- 26/ وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012.
- 27/ يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016.

ثانيا: الرسائل والمذكرات

أ)الرسائل:

- 1/آيت مولود فاتح، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيا شهادة الدكتوراه علوم، تخصص قانون، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم والسياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012/2011.
- 2/ تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري، (دراسة مقارنة)، رسالة لنيل شهادة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013.
- 3/ صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، فرع مالية، تخصص علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2006/2005.

قائمة المراجع:

4/ نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية في الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2015/2014.

5/ هوادف بهية، انعكاس انضمام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، قانون خاص، كلية الحقوق سعيد حمدين، جامعة يوسف بن خدة الجزائر 2015/2014.

ب) المذكرات:

1/ بوخلخال عائشة، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيق، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، معهد الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر، 2002.

2/ بوفامة سميرة، شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (دراسة مقارنة)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة منتوري قسنطينة، 2005.

3/ تواتي نصيرة، المركز القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2008/2007.

4/ تونبين فطومة، دور جهازي التسيير والتسوية في تنظيم سوق البورصة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في الحقوق، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2008/2007.

5/ حمليل نوارة، عمليات بورصة القيم المنقولة في القانون الج ازئري والقوانين المقارنة مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2003/2002.

6/ طاهر لفي النويران، بناء المحافظ الاستثمارية وفقا لتفضيلات المستثمرين تجاه العائد وفي المخاطرة في بورصة عمان -دراسة تطبيقية-، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة البيت لعام، 2002.

قائمة المراجع:

- 7/ فضيلة زاوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2009.
- 8/ مطلاوي نادية، النظام القانوني لحرية تداول القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2016.
- 9/ منصوري يوسف، هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة بن يوسف خدة الجزائر، 2015.
- 10-/ نذير شني، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة ماجستير، تخصص قانون أعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق، والعلوم السياسية جامعة محمد لمين دباغين، سطيف، 2016/2017.

ثالثا: المقالات

- 1/ آيت مولود فاتح، "استغلال معلومات امتيازية، في قانون البورصة الجزائري"، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية، عدد 01، 2009، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، (ص ص 207- 209).
- 2/ سعاد سعيد غزال، "أثر عمليات الصيرفة الاستثمارية في أرباح المصارف التجارية بالتطبيق على مصرف بغداد الأهلي"، مجلة تنمية الرافدين، العدد 02، بغداد، 2000، ص ص 117-120.
- 3/ محمد سامي عبد الصادق، "المسؤولية المدنية في مجال خدمات الاستثمار -دراسة تطبيقية على أنشطة الوساطة ودارة محافظ الأوراق المالية في البورصة-"، مجلة الحقوق، العدد 4، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، سبتمبر 2012، ص ص 54-56 .
- 4/ يوسفات علي، "اختيار مكونات المحفظة المالية باستخدام البرمجة التربيعية، دراسة على بعض أسهم وسندات بورصة الجزائر"، عدد 10، مجلة المدرسة العليا للتجارة، الإصلاحات الاقتصادية، 2011، ص ص 89-94 .

رابعاً: النصوص القانونية

أ) الدساتير

1/ دستور الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المصادق عليه في استفتاء 28 نوفمبر 1996، الصادر بموجب المرسوم الرئاسي 96/ 438 المؤرخ في 07 ديسمبر 1996، ج ر عدد 76، الصادر بتاريخ 08 ديسمبر 1996، المعدل والمتمم بالمرسوم الرئاسي رقم 20-442، مؤرخ في 30 ديسمبر 2020، يتعلق بإصدار التعديل الدستوري، المصادق عليه في استفتاء أول نوفمبر سنة 2020، في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية ج ر عدد 82، صادر بتاريخ 30 ديسمبر 2020.

ب) القوانين

1/ مرسوم تشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 34، صادر بتاريخ 23 ماي 1993، معدل وتمم بالقانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فيفري 2003، ج ر عدد 11، الصادر بتاريخ 11 فيفري 2003.

2/ أمر رقم 75-59، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، ج ر عدد 101، صادر بتاريخ 19 ديسمبر 1975، معدل ومتمم.

3/ أمر رقم 96-08، مؤرخ في 10 جانفي 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ج ر عدد 3، صادر بتاريخ 14 جانفي 1996.

ج) المراسيم التنفيذية

/ مرسوم تنفيذي رقم 91-169، مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، ج ر عدد 26، صادر بتاريخ 1 جوان 1991.

2/ مرسوم تنفيذي رقم 94-176، مؤرخ في 10 جوان 1994، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 41، صادر بتاريخ 13 جوان 1994.

1/ نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير البورصة للقيم المنقولة، ج ر عدد 87، الصادر بتاريخ 29 ديسمبر 1997.

2/ نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97، المعدل بالنظام رقم 01-03، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الملحق القرار المؤرخ في 15 سبتمبر 2003، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر عدد 73، صادر بتاريخ 30 نوفمبر 2003، والمعدل بالنظام رقم 01-12، مؤرخ في 12 جانفي 2012، يعدل ويتم النظام رقم 97-03، الملحق بالقرار المؤرخ في 24 جانفي 2012، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر عدد 41، صادر بتاريخ 15 جويلية 2012.

3/ نظام رقم 03-2000، مؤرخ في 28 سبتمبر 2000، يتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها، الملحق بالقرار المؤرخ في 4 جانفي 2001، يتضمن المصادقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-2000، المؤرخ في 29 جمادى الثانية عام 1421 الموافق لـ 28 سبتمبر سنة 2000 والمتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر عدد 8، صادر بتاريخ 31 جانفي 2001.

خامسا: المواقع الالكترونية

1/ الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة www.cosob.dz. تم الاطلاع بتاريخ 20 ماي 2021 على الساعة 18:24.

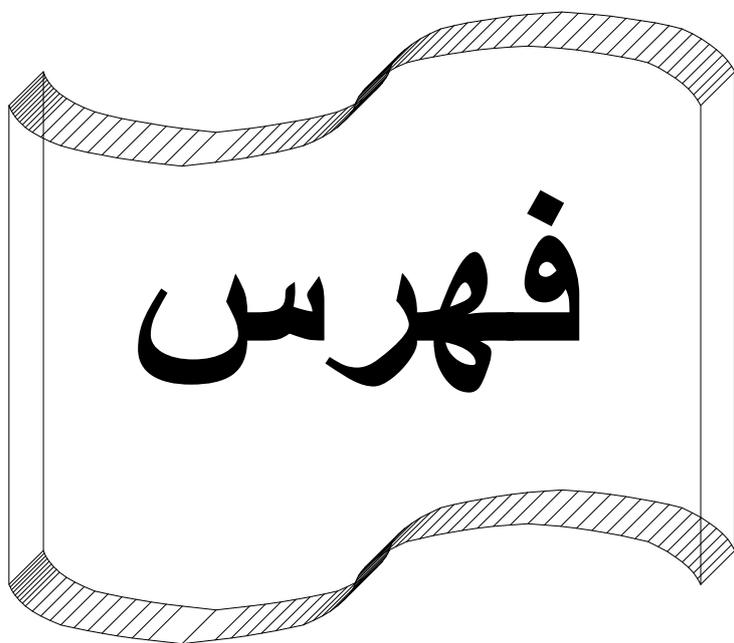
2/ الموقع الرسمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة www.sgbv.dz. تم الاطلاع بتاريخ 19 جوان 2021 على الساعة 14:35.

A. Ouvrages:

- 1/ A-VIANDIER: Certificats d'investissement et certificats de droit de vote, juris classeur banque crédit, Paris, 2003.
- 2/ MANSOURI Mansour: La bourse de la valeur mobilière D'Alger, Edition distribution HOUMA, Alger, 2005.
- 3/ Nour Eddine TERKI: Les sociétés commerciales, Ajed Editions, Alger, 2010.
- 4/ Thiry Bruneau: Droit bancaire, 3eme Edition, Montchrestien, paris, 1999.
- 5/ Jack BUSSY: Droit des affaires, 2^{ème} Edition, Presse de science DALLOZ, Paris, SAE.

B. Articles:

- C. 1/ Hubert de vuplane: « Droit des marchés Financières, commercialisation de produits complexes: les positions de L'AMF et de L'ACP », Revue de banque et Droit, N°141, Paris, janvier– février 2012.
- D. 2/ ZAOUAIMEA Rachid: « Les autorités indépendantes et la régulation économique », in IDARA, N°28, Alger, 2004.



-	تشكر
-	اهداء
-	قائمة المختصرات
01	مقدمة
03	الفصل الاول : الاستثمار في القيم المنقولة الية ضرورية لتمويل الشركات
04	المبحث الاول : ماهية القيم المنقولة
04	المطلب الاول : مفهوم القيم المنقولة
05	الفرع الأول: التعريف بالقيم المنقولة
12	الفرع الثاني: المعنيون بإصدار القيم المنقولة
16	المطلب الثاني : القيم المنقولة محل الاستثمار
16	الفرع الأول: أنواع القيم المنقولة
24	الفرع الثاني: هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة
28	المبحث الثاني : ماهية الاستثمار في القيم المنقولة
29	المطلب الاول : مفهوم الاستثمار في القيم المنقولة
29	الفرع الأول: التعريف بالاستثمار في القيم المنقولة
32	الفرع الثاني: أسس الاستثمار في القيم المنقولة
35	المطلب الثاني : دور الاستثمار في القيم المنقولة في تمويل الشركات
35	الفرع الأول: دور الأسهم والسندات في تمويل الشركات
40	الفرع الثاني: دور شركات المساهمة في تنشيط حركة السوق
44	الفصل الثاني : الهيئات المطلقة بامن سوق القيم المنقولة
45	المبحث الاول : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
45	المطلب الاول : ماهية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

فهرس:

46	الفرع الأول: تشكيلة لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها
50	الفرع الثاني: الطبيعة القانونية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
53	المطلب الثاني : مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
54	الفرع الأول: ضمان الشفافية وحماية الادخار
57	الفرع الثاني: ضبط وتسيير سوق القيم المنقولة
60	المبحث الثاني : شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
60	المطلب الاول : ماهية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
60	الفرع الأول: التعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
65	الفرع الثاني: المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
69	المطلب الثاني : مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
70	الفرع الأول: تسيير شركة بورصة القيم المنقولة
74	الفرع الثاني: مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
84	الخاتمة
86	قائمة المراجع
94	الفهرس