

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 8 ماي 1945 قالمة



الكلية : كلية الحقوق والعلوم السياسية  
القسم: قسم العلوم القانونية والإدارية  
مخبر التوطين:

## أطروحة

### لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث

الميدان: الحقوق والعلوم السياسية/ حقوق الشعبة: علوم قانونية وإدارية  
التخصص: قانون أعمال  
من إعداد الطالبة:  
كحل الراس سماح

### بعنوان

## النظام القانوني للمتدخلين في بورصة القيم المنقولة: بين ضبط وتنشيط السوق المالي

بتاريخ: ..... أمام لجنة المناقشة المكونة من:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
السيدة العايب سامية	أستاذ تعليم عالي	جامعة 8 ماي 1945 قالمة	رئيسا
السيدة شوايدية منية	أستاذ تعليم عالي.	جامعة 8 ماي 1945 قالمة	مشرفا ومقررا
السيدة عيساوي نبيلة	أستاذ محاضر أ	جامعة 8 ماي 1945 قالمة	مناقشا
السيدة موشارة حنان	أستاذ محاضر أ	جامعة 8 ماي 1945 قالمة	مناقشا
السيد بن زارع رابع	أستاذ تعليم عالي	جامعة باجي مختار - عنابة-	مناقشا
السيد وهاب حمزة	أستاذ تعليم عالي	جامعة العربي بن مهدي - أم البواقي-	مناقشا

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وَقُلْ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ  
وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ عَالَمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ  
تَعْمَلُونَ﴾ الآية 105 سورة التوبة.

صدق الله العظيم

# تشكرات

الحمد لله كثيرا

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله  
نحمده حقَّ حمده لما كان من الواجب العرفان بالجميل، فإنه  
يطيب لنا أن أسجل فضل الله تعالى قبل كل شيء فله الشكر  
والحمد.

ثم نقدم عظيم الشكر للأستاذة الدكتورة الفاضلة مثال  
الجديّة وإتقان العمل "منية شوايدية" التي أشرفت على هاته  
الرسالة لما قدمته من نصح وإرشاد، داعيتا لها بالخير في  
دنياها والجنة في آخرتها.

الشكر لمن سيقم عملنا بالنقد البناء والنصح والإرشاد  
الاساتذة الدكاترة أعضاء لجنة المناقشة كل باسمه.

الشكر لكل أساتذة قسم العلوم القانونية والإدارية بجامعة  
قالمة، خاصة أساتذة لجنة التكوين على رأسهم الأستاذ  
الدكتور "عصام نجاح".

الشكر لكل من ساعدنا ولو بكلمة على إنجاز هذا العمل  
الناجح.

# إهداء

أهدي نجاحي وتخرجي إلى من قال فيهما الرحمان:

﴿وقل ربي أرحمهما كما ربياني صغيراً﴾

إلى من بوجودها وجدت ... ولأجلها أعيش ... إلى التي كان  
بطنها لي وعاء ... وصدرها لي سقاء... وحجرها لي غطاء ...  
إلى وردة سمائي ... إلى من رعتني في صغري وكبري ... إلى  
أحق الناس بحسن صحبتي ... ينبوع العطف والحب والحنان ...  
التي ضحت وربت وسهرت ... إليك يا أمي الغالية ... أمدك الله  
طول العمر والصحة والعافية ...

إلى والدي سند ظهري والدي كان نعم العون لي طيلة مسيرة  
الدراسة.

إلى الذين أشارك معهم حياتي ... إخوتي وأخواتي ... الذين كانوا  
لي دائماً نعم العون والمؤيد

## قائمة المختصرات:

### باللغة العربية:

ل.ت.ع.ب.م: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ش.ت.ب.ق.م: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

ه.ت.ج.ق.م: هيئات التوظيف الجماعي للقم المنقولة.

ص.م.ت: الصندوق المشترك لتوظيف.

ش.إ.ر.م.م: شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير.

### باللغة الأجنبية:

**COSOB** : Commission d'organisation et de surveillance des opération de Bourse.

**SEC**: Securities and exchange commission.

**CMF** : Conseil du Marché.

**COB** : Commission des opération de Bourse.

**AMF** : L'Autorité des Marché financiers.

**CBV** : Conseil des Bourse de valeurs.

## محتويات الرسالة

مقدمة

الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الفصل الأول: دور الوسيط في عمليات البورصة في تنشيط السوق المالي

المبحث الأول: المركز القانوني للوسيط في السوق الرئيسية

المبحث الثاني: المركز القانوني للوسيط المالي في السوق الثانوية على ضوء تعديل سنة 2012

الفصل الثاني: مدى مساهمة المستثمرين في تنشيط السوق المالي

المبحث الأول: المركز القانوني للمستثمرين في البورصة

المبحث الثاني: الآليات القانونية للاستثمار في بورصة القيم المنقولة

الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

الفصل الأول: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: مدى احتكار اللجنة لسلطة ضبط السوق المالي؟

المبحث الأول: التكريس القانوني لدور اللجنة في ضبط السوق المالي

المبحث الثاني: الآليات القانونية الممنوحة للجنة لضبط السوق المالي

الفصل الثاني: مدى مساهمة هيئات التسيير في ضبط السوق المالي.

المبحث الأول: النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة

المبحث الثاني: المركز القانوني للمؤتمن المركزي على السندات في السوق المالي (الجزائر للتسوية).

الخاتمة.

---

# مقدمة

---



# مقدمة

## مقدمة:

انتهجت معظم الدول النامية منذ فترة الستينات النظام الاشتراكي وسياسية التخطيط المركزي وملكيته لوسائل الإنتاج، وحظر قيام القطاع الخاص بإقامة المشروعات أو على الأقل تحديد المجالات التي يقتصر نشاطه عليها، استمر ذلك في عقود الستينات والسبعينات إلى غاية الثمانينات من القرن الماضي، إلى أن سقط الاتحاد السوفياتي وتفكك في أواخر القرن العشرين إذ كان يعتبر معقل الاشتراكية في العالم، كما انهار سور برلين الذي تمّ بناؤه في عقد الستينات، حيث كان حائلا بين ألمانيا الشرقية وألمانيا الغربية والتي كانت كلا منهما تطبق نظاما اقتصاديا مختلفا عما تطبقه الأخرى، فبينما كانت ألمانيا الشرقية تسير على النظام الاشتراكي كانت ألمانيا الغربية تطبق النظام الرأسمالي، هذان الحادثان كان لهما أثر كبير في فترة التسعينات على الساحة الاقتصادية العالمية، فمنذ ذلك التاريخ بدأت معظم دول أوروبا الشرقية التي كانت تطبق النظام الاشتراكي في التحول إلى اقتصاد السوق، واتجهت معظم الدول النامية ومنها الدول العربية نحو فتح اقتصادها على الاقتصاد العالمي<sup>1</sup>.

الجزائر كغيرها من الدول العربية الأخرى لم تكن في معزل عن هذه التغيرات واضطرت لمواكبة هذه الحركة خاصة بعد أزمة النفط سنة 1986، نتيجة انخفاض سعر المحروقات وفشل الدولة في تسيير القطاع العام الاقتصادي وعدم تمكنه من التحكم في التكنولوجيا المستوردة من الخارج من التبعية التكنولوجية وتحقيق الأهداف الصناعية والتنمية المرجوة منه<sup>2</sup>، فقامت بجملة الإصلاحات التي تجسدت في تخلي الدولة عن الاقتصاد في مرحلة أولى سنة 1988، وكانت متبوعة بالإصلاحات القانونية المناسبة لها بإصدار المشرع الجزائري قانون استقلالية المؤسسات العامة، وقانون العقود الاقتصادية مثل عقود الشراكة وعقود الاستثمار، قانون الضبط الاقتصادي، قانون بورصة القيم المنقولة.... وغيرها من القوانين الحديثة التي لا تعد امتداد للمواد القانونية

<sup>1</sup> منية شوايدية، خصوصية المؤسسات العامة في التشريع الجزائري والمقارن، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، سنة 2018، ص 29.

<sup>2</sup> Hamid Hamidi, "Transfert de technologie et développement. Application du concept de dépendance dans le cas algérien", Thèse Doctorat d'état en droit, université Paris , panthéon.sorbonne, septembre 1992.

## مقدمة

التقليدية، بل هي مواد قانونية جديدة ترفض تقسيم القانون إلى قانون خاص وقانون عام فهي تنتمي إلى فرع قانوني جديد وهو القانون العام الاقتصادي<sup>1</sup>.

تعد البورصة أهم الأسواق المالية نظرا لكثرة وضخامة العمليات التي تتم فيها، إذ يعتمد عليها المستثمرون لتبادل مختلف الثروات، حيث ظهر في القرن الثامن عشر أنواع عديدة للبورصة كبورصة البضائع ، بورصة المعادن الثمينة كالذهب والفضة والماس والبلاتين، بورصة عقود الصفقات التجارية للسلع غير الحاضرة، بورصة القطع (الصرف)، وبورصة الأوراق المالية. اختلف الفقهاء حول تاريخ نشأة البورصة فهناك من يرجعها إلى القرن السابع عشر عندما أنشأت بورصة أمستردام، وتمّ طرح " أسهم الشركة العالمية للهند الشرقية" للاكتتاب العام من قبل الجمهور<sup>2</sup>، وهناك من يرجعها إلى القرن الرابع عشر عند قيام عائلة بلجيكية تسمى (van der burse) بممارسة التجارة بفندق تمتلكه في مدينة بروج (Bruges) بلجيكا، حتى اشتهر باسم البورصة نسبة إلى هذه العائلة<sup>3</sup>.

ومن أقدم البورصات التي أنشأت آنذاك بورصة ليون في فرنسا عام 1540<sup>4</sup>، وبورصة لندن عام 1801 ، وبورصة وول ستريت في نيويورك سنة 1817، وبورصة طوكيو سنة 1878، وبورصة هونكونغ عام 1891.... وغيرها<sup>5</sup>.

فمنذ ظهور البورصة عمل الفقهاء على محاولة إعطاء تعريف جامع مانع لها يترجم فكرة تبنيتها قانونيا ويبين أهمية أثرها على اقتصاد الوطني، فيمكن تعريفها بأنها: " سوق منظمة أو بعبارة أخرى مكان تلاقي وتفاوض البائعين والمشتريين للقيم المنقولة التي تصدرها الشركات التجارية المدرجة في البورصة أي بين المؤسسات الراغبة في رؤوس أموال من أجل استقلالها وتحسين نشاطها من جهة، وبين المستثمرين الذين يريدون الادخار الجيد لأموالهم من جهة أخرى"<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> منية شوايدية، خصوصية المؤسسات العامة في التشريع الجزائري والمقارن، المرجع السابق، ص 15.

<sup>2</sup> Jean- François Faustinelli, 2h pour découvrir la bourse quand on n'y connait rien, Copyright, 2010,p5.

<sup>3</sup> S.A, historiques de la bourse, <https://www.la finance pour tous.com>, consulté le 16/03/2023 à 14h30m.

<sup>4</sup> S.A, Création de première bourse, <https://www.citeco.fr>, consulté le 16/03/2023 à 15h00m.

<sup>5</sup> S.A, les 10plus grandes bourses de monde, <https://www.ig.com>, consulté le 16/03/2023 à 15h15m.

<sup>6</sup> يسمينة ربحاني، بورصة القيم المنقولة آلية لتمويل المؤسسات الاقتصادية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية السياسية والاقتصادية، جامعة بن يوسف بن خدة ، الجزائر، المجلد 57، العدد 02، سنة 2020، ص 347.

## مقدمة

هناك من عرّفها بأنها " مكان معلوم ومحدد مسبقا، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعا وشراء، ويتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية، بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم فتحدد الأسعار بناء عليها صعودا أو هبوطا أو ثباتا"<sup>1</sup>. في إطار تحقيق التنمية الاقتصادية تمّ إنشاء الأسواق المالية، التي تحتل مركزا حيويا في النظم المعاصرة، خاصة في النظم الرأسمالية، حيث يتم من خلالها تجميع كافة مدخرات بأشكالها وآجالها المختلفة وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، فهي تحتل مكانه هامة في الاقتصاد الدولي، لذا نجد مختلف الدول العربية لجأت إلى إنشاء سوق للأوراق المالية، وتعد مصر أول دولة عربية اهتمت بالأسواق المالية حيث كانت مركزا دوليا هاما في التعاملات التجارية في العالم، كما نجد بورصة كويت وبورصة عمان من أقدم البورصة العربية، وفي الأردن تمّ إنشاء سوق عمان المالية سنة 1976<sup>2</sup>.

أما في الجزائر فقد كان التفكير في إنشاء بورصة للقيم المنقولة بغرض دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وكنتيجة للإصلاحات الاقتصادية التي سبق الإشارة إليها، والتي نتج عنها محاولة التحول إلى اقتصاد السوق من خلال إعادة الهيكلة، وخصوصة المؤسسات العمومية، فكل هذه الإصلاحات الاقتصادية كانت تهدف إلى إرساء قواعد السوق المالية التي تلعب دورا هاما في تنمية الاقتصاد الوطني.

تمّ إنشاء شركة للقيم المنقولة (SVM) سنة 1990 التي تأسست عن طريق صناديق المساهمة الثمانية<sup>3</sup> برأسمال قدره 320.000 دج، ونصت القوانين الأساسية على أن هدفها يتمثل في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط على حسن سيرها<sup>4</sup>,

<sup>1</sup> صبرينة سليمان، جرائم البورصة- دراسة مقارنة-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري- تيزي وزو-، سنة 2018، ص2.

<sup>2</sup> رايح حريزي، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس- الجزائر-، سنة 2015، ص65، ص68.

<sup>3</sup> القانون رقم 88-03 المؤرخ في 12-01-1988، والمتعلق بصناديق المساهمة، جريدة رسمية عدد02، الصادرة بتاريخ 13 يناير 1988، ص44.

<sup>4</sup> صورية شواحي، ناصر المهدي، دور سوق الأوراق المالية في جذب الادخار- واقع وآفاق بورصة الجزائر-، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد8، العدد2، سنة2017، ص208.

## مقدمة

وكننتيجة لذلك تمّ تعديل النظام المصرفي بموجب إصدار القانون رقم 90-10<sup>1</sup> المؤرخ في 14 أبريل 1990، وتمّ إصدار نصوص تنظيمية تتعلق بالبورصة وكيفية إصدار وتداول القيم المنقولة، كما تمّ إصدار المرسوم التنفيذي رقم 91-169<sup>2</sup> الذي يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، وكذا المرسوم التنفيذي رقم 91-170<sup>3</sup> الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها.

في سنة 1992 مرّت شركة القيم المنقولة بفترة حرجة نتيجة لضعف رأسمالها ودورها غير الواضح في الساحة الاقتصادية، فتّمّ زيادة رأسمالها وتغيير تسميتها إلى بورصة القيم المنقولة (BVM)<sup>4</sup>، والتي كرسها المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة حيث نص في المادة الأولى منه على أنه " تعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات المنجزة فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

غير أن بورصة القيم المنقولة لم تمارس نشاطها فعليا إلا سنة 1997 حيث تمّ اختيار الوسطاء في عمليات البورصة الذين يمثلون مختلف المؤسسات المالية، و تولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تكوينهم بالاستعانة بخبراء كنديين، وتمّ تنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين في كل من تونس وفرنسا بغرض الاستفادة من الخبرات التي اكتسبها في هذا المجال<sup>5</sup>، وقد تمّ إصدار أول قيمة منقولة سنة 1998 المتمثلة في القرض السندي لشركة سوناطراك وبذلك

<sup>1</sup> القانون رقم 90-10(الملغى)، المؤرخ في 14 أبريل 1990، يتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية العدد 16، الصادرة بتاريخ 18 أبريل 1990، ص 520.

<sup>2</sup> المرسوم التنفيذي رقم 91-169 (الملغى) المؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، جريدة رسمية العدد 26، الصادرة بتاريخ 01 جانفي 1991، ص 935.

<sup>3</sup> المرسوم التنفيذي رقم 91-170 (الملغى) المؤرخ في 28 ماي 1991، الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات الأموال لها، جريدة رسمية العدد 26، الصادرة بتاريخ 01 جانفي 1991، ص 939.

<sup>4</sup> يمينة حجاج، البنك الوسيط في عمليات البورصة رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص علوم قانونية فرع قانون البنوك، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة جيلالي ليايس - سيدي بلعباس-، سنة 2018-2019، ص 10.

<sup>5</sup> صورية شواحي، ناصر المهدي، المرجع السابق، ص 209.

## مقدمة

أصبحت هذه الشركة أول متعامل اقتصادي، بعد ذلك قامت ثلاث شركات (رياض سطيف، مجمع صيدال، فندق الأوراسي) بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بهدف رفع رأسمالها الاجتماعي<sup>1</sup>.  
تجدر الإشارة أنه طرأت عدة تعديلات على المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، فقد تمّ تعديله سنة 2003 بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، وفي سنة 2012 تمّ إنشاء سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة pme بموجب النظام رقم 12-01 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03، وسنة 2015 تمّ إصدار نظام للجنة تنظيم عمليات البورصة رقم 15-01 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتها ومراقبتهم الذي ألغى بموجبه أحكام النظام رقم 96-03.

تضم بورصة الجزائر مجموعة من المتدخلين، يتمثلون أساسا في أجهزة مختلفة تعمل على تسيير العمليات فيها وتضمن تنشيطها بشكل يساهم في تنمية الاقتصاد الوطني، ويمكن تقسيم هذه الأجهزة إلى هيئات التعامل المتمثلة أساسا في كل من المستثمرين الذين ينقسمون إلى صغار وكبار المستثمرين وفئة ثانية تتمثل في مؤسسات الاستثمار منها هيئات التوظيف الجماعي، وشركات التأمين.... وغيرها، وكذا المصدرون للقيم المنقولة وهم أشخاص معنويون يتدخلون في البورصة من خلال عملية إصدار القيم المنقولة والهدف من تدخلهم هو استقطاب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتهم المتعددة عن طريق اللجوء إلى علنية الادخار، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة الذين يتولون عملية تداول القيم المنقولة في البورصة، إلى جانب هيئات التعامل هناك هيئات أخرى تتكفل بتسيير ومراقبة السوق المالي المتمثلة أساسا في كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB التي تتولى مهمة ضبط ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة تتولى تسيير عمليات البورصة، واستحدث المشرع الجزائري هيئة أخرى تحت تسمية المؤتمن المركزي على السندات تتولى تسوية معاملات البورصة.

لبورصة القيم المنقولة أهمية عملية بالنسبة للحياة الاقتصادية والتجارية للدولة التي يستوجب عليها نتيجة للوضع الاقتصادي الراهن أن تشجع الأفراد على الاستثمار فيها، وتكفل لهم متعاملين

<sup>1</sup> مصطفى عوادي، منير عوادي، أساسيات حول بورصة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية، جامعة بن يوسف بن خدة الجزائر، المجلد 59، العدد 2، سنة 2022، ص 580.

## مقدمة

يمارسون عملهم بصورة قانونية تضمن حقوقهم، فنظرا لأهميتها البالغة تدخل المشرع لسن قوانين لتنظيم سيرها وضبطها بشكل يوفر ضمانات قانونية كافية، هذا ما يبين أهمية دراستنا لهذا الموضوع حيث تتجلى في إبراز دور المتدخلين في بورصة القيم المنقولة في تنشيط السوق المالي من جهة وضبطه من جهة أخرى، وذلك من خلال استقراء وتحليل النصوص القانونية التي تنظم نشاطهم.

وعليه فإن من دوافع اختياري لموضوع: **النظام القانوني للمتدخلين في بورصة القيم المنقولة: بين ضبط وتنشيط السوق المالي**، هو اعتباره من المواضيع الحديثة التي يجدر بالباحث الولوج في مضمونها، من خلال دراسة وتحليل الأحكام القانونية التي تنظم عمل المتدخلين في البورصة بشكل يضمن ضبط وتنشيط السوق المالي.

بالرغم من أهمية هذا الموضوع إلا أن القليل من تطرق لدراسته من الناحية القانونية، وذلك لأن لبورصة القيم المنقولة لها أبعاد اقتصادية مالية وقانونية كثيرة، فإن التحكم ودراسة نظامها يحتاج إلى توفر العديد من الإمكانيات في المجال القانوني، حيث يجب أن يكون الباحث فيها ملما على الجانب القانوني والاقتصادي للموضوع باعتباره في مفترق طرق التخصصات، فقد حاولنا من خلال دراستنا و بحكم التخصص التركيز على الجانب القانوني.

كان إنجاز هذا الموضوع أساسا في ظل انتشار فيروس كورونا حيث تمّ اتخاذ إجراءات قانونية صارمة لتجنب هذا الوباء، هذا ما أدى لصعوبة التنقل إلى جامعات أخرى في الوطن للبحث عن مراجع متخصصة تفيدنا في دراسة الموضوع، وكذا صعوبة الوصول للبورصة و الحصول على موعد رغم وجود اتفاقية مع جامعة قالمة، فعند الزيارة الميدانية بمقر بورصة الجزائر في الجزائر العاصمة بتاريخ **28 ديسمبر 2022** لاحظنا استقبال جيد من طرف مسؤولي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وتمّ الإجابة على معظم الأسئلة التي طرحت عليهم، بالرغم من النقص في المعلومات من الناحية القانونية، وكذا صعوبة الحصول على بعض الوثائق المهمة لدراستنا.

بالإضافة إلى انعدام الاجتهادات القانونية والأحكام القضائية الجزائرية التي تدعم دراستنا، وكذا قلة الدراسات المتخصصة التي درست وحللت موضوع النظام القانوني للمتدخلين في بورصة

## مقدمة

القيم المنقولة، فالدراسات المتوفرة إما دراسات اقتصادية بحثية، أو نجدها نتناول البورصة أو السوق المالي الجزائري بصفة عامة، أو نتناول أحد المتدخلين بصفة منفصلة عن باقي المتدخلين. فمن المواضيع التي تطرقت لموضوع بورصة القيم المنقولة بصفة عامة، والإطار القانوني الذي يحكم المتدخلين فيها بصفة خاصة نذكر أساسا:

1- بن عزوز فتيحة، "دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في حماية المساهم في شركة المساهمة"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أوبكر بلقايد- تلمسان-، سنة 2015-2016: فقد تناولت هذه الدراسة أحد المتدخلين في البورصة وهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث حاولت إبراز دورها كسلطة ضبط في حماية المساهم في شركة المساهمة، في حين لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تعد احد جزئيات دراستنا حيث تطرقنا لدراسة النظام القانوني لجميع المتدخلين في البورصة من جهة، ومن جهة أخرى أبرزنا دورهم في تنشيط وضبط السوق المالي.

2- حجاج يمينة، البنك الوسيط في عمليات البورصة"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة جيلالي ليايس 19 مارس 1962 سيدي بلعباس، سنة 2018-2019: تطرقت هذه الدراسة إلى إبراز دور البنك الوسيط في عمليات البورصة، وتعد هذه الدراسة أحد الأجزاء التي تناولناها من خلال دراستنا، حيث أبرزنا مدى فعالية الأحكام القانونية التي تبين دور الوسيط المالي سواء كان بنك أو مؤسسة مالية ، أو شركة تجارية في تنشيط السوق المالي.

3- نواره حمليل، " النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري- تيزي وزو، السنة الجامعية 2014-2017: تطرقت هذه الدراسة إلى البحث في خصوصية القواعد التي تنظم أجهزة السوق المالية من خلال دراسة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها باعتبارها سلطة ضبط للسوق المالية، وكذا دراسة خصوصية القواعد المنظمة لكل من أجهزة إدارة السوق وأجهزة الاستثمار، وتناولت أيضا كيفية تنظيم نشاط السوق الأولية، وكيفية تنظيم السوق الثانوية، كان لهذه الدراسة أهمية بالغة في موضوع دراستنا حيث وجدنا فيها ما لم نجده في معظم الكتب التي تناولت موضوع البورصة بصفة عامة ، فهذه الدراسة حاولت إبراز النظام القانوني للسوق المالي بصورة عامة، على خلاف دراستنا

## مقدمة

التي حاولنا من خلالها إبراز مدى فعالية الأحكام القانونية التي تحكم المتدخلين في ضبط وتنشيط السوق المالي بصفة خاصة.

4- شني نذير، "النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة"، رسالة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين سطيف2، سنة2016-2017: تطرقت هذه الدراسة إلى ماهية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ومهامها والرقابة المفروضة عليها، وكان لهذه الدراسة دور في أحد جزئيات موضوع أطروحتنا حيث تطرقنا إليها من خلال إبراز دور جميع المتدخلين المساهمين في إدارة وتسيير بورصة القيم المنقولة من جهة، وضبطها من جهة أخرى.

إن دراستنا تحاول إبراز مدى فعالية الأحكام القانونية التي تنظم عمل المتدخلين بشكل يساهم في تنشيط السوق المالي من جهة مما يساعد في تنمية الاقتصاد الوطني، وضبطه من جهة أخرى مما يوفر حماية كافية للمستثمرين في البورصة، وهذا ما تفتقر إليه الدراسات السابقة.

نظرا لأهمية بورصة القيم المنقولة في تنمية الاقتصاد الوطني، سعى المشرع الجزائري لوضع إطار قانوني ينظم عمل المتدخلين فيها لضمان زيادة نشاط السوق المالي من جهة، وضبط هذا النشاط لحماية المستثمرين من جهة أخرى، من هذا المنطلق نطرح الإشكالية التالية:

هل وفق المشرع الجزائري في وضع أحكام قانونية تؤطر عمل المتدخلين في البورصة بما يسمح بضبط سيرها من جهة وتنشيط عملها من جهة أخرى؟

تنبثق عن الإشكالية الرئيسية مجموعة تساؤلات فرعية:

هل وفق المشرع من خلال التعديلات التي أجراها على قوانين البورصة في تجاوز النقائص التي أفرزها الواقع التشريعي السابق في مجال تقنين نشاط الوساطة المالية في عمليات البورصة؟ وكيف نظم عملية الاستثمار في القيم المنقولة بشكل يساهم في جذب المستثمرين مما يؤدي إلى زيادة نشاط بورصة القيم المنقولة؟

هل سلطة ضبط السوق المالي تتمتع بالقدر الكاف من الاستقلالية القانونية لأداء مهامها التنظيمية والرقابية طبقا لمتطلبات الضبط؟ وهل ساهمت أجهزة إدارة وتسيير عمليات بورصة القيم المنقولة في ضبط السوق المالي؟.



## مقدمة

---

محاولة منا للإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع، تمّ الاعتماد على المنهج الوصفي لتفسير الأسباب والعوامل التي تتحكم فيه واستخلاص النتائج لتعميمها، والمنهج التحليلي من خلال محاولة تحليل دقيق للنصوص القانونية، كما اعتمدنا على أدوات المنهج المقارن من خلال الإشارة إلى بعض الأحكام التي تضمنتها التشريعات المقارنة.

للإجابة عن الإشكالية المطروحة تطرقنا لمدى مساهمة المتدخلين في تنشيط السوق المالي وذلك من خلال دراسة الأحكام القانونية التي تنظم نشاطهم في البورصة ومدى فعالية هذه الأحكام من الناحية العملية هذا من جهة (الباب الأول)، ومن جهة أخرى حاولنا إبراز دور المتدخلين في ضبط السوق المالي من خلال البحث في مدى فعالية الأحكام القانونية التي سنّها المشرع لضبط نشاط البورصة بشكل يضمن حماية حقوق المستثمرين و المتعاملين فيها (الباب الثاني).

# الباب الأول

---

تنشيط المتدخلين للسوق المالي:  
الإطار القانوني لنشاط المتدخلين  
في بورصة القيم المنقولة

---

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

### الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أحاط المشرع الجزائري بورصة القيم المنقولة بضوابط قانونية تنظم عمليات تداول الأوراق المالية، التي تتم عن طريق الوسيط في عمليات البورصة، حيث لا يجوز إجراء مفاوضات على القيم المنقولة في البورصة إلا عن طريقه، فهو يشكل عمودها الفقري من خلال ما يقوم به من دور فعال في تنشيط السوق المالي عن طريق الربط بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أوامره.

كانت تمارس مهنة الوساطة المالية من طرف شخص طبيعي أو شخص معنوي، لكن مع التعديلات التي أجراها المشرع على القوانين المتعلقة ببورصة القيم المنقولة لاسيما تعديل سنة 2015 أصبحت هذه المهنة لا تمارس إلا من قبل الشخص المعنوي (شركات تجارية، بنوك ومؤسسات مالية)، وهذا ما ذهبت إليه معظم الدول التي نشأة فيها الأسواق المالية حديثا، حيث أسندت مهنة الوساطة المالية للشخص المعنوي دون الشخص الطبيعي<sup>1</sup> (الفصل الأول).

كما يساهم المستثمرين في تنشيط السوق المالي حيث يعد الاستثمار في القيم المنقولة أحد أهم وسائل الاستثمار التي تستحوذ على اهتمام المدخرين، فقد حاول العديد من الفقهاء إعطاء مفهوم دقيق له، ذهب جانب من الفقه إلى اعتبار الاستثمار المالي بأنه: "توظيف الأموال المدخرة للحصول على دخل منها ويشمل هذا الاستثمار، استثمار المصارف والمؤسسات المالية أو الاحتفاظ بها كموجودات أو للمتاجرة بها بالوسائل المختلفة"<sup>2</sup>.  
يعرّف أيضا بأنه "كل النفقات التي تولد مداخدا جديدة على المدى الطويل"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حميد عبد الحميد عبد القادر، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، دون سنة نشر، ص 19.

<sup>2</sup> مرتضى حسين إبراهيم السعدي، النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي دراسة تحليلية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت-لبنان-، سنة 2011، ص 31.

<sup>3</sup> خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، الطبعة الأولى، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، الأردن- عمان-، سنة 2016، ص 48.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

فقد أولى المشرع الجزائري الاستثمار في البورصة أهمية كبيرة من خلال وضع أطر قانونية لتنظيم عملية الاستثمار، وحدد المركز القانوني للمستثمرين بشكل يضمن تنشيط السوق المالي (الفصل الثاني).

### الفصل الأول: دور الوسيط في عمليات البورصة في تنشيط السوق المالي

تتضمن بورصة الجزائر نوعين من الأسواق المالية، سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين، حيث تتكون سوق رأس المال من: سوق رئيسية موجهة للشركات الكبرى، ويوجد حاليا أربعة (4) شركات مدرجة فيها تتمثل في كل من: مجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة، أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، مؤسسة بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني، وسوق ثانوية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم إنشائها سنة 2012، تعد هذه السوق مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال مما يتيح فرصة ممتازة للنمو من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، وشركة **AOM invest** هي الوحيدة المدرجة في هذه السوق.

وتتكون سوق سندات الدين من: سوق السندات التي تصدرها الشركات ذات الأسهم، وسوق كتل سندات الخزينة العمومية التي تأسست سنة 2008 تضم هذه السوق أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دج<sup>1</sup>.

يتولى الوسطاء في عمليات البورصة عملية تداول القيم المنقولة، حيث تعد مهنة الوساطة المالية عملا تجاريا بحسب الموضوع تطبيقا لنص المادة 2 من القانون التجاري الجزائري<sup>2</sup>، التي يقصد بها تدخل الوسيط المالي كطرف ثالث بين أصحاب رؤوس الأموال الذين يرغبون في الاستثمار في البورصة، ظهرت هذه المهنة نتيجة للصعوبات التي قد تنجم عن العلاقة المباشرة

<sup>1</sup> موقع بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz>، تم التصفح بتاريخ 21-01-2023، على الساعة 16 و 57 د.

<sup>2</sup> الأمر 75-59، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، الذي يتضمن القانون التجاري المعدل و المتمم، جريدة رسمية العدد 101، المؤرخة في 19 ديسمبر 1975، ص 1306.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

بين المستثمرين<sup>1</sup>، كانت تمارس من طرف شخص طبيعي أو معنوي، لكن مع التعديلات التي أجراها المشرع على قوانين البورصة لاسيما تعديل سنة 2015 أصبحت هذه المهنة حكرا على الشخص المعنوي، باعتباره يمنح ضمانات أكبر للمستثمرين في السوق المالية ويعد الأنسب لهذا النشاط، فالوسيط في عمليات البورصة يعد أحد آليات تنشيط السوق المالي وأهم هيئة من هيئات التعامل في البورصة، يمارس نشاطات مختلفة تتمثل أساسا في إجراء مفاوضات على القيم المنقولة لحساب الزبائن تطبيقا لنص المادة 5 من القانون 03-04<sup>2</sup> المعدلة والمتممة للمادة 7 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>3</sup>، وذلك لحماية المدخرين والمستثمرين في البورصة وكذا ضمان حسن سير عمليات البورصة، ضف إلى ذلك أنه يمارس وظيفة راعي رسمي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك لتسهيل دخول هذه المؤسسات لبورصة القيم المنقولة طبقا للمادة 46 من النظام 12-01 المتعلق بالنظام العام للبورصة، وهذا ما سنتعرض له من خلال دراستنا لهذا الفصل في مبحثين:

**المبحث الأول: المركز القانوني للوسيط في السوق الرئيسية.**

**المبحث الثاني: المركز القانوني للوسيط في السوق الثانوية على ضوء تعديل سنة 2012**

<sup>1</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، ممارسة الشخص المعنوي لمهنة الوساطة في عمليات البورصة، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية، جامعة بن يوسف بن خدة- الجزائر-، المجلد 58، العدد 3، 6 جوان 2021، ص 300.

<sup>2</sup> قانون رقم 03-04، مؤرخ في 17 فبراير 2003 يعدل ويتم المرسوم التشريعي 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 11، الصادرة بتاريخ 13 فبراير 2003، ص 20.

<sup>3</sup> المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم جريدة رسمية عدد 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993، ص 04.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

## المبحث الأول: المركز القانوني للوسيط في السوق الرئيسية

أحاط المشرع الجزائري بورصة القيم المنقولة بضوابط قانونية تنظم عمليات تداول الأوراق المالية في السوق الرئيسية، حيث تتم عن طريق وسطاء ماليين يقومون بعمليات التداول لصالح الغير، ويعتبر الوسيط من أهم هيئات التعامل في البورصة، حيث لا يجوز إجراء مفاوضات على القيم المنقولة في البورصة إلا عن طريقه، فمهنة الوساطة المالية كانت تمارس من طرف شخص طبيعي أو معنوي بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وبقي الحال كما هو عليه في ظل تعديل هذا المرسوم بموجب الأمر 96-10<sup>1</sup> المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، لكن بموجب تعديل سنة 2003 بصدور القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة قام المشرع الجزائري باستبعاد الشخص الطبيعي طبقا لنص المادة 04 المعدلة للمادة 06 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر: "يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض والبنوك والمؤسسات المالية" كما نصت المادة 04 من النظام 15-01<sup>2</sup> المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم على أنه: "يمكن الحصول على الاعتماد من طرف اللجنة لممارسة عمليات البورصة لكل من الشركات التجارية التي تهدف أساسا للوساطة في عمليات البورصة وكذا البنوك والمؤسسات المالية".

فقد أصبحت مهنة الوساطة المالية حكرًا على الشخص المعنوي، ولعل السبب في التخلي عن الشخص الطبيعي راجع لكون هذا الأخير لم يكن له دور فعال في تنشيط السوق المالي بالإضافة إلى انعدام ثقة المستثمرين فيه نتيجة ضعف الضمانات التي يقدمها، وبسبب محدودية الملائمة المالية للشخص الطبيعي بالنظر إلى ما تفرضه الوساطة من التزامات مالية كبيرة ضمانا

<sup>1</sup> الأمر 96-10 ، المؤرخ في 10 جانفي 1996 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 03، صادرة بتاريخ 14 جانفي 1996. ص 34.

<sup>2</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15-01، المؤرخ في 15 أفريل 2015، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتها ومراقبتهم. جريدة رسمية عدد 55، صادرة بتاريخ 21 أكتوبر 2015، ص 19.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

لمصالح المستثمرين، حيث يوفر الشخص المعنوي ضمانات قانونية تساعد على حماية أموال المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد يتعرضون لها بتعاملهم المباشر مع المقترضين<sup>1</sup>. في الحقيقة من الناحية العملية لم يتم اعتماد الشخص الطبيعي كوسيط في البورصة حتى في ظل النظام الملغى بالرغم من سماح هذا النظام له بممارسة مهنة الوساطة، والسبب في ذلك راجع إلى أن مهنة الوساطة المالية تتطلب وسائل بشرية ومالية كبيرة حتى توفر الضمانات الكافية للمستثمرين، والشخص الطبيعي لا يمكنه توفير مثل هذه الضمانات هذا من جهة، ومن جهة أخرى قبل تعديل سنة 2015 كان أغلب الوسطاء في عمليات البورصة هم بنوك عمومية حيث يملكون أغلبية رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وبالتالي لم يكن هناك أشخاص طبيعيين يمارسون مهنة الوساطة، وبعد ذلك تأسست شركات خاصة بغرض ممارسة مهنة الوساطة وكانت أول شركة قدمت طلب الاعتماد لممارسة مهنة الوساطة هي شركة تل ماركيتس (Tell Markets)<sup>2</sup>.

من خلال ماسبق يتضح أن مهنة الوساطة في عمليات البورصة تمارس من طرف شركات تجارية وبنوك ومؤسسات مالية (المطلب الأول)، والوظيفة الأساسية للوسطاء في عمليات البورصة هي تداول القيم المنقولة في البورصة (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: أشكال ممارسة مهنة الوساطة المالية

يعتبر الوسيط المالي من أهم هيئات التعامل على القيم المنقولة، فقد حاولت مختلف التشريعات المقارنة وضع تعريف دقيق له، فقد عرّفه المشرع العراقي بموجب التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية سنة 2004 بأنه: "شخص معنوي يجاز من المجلس لممارسة الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية بموجب أحكام القانون والنظام"، وعرّفه القانون الأمريكي باعتباره أي

<sup>1</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، ممارسة الشخص المعنوي لمهنة الوساطة في عمليات البورصة، المرجع السابق، ص 302.

<sup>2</sup> مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم، نائب مدير بورصة الجزائر للدراسات، في مقر بورصة الجزائر، بتاريخ 28 ديسمبر 2022، على الساعة 10 و30د .

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

شخص طبيعياً كان أو معنوياً باستثناء البنك، يشارك في شراء الأوراق المالية وبيعها لحساب الغير<sup>1</sup>.

كما عرّفه قانون سوق عمان المالي رقم 1 لسنة 1990 بأنه: "الشخص المعنوي أو الشخص الطبيعي الذي يعمل وسيطاً وفقاً لأحكام هذا القانون"<sup>2</sup>.

المشرع الجزائري عرّف الوسيط في عمليات البورصة بموجب المادة 02 من النظام 01-15 سالف الذكر بأنه: "كل معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص...".

من خلال التعريفات السابقة يتضح أن بعض التشريعات تسمح للشخص الطبيعي بممارسة مهنة الوساطة إلى جانب الشخص المعنوي منها القانون البحريني، القانون الأمريكي، غير أن المشرع المصري بموجب القانون رقم 95 لسنة 1992 نصّ على أنه يتم مباشرة أعمال الوساطة في الأوراق من طرف شركات المساهمة والتوصية بالأسهم التي تحصل على ترخيص بذلك<sup>3</sup>.

وهذا ما ذهب إليه المشرع الجزائري بموجب قانون رقم 03-04 سالف الذكر حيث استبعد الشخص الطبيعي وجعل مهنة الوساطة حكراً على الشخص المعنوي فقط (الشركات التجارية، والبنوك والمؤسسات المالية).

### الفرع الأول: الشركات التجارية الممارسة لمهنة الوساطة في عمليات البورصة

تعتبر شركة الوساطة المالية أحد المقومات الرئيسية للسوق المالي، فهي تلعب دوراً هاماً في مجال تنفيذ أوامر البيع والشراء، وفي مجال توفير المعلومات عن الشركات، وكذا مجال توجيه المستثمر والتأثير على قراره الاستثماري، فقد نظم المشرع الجزائري أحكام الشركات التجارية في

<sup>1</sup> علي عصام غصن، السمسرة دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار التنفيذ الطباعي، الإسكندرية، سنة 2014، ص 160.

<sup>2</sup> لافي درادكة، وليث الشيخ، مسؤولية الوسيط المالي في بورصة الأوراق المالية، مجلة أبحاث اليرموك "سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، جامعة اليرموك - الأردن، -، المجلد 27، العدد 2، سنة 2011، ص 1437.

<sup>3</sup> علي عصام غصن، المرجع السابق، ص 165.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

نصوص القانون المدني<sup>1</sup> ( المواد 416 إلى 449) والقانون التجاري ( المواد من 544 إلى 842)، بالإضافة إلى نصوص تشريعية أخرى تطبق على الشركات كالنصوص الجبائية، قانون السجل التجاري.... وغيرها، وبموجب نص المادة 416 من القانون المدني عرّف الشركة بأنها: "عقد بمقتضاه يلتزم شخصان طبيعيان أو اعتباريان أو أكثر على المساهمة في نشاط مشترك بتقديم حصة من عمل أو مال أو نقد بهدف اقتسام الربح الذي قد ينتج أو تحقق اقتصاد أو بلوغ هدفا اقتصاديا ذي منفعة مشتركة كما يتحملون الخسائر التي قد تنجر عن ذلك"، وقد حدد المشرع التجاري أنواع الشركات التجارية بموجب المادة 544 من القانون التجاري الجزائري. لممارسة الشركات مهنة الوساطة المالية لا بد من توفر جملة من الشروط لمنحها الاعتماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (أولا)، كما تلعب الشركات التجارية دورا هاما في تنشيط السوق المالي (ثانيا).

### أولا: شروط اعتماد شركة الوساطة المالية.

بداية لا بد من الإشارة إلى أنه حتى تتمكن الشركات التجارية من ممارسة مهنة الوساطة المالية لا بد أن تكون أنشأت خصيصا لممارسة هذه المهنة تطبيقا لنص المادة 04 من القانون 03-04 المعدلة للمادة 06 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر، وهذا ما أكدته المشرع في تعديل سنة 2015 بموجب نص المادة 4 من النظام رقم 15-01 حيث نص على إمكانية الحصول على الاعتماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة للشركات التي تهدف أساسا لممارسة مهنة الوساطة في عمليات البورصة، فالمشرع الجزائري لم يحدد شكل الشركة التجارية الممارسة لمهنة الوساطة في عمليات البورصة وترك الحرية للوسطاء في اختيار شكل الشركة على خلاف ما كان عليه في ظل المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

بالرجوع لنص المادة 05 من النظام 15-01 سالف الذكر نجد المشرع الجزائري اشترط على الشركات التجارية التي أنشأت خصيصا لممارسة مهنة الوساطة في عمليات البورصة، تقديم ملفا

<sup>1</sup> الأمر 75-58، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون المدني، المعدل والمتمم بقانون 07-05، المؤرخ 13 مايو 2007، جريدة رسمية عدد 31، الصادرة بتاريخ 13-05-2007. ص 03.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

يحتوي على مجموعة من الالتزامات والعناصر والمعلومات الضرورية التي تمثل الشروط المطلوبة قانونا وتتمثل هذه الشروط في:

1- امتلاك رأس مال اجتماعي كحد أدنى عشرة ملايين دينار جزائري (10.000.000 دج) ويجب أن يتم دفعه كليا ونقدا، مع إمكانية الخضوع لمقاييس رؤوس أموال خاصة تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة .

2- حيازة محلات ملائمة لضمان أمن مصالح زبائنها.

3- لا بد أن يكون لها مقر اجتماعي بالجزائر.

4- يجب أن يكون لها على الأقل مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة وتتوفر فيه شروط الكفاءة والتأهيل المنصوص عليها في تعليمية 16-01<sup>1</sup> للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وقد حدد هذه الشروط في المادة 02 منها المتمثلة في:

\* اجتياز اختبار مصادق عليه من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المتعلق بتكوين مهني في السوق المالي المنظم من طرف مؤسسة تكوين معترف بها من طرف اللجنة، ويمكن للجنة أن تعترف بالشهادات المتحصل عليها من الخارج في نفس المجال.

5- يجب تقديم طلب الاعتماد للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

الجدير بالملاحظة من خلال هاته الشروط أن المشرع الجزائري رفع من الحد الأدنى لرأس المال حيث كان في ظل نظام 96-03 الملغى يقدر ب 2 مليون دينار جزائري، وبموجب تعديل سنة 2015 رفعه إلى عشرة ملايين دينار جزائري ، السبب في ذلك راجع لأهمية الوساطة المالية في عمليات البورصة وضمانا للمستثمرين المتعاملين مع هذه الشركات وبالتالي هذا يساعد على جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين مما يساعد في زيادة نشاط السوق المالي الجزائري فكلما كان رأس مال شركة الوساطة كبير كلما كان الضمان أكبر هذا من جهة، ومن جهة أخرى يصعب على شركة الوساطة الانسحاب من البورصة على عكس ما كان عليه الحال في ظل النظام القديم كان

<sup>1</sup> Instruction de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse(COSOB)16-01 du 24février2016 relative aux condition de qualification que doivent remplir le dirigeant assumant la direction générale de l'Intermédiaire en Opérations de Bourse –société commerciale et le responsable de la structure « Intermédiaire en Opérations de Bourse »au sein des banques et des établissements financiers.[www.cosob.org](http://www.cosob.org). Consulté le 23/03/2020 à 11h30.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

يسهل انسحابها لقلة مبلغ رأسمالها<sup>1</sup>، ضف إلى ذلك أن المشرع نص على إمكانية الخضوع لمقاييس رؤوس الأموال بمعنى الحد الأدنى لرأسمال شركة الوساطة المالية يختلف من شركة إلى أخرى.

هذا ما أخذ به المشرع المصري حيث يختلف رأس مال الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية حسب نوع النشاط الذي تمارسه، في حين المشرع الفرنسي لم يحدد حد أدنى لرأس مال شركة الوساطة، وإنما اقتصر على عدم منح الموافقة لتأسيس شركة الوساطة إلا بعد أن تتحقق لجنة مؤسسات الائتمان ومشروعات الاستثمار من وجود رأس مال أساس كاف، وتحدد لجنة التنظيم المصرفي والمالي مع الأخذ بعين الاعتبار طبيعة الخدمة المزعم تأديتها، مع إعداد برنامج نشاط لكل خدمة من خدمات الوطاء<sup>2</sup>.

الجدير بالذكر أيضا أن المشرع نص على ضرورة أن يكون مقر الشركة في الإقليم الجزائري، بينما الشركات التي تتكون من أجنب ومركزها الرئيسي في الخارج لم ينص عليها في النظام 01-15، غير أنه بالرجوع إلى القانون التجاري نجد المشرع التجاري نص في المادة 547 من القانون التجاري على أنه: "يكون موطن الشركة في مركز الشركة".

تخضع الشركات التي تمارس نشاطها في الجزائر للتشريع الجزائري"، ومركز الشركة طبقا للمادة 50<sup>3</sup> من القانون المدني الجزائري هو المكان الذي يوجد فيه مركز إدارتها، بناءا عليه يتضح أن الشركات التي مركزها الرئيسي في الخارج ولها نشاط في الجزائر يعتبر مقرها الاجتماعي في الجزائر، الهدف من إدراج هذا الشرط هو حماية السوق من الشركات الوهمية من جهة، ومن جهة أخرى حماية المستثمرين الذين يتعاملون مع هذه الشركات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> مقابلة مع السيد بولحدور نيزام، مستشار تقني، بمقر بورصة الجزائر، بتاريخ 28-12-2022، على الساعة 10:00.

<sup>2</sup> عبد الله الطاني، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات زين الحقوقية، بيروت- لبنان-، سنة 2015، ص 150.

<sup>3</sup> المادة 50 من الأمر 75-58 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> نواره حميل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري- تيزي وزو، السنة الجامعية 2014-2017، ص 196.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

هذا ما أخذ به المشرع المصري حيث ذهب للقول إلى أن الشركات التي تأسس في مصر لمباشرة الأنشطة المتصلة بمجال الأوراق المالية، تكتسب الجنسية المصرية إذا كان مركز الشركة الرئيسي في مصر ولو كانت مكونة من أجنب، وكذلك فعل المشرع الفرنسي الذي قضى بأن يكون مركز الإدارة الرئيسي لشركة الوساطة في فرنسا، بينما المشرع الكويتي منع أن تكون شركة الوساطة أجنبية ولم يكتفي بذلك فقط بل اشترط أن يكون جميع الشركاء فيها من الكويتيين، أما المشرع العراقي ذهب عكس المشرع الكويتي الذي فتح المجال للأشخاص الأجانب سواء طبيعيين أو معنويين بتأسيس شركات الوساطة، وكذا امتلاك كامل رأس المال أو شراء الأسهم فيها أو أن يكونوا شركاء فيها إلى جانب الشركات المحلية، وهذا ما ذهب إليه المشرع اللبناني حيث سمح للشركات الأجنبية إلى جانب الشركات المحلية ممارسة مهنة الوساطة في بورصة بيروت، لكن بشرط أن تأسس الشركة الأجنبية شركة تابعة لها في لبنان والتقييد بأحكام النظام الداخلي والتعليمات الصادرة عن لجنة البورصة، كما نجد المشرع الفرنسي اشترط فقط إثبات شرف واستقامة مدير الشركة، أما باقي الشروط تركها للقواعد العامة في قانون الشركات، إذ لا يجوز تعيين مديرا أو عضوا في مجلس الإدارة أو مجلس الرقابة لأي مشروع تجاري أيا كان شكله كل من حكم عليه نهائيا في جناية بعقوبة بدنية مخلة بالشرف، وكذلك المحكوم عليهم بعقوبة الحبس مدة لا تقل عن 03 أشهر مع عدم إيقاف التنفيذ عن جريمة مخلة بالشرف<sup>1</sup>.

المشرع الجزائري لم يدرج هذه الشروط لإدارة شركة الوساطة المالية، وكان الأحرى أن ينص صراحة في المادة 05 من النظام 01-15 ".....بالإضافة إلى الشروط المنصوص عليها في التعليمات يتم الرجوع إلى أحكام القانون التجاري فيما يتعلق بشروط إدارة الشركة" كما فعل نظيره الفرنسي نظرا لأن تلك الشروط لها أهمية بالغة في تسيير شركة الوساطة ونجاح عملها.

ثانيا: مكانة الشركات التجارية في السوق المالي.

حدد المشرع الجزائري أنواع الشركات التجارية في المادة 544 من القانون التجاري، فقد ترك الحرية للوسطاء في اتخاذ أي شكل من أشكال الشركات التجارية، بموجب المادة 04 من قانون

<sup>1</sup> عبد الله الطائي، المرجع السابق، ص148، ص 152.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

04-03 سألقة الذكر فقد اكنفى بالنص على أنه يتم ممارسة مهنة الوساطة من طرف الشركات التجارية التي أنشأت خصيصا لهذا الغرض.

غير أن الوضع لم يكن كما هو عليه الآن ففي ظل المرسوم التشريعي 93-10<sup>1</sup> حدد المشرع شكل الشركة ذات أسهم وهو ما جاء في النظام رقم 96-03 الملغى المادة 04 منه، فكان من الأحرى إبقاء النص القديم الذي يشترط اتخاذ شكل شركة مساهمة وذلك للدور الفعال الذي تؤديه هذا النوع من الشركات في السوق المالي، لا بد من الإشارة على أنه بالرغم من أن المشرع لم يحدد شكل شركة الوساطة إلا أن معظم شركات الوساطة هي في شكل شركة مساهمة.

هذا ما ذهب إليه المشرع العراقي، حيث نص على أن يكون الوسيط المالي في شكل شركة تجارية دون تحديد نوعها أو موضوعها، بينما المشرع الفرنسي أكد على ضرورة تلاءم الشكل القانوني للشركة مع نوع الخدمة التي تقدمها، غير أنه من الناحية العملية فإن أغلب شركات الوساطة في البورصة الفرنسية تتخذ شكل شركة مساهمة لكونها تسمح بتدخل أفضل للسوق المالي، بينما يرى الفقه الفرنسي أنه يجوز تأسيس الشركة في أي شكل من الأشكال ما عدا شركة المحاصة التي تكون مستترة ولا تتمتع بالشخصية المعنوية<sup>2</sup>.

في حين المشرع المصري حدد الأشكال القانونية التي يمكن أن تتخذها شركات الوساطة وهما شكلان: شركة الأسهم وشركة التوصية بالأسهم، وهذا جاء متوافقا مع أحد مبادئ المنظمة الدولية لهيئات سوق المال الخاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، الذي ينص على ضرورة أن تتوفر هذه الشركات على رأس مال قابل للزيادة<sup>3</sup>، السبب في تحديد شكل شركة الوساطة المالية راجع للاعتبار المالي الذي يمنحها صفة الاستمرارية دون التأثير بما قد تتعرض له الوساطة الفردية، كما يؤدي إلى زيادة الحصول على السيولة النقدية بسهولة وذلك عند حاجة الشركة لها سواء في مرحلة التأسيس أم لاحقا إذا أرادت الشركة زيادة رأسمالها، وهذا كله يصب في

<sup>1</sup> المادة 06 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> - عبد الله الطائي، المرجع السابق، ص 147.

<sup>3</sup> ريزان حسين مولود، النظام القانوني لشركة الوساطة في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المنشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، سنة 2015، ص 27.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

خانة الخدمات المتميزة سواء على الجانب الاقتصادي الذي يهدف إلى تطوير وتنمية مهنة الوساطة وذلك عن طريق المنافسة والاستفادة من أسلوب اتخاذ القرار في الشركة، وتقديم خدمات أفضل للمستثمر، والجانب الاجتماعي الذي يتمثل في جذب اليد العاملة والتخفيف من نسبة البطالة<sup>1</sup>.

فأهمية الأسواق المالية ترتبط بتعاظم دور شركات المساهمة التي تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار، والتغيرات التي تحدث في الاقتصاد المحلي والدولي، ففي هذا الصدد أشارت دراسة أعدها قطاع التخطيط في وزارة الاقتصاد لدولة الإمارات العربية المتحدة، أن شركات المساهمة العامة تعتبر من أفضل التنظيمات الاقتصادية التي يمكن من خلالها توفير أكبر قدر ممكن من المدخرات وتوظيفها في المجالات الاقتصادية المنتجة، فهذه الشركات 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 للمساهمة في النشاط الاستثماري عن طريق دخول البورصة، حيث تعد شركات المساهمة العنصر الأساسي في خلق سوق مالية متطورة للتداول، وأداة مهمة يمكن استخدامها بفعالية في توجيه المزيد من الموارد المالية نحو الاستثمار، فكلما كان هذا النوع من الشركات رائجا في الاقتصاد المحلي كلما زادت أهمية الدور الذي تلعبه البورصة، وزادت مكانة هذه الشركات باعتبارها الوسيط في عمليات البورصة<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: ممارسة البنوك والمؤسسات المالية مهنة الوساطة في عمليات البورصة

البنوك مؤسسات مالية تجارية تقوم بتلقي الأموال من الجمهور واستعمالها لحسابها الخاص شرط إعادتها ومنح القروض ووضع وسائل الدفع تحت تصرف وإدارة هذه الوسائل. أما المؤسسات المالية هي أشخاص معنوية مهمتها العادية والرئيسية القيام بالأعمال البنكية ما عدا تلقي الأموال من الجمهور.

<sup>1</sup> عبد الله الطائي، المرجع السابق، ص 148.

<sup>2</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص 34.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تعد البنوك أحد أهم المؤسسات المالية المؤهلة للقيام بدور الوساطة في عمليات البورصة، إذ قامت معظم البنوك بفتح فروع مختصة بالوساطة في البورصة، لممارستها هذه المهنة لا بد من توفر جملة من الشروط المنصوص عليها قانونا (أولا)، كما تلعب دورا هاما في تنشيط السوق المالي، فيوجد العديد من البنوك والمؤسسات المالية التي تمارس مهنة الوساطة في عمليات البورصة في حدود خصائصها التنظيمية وطبيعة وظيفتها<sup>1</sup> (ثانيا).

**أولا: شروط منح الاعتماد للبنوك والمؤسسات المالية من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.**

تطبيقا لنص المادة 03 من النظام رقم 15-01 سالف الذكر لممارسة البنوك والمؤسسات المالية مهنة الوساطة في عمليات البورصة، لا بد أولا تقديم طلب اعتماد واحد سواء تعلق الأمر بممارسة نشاط واحد أو أكثر، وينطبق الأمر على البنوك حتى وإن كانت قد حصلت على الاعتماد المنصوص عليه في الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض<sup>2</sup>، إذ لا بد من مراقبة دخول الأشخاص كوسطاء مقدمي خدمة إلى السوق المالي بهدف حماية المستثمرين واستقرار الجهاز المالي فالقانون يفرض على البنوك الحصول على اعتماد خاص<sup>3</sup>، كما يجب أن يتعهد بممارسة نشاط الاعتماد في البورصة لحساب الغير وإلا لا يتم منح الاعتماد من طرف اللجنة.

بالرجوع إلى نص المادة 06 من النظام 15-01 نجد أن المشرع الجزائري نص على مجموعة من الشروط التي يجب أن تتوفر في البنوك والمؤسسات المالية التي قدمت طلب لاعتمادها من أجل ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة تتمثل في:

1- تبرير وجود قسم مرتبط مباشرة بالإدارة العامة لضمان استقلالية التسيير لاسيما المحاسبية، بين نشاطات الوساطة في عمليات البورصة والنشاطات الأخرى للبنك أو المؤسسة المالية وذلك حتى لا يقع أي خلط بين نشاط البنك كوسيط ونشاطاته الأخرى.

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2005، ص 11.

<sup>2</sup> المادة 82 والمادة 92 من الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 52،

مؤرخة في 27 أوت 2003، ص 14.

<sup>3</sup> يمينة حجاج، المرجع السابق، ص 60.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

2- يجب على مسؤول الهيكل استيفاء شروط التأهيل المنصوص عليها في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 16-03<sup>1</sup> حيث جاء في المادة 02 منها: يجب على المسؤول عن الوسيط أن يقدم الوثائق التالية:  
\* مستخرج شهادة الميلاد.

\* مستخرج من شهادة السوابق القضائية رقم 03.

\* نسخة من شهادة النجاح في الاختبار مصادق عليها المتعلق بتكوين مهني السوق المالي أو كل شهادة معادلة معترف بها من طرف اللجنة.  
\* نسخة من الشهادات المتحصل عليها.  
\* السيرة الذاتية التي تبين خبرته المهنية.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أنه يجب على الوسيط في عمليات البورصة سواء كان شركة تجارية أو بنك أو مؤسسة مالية<sup>2</sup>:

1- يجب توفير وسائل تقنية و بشرية مناسبة،

2- يجب وضع إجراءات العمل ونظام للمراقبة الداخلية، وكشف وتسيير تضارب المصالح،

3- يجب تكييف الوسائل المناسبة مع طبيعة وأهمية وتعقيد وتنوع النشاطات الممارسة اللازمة من أجل حسن سير النشاط الذي قدّم له الاعتماد لممارسته، كما تعتمد على تطور النشاط والإطار القانوني والتنظيمي،

4- يجب السهر بشكل دائم على أن تكون الوسائل والإجراءات المذكورة مجتمعة في أي وقت،

5- يجب على الوسيط السعي لتفادي تضارب المصالح، وفي حالة عجزه على ذلك يجب عليه حلها لصالح الزبون،

<sup>1</sup> Instruction COSOB n°16-03 du 18 Avril 2016 fixant les éléments constituant le dossier joint à la demande d'agrément en qualité d'intermédiaire en opérations de Bourse. [www.cosob.org](http://www.cosob.org). Consulté le 24/04/2020 à 10h30.

<sup>2</sup> المادة 07 من النظام 01-15 المذكور سابقا.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

6- يجب تعيين مسؤول عن المطابقة مسجل لدى اللجنة مكلف بالسعي إلى احترام الالتزامات المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة<sup>1</sup>.

كما نص المشرع الجزائري بالنسبة للوسطاء الراغبون في ممارسة نشاط تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل أو لصالح شركات التوظيف الجماعي، يعتبرون عند تقديمهم طلب الاعتماد طالبين لممارسة نشاط الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة ويجب عليهم أن يوفروا شروط ممارسة هذا النشاط<sup>2</sup>.

تجدر الإشارة إلى أن المشرع الجزائري لم يفرض على البنوك الشروط المنصوص عليها في المادة 05 من نظام رقم 15-01 سألقة الذكر، وحصر تلك الشروط على الشركات التجارية التي أنشأت خصيصا لممارسة مهنة الوساطة المالية، السبب في ذلك راجع لكون كل تلك الشروط متوفرة في البنوك والمؤسسات المالية لحظة حصولها على الاعتماد لممارسة عمليات البنوك<sup>3</sup>.

### ثانيا: دور البنوك في تنشيط السوق المالي.

أصبحت البنوك التجارية تشكل فاعلا أساسيا في أسواق القيم المنقولة وذلك سواء لحسابها الخاص أو لحساب الغير مقابل عمليات تنقاضيها، وتعتبر المسؤولة عن عمليات الائتمان، أي قبول الودائع بأنواعها المختلفة.

### أ- دور البنوك التقليدية في تنشيط السوق المالي:

تعتبر البنوك أحد أهم المؤسسات المالية المؤهلة للقيام بدور الوساطة في عمليات البورصة، إذ قامت معظم البنوك بفتح فروع مختصة بالوساطة في البورصة حيث أصبحت تقدم خدمات

<sup>1</sup> Instruction de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) n°16-04 du 18décembre 2016 portant sur les fonctions et les conditions de qualification et d'inscription du responsable de la conformité. [www.cosob.org](http://www.cosob.org). Consulté le 25/04/2020 à 12h00.

<sup>2</sup> - المادة 03/فقرة 03 من النظام 15-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> - يمينة حجاج ، المرجع السابق، ص 61.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أخرى غير خدماتها التقليدية كاحتفاظ بالأوراق المالية وتقديم النصائح والإرشادات المتعلقة بالتوظيف بالأوراق المالية وغيرها<sup>1</sup>.

فنظرا لخبرة البنوك في إدارة الأوراق المالية وتسيير المحافظ فإن هذا يؤهلها أن تلعب دورا في تقديم استشارات فنية وتشجيع الشركات على شراء الأوراق المالية، بزيادة العروض من القيم المنقولة في السوق، فبصدور قانون 03-11 المتعلق بالنقد والقرض سالف الذكر سمح المشرع الجزائري للبنوك بممارسة وظائف بنوك الأعمال وخاصة طرح السندات سواء للاكتتاب العام أو مقتصرًا على المؤسسين، وهذا ما نصت عليه المادة 17 من قانون 03-04 المعدلة للمادة 43 من المرسوم التشريعي 93-10 بأنه: "تعد من الشركات التي تلجأ للائحة العلني الشركات ذات السندات المقبولة للتداول ابتداءً من تاريخ تسجيلها أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتها مهما كان نوعها إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء" كما أجاز الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض للبنوك التعامل في الأوراق المالية سواء بالبيع أو الشراء لحسابها والتفاوض لحساب الغير أو تسيير محافظ جماعية، كما نصت المادة 72 على إمكانية ممارسة البنوك والمؤسسات المالية توظيف القيم المنقولة وكل منتج مالي واكتتابها وشرائها وتسييرها وحفظها وبيعها بالإضافة إلى إمكانية تلقي أموال من الجمهور موجهة للتوظيف في شكل مساهمات لدى مؤسسة ما، وفقا لكل الكيفيات القانونية كما في الأسهم وسندات الاستثمار وحصص الشركات والموصين في شركات التوصية أو سواها وهذا طبقا للمادة 73 من نفس الأمر.

فنظرا للدور الهام الذي تؤديه البنوك في بورصة الأوراق المالية نص المشرع في المادة 04 من قانون 03-04 على إمكانية ممارستها لمهنة الوساطة متى توفرت فيها مجموعة من الشروط سألقة الذكر وإضافة إلى عمليات الوساطة فإنها تقوم بأعمال فنية ومحاسبية تستهدف إعادة تأهيل

<sup>1</sup> نعيمة العربي ، وظيفة الوساطة المالية و دورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم تسيير، فرع النقود والمالية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة بن يوسف بن خدة-الجزائر-، سنة 2008-2009، ص 56.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

السوق المالي في الجزائر والسماح للبنوك بإنشاء ماسك الحسابات<sup>1</sup>، والذي يرتبط نشاطه بكل من المؤتمن المركزي على السندات وبنك التسوية حيث يعد شريكا أساسيا في نظام التسوية و الحفظ المركزي<sup>2</sup>.

## ب- دور البنوك الالكترونية في تنشيط السوق المالي:

سعت البنوك الجزائرية إلى مواكبة التطورات الحاصلة في الساحة المصرفية المتمثلة أساسا في تقديم خدمات مصرفية إلكترونية للتقرب من العملاء، وتسهيل عملية الحصول على الخدمات المصرفية.

إن القيام بالعمليات المصرفية الالكترونية ليس مقتصرا على البنوك والمؤسسات المالية بالمفهوم التقليدي، فقد ظهر نوع حديث من البنوك وهو البنوك الالكترونية، حيث يكتسي تحديد مفهومها أهمية قانونية بالغة، وهي تتفرد بخصائص تميزها عن البنوك التقليدية، كما يتطلب الأمر تحديد الأحكام القانونية المتعلقة بها.

## 1- مفهوم البنوك الالكترونية:

عرف مفهوم البنوك الالكترونية اهتماما كبيرا من قبل الباحثين، حيث ظهرت عدة تعاريف فهناك العديد من المصطلحات التي تطلق على البنوك المتطورة مثل: البنوك الالكترونية، أو بنوك الانترنت، أو البنوك عن بعد، أو بنك المنزل أو البنك على خط، أو بنوك الويب، وبالرغم من اختلاف التسميات إلا أن جميعها تشير إلى قيام العميل بإدارة حساباته أو انجاز أعماله المتصلة بالبنك عبر شبكة الانترنت في أي مكان وجد فيه وفي أي وقت<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 03 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-02، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، جريدة رسمية عدد 73، صادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، ص 19.

<sup>2</sup> المادة 06 من النظام رقم 03-01، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، جريدة رسمية عدد 73، صادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، ص 12.

<sup>3</sup> يوسف حسن يوسف، البنوك الالكترونية، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى، القاهرة-مصر-، سنة 2012، ص 11.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تعرف البنوك الالكترونية بأنها: " تلك البنوك التي تقوم بتقديم خدمات مصرفية أو خدمات متطورة من خلال شبكات اتصال الكترونية، والتي يستفيد منها المشاركون فيها، وفقا لشروط العضوية التي تحددها البنوك وذلك من خلال أحد المنافذ على الشبكة كوسيلة اتصال بالعملاء" ويمكن تعريفها أيضا بأنها: " وسيلة الكترونية الغاية منها نقل المنتجات والخدمات البنكية مباشرة إلى العملاء عبر الانترنت، فبذلك تمكنهم من الوصول إلى حساباتهم وإجراء العمليات والحصول على المعلومات دون الحاجة إلى التنقل بين فروع البنك بالإضافة إلى اختصار الوقت والجهد والمال بالنسبة للعميل وخفض تكاليف العمل، زيادة الأرباح بالنسبة للبنك"<sup>1</sup>.

كما عرفت على أنها: " تلك البنوك أو المؤسسات المالية التي تقوم على الركائز الالكترونية، وتوظيف كافة التطورات الحديثة في مجال تكنولوجيا الاتصال والمعلومات لتقديم كافة الخدمات المصرفية بأمان مطلق"<sup>2</sup>.

### 2- تمييز البنوك الالكترونية عن البنوك التقليدية:

تتفرد البنوك الالكترونية بتقديم خدمات متميزة عن غيرها من البنوك التقليدية تلبية لاحتياجات العميل المصرفي، وهو ما يحقق لها مزايا عديدة تميزها عن البنوك التقليدية. فالبنوك الالكترونية تقدم كافة الخدمات المصرفية التقليدية إلى جانب خدمات أكثر تطوراً، وتكاليف تقديم الخدمات منخفضة مقارنة بالبنوك التقليدية، ففي دراسة تقديرية خاصة بتكلفة الخدمات المقدمة عبر قنوات مختلفة، تبين أن تكلفة تقديم خدمة ما عبر فروع البنك تصل إلى 295 وحدة، في حين لا تتجاوز تكلفة نفس الخدمة عبر شبكة الانترنت 4 وحدات، وتصل إلى

<sup>1</sup> ريان عثمان، واقع البنوك الالكترونية في العالم العربي، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، المجلد 2، العدد 1، جوان 2019، ص 13.

<sup>2</sup> سليمة عبد الله، دور تسويق الخدمات المصرفية الالكترونية في تفعيل النشاط البنكي دراسة حالة القرض الشعبي الجزائري بباتنة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص تسويق، كلية العلوم الاقتصادية والسياسية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، سنة 2008-2009، ص 85.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تكلفة وحدة واحدة من خلال الصراف الآلي<sup>1</sup>. كما تمتاز بفتح المجال أمام البنوك صغيرة الحجم لتوسيع نشاطها عالميا باستخدام شبكة الانترنت دون الحاجة إلى إنشاء فرع خارجي، ضف إلى ذلك قدرتها على إدارة العمليات المصرفية على شبكة الانترنت بكفاءة من أي موقع جغرافي، يستطيع البنك أن يختار أفضل الأماكن على مستوى العالم من حيث الأوضاع السياسية المستقرة أو المعاملة الضريبية الأفضل ليمارس أعماله في بيئة مناسبة<sup>2</sup>.

كما تمتاز البنوك الالكترونية بإمكانية الوصول إلى قاعدة عريضة من العملاء عبر العالم دون التقيد بمكان أو زمن معين دون أن ينحصر في العملاء المقيمين بجوار فروعه التقليدية الموجودة على أرض الواقع<sup>3</sup>، بالإضافة إلى أن طبيعة عملها توفر لها السرعة في إنجاز كافة العمليات مقارنة بالبنوك التقليدية، كما تتيح للعملاء فرصة لتسديد التزاماتهم بطريقة الكترونية، ويمنحهم القدرة على إدارة محافظهم المالية وتغيير تركيبتها في زمن قياسي<sup>4</sup>.

### 3- الأحكام القانونية المتعلقة بالبنوك الالكترونية:

بداية نشير إلى أن المشرع الجزائري لم يستعمل مصطلح "البنك الالكتروني" ولا مصطلح "البنك على الانترنت" سواء في قانون النقد والقرض، ولا في القوانين الأخرى ذات الصلة، ومختلف الأنظمة المتعلقة بالعمل المصرفي الجزائري التي أصدرها بنك الجزائر.

غير أنه في القانون رقم 06-01 المتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته<sup>5</sup> أشار إلى البنوك الالكترونية بتعبير " المصارف التي ليس لها حضور مادي"، من خلال نص المادة 59: " من

<sup>1</sup> نصيرة شبوب، الإدارة البنكية الالكترونية في الجزائر دراسة ميدانية حول أنظمة النقد الآلي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم الإعلام والاتصال، تخصص مجتمع معلومات، كلية العلوم السياسية، جامعة الجزائر 3، سنة 2012-2013، ص 64.

<sup>2</sup> سليمة عبد الله، المرجع السابق، ص 86.

<sup>3</sup> منير الجنيهي، البنوك الالكترونية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2006، ص 17.

<sup>4</sup> ريان عثمان، المرجع السابق، ص 19.

<sup>5</sup> قانون رقم 06-01 المعدل والمتمم مؤرخ في 20 فيفري 2006، متعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته، جريدة رسمية عدد 14، صادرة بتاريخ 8 مارس 2006، ص 4.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أجل منع تحويل عائدات الفساد وكشفها، لا يسمح أن تنشأ بالإقليم الجزائري مصارف ليس لها حضور مادي ولا تنتسب إلى مجموعة مالية خاضعة للرقابة.

كما لا يرخّص للمصارف والمؤسسات المالية في الجزائر بإقامة علاقات مع مؤسسات مالية أجنبية تسمح باستخدام حساباتها من طرف مصارف ليس لها حضور مادي ولا تنتسب إلى مجموعة مالية خاضعة للرقابة". ومنه يتضح أن المشرع الجزائري منع إنشاء بنوك على الانترنت فقط على الإقليم الجزائري، كما منع البنوك والمؤسسات المالية المنشأة في الجزائر من إقامة علاقات مع مؤسسات مالية أجنبية تسمح باستخدام حساباتها من طرف مصارف ليس لها وجود مادي، بغرض حماية المتعاملين مع هذا النوع من البنوك.

من الناحية العملية بورصة الجزائر متوافقة مع المشرع الجزائري في منع التعامل مع البنوك الالكترونية وذلك لأنها لا تزال متأخرة مقارنة بباقي الأسواق المالية في الدول الأخرى، لذا يجب أولاً تفعيل نشاط البورصة ثم التحدث عن مواكبة التطورات التكنولوجية، فحتى لو سمح المشرع بإنشاء هذه البنوك وبممارستها مهنة الوساطة فإن بورصة الجزائر ليست مستعدة لتعامل معها<sup>1</sup>.

هذا ما ذهب إليه المشرع المصري الذي يمنع من إقامة بنوك الكترونية ليس لها كيان على أرض الواقع، كما اشترط على البنوك التي تقدم خدمات مصرفية الكترونية أن تحصل على ترخيص مسبق من البنك المركزي المصري، وأن تقوم بتحديد الخدمات التي ستقوم بتأديتها من خلال الانترنت، بالإضافة إلى تحديد المسؤوليات الواقعة عليها وعلى العملاء، ويجب أن تبين صفحة البنك على الانترنت ما يفيد حصولها على ترخيص، هذا ما أخذ به نظام الدفع والتحويل الالكتروني للأموال الأردني فقد نص على أنه لا يجوز مزاولة خدمات الدفع أو تشغيل وإدارة وسائل الدفع الالكترونية إلا بعد الحصول على ترخيص من البنك المركزي الأردني<sup>2</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنه نتيجة لتطور تكنولوجيا المعلومات وبعد ظهور الوظائف الالكترونية للبنوك، أصبحت العلاقة بين المتعاملين والبنك سهلة وسريعة، فقد استطاعت البنوك الالكترونية

<sup>1</sup> مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم، المرجع السابق.

<sup>2</sup> صليح بونفلة، النظام القانوني للعمليات المصرفية الالكترونية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8ماي 1945-قائمة-، سنة 2019-2020، ص 83.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تحسين العمليات والخدمات البنكية، كما اكتسبت ثقة المتعاملين بالأوراق المالية<sup>1</sup>، وهذا ما يبرز دورها الفعّال في تنشيط السوق المالي عن طريق ممارسة مهنة الوساطة المالية.

لذا كان من الأفضل اعتراف المشرع بإنشاء مثل هذه البنوك مع توفير أجهزة رقابة فعّالة لحماية المتعاملين من خطر التعامل مع بنوك وهمية، وتوفير إطار قانوني يتناسب مع طبيعتها الخاصة، فلا بد من تعديل نص المادة 59 من قانون مكافحة الفساد بحيث تسمح بالتعامل مع هذا النوع من البنوك مع إدراج عقوبات جزائية في حالة اكتشاف تحويل عائدات فساد.

### ج- دور البنوك الإسلامية في تنشيط السوق المالي:

للبنوك الإسلامية دور فعّال في تنشيط السوق المالية وذلك من خلال ممارسة مهنة الوساطة في عمليات البورصة، وقبل التطرق إلى هذا الدور لا بد من تحديد مفهوم هذه البنوك، وتمييزها عن البنوك التقليدية.

#### 1- مفهوم البنوك الإسلامية:

إن البنوك الإسلامية ذات خصوصية تميزها عن باقي المصارف سواء بالنسبة للعملاء أو الأدوات الاستثمارية، فقد عرّفتها اتفاقية الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية في المادة 05-فقرة 01 ب" يقصد بالبنوك الإسلامية في هذا النظام تلك البنوك أو المؤسسات التي ينص قانون إنشائها ونظامها الأساسي صراحة على الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى عدم التعامل بالفائدة أخذا وعطاء"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> وهيبة بوتيرة ، دور البنوك في تطوير السوق المالية الجزائرية للفترة 2004-2013، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة بليدة2، مجلد6، العدد1، سنة2015، ص15.

<sup>2</sup> وفاء أحمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية- بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي-، مجلة الأستاذ، كلية التربية للعلوم الإنسانية -جامعة بغداد-، المجلد2012، العدد 201، سنة 2012، ص840.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

فالبنوك الإسلامية تقوم بقبول الودائع تحت الطلب والودائع لأجل مثل البنوك التقليدية، إلا أنها تختلف عنها في طريقة توظيف الأموال، حيث تعتبر البنوك التقليدية الفائدة هي أساس التعامل، بينما البنوك الإسلامية تعتمد على المضاربة الإسلامية في توظيف أموالها<sup>1</sup>.

بالرجوع إلى النظام 20-02<sup>2</sup> الذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية، نجد أن المشرع الجزائري نص في المادة 02 منه على أن العملية البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية هي كل عملية لا يترتب عنها تحصيل أو تسديد الفوائد، كما نصت على ضرورة أن تكون هذه العمليات مطابقة للأحكام المشار إليها في المواد من 66 إلى 68 من الأمر 03-11 سالف الذكر، وبناء عليه نخلص إلى أن البنوك الإسلامية تمارس جميع مهام البنوك الغير إسلامية بما في ذلك مهنة الوساطة المالية، حيث تقوم بعملها المتمثل في الوساطة لقاء أجر معلومة وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية<sup>3</sup>.

### 2- ممارسة البنوك الإسلامية مهنة الوساطة المالية في البورصة:

المصارف الإسلامية من أكثر المؤسسات تأهيلا للقيام بدور الوساطة المالية، حيث أنها تركز وتستمد قواعدها من الدين الإسلامي ومحددة من طرف الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها المصرفية والاستثمارية من خلال تطبيق مفهوم الوساطة المالية القائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة من خلال إطار الوكالة بنوعيتها العامة والخاصة، فهي ذات دور متميز في اقتصاديات الدول الإسلامية، وإن معيار العقيدة الإسلامية هو أن يكون توظيف استثمار الأموال بدون فائدة<sup>4</sup>، من بين هذه البنوك يوجد في الجزائر بنك البركة وبنك السلام وهما بنكان أجنبيان ناشطان في الجزائر، لا بد من الإشارة إلى أنه لا يوجد بنوك إسلامية جزائرية فهناك ما

<sup>1</sup> بن حدو فؤاد، البنوك الإسلامية والأزمة المالية العالمية، الطبعة الأولى، منشورات ألفا للوثائق، الجزائر، سنة 2018، ص 48.

<sup>2</sup> - نظام 20-02، المؤرخ في 15 مارس 2020، يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية، جريدة رسمية عدد 16، مؤرخة في 24 مارس 2020، ص 32.

<sup>3</sup> أحمد محمد لطفي، الاستثمار في عقود المشاركة في المصارف الإسلامية، دار الفكر والقانون، المنصورة، دون سنة نشر، ص 70.

<sup>4</sup> وفاء أحمد محمد، المرجع السابق، ص 843.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

يعرف بشباك الصيرفة الإسلامية الذي ينشأ لدى مختلف البنوك العمومية للقيام بالعمليات المصرفية الإسلامية المختلفة، حيث يمكنه ممارسة مهنة الوساطة المالية إذا عهد له البنك الذي فتح فيه هذا الشباك ممارسة هذه المهنة ولا يحتاج إلى الحصول على اعتماد لممارسة هذه المهنة لأن الاعتماد يمنح للبنك الذي يوجد فيه الشباك<sup>1</sup>.

تؤدي المصارف الإسلامية دور الوسيط مثل المؤسسات المالية التقليدية، فمن ناحية فإنها تقدم تسهيلات إلى عملائها- المؤسسات والأفراد- ، ومن ناحية أخرى فإنها تجتذب الأموال من المستثمرين الذين تتوفر لديهم أموال فائضة للاستثمار، والدور الذي تقوم به هذه المؤسسات يتمثل في توجيه هذه المدخرات إلى وسائل التمويل المسموح بها بموجب الشريعة الإسلامية والتي يجب أيضا أن تفي بالمعايير الاستثمارية للمستثمرين<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: نظام تداول القيم المنقولة في البورصة

إن عملية تداول القيم المنقولة في البورصة تمثل المرحلة التي تسبق عملية التسوية والمقاصة، فتداول الأوراق المالية داخل السوق المالية يتم عن طريق وسطاء ماليين مرخص لهم، فلا يمكن إجراء مفاوضات في البورصة إلا عن طريقهم ويتم تسيير نظام التفاوض من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة<sup>3</sup>، حيث يقومون بتنفيذ أوامر العملاء التي تتعدد صورها حسب رغبة المستثمرين فلهم دور فعال في تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية ( الفرع الأول)، ونتيجة لمواكبة التطورات التكنولوجية تم توسيع وزيادة استعمال الانترنت في الأسواق المالية، حيث ساهم ذلك في فتح أبواب جديدة أمام الأسواق المالية وذلك بظهور مفهوم " التداول الإلكتروني" ( الفرع الثاني)، كما انتشر نوع حديث من الصكوك المالية ألا وهو الصكوك الإسلامية والتي لها أهمية كبيرة في تداولها في البورصة ( الفرع الثالث).

<sup>1</sup> مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم ، المرجع السابق.

<sup>2</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص322.

<sup>3</sup> هذا ما سندرسه بالتفصيل في الفصل الثاني من الباب الثاني من الأطروحة.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

## الفرع الأول: دور الوسيط في تداول القيم المنقولة في البورصة

يبرز دور الوسيط المالي في تداول القيم المنقولة في البورصة من خلال تحديد التسعيرة في البورصة (أولاً)، وكذا تنفيذ مختلف الأوامر الصادرة عن المتعاملين ثم التأكد من تسويتها (ثانياً).

### أولاً- تحديد التسعيرة في البورصة:

يقصد بالتسعيرة تحديد أسعار السندات وذلك بمواجهة أوامر البيع والشراء المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة بإعطاء تسعيرة رسمية، يتم على أساسها التداول تحت رقابة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>، وقد نص المشرع الجزائري في المادة 80/فقرة 2 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة 03-97 المعدل والمتمم على طريقتين للتسعيرة وهما:

- التسعيرة بالثبیت.

- التسعيرة المستمرة (بالتواصل).

يتم تحديد التسعيرة سواء يدوياً أو بواسطة الإعلام الآلي، ولقد اعتمدت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة نظام التسعيرة الثابتة اليدوية بالنسبة لمرحلة الانطلاق أين يكون حجم المبادلات ضعيف، ويتطور إلى نظام التسعيرة الثابتة باستعمال الإعلام الآلي عند نمو حجم المبادلات<sup>2</sup>.

### أ- التسعيرة بالثبیت:

يقصد بهذه الطريقة تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات، وهي مستعملة لتحديد سعر يدعى بسعر الثبیت، ذلك بمواجهة أوامر الشراء والبيع في مدة قصيرة، وتعتمد على مجموعة من القواعد:

- الأوامر بالأحسن لا بد أن تنفذ أولاً.

- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به لا بد أن تنفذ.

<sup>1</sup> المادة 82 من النظام 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 12-01، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 87 مؤرخة في ديسمبر 1997، ص 06.

<sup>2</sup> رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة- دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، سنة 2010/2011، ص 41.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لا بد أن تنفذ<sup>1</sup>.

### ب- التسعير بالتواصل:

يستعمل التسعير بالتواصل نظام الإعلام الآلي، يتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف الوسطاء في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي، هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح) ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام<sup>2</sup>. لا بد من الإشارة أن بورصة الجزائر منذ مباشرة نشاطها الفعلي لم تستعمل إلا طريقة التسعيرة بالتثبيت وذلك لأنها تتناسب مع حجم نشاط السوق المالي، فحجم التداولات في البورصة قليل لا يحتاج اعتماد طريقة التسعيرة المستمرة، ففي حالة زادت حجم التداولات أصبح يمكن العمل بهذا النظام، وبما أن حجم تداولات البورصة منذ نشأتها إلى يومنا هذا لا تزال ضعيفة لذا يتم العمل بنظام التسعيرة الثابتة<sup>3</sup>.

### ثانيا: تنفيذ الأوامر:

تعتبر أوامر البيع والشراء في البورصة نقطة بدء في معاملاتها وبمقتضاها يصدر أمر من العميل إلى الوسيط الذي يختاره، ويخطر فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، ويسمى الأمر "أمر بالشراء" إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، ويسمى "أمر بالبيع" إذا كان غرض العميل هو البيع<sup>4</sup>.

وقد عرّف المشرع الجزائري أمر البورصة في نص المادة 89 من النظام 97-03 سالف الذكر، بأنه تعليمة يقدمها زبون إلى الوسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل.

<sup>1</sup> نذير شني، النظام القانوني لشرطة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في قانون الأعمال ، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين - سطيف 2-، سنة 2016-2017، ص 112.

<sup>2</sup> عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط السوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة-، سنة 2011-2012، ص 125.

<sup>3</sup> مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم ، المرجع السابق.

<sup>4</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص 190.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

لابد من الإشارة إلى أن الوسيط في عمليات البورصة قبل تلقيه للأمر بالشراء أو البيع ملزم بتحرير اتفاقية فتح الحساب مع كل عميل من عملائه حسب النموذج المحدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>1</sup>.

يتضمن الأمر بالبيع أو الشراء مجموعة من البيانات اللازمة تطبيقا لنص المادة 92 من النظام 97-03 سالف الذكر المتمثلة فيما يلي:

\* بيان اتجاه العملية (شراء أو بيع).

\* تعيين القيمة محل التداول أو خصائصها.

\* عدد السندات المزمع تداولها.

\* إشارة أو حد السعر.

\* مدة صلاحيته.

\* مراجع صاحب الأوامر.

بصفة عامة كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذه، كما يمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن تشترط بيان تكميلي ضروري لمعالجة الأوامر.

أ- شروط تنفيذ أوامر البورصة:

حدد المشرع الجزائري شروط خاصة تتعلق بتنفيذ أوامر البورصة من طرف الوسيط في عمليات البورصة في المواد 93 و 94 و 95 من النظام العام للبورصة 97-03 المعدل والمتمم سالف الذكر، لكن قبل الخوض في ذلك لابد من معرفة ما إذا كان المشرع اشترط أن يكون أمر البورصة الموجه للوسيط مكتوبا أم لا.

بالرجوع لنص المادة 97 من النظام 97-03، نجد المشرع الجزائري لم يشترط ذلك بمعنى يمكن أن يكون الأمر مكتوبا، وفي هذه الحالة اشترط أن يكتب هذا المحرر وفقا للنموذج المستعمل من طرف الوسيط في عمليات البورصة، كما يجب أن يوقع من قبل الأمر، ويكون النموذج معتمدا

<sup>1</sup> تعليمة رقم 01-99، المؤرخة في 3 مارس 1999، تتعلق بنموذج اتفاقية الحساب، تمّ التصفح عبر موقع بورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz>، بتاريخ 1 مارس 2020، على الساعة 11 و 30د.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

من قبل اللجنة، كما يمكن أن يكون الأمر بواسطة الهاتف، وفي هذه الحالة يجب على الأمر تأكيد إرسال الأمر كتابيا، وفي الفقرة الثانية من نفس المادة نجد المشرع اشترط أن تكون الأوامر التي بادر بها الوسيط في عمليات البورصة، في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل محل وثيقة مكتوبة ترسل من قبل الشخص المكلف بتسيير المحفظات المالية للزبائن، أو الشخص المكلف بعمليات التفاوض.

هذا ما أخذ به المشرع المصري فقد نص في المادة 45/فقرة 2 من قانون التجارة المصري، على أنه يجب أن يكون الأمر الصادر من العميل للوسيط (السمسار) مكتوبا، وفي حالة إذا أجرى الوسيط عملية بيع أو شراء الأوراق المالية دون وجود تفويض مكتوب من العميل جاز لهذا الأخير قبول العملية أو رفضها، كما نصت المادة 263 من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال على إمكانية تلقي أوامر العملاء هاتفيا وفقا لنظام تسجيل هاتفي تعده شركة الوساطة، ويجب أن تكون موافقة العميل على هذا الأمر كتابيا، كما يجب أن توافق عليه هيئة سوق رأس المال حتى تتحقق من عدم التلاعب والغش، بينما المشرع الفرنسي يشترط أن يكون الأمر المرسل مكتوبا قبل القيام بأي عمل من الأعمال المنصوص عليها في القانون المتعلق بالبورصة، إلا أن القضاء الفرنسي أجاز إثبات أمر البورصة بجميع وسائل الإثبات المقبولة في المسائل التجارية، تطبيقا لذلك حكم القضاء الفرنسي بصحة الأمر الصادر شفاهة من العميل (عبر الهاتف) بشراء عدد معين من الأوراق المالية بالبورصة، بشرط أن يقوم الوسيط بإثبات مضمون هذا الأمر كتابة، في حالة عدم تلقيه تأكيد كتابي من العميل<sup>1</sup>.

### 1- الشروط المتعلقة بالحدود:

بالرجوع لنص المادة 93 من النظام 97-03 نجد المشرع نص على مجموعة من الشروط التي يمكن أن يتضمنها الأمر المتعلقة بالحدود تتمثل في:

<sup>1</sup> أحمد مخلوف، المطول في شرح قانون التجارة المصري الجديد والبورصة المصرية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة 2004-2005، ص 792، ص 793.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- فيما يخص التسعيرة المتواصلة، فإن الأمر بسعر السوق لا يتضمن أية إشارة إلى السعر، ولا يحدد المشتري أي سعر أقصى، كما لا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته، ويقع تنفيذ الأمر بالأولوية بأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق.

- بالنسبة للأمر "بسرر محدد" وهو الأمر الذي يحدد بمقتضاه المستثمر السعر الأقصى الذي يقبل دفعه لشراء السندات أو السعر الأقصى الذي بموجبه يقبل التنازل عن السندات، وفي حالة عدم وجود إشارة بخصوص الحد، يعالج الأمر كأمر إلى السوق في حالة التسعيرة المتواصلة، وكأمر لأفضل سعر في حالة التسعيرة الثابتة.

### 2- الشروط المتعلقة بمدة الصلاحية:

تحدد هذه الشروط وفقا لنوع الأمر تتمثل في:

- الأمر الملغى: وهو صالح إلى غاية آخر حصة التسعيرة للشهر الذي يرسل خلاله الوسيط في عمليات البورصة.

- الأمر ليومه: وهو صالح فقط أثناء اجتماع البورصة الموالية لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة.

- الأمر للتنفيذ: وهو الأمر الذي لا يتضمن أي حد لصلاحيته، تحدد مدة تقديمه إلى السوق بثلاثة أسابيع.

- الأمر لمدة محددة: هو الأمر يتضمن أجلا محددًا لا يتجاوز مدته 30 يوما والذي يحل كصالح إلى غاية نهاية اجتماع البورصة المنصوص عليها.

تجدر الإشارة إلى أنه في حالة عدم وجود معلومات متعلقة بمدة الصلاحية فإن أمر البورصة يعد "أمر ليومه"<sup>1</sup>.

### 3- الشروط المتعلقة بالأجوبة الجزئية:

طبقا للمادة 95 من النظام 97-03 تتمثل في:

- الأوامر بدون شرط التي بمقتضاها تحلل كمية السندات كأقصى كمية.

<sup>1</sup> المادة 94 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- أوامر الكل أو لا شيء، التي لا يمكن الإجابة عليها جزئيا.

ب- كيفية إرسال أوامر البورصة:

نص المشرع الجزائري في أحكام المواد من 96 إلى 102 من النظام 97-03 سالف الذكر على كيفية سير عملية إرسال أوامر البورصة، حيث يتم إرسال الأمر من الأمر إلى الوسيط في عمليات البورصة بأية وسيلة ووفق الشروط المحددة بين الزبون والوسيط في اتفاقية الحساب الموقعة من الطرفين وذلك عند فتح حساب السندات<sup>1</sup>.

عند تلقي الوسيط الأمر يجب عليه بمجرد استلامه أن يسجل تاريخ وساعة الاستلام، كما يجب عليه أن يعجل في تقديم الأوامر إلى السوق، وفي كل افتراض يجب أن يقدم أمرا مستلما في حصة التسعيرة المقبلة<sup>2</sup>.

الجدير بالذكر أن المشرع الجزائري أجاز للأمر تعديل أو إلغاء أمره في كل وقت إلى غاية عشية حصة التسعيرة، أما فيما يخص التعديلات التي تتم يوم التسعيرة لا يتحمل الوسيط المالي بشأنها أي مسؤولية جراء عدم إدخالها، وفي حالة أي تعديل على مستوى معالجة الأوامر من قبل الوسيط، يأخذ الأمر المعدل المرتبة التي تعود إليه بالنسبة للأوامر الموجودة في الدفتر عدا ما تعلق بخفض المقدار (السعر)<sup>3</sup>.

كما أعطى المشرع للوسيط صلاحية تعديل أو إلغاء الأوامر المدرجة لحساب زبائنهم أو لحسابهم الخاص طالما أن مسار العرض على جدول الأسعار لم ينطلق بعد، غير أنه بمجرد تثبيت الأوامر المدرجة من قبل الوسيط أو التكفل بها من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، تعتبر هذه الأوامر نهائية ولا يمكن أن تكون محل تعديل أو إلغاء<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 96 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 98 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 99 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 102 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

يلاحظ أنه تنقضي صلاحية الأوامر في الدفتر من تلقاء نفسها، وذلك في حالة تعليق القيمة، وعندما يتجاوز هذا التعليق حصة واحدة من حصص البورصة<sup>1</sup>، كما يمكن لشركة إدارة بورصة القيم المنقولة بموجب مقرر خاص تحديد تاريخ يتعين على الأمرين ابتداء من تجديد الأوامر غير المنفذة على قيمة معينة، ويكون هذا المقرر محل إعلان ينشر في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، ويحدد عند الاقتضاء الشروط الجديدة لنقل وتجديد الأوامر<sup>2</sup>.  
في الأخير لا بد من الإشارة إلى أن ش.ت.ب. ق تحدد إطار مقرر مختلف التعديلات على السندات والتعديلات أو الإلغاءات المحتملة الناتجة عنها في الأوامر في دفتر الأوامر، كما يحدد الإعلان بالنسبة لكل عملية شروط تطبيق هذه الأحكام وعند الاقتضاء الاستثناءات<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: مساهمة التداول الالكتروني للقيم المنقولة في تطوير السوق المالي

يتم التعامل في بورصة القيم المنقولة عن طريق بيع وشراء القيم المنقولة والتي تتمثل أساساً في الأسهم والسندات، وقد مرت عملية تداول الأوراق المالية بتطورات كبيرة أدت إلى الانتقال من نظام التداول التقليدي إلى نظام تداول جديد يعرف بالتداول الالكتروني للقيم المنقولة.

#### أولاً- مفهوم نظام التداول الالكتروني:

يعد نظام التداول الالكتروني نظام اتصالات بين أطراف التداول، يبدأ بقبول رسائل المتداولين في شكل أوامر بيع وشراء، ويبحثها في صورة عروض وطلبات، وينفذها في ظل قواعد أولوية واضحة وينتهي بتسوية الصفقات، فهناك من عرفه بأنه: "مجموعة كبيرة من الأنظمة المتعددة إذ يقدم خدمات متكاملة في مجال تبادل الأوراق المالية، فيبدأ بتوجيه وتسليم الأوامر من المستخدمين إلى النظام الذي ينفذ الأوامر، الذي يقوم بنقل الأوامر إلى صفقات، والنشر الالكتروني الذي يتم قبل التداول (البيع والشراء)، ومعلومات بعد التداول (سعر الصفقة وكمية

<sup>1</sup> المادة 100 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> المادة 101 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> المادة 114 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

البيانات)، ويوفر للمتعاملين السرعة في التداول، تسهيل عملية اتصال العملاء مع بعضهم، انخفاض التكاليف، انخفاض مخاطر الإدارة، وحيادية موقع التداول<sup>1</sup>.

كما عرّف التداول الإلكتروني بأنه: "المبادلات والتداولات التجارية التي تتم عن طرق الوسائل الإلكترونية والرقمية"<sup>2</sup>.

من خلال المفاهيم السابقة يمكن تعريف التداول الإلكتروني بأنه: "عملية التداول في الأسواق المالية عن طريق شبكة الانترنت بشراء وبيع الأوراق المالية من خلال أجهزة الكترونية ومن مواقع مختلفة، ويتم ذلك إما بواسطة وسطاء ماليين، مع اشتراط توفر في المستثمر المعرفة أو العلم بقواعد التداول والمخاطرة"<sup>3</sup>.

بدأ يتجسد نظام التداول الإلكتروني مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الولايات المتحدة وبريطانيا ما بين 1982 و 1997، ثم بعد ذلك باقي الدول الصناعية الرئيسية الأخرى وتطبيق أسعار الصرف المرنة وتحويل الديون العمومية إلى أوراق مالية<sup>4</sup>، حيث تعتبر بورصة ناسداك (NASDAQ) في الولايات المتحدة الأمريكية الرائدة في إحلال التداول الإلكتروني

<sup>1</sup> نغم حسين نعمة، هبة مهدي صالح، التداول الإلكتروني في سوق العراق للأوراق المالية الواقع والطموح، مجلة أريد الدولية للعلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة العراق، المجلد الثاني، العدد الخاص، سنة 2020، ص 173.

<sup>2</sup> حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، المجلد 2، العدد 2، ديسمبر 2013، ص 124.

<sup>3</sup> حسان طاهر الشريف، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، المجلد 15، العدد 1، مارس 2019، ص 121.

<sup>4</sup> خوجلي عثمان نور الدين بابكر، دور تكنولوجيا المعلومات على الأسواق المالية (بالتطبيق على سوق الخرطوم للأوراق المالية) (سنة 2010-2017)، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في الاقتصاد، مجلس الدراسات الاقتصادية والاجتماعية والإنسانية، أكاديمية السودان للعلوم، سنة 2018، ص 72.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

محل التداول التقليدي<sup>1</sup>، ثم امتداد استخدام هذا النظام إلى الأسواق المالية العالمية الأخرى كأسواق تورنتو عام 1982، وسوق باريس عام 1986<sup>2</sup>.

عرفت معاملات خدمة التداول الإلكتروني ارتفاعاً ملحوظاً سواء من ناحية العمليات أو عدد العملاء أو كميات الأسهم المتداولة، وكنتيجة لذلك عمل هذا النظام على جذب المستثمرين، فقد ساهم في تعزيز وتحقيق عدالة السوق وشفافية عملية التداول، بالإضافة إلى إزالة العوائق التقليدية أمام المستثمر المتعلقة بشراء وبيع الأوراق المالية، الأمر الذي يعمل على زيادة حجم المعاملات في الأسواق المالية بسبب انخفاض الرسوم المفروضة على هذا النوع من التداول، ضف إلى ذلك أنه يتم إجراء عملية التسوية بسرعة قياسية من خلال الربط الآلي بين السوق ومركز الإيداع والتحويل<sup>3</sup>.

ونظراً لأهمية نظام التداول الإلكتروني في السوق المالي، سعت مختلف الأسواق المالية العربية لانتهاج هذا النظام بدلاً من أنظمة التداول اليدوية، وذلك للارتقاء بهذه الأسواق إلى مصاف الأسواق المالية العالمية المتقدمة، فقد اعتمد سوق الأسهم السعودية نظام التداول الإلكتروني عام 1990 وكان النظام يحمل اسم "النظام الإلكتروني لمعلومات الأسهم"، وقد تمّ تحديثه تسع (9) مرات، وقد ازداد الاهتمام بنظام التداول الإلكتروني في أغلب الدول بسبب زيادة المنافسة على التعاملات المالية الدولية بين الأسواق المالية المختلفة نتيجة لتحرير التجارة وافتتاح الأسواق، والتقدم في تقنية الاتصالات وزيادة حجم الاستثمار المؤسسي، والاتجاه نحو

<sup>1</sup> جميلة الجوزي، صفية العمري، تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية، دراسة حالة بورصة (الإمارات، السعودية، الكويت)، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 8، العدد 2، سنة 2017، ص 123.

<sup>2</sup> هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين، نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 22، العدد 92، سنة 2016، ص 253.

<sup>3</sup> مصطفى أمال فراح، عيسى نجاه، فعالية التداول الإلكتروني في تحسين مؤشرات كفاءة الأوراق المالية العربية (دراسة حالة سوق فلسطين للأوراق المالية)، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، المجلد 12، العدد 2، سنة 2018، ص 288.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الخصوصة<sup>1</sup>، ففي هذا المجال تمكنت الأسواق المالية في كل من تونس والمغرب والأردن ولبنان وعمان من تطبيق نظام التداول الفرنسي NSCUNIX المطبق في عدد كبير من البورصات العالمية مثل باريس وأمستردام وبروكسل وغيرها، في حين قامت كل من البحرين والإمارات وفلسطين ومصر وقطر والسعودية بتطبيق نظام التداول الكندي المعروف باسم EFA، وتطبيق كل من الكويت وليبيا أنظمة تداول خاصة بها<sup>2</sup>، كما تمّ إقرار تعليمات التداول الإلكتروني للأوراق المالية في سوق فلسطين في سنة 2008، وهكذا توالى العمل على إدخال هذا النظام الحديث لتداول الأوراق المالية في البورصات العربية نظرا للمزايا التي يوفرها سواء للمستثمر أو للوسطاء في عمليات البورصة وللاقتصاد الوطني بصفة عامة<sup>3</sup>.

بينما الجزائر لا تزال متأخرة مقارنة بباقي الدول العربية الأخرى، فهي تعتمد على نظام تداول القيم المنقولة بصورة تقليدية، في انتظار إنشاء بوابة الكترونية لتداول القيم المنقولة حسب تصريح مدير بورصة الجزائر وذلك لمواكبة التطورات التكنولوجية وتطوير نشاط بورصة القيم المنقولة<sup>4</sup>، ولعل السبب في تأخر فتح هذه البوابة راجع لنقص الإمكانيات المتاحة للتعامل الإلكتروني، كما أنه سوف يتم اعتماد نفس قواعد التداول التقليدي في التداول الإلكتروني الفرق الوحيد بينهم حسب رأيهم هو أنه هذا الأخير يتم عن طريق الانترنت فقط ولن يتم التخلي عن الوسيط المالي كشخص طبيعي حيث سيتلقى أوامر الشراء والبيع بصورة تقليدية لكن يقوم بعملية التداول عن طريق الانترنت، كما أنه يعتبرون أن البورصة منذ نشأتها تتعامل بالتداول الإلكتروني حيث تستخدم الحاسوب الآلي في إنجاز عملياتها<sup>5</sup>، لكن حسب رأينا هذا لا يرقى إلى مستوى التداول

<sup>1</sup> هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين، المرجع السابق، ص 253.

<sup>2</sup> نوال بن لكحل، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 6، العدد 2، سنة 2015، ص 155.

<sup>3</sup> ريان هاشم حمدون، التنظيم القانوني لتداول الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، سنة 2013، ص 110.

<sup>4</sup> إذاعة الجزائر، بورصة الجزائر: إطلاق أرضية جديدة للتداول الإلكتروني قريبا، تمّ التصفح عبر الموقع الإلكتروني: <https://www.radioalgerie.dz> بتاريخ 2-03-2020، على الساعة 12 و30 دقيقة.

<sup>5</sup> مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم، المرجع السابق.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الالكتروني في البورصات الأوروبية والعربية التي سبق الإشارة إليها فلا بد من إعادة النظر في مفهوم التداول الالكتروني الذي سيتم تطبيقه فعليا في بورصة الجزائر حتى يمكننا القول أنه يوجد نظام جديد للتداول من الناحية العملية، فلا يكفي فتح بوابة الكترونية للقيام بعمليات التداول بل لابد من توفير جميع الإمكانيات البشرية والتقنية لنجاح هذا المشروع الذي سيساهم في زيادة نشاط البورصة.

### ثانيا - مزايا ومخاطر التداول الالكتروني:

يعتمد نظام التداول الالكتروني على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة، والتدفق للمعلومات عن كافة عمليات التداول بالبورصة، كما يسهل عمليات المتابعة الفورية لعمليات التداول لكافة الأوراق المالية، من حيث حجم التعامل، وتطور الأسعار وغيرها من المعلومات<sup>1</sup>، فنظام التداول الالكتروني ينفرد بخصائص تميزه عن نظام التداول اليدوي نوجزها كالآتي:

- إتاحة الفرصة للمستثمر لمراقبة تنفيذ معاملاته ومتابعة استثماراته في أي وقت ومن أي مكان.
- الاستفادة من رسوم السمسرة (الوساطة) المنخفضة المفروضة على هذا النوع من التداول عبر الانترنت<sup>2</sup>.
- الحصول على المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية في أي لحظة لاتخاذ القرارات الاستثمارية حسب تقديره.
- البيع والشراء الفوري استنادا إلى المعلومات التي حصل عليها من خلال الشبكة ومراقبته للأسعار ويمكن تكرار عملية البيع والشراء في نفس اليوم، وذلك لما تتميز به عملية التداول الالكتروني من سرعة فائقة في التسوية والمقاصة واستلام شهادة الاستثمار.

<sup>1</sup> رابح حريزي، المرجع السابق، ص 188.

<sup>2</sup> حسام مسعودي، المرجع السابق، ص 126.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- زيادة عدد المستثمرين وزيادة معدلات تداول الأسهم فضلا عن جذب رؤوس الأموال الأجنبية وزيادة سيولة السوق<sup>1</sup>.

- يساهم نظام التداول الالكتروني في ضبط الممارسات الغير مسموح بها، وإيقاف التعامل في حالة وجود شك في ورقة معينة، حتى يتم التأكد من سلامة الصفقة، وبالتالي يسهل إتباع مدى تطبق القوانين واللوائح في السوق المالي<sup>2</sup>.

بالنظر إلى هذه المزايا العديدة للتداول الالكتروني للأوراق المالية نجد أن معظم شركات الوساطة المالية قد لجأت إلى توفير هذه الخدمة مما ساعد بدوره في تطوير سوق الأوراق المالية وساهم بشكل فعال في رفع حجم التعاملات، كما ساهم في زيادة انفتاح البورصة على الأسواق المالية العالمية في ظل تنامي حصة المستثمرين الأجانب وبالتالي يؤدي إلى تحقيق الشفافية في المعاملات المالية وتعزيز وتحقيق عدالة السوق المالي<sup>3</sup>.

بالرغم من المميزات التي ينفرد بها نظام التداول الالكتروني، إلا أنه قد ينجم عن استخدامه مخاطر عديدة سواء مرتبطة بشبكة الانترنت نفسها، أو البرنامج المستخدم، أو مرتبطة بنظام التداول الالكتروني في حد ذاته، بالإضافة إلى استخدام الخدمة من قبل المستثمر، لذا يجب على هذا الأخير أن يكون مدركا للمخاطر التي يمكن أن يواجهها أثناء ممارسة عملية التداول عبر الانترنت من بين هذه المخاطر:

- المخاطر المتعلقة بالتدخل أو خرق البرامج من قبل قرصنة الكمبيوتر أو أي طرف ثالث.

- فقدان كلمة المرور الخاصة بحساب المستثمر أو استخدامها من قبل طرف آخر أو أطراف غير مخولين.

<sup>1</sup> دعاء نعمان الحسيني، عدنان سالم قاسم، أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تطبيقية على عينية من أسهم الشركات المسجلة في سوق المال السعودي للفترة 2002-2003، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة تكريت - العراق - المجلد 7، العدد 21، سنة 2011، ص 56.

<sup>2</sup> رابح حريزي، المرجع السابق، ص 188.

<sup>3</sup> ريان هاشم حمدون، المرجع السابق، ص 103.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- المخاطر المتعلقة بخلل في أنظمة التداول أو تأخيرات في التنفيذ أو تقديم الأوامر أو فقد الأوامر من خلال الاتصال

- المخاطر الناتجة عن عدم ضغط العميل على تأكيد الأمر الصادر عنه، الذي يترتب عليه إلغاء الأمر<sup>1</sup>.

- صعوبة الاتصال بالوسيط بسبب ضعف نظام الاتصالات أحيانا.

- كثرة الوسطاء الماليين الالكترونيين مما يجعل عملية اختيار وسيط ومتابعته من قبل الجهات الرقابية أمرا بالغ الصعوبة، لذا وجب على المستثمر التأكد من حقيقة الوسيط الذي سيتعامل معه من حيث المصداقية والشفافية والنزاهة عند تنفيذ الأوامر، ففي بعض الأحيان يوجد وسطاء وهميون يملكون موقع على الويب ويقومون بإعطاء المستثمر أسعار وهمية وبذلك يتعرض للنصب والاحتيال من قبل أشخاص لا يعرفهم، لذا وجب توخي الحيلة والحذر عند التعامل عن طريق الانترنت<sup>2</sup>.

- تغيير السوق المالية في ظل التداول الالكتروني بسرعة مرتفعة جدا، إذ يتطلب الأمر أخذ الاحتياطات حتى لا يتعرض المستثمر إلى أزمة سيولة، أو إلى أزمة دفع أكثر مما يرغب<sup>3</sup>.

### ثالثا - قواعد التداول الالكتروني للقيم المنقولة.

يعد نظام التداول الالكتروني أحد أهم آليات جذب الاستثمارات الوطنية والدولية، يساهم بشكل كبير في تيسير عملية تداول الأوراق المالية، لذا نجد مختلف التشريعات الوطنية تهتم بتنظيم عمليات هذا التداول، وذلك لضمان أكبر قدر من الدقة في إجراءات تنفيذ عمليات البيع والشراء للأوراق المالية عبر شبكة الانترنت، من بين هذه التشريعات النظام المصري الذي قام بوضع قواعد وإجراءات تكفل تنفيذ العمليات بشكل فعال وسريع وآمن، وفرض التزامات على

<sup>1</sup> حسام مسعودي، المرجع السابق، ص 127.

<sup>2</sup> ريان هشام حمدون، المرجع السابق، ص 105.

<sup>3</sup> حسان طاهر شريف، المرجع السابق، ص 123.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

المتعاملين عبر شبكة الانترنت تتمثل أساسا في التزام شركات الوساطة بالحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن تلقي أوامر البيع والشراء من عملائها وتنفيذها عبر الانترنت، فعملية التداول عبر الانترنت تستوجب أولا قيام المستثمر بفتح حساب لدى إحدى الشركات المرخص لها بمزاولة نشاط الوساطة لعمليات التداول الالكتروني للأوراق المالية مباشرة أو من موقعها الالكتروني الذي توفره لخدمة عملائها<sup>1</sup>، يتم تنفيذ الأوامر بنظام التداول الالكتروني وفقا لترتيب التالي:

1- بعد تلقي الأوامر من العميل يقوم الوسيط بإدراجها وتسجيلها على شاشة الحاسب الآلي، الذي يتولى بطريقة آلية التوفيق بين العروض والطلبات حتى يمكن الوقوف على السعر العادل لفتح جلسة التداول، ويسمى هذا السعر بالسعر الاستكشافي، أو سعر الافتتاح.

2- بعد تحديد السعر يقوم برنامج القبول الآلي بالتوفيق بين العروض والطلبات المسجلة، وذلك لتحويلها إلى عمليات فعلية، ويتم القبول بأولوية السعر الأفضل، وفي حالة تساوي السعر يتم الترجيح بأسبقية التسجيل<sup>2</sup>.

3- بعد تسجيل الأمر على النظام الآلي الخاص بالبورصة، سواء عن طريق شركة الوساطة بمقصورة التداول أو من خلال الشاشات الموجودة بمقر شركة الوساطة، يتم تنفيذ الأمر بواسطة النظام الالكتروني.

4- يقوم نظام التداول بعد ذلك بالتأكد على شركة الوساطة على الشاشة بأن الأمر قد تمّ تنفيذه<sup>3</sup>. في الأخير الجدير بالذكر أن معظم الدول العربية تبنت نظام التداول الالكتروني للقيام بعمليات البورصة، كما نصت في تشريعاتها الوطنية على قواعد وإجراءات التداول، في حين بورصة الجزائر لا تزال متأخرة مقارنة بباقي البورصات العربية في تبني هذا النظام الحديث،

<sup>1</sup> ريان هاشم حمدون، المرجع السابق، ص 111.

<sup>2</sup> أحمد مخلوف، المرجع السابق، ص 802.

<sup>3</sup> خالد أحمد سيف الشعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، سنة 2015، ص 132.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

فيجب على المشرع الجزائري تدارك هذا الوضع والنص في قوانين البورصة على تبني هذا النظام وكذا قواعد إجراءات التعامل به، وذلك لما له من أهمية كبيرة في تطوير بورصة القيم المنقولة بصفة خاصة وفي تنمية الاقتصاد الوطني بصفة عامة.

### رابعاً: أثر استخدام نظام التداول الالكتروني على الوساطة المالية.

إن تبني نظام التداول الالكتروني كان له أثر بالغ على مهنة الوساطة المالية، فقد كانت الكثير من الخدمات تتم من خلال الوسطاء الموجودين في مكان محدد، ويتم الاتصال بينهم وبين العديد من المستثمرين من خلال التواجد في مكان محدد أو عن طريق الهاتف، وكان محور عملهم يتجلى في إقناع المستثمرين في عمليات البيع والشراء<sup>1</sup>.

غير أنه نتيجة للتقدم التكنولوجي واستخدام نظام التداول الالكتروني أصبحت معاملات العديد من البورصات العالمية مثل بورصة باريس تتم من خلال أجهزة الكمبيوتر حيث تمّ استبدال الوسطاء بالأجهزة، وبالتالي جميع معاملات البورصة تتم بطريقة الكترونية وتمّ التخلي عن الأشخاص بصورة كاملة، فبورصة باريس تسعى دائماً إلى عرض أحدث منصات وخدمات التداول المتطورة للمتداولين والمستثمرين، وهي جزء من بورصة أوروبية Euronext تعمل بوصفها بوابة للشركات الدولية للوصول إلى المجتمعات الاستثمارية الأوروبية، إضافة إلى كونها قاعدة دعم للاقتصاد الأوروبي ككل<sup>2</sup>، لكن من ناحية أخرى بقيت بورصة نيويورك وناسداك تعتمدان بشكل كبير على الأشخاص في التعامل<sup>3</sup>.

فظهور التكنولوجيا المالية أدى إلى التخلي عن الوساطة المالية، وإلى الحد من سيطرة الوسطاء الماليين، وزيادة سيطرة الأسواق الرأسمالية والمؤسسات المالية المالكة للأوراق المالية القابلة للتداول، ويرجع السبب في الحد من أهمية الوساطة المالية لكون السيولة للأصول المالية قد

<sup>1</sup> عبد الناصر طلب الزيود، محمد خير سليم أبو زيد، أثر الانترنت في الأسواق المالية" دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد الأول، سنة 2007، ص 84.

<sup>2</sup> بدون مؤلف، دليل المستثمر لبورصة باريس - يورونكست باريس، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني: <https://www.lopratedforexbokers.com>، بتاريخ 2021/10/10، على الساعة 11 و 30 دقيقة.

<sup>3</sup> Brad M. Barber an Terrance Odem, " the Internet and the investor", journal of economic perspective, vol 15, N°01, 2001, p43.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

ازدادت بشكل كبير بعد انتشار الانترنت، وذلك أن عدم تماثل المعلومات كان سابقا يحد من مستوى السيولة- أي البائع كانت لديه معلومات غير متاحة للمشتري-، لكن نتيجة لظهور الانترنت فقد تمّ تقديم هذه المعلومات بتكلفة منخفضة قد تصل إلى الصفر<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: كيفية تداول الصكوك المالية الإسلامية في البورصة

شهدت أدوات التمويل الإسلامي خلال السنوات الماضية ازدهارا وانتشارا واسعا، ومن أبرز هذه الأدوات الصكوك المالية الإسلامية، فحسب رأي المراقبين والخبراء الاقتصاديين في العالم فإنه مزال هناك الكثير أمام الشركات والحكومات في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية بين المستثمرين والاستفادة الكاملة من تداولها في الأسواق المالية بدلا من الاحتفاظ بها<sup>2</sup>.

### أولا- مفهوم الصكوك المالية الإسلامية:

سوف نتطرق في هذا العنصر إلى تعريف الصكوك المالية الإسلامية، والخصائص التي تتميز بها، ومقارنتها بباقي الأوراق المالية، وكذا أنواع هذه الصكوك والهدف من التعامل بها وإبراز أهميتها.

### أ- تعريف الصكوك الإسلامية:

يعبر عن الورقة المالية الإسلامية بـ " الصكوك الإسلامية"، أو " الأدوات المالية الإسلامية"، ويطلق على العملية التي يتم من خلالها إصدار الصكوك " التصكيك"<sup>3</sup> ويقصد به: " بأنه عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها وغير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها للمستثمرين"<sup>4</sup>.

وفقا لتعريف المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معياره رقم 18 عن الصكوك، فقد نص على أنها: " وثائق متساوية القيمة تمثل حصص شائعة

<sup>1</sup> Franklin Allen, James Mcandrews, Philips Strahan, "E- Finance: An introduction", journal of Financial services Research, October2001,p10.

<sup>2</sup> أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة، سنة2014، ص48.

<sup>3</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص316.

<sup>4</sup> أبوبكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية المعاصرة( دراسة موضوعية في واقع المالية العالمية)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، سنة2015، ص30.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله<sup>1</sup>.

كما تعرف الصكوك الإسلامية بأنها: "صك بقيمة معينة تصدره مؤسسة تتولى استثمار هذا المال بنفسها أو بدفعه إلى من ينوب عنها في ذلك وتعمل على ضمان تداوله وتنظيمه"<sup>2</sup>. كما يقصد بها أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية".

كما عرّفها رئيس الإدارة الشرعية للبنك الوطني للتنمية بأنها: "أحد الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة، التي تستخدم كوعاء ادخاري للمتعاملين بديلاً عن الودائع التقليدية بفائدة"، وقد انتشرت تلك الصكوك بعد النجاح الذي حققته لدى المتعاملين الراغبين في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

وقد عرّفها القانون المدني الأردني في المادة 6 - يسمى هذا القانون (قانون صكوك التمويل الإسلامي لسنة 2016) - بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع تصدر بأسماء مالكيها، مقابل ما يقدمون من أموال لتنفيذ المشروع واستغلاله، وتحقيق العائد لمدة تحدد في نشرة الإصدار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية أحكامها في مشروع نشاط اقتصادي مدر للدخل غير محضور شرعاً"<sup>3</sup>.

غير أنه بالرجوع إلى التشريع الجزائري نجد المشرع لم يتطرق لتعريف الصكوك المالية الإسلامية، حيث لم يتضمن القانون المصرفي الجزائري أي أحكام تراعي الضوابط الشرعية للعمل المالي الإسلامي خاصة الصكوك الإسلامية، وكذلك لم ينص في النظام 20-02 الذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات، على تعريف الصكوك المالية الإسلامية وكيفية التعامل بها، وأمام هذا الغياب التام للإطار القانوني

<sup>1</sup> أدهم إبراهيم جلال الدين، المرجع السابق، ص 49.

<sup>2</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص 317.

<sup>3</sup> أوبكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص 30، ص 31.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

والتشريعي لتنظيم العمل بالصكوك الإسلامية يشكل عائقا وتحديا كبيرا في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية<sup>1</sup>، كما رفضت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في تقريرها السنوي لسنة 2006 إدراج الصكوك الإسلامي (تحت مسمى السندات الإسلامية) ضمن القيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة، وذلك لعدم وجود نص قانوني يجيز ذلك<sup>2</sup>.

### ب- خصائص الصكوك المالية الإسلامية:

من خلال التعاريف التي سبق ذكرها يتضح لنا أن الأوراق المالية الإسلامية تتميز بخصائص متعددة نذكر منها:

- الصك وثيقة تثبت الحق لصاحبها في ملكية التصرف بالاشتراك مع الغير.
- لكل صك قيمة مالية محددة ومسجلة عليه.
- تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك، ولهذا يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي.
- يمثل الصك نصيبا شائعا في موجودات وحقوق المشروع وديونه التي عليه للغير، ولهذا فإن انتقال حق الملكية لا يرد على الصك بل على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق.
- صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك.
- شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعا في التعاقد.

<sup>1</sup> الأمير عبد القادر حفوظة، البشير زبيدي، استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربتي السودان وماليزيا نموذجا)، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة مسيلة، مجلد 2، عدد 4، سنة 2017، ص 81.

<sup>2</sup> براحلية بدر الدين، مداخلة بعنوان: إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية بعنوان: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية بتاريخ 8 و9 ديسمبر 2013، بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص 1.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- الصكوك المالية الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات<sup>1</sup>.
- الورقة المالية الإسلامية تخول حاملها حق ملكية صافي أصول المشروع الذي يمول من حصيلة إصدارها وهذا الحق يتمثل في صافي موجودات المشروع.
- الورقة المالية الإسلامية وسيلة تمويل تقوم على مبدأ المضاربة المشروعة، وتأخذ جميع أحكامها.
- الورقة المالية الإسلامية تعطي مالكيها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية وحصة مالكي الأوراق المالية من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بالنسبة وقت التعاقد، وأي نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب، أو في الورقة المالية نفسها، بحيث تتضمن حصة المضارب وحصة أرباب المالي، أي حملة الأوراق المالية من الربح الذي يتحقق في نهاية المشروع أو في فترات دورية معينة<sup>2</sup>.

### ج- مقارنة بين الصكوك المالية الإسلامية والقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة:

- هناك نوعين رئيسيين من الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، فإما أن تمثل حقا في الشركة المصدرة للورقة المالية، وإما أن تمثل قرضا من مشتري الورقة لشركة المصدرة، ويحصل صاحبها بموجبها على فائدة دورية، الأول يسمى: الأسهم، والثاني، السندات<sup>3</sup>.
- فقد عرّف المشرع الجزائري السهم في المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري بقوله: " السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها".

<sup>1</sup> أدهم إبراهيم جلال الدين، المرجع السابق، ص 50.

<sup>2</sup> يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، الاستثمار - الصناديق الاستثمارية الأوراق المالية التجارية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ص 179.

<sup>3</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص 319.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أما السندات فهي تمثل مديونية الشركة تجاه الغير نتيجة تقديم هذا الأخير قرضا للشركة يسدد عادة بعد فترة طويلة الأجل، ويحصل صاحب السند على فائدة يتفق عليها وتسدد بصفة دورية<sup>1</sup>.

## 1- الصكوك المالية الإسلامية تستوعب الأسهم:

بداية لابد من الإشارة إلى الحكم الشرعي للأسهم، فإذا كانت الأسهم تمثل حصة من الشركة، فإن الحكم المبدئي لها هو الجواز، فإذا كان النشاط مباحا وخلت من الموانع الشرعية، مثل كون النشاط محرما أو كانت الشركة تتعامل بالربا، وهذا طبقا لقرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة<sup>2</sup>.

## 1.1- أوجه الاتفاق بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

- كل من الصكوك الإسلامية والأسهم يمثلان حقوق مشاعة في موجودات متنوعة، تم اقتنائها لغرض الاستثمار ومن ثم توزيع الأرباح على حاملها.
- كل من حاملي الأسهم والصكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.
- كل من الأسهم والصكوك الإسلامية لها قيمة اسمية وليست مالا مقوما في ذاتها، وقابلة للتداول ومعرضة للربح والخسارة<sup>3</sup>.
- يستحق مالك السهم والصكوك المالية حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع تتناسب مع قيمة الأسهم أو الصكوك التي يملكها في الشركة بالنسبة إلى رأس مال الشركة أو المشروع.

## 2.1- أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

- الصكوك بصفة عامة ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم أوراق مالية ذات مخاطر مرتفعة.

<sup>1</sup> المولودة العماري فتيحة يوسف، أحكام الشركات التجارية وفقا للنصوص التشريعية والمراسيم التنفيذية الحديثة، الطبعة الثانية، دار الغرب للنشر والتوزيع، وهران- الجزائر، سنة 2007، ص 189.

<sup>2</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص 321.

<sup>3</sup> محمد الهلالي مبارك عبد القادر، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق أهداف التنمية المستدامة- تجربة السودان -، مجلة الحكمة للدراسات الاجتماعية، مركز الحكمة للبحوث والدراسات- الجزائر، المجلد 9، العدد 1، سنة 2021، ص 71.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- إن الصكوك من جهة الشركة المصدرة في أغلب هياكلها أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، وعليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة، أما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.
- لما كانت الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر، فإنها في الغالب لا بد أن تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة.
- يشترك مالكو الأسهم في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بينهم، أما مالكو الصكوك فإنهم لا يشاركون في إدارة المشروع بطريق مباشر، بل يكتفون بتوكيل المضارب وحده، حيث يلتزم المضارب في إدارته للمشروع بأحكام عقد المضاربة وشروطها المشروعة، وهناك مجلس مراقبة يراعي مصالحهم ويحمي حقوقهم في مواجهة المضارب، ويكون مسؤولاً عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الإصدار<sup>1</sup>.

### 2- الصكوك الإسلامية تستوعب السندات:

حسب قواعد الشريعة الإسلامية السند يعتبر محرم شرعاً، وذلك لكونه عبارة عن قرض ربوي بفائدة مشروطة في العقد، وهو مجمع على تحريمه لكونه من ربا الجاهلية، هذا ما نصّ عليه مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة حيث نصّ في القرار رقم (6/11)62 بشأن السندات على أنه: "بعد الإطلاع على السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية للسند أو ترتيب دفع مشروط سواء كان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغاً مقطوعاً أو حسماً، قرر مايلي: أن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه، أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسينية بن بوعلي، شلف، المجلد 9، العدد 2، سنة 2017، ص 51.

<sup>2</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص 320.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

### 1.2- أوجه الاتفاق بين الصكوك المالية الإسلامية والسندات:

السند هو صك قابل للتداول يمثل قرضاً، يعقد بواسطة الاكتتاب العام وتصدره الشركة أو الحكومة أو أحد فروعها، ويعتبر حامل السند دائناً للشركة، ولا يعد شريكاً فيها، وعليه يمكن إيضاح أوجه الاتفاق بينه وبين الصك، فكلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، الغرض منها الحصول على التمويل وخلالها يمكن أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف المهمة، كالتحكم في حجم السيولة النقدية، كما يصنفان أنهما أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية<sup>1</sup>.

### 2.2- أوجه الاختلاف بين الصكوك المالية الإسلامية والسندات:

- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي بطريق مباشر لأن مالكة يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه، مضاف إليه الفوائد المحددة مسبقاً، بصرف النظر عن المركز المالي للشركة أو الربح الذي حققته، أو الخسارة التي ألحقت بها، فمالك السند لا يشارك في تحمل مخاطر الاستثمار للشركة المصدرة للسندات، بخلاف مالك الصك فإنه يتأثر بنتيجة أعمال الشركة ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم (الربح) الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له<sup>2</sup>.

- السندات بجميع أنواعها تمثل ديناً في ذمة المدين مصدر الصك لصالح دائنه (حامل الصك)، فالعلاقة بينهما علاقة مديونية، أما الصكوك فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة مشاركة وليس مديونية.

- عوائد السند ثابتة في ذمة مصدره وهي محددة، أما عوائد الصكوك فهي ناشئة عن استثمار حصيلة الصكوك فيما أعدت له، وهي غير مضمونة على مصدرها، وتخضع لطبيعة الاستثمار وتقلبات السوق، ويشترك ملاك الصكوك في الربح والخسارة طبقاً لمبدأ " الغرم بالغنم"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد الهلالي مبارك عبد القادر ، المرجع السابق، ص 70.

<sup>2</sup> يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، الاستثمار - الصناديق الاستثمارية الأوراق المالية التجارية، المرجع السابق، ص 177.

<sup>3</sup> محمد الهلالي مبارك عبد القادر ، المرجع السابق، ص 70.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

### د - أنواع الصكوك المالية الإسلامية:

تتعدد أنواع الصكوك الإسلامية بتعدد صيغ التمويل الإسلامي من جهة، وكذلك من حيث طبيعة الأصل الممثل كمعين للصكوك في الحالات التي يتم فيها اللجوء إلى التصكيك للحصول على السيولة من جهة أخرى، وقد ذكرت هيئة المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (14) أربعة عشرة نوعاً، إلا أنه يمكن إعادة تقسيمها وذلك بضم الأنواع المتقاربة ثم تقسيمها على حسب الغرض من الإصدار إلى : صكوك مصدرة بغرض التمويل، وصكوك مصدرة بغرض الاستثمار<sup>1</sup>.

**1 - الصكوك المصدرة بغرض التمويل:** تتمثل أساساً في: صكوك الإجارة، وصكوك السلم، وصكوك الاستصناع، وصكوك المرابحة، وصكوك المزارعة

#### 1.1- صكوك الإجارة:

تعرف على أنها: عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلاً، الغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية، صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية<sup>2</sup>، يعتبر هذا النوع من الصكوك أداة تمويلية هامة للمصارف الإسلامية من أجل تعبئة الموارد المالية التي تحتاج إليها، إذ تتيح للمصرف الإسلامي إصدار صكوك الإجارة مقابل التمويل التأجيري الذي يقوم به، وذلك بغرض استرداد ما قدمه من تمويل ليستعمله في مشروعات تمويلية أخرى، إن طبيعة صكوك التأجير يمكن إصدارها إما مباشرة من قبل المستفيد من التمويل نفسه، وإما عن طريق وسيط مالي نحو البنوك الإسلامية، أو شركات تؤسس خصيصاً لأعمال التمويل بالإجارة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> أدهم إبراهيم جلال الدين، المرجع السابق، ص70.

<sup>2</sup> أبو بكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص73.

<sup>3</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص393.



# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

## 2.1- صكوك السلم<sup>1</sup>:

تتمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، لا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، تمثل حينها ملكية شائعة في هذه السلع، وتعتبر صكوك السلم أداة متميزة لجذب الموارد المالية للحكومات والشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري، فمن ثمن بيع بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج<sup>2</sup>.

## 3.1- صكوك الاستصناع<sup>3</sup>:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك<sup>4</sup>.  
ينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها، وفقا لمواصفات محددة في العقد وتاريخ للاستلام وقيمة محددة يتم الاتفاق حولها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> السلم لغة: يقال له السلف، واصطلاحا: الحنفية عَرَفوه: " شراء أجل بعاجل"، المالكية عَرَفوه: " بيع معلوم في الذمة محصور بالصفة، بعين حاضرة أو ما حكمها إلى أجل معلوم"، نقلا عن المرجع: أبوبكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص 79.

<sup>2</sup> نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين-، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، المجلد 9، العدد9، سنة2011، ص256.

<sup>3</sup> الاستصناع لغة: مصدر " استصنع" بمعنى طلب الصنعة، فيقال: استصنع الشيء أي دعا إلى صنعه وأصله صنع يصنع صنعا، فهو مصنوع وصنيع، والصناعة حرفة الصانع، أو ما تستصنع من أمر.

الاستصناع في الاصطلاح: " عقد على مبيع في الذمة شرط فيه العمل"، ويعرف بأنه: عقد اتفاق عمل من جانب لآخر لوقت معلوم بمواصفات معينة وبسعر معلوم"، أبوبكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص82.

<sup>4</sup> يوسف تيري، الصكوك الإسلامية، مخاطرها وآليات معالجتها، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 6، العدد2، سنة2015، ص321.

<sup>5</sup> يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، الاستثمار - الصناديق الاستثمارية الأوراق التجارية، المرجع السابق، ص9.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

لابد من الإشارة إلى أنه تطبيقاً لأحكام الشريعة الإسلامية لا يجوز تداول الصكوك القائمة على الديون مثل: صكوك السلم والاستصناع والإجارة، مادامت تمثل ديوناً محضاً في الذمة، فإن كانت متعلقة بأعيان معينة أمكن تداولها (بمعنى متعلقة بعين معينة وصارت تمثل أعياناً أمكن تداولها)، فقد اقترح بعض الفقهاء مخرجاً لجواز التداول، يتمثل في أنه إذا أريد تمويل عقود السلم بالأوراق المالية، وجب أن يتم إصدارها لتمويل عمليات سلم في عقود متتابعة تتم صياغتها وتنفيذها بصورة منظمة حتى تضمن انسياباً متواصلاً لعمليات عديدة بحيث لا يمثل الصك سهماً في مال أو ديون صافية في أي وقت، بل يمثل سهماً عاماً لتركيبية العملية بالنسبة لواقع المصارف الإسلامية من حيث محدودية عقود السلم والاستصناع التي تمارسها، وكذا بالنسبة لطرق التمويل الأخرى<sup>1</sup>.

### 4.1 - صكوك المربحة<sup>2</sup>:

هي صكوك متساوية القيمة تصدر لأجل تمويل سلعة مربحة، بحيث تصبح هذه الأخيرة مملوكة لحامل الصكوك، وتعتبر عملية استصدارها ممكناً فقط في حالة السوق الأولي، بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفاً للشريعة لأن بيع المربحة قد يكون مؤجلاً<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص422، ص 423.

<sup>2</sup> المربحة لغة: (مصدر ربح)، تقول بعته المتاع أو اشتريته من مربحة: إذا سميت لكل قدر من الثمن ربحاً.

المربحة اصطلاحاً: بيع ما يملكه بما قام عليه ويفضل، أو هو: بيع السلعة بالثمن الذي اشتراها به وزيادة ربح معلوم لهما، أبو بكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص76.

<sup>3</sup> الأمير عبد القادر حفوطة، البشير زيبيدي، المرجع السابق، ص68.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

## 5.1- صكوك المزارعة<sup>1</sup>:

وهي عبارة عن صكوك تحمل قيمة متساوية، حيث يقوم مالك الأرض بإصدارها، وذلك بغرض تمويل تكاليف الزراعة، يشارك فيما بعد حملتها في المحاصيل المنتجة لذلك بحسب الاتفاق الموجود في العقد<sup>2</sup>.

## 2- الصكوك المصدرة بغرض الاستثمار:

وتنقسم إلى قسمين: صكوك المشاركة، وصكوك المضاربة.

## 1.2- صكوك المشاركة:

وهي عبارة عن صكوك استثمارية تمثل ملكية رأس مال المشاركة ولا تختلف عن صكوك المقارضة (المضاربة) إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار المصدرة للصكوك وحملة الصكوك، ويمكن أن تشكل الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يرجع إليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية<sup>3</sup>.

## 2.2- صكوك المضاربة<sup>4</sup>:

وهي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، وتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال، تأخذ

<sup>1</sup> المزارعة لغة: من زرع الحب زرعاً زراعاً، بذره، والأرض حرثها للزراعة، وزع الله الحرث: أنبته وأماه، وزراعة مزارعة: عاملة بالمزرعة.

<sup>2</sup> المزارعة اصطلاحاً: المعاملة على الأرض ببعض ما يخرج منها، نقلاً عن أبوبكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص 85. طيب سعيدة، قداري أحمد، الصكوك الإسلامية كآلية لتحقيق التوزيع الاقتصادي في الجزائر، كتاب المؤتمر الدولي المغاربي الأول لمستجدات التنمية المستدامة "الواقع والمأمول"، الجزء الثاني، دار الكتب الوطنية- بنغازي- ليبيا، مارس 2021، ص 154.

<sup>3</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص 413.

<sup>4</sup> المضاربة أو القراض لغة: تسمى قراضاً عند أهل الحجاز، الأول من ضرب، لضرب العامل في الأرض لتحصيل الربح، والمفاعلة باعتبار كون المالك مسبباً- سبباً- له والعامل مباشراً.

المضاربة اصطلاحاً: هي أن يدفع المالك إلى العامل مالاً ليتاجر فيه، ويكون الربح مشاركة بينهما بحسب ما شرطاً، نقلاً عن أبوبكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص 73.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

صكوك المضاربة العديد من الصور: كصكوك المضاربة المطلقة، وصكوك المضاربة المستردة بالتدرج، وصكوك المضاربة القابلة للتحويل..... وغيرها<sup>1</sup>.

هـ - أهداف وأهمية الصكوك المالية الإسلامية:

للصكوك المالية الإسلامية أهمية بالغة في بورصة القيم المنقولة، كما أن إصدار هذا النوع من الأوراق المالية له أهداف متعددة سنبرزها كمايلي:

1- أهمية الصكوك المالية الإسلامية:

تبرز أهمية الصكوك المالية الإسلامية من خلال الآتي:

- تنويع العمل الاستثماري الإسلامي، من خلال تنوع إصدارات الصكوك المصدرة فعلا دون التركيز على المربحة فقط، كما في تجربة المصارف الإسلامية، فضلا عن تنوع المخاطر.
- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية في الدول الإسلامية لاستخدام الصكوك ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي، بما يساهم في امتصاص السيولة ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
- تمويل مشروعات البنية الأساسية والمرافق الحكومية وتوفير التمويل اللازم للشركات والمؤسسات المالية، بما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية .
- وسيلة فعالة لتنشيط وتدويل بورصات الأوراق المالية، فضلا عن إتاحة الفرصة لتفعيل سوق مالية إسلامية موحدة<sup>2</sup>.

ولقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل أبرزها:

- إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.
- هي أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

<sup>1</sup> نوال بن عمارة، المرجع السابق، ص256.

<sup>2</sup> أدهم إبراهيم جلال الدين، المرجع السابق، ص124.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في التمويل وإدارتها<sup>1</sup>.

### 2- الهدف من التعامل بالصكوك المالية الإسلامية:

يتمثل الهدف في التعامل بالصكوك المالية الإسلامية فيما يلي:

- المساهمة في جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع استثماري، من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال، لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

- تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل.

- تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا<sup>2</sup>.

### ثانيا- أسس وقواعد تداول الصكوك المالية الإسلامية:

بداية لا بد من الإشارة إلى أهمية إصدار أوراق مالية إسلامية لأداء المصارف الإسلامية دور الوساطة المالية، فهذه الأهمية تفرضها طبيعة طرق التمويل في البنوك الإسلامية، والتي تستند إلى عقود التمويل الإسلامية التي تفرض دخول البنك في نشاط منتج مع العملاء لإمكانية الحصول على ربح<sup>3</sup>، فإن إصدار الصكوك المبنية على أحكام الشريعة الإسلامية يعد من أهم

<sup>1</sup> أبوبكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص50.

<sup>2</sup> نوال بن عمارة، المرجع السابق، ص255.

<sup>3</sup> حمدي عبد الحميد عبد القادر، المرجع السابق، ص323.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أهداف العمل المصرفي الإسلامي لتنمية الاقتصاد الإسلامي في المجتمع<sup>1</sup>، مع مراعاة مجموعة من الضوابط في نشرة الإصدار نوجزها كآلاتي:

- أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه.

- أن تتضمن النشرة تحديد مجال الاستثمار وتحديد صيغة التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها: كالإجارة، أو المضاربة، أو المشاركة، أو المرابحة، أو السلم، أو المزارعة.  
- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو الصكوك على نص بضمان حصة الشريك في رأس المال، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال.

- لا يجوز أن تشمل النشرة أو الصك الصادر بناءا عليها على نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته حتى لو كان البيع معلقا على شرط أو مضافا للمستقبل، ولكن يجوز أن يتضمن الصك وعدا بالبيع، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد وبالقيمة التي يحددها الخبراء وبرضا الطرفين.  
- لا يجوز أن تتضمن النشرة ولا الصكوك المصدرة نصا يؤدي إلى احتمال قطع الشراكة في الربح، فيعقد الشرط باطلا والعقد صحيحا، ويتم توزيع الأرباح حسب رؤوس الأموال إذا لم يكن هناك اتفاق على نسبة توزيع الأرباح<sup>2</sup>.

فمن المسائل المهمة في تنمية أي أداة مالية هي البحث عن كيفية توفير تداولها في السوق المالي، لأن عملية التداول توسع قاعدة المتعاملين<sup>3</sup>، حيث يقوم تداول الصكوك الإسلامية على عدة أسس وقواعد مستمدة من أحكام الشريعة الإسلامية نوجزها كآلاتي:

### أ- تداول الأموال مقصد شرعي:

فمن استقراء مصادر وأحكام الشريعة الإسلامية نخلص إلى أن من بين مقاصد الشريعة رواج الأموال أي دورانها بين أيدي كثير من الناس، فقد شرعت عقود المعاملات لنقل الحقوق المالية بمعاوضة أو بتبرع بل وتسهيلا للرواج شرعت عقود مشتملة على شيء من الغرر مثل:

<sup>1</sup> علي سيد إسماعيل، مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، سنة 2020، ص 79.

<sup>2</sup> أبو بكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص 49.

<sup>3</sup> أدهم إبراهيم جلال الدين، المرجع السابق، ص 94.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

السلم، والمزارعة، والمضاربة، كما أن من معاني الرواج انتقال المال بأيدي عديدة ، وذلك بالتجارة والمعارضة لتسيير دوران المال على المستثمرين.

### ب- المبادئ الشرعية صالحة لإنتاج أدوات مالية:

إن المبادئ والعقود الشرعية في المعاملات توفر إمكانية كبيرة لإنتاج أدوات مالية متنوعة، تشمل: تمويل فائض التكلفة، المرابحة، وتقاسم الأرباح، المضاربة، والإجارة والمشاركة، والبيع الآجل، وتستخدم كأحجار البناء الأساسية لإنتاج طائفة واسعة من الأدوات المالية الأكثر تطوراً، مما يوحي بوجود إمكانية كبيرة للتجديد والتوسع المالي في الأسواق المالية الإسلامية.

أما من حيث التنوع والتشابه فيلاحظ أن الهيكل التمويلي الإسلامي يحتوي على أدوات تمويلية متشابهة، لكن لكل أداة خصوصيتها سواء من حيث ما تقدمه لكل طرف من حقوق، وما تحمله له من أعباء والتزامات، أو من حيث ما هو متاح لها من مجالات العمل<sup>1</sup>.

### ج- تحريم الربا والغرر والمغامرة:

تحرم الشريعة في المعاملات الربا والغرر والمقامرة والضرر والغبن، وفي هذا يقول ابن رشد: "وإذا اعتبرت الأسباب من قبلها ورد النهي الشرعي في البيوع، وهي أسباب الفساد العامة وجدت أربعة: أحدهما تحريم عين المبيع، والثاني الربا، والثالث الغرر، والرابع الشروط التي تؤول إلى أحد هذين أو لمجموعها، فالصكوك الإسلامية تخلو من الربا لأنها وثائق تمثل حصة في ملكية موجودات وأعيان ومنافع وديون مختلطة، والغالب فيها الأعيان، فخلت من الربا، بخلاف السندات بفائدة محددة، فهي من الربا المحرم، لأنها مبادلة نقد حاضر بدين آجل مقابل الزيادة، وكذلك القروض وأدوات الدين بفائدة.

### د- منع الاحتكار والمضاربة:

تحرم الشريعة الإسلامية الضرر بالغير، سواء كان هذا الضرر في ماله أو في نفسه، ومن وسائل الإضرار الاحتكار، وهو حجب السلع عن السوق حتى يغلو سعرها، وذلك بفعل هذا المنع، وليس بفعل تغيير الطلب نتيجة لتغيير الدخل أو الأذواق....، ويظهر الاحتكار في أسواق الأوراق

<sup>1</sup> علي سيد إسماعيل، المرجع السابق، ص80.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

المالية بما يسمى الإحراج، حيث يسعى المضاربون لجمع وحبس كل الصكوك التي من نوع واحد في يد واحدة ثم التحكم في السوق.

### هـ - الإفصاح عن قواعد توزيع العائد:

يعد الإفصاح عن قواعد توزيع الربح أو العائد على المكتتبين أو حملة الصكوك من شروط صحة التعامل بالصكوك، ويشمل ذلك أهمية موافاة حملة الصكوك بمعلومات كافية من الأداء المالي وربحيته، وتفسير مداولاته، وكيفية إدراج البيانات في القوائم المالية الممكنة، وهذا الإفصاح هو طريق كسب ثقة المدخرين، وهو مبدأ إسلامي أصيل<sup>1</sup>.

### ثالثاً - مساهمة الصكوك المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالي:

تلعب الصكوك المالية الإسلامية دوراً فعالاً في تنشيط السوق المالي، حيث تقوم بجذب رؤوس أموال جديدة ومتنوعة، فهي فتحت المجال أمام فئات من المجتمع التي كانت ترفض استثمار أموالها في المعاملات التي لا تراعي الضوابط الشرعية، وهذا ما يساعد على إيجاد سوق مالية إسلامية عالمية مرنة يتم التعامل فيها بالأسهم والصكوك المشروعة<sup>2</sup>. كما ساهمت الخدمات المالية الإسلامية في التغلب على الأزمة المالية العالمية، حيث ارتفعت قيمة الأصول الإسلامية من 150 مليار دولار في منتصف التسعينات من القرن الماضي لتصل إلى نحو 1/548 تريليون دولار بنهاية سنة 2012، فقد سعت مختلف الدول في العالم للتنافس على استحواذ أكبر عدد ممكن من الصكوك الإسلامية<sup>3</sup>.

فالسوق المالي الإسلامي في تطور مستمر منذ إصدار أول صكوك إسلامية، حيث تشير بعض التقارير إلى أنها تضاعفت ثلاث مرات بنهاية سنة 2004 لتصل إلى 6،7 مليار دولار أمريكي، وقد ذكرت وكالة "موديز إنفستر سرفيس" في تقريرها أن قيمة سوق الصكوك الإسلامية

<sup>1</sup> أدهم إبراهيم جلال الدين، المرجع السابق، ص 91، ص 92.

<sup>2</sup> فخر الدين حدد، علي بالموشي، أثر الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية - دراسة استشرافية للسوق المالية الجزائرية -، مجلة المعيار، جامعة العلوم الإسلامية الأمير عبد القادر قسنطينة، المجلد 26، العدد 1، سنة 2022، ص 913.

<sup>3</sup> شافية كتاف، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف -، المجلد 14، العدد 14، سنة 2014، ص 79، ص 102.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

سنتصل إلى 200 مليار دولار عام 2010<sup>1</sup>، ومن المتوقع أن يستمر توسع سوق التمويل الإسلامي في عام 2020 وما بعده نظرا لما تقدمه دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا من دعم لتنمية المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>، فتجربة ماليزيا تعد من أهم نماذج التعامل بالصكوك الإسلامية في البورصة يعود نجاحها إلى عدة عوامل نذكر منها:

- دعم الحكومة الماليزيا للتمويل الإسلامي
- توفير الإطار القانوني والتنظيمي الملائم لسوق الأوراق المالية الإسلامية مما يساعد على تسهيل إصدار وتداول الصكوك الإسلامية
- إنشاء سوق خاص بالأوراق المالية الإسلامية
- توفير هيئات رقابية على سوق الأوراق المالية الإسلامية
- تأسيس هيئة الرقابة الشرعية للمعاملات
- تأسيس الإطار المحاسبي المناسب لسوق الأوراق المالية الإسلامية وكذا توفير التحفيزات الضريبية بالنسبة للمستثمرين والمصدرين والوسطاء<sup>3</sup>.

نظرا للأهمية البالغة للصكوك الإسلامية ودورها في تطوير الأسواق المالية، قامت أغلب الدول العربية بإصدار قوانين تتعلق بإدراج هذا النوع من الصكوك في البورصة وتداولها، حيث قامت بورصة عمان بإصدار تعليمة لإدراج صكوك التمويل الإسلامي في بورصة عمان الصادرة بالاستناد إلى أحكام المدة 14/أ من قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم 30 لسنة 2012 والمعدلة بموجب قرار المجلس رقم 5/2018 بتاريخ 1/10/2018، نصّ في المادة 3 من التعليمة على شروط إدراج الصكوك الإسلامية<sup>4</sup>، وأصدرت الأردن قانون صكوك التمويل الإسلامي سنة 2012،

<sup>1</sup> أبوبكر توفيق فتاح، المرجع السابق، ص 98.

<sup>2</sup> ملاك سلوى، بوخاري لحو، تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في الجزائر في ظل نظام الصيرفة الإسلامية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة مسيلة، المجلد 6، العدد 1، سنة 2021، ص 172.

<sup>3</sup> أمال بن فلامي، حميدة أوكيل، متطلبات اعتماد الصكوك الإسلامية في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، جامعة البويرة، المجلد 7، العدد 1، جوان 2022، ص 75، ص 76.

<sup>4</sup> بورصة عمان، تعليمات إدراج صكوك التمويل الإسلامي في بورصة عمان، تمّ التصفح عبر الموقع الإلكتروني:

www.ase.com.jo ، بتاريخ: 2021/9/5، على الساعة 17:30.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

والسودان أصدرت قانون سوق الخرطوم للأسواق المالية وقانون صكوك التمويل عام 1995 فهي تعتمد على نظام مالي واقتصادي متوافق مع الشريعة الإسلامية بنسبة مئة بالمئة وكذلك تونس ومصر والمغرب فقد أصدروا قوانين تتعلق بتداول الصكوك المالية الإسلامية<sup>1</sup>.

أما بالنسبة للجزائر فقد توجهت نحو الصيرفة الإسلامية بإطلاق منتجات غير ربوية من طرف بنوك مملوكة للدولة، فقد أطلق البنك الوطني الجزائري ثمانية (8) منتجات للصيرفة الإسلامية، غير أنه لم يتم إطلاق أهم منتج المتمثل في الصكوك المالية الإسلامية بالرغم من الفوائد التي تعود بها على الاقتصاد الوطني كتمويل عجز الموازنة وتمويل مشاريع مختلفة، وكذا تنشيط عمل البورصة<sup>2</sup>.

غير أنه مؤخراً تمّ تدارك أهمية هذه الصكوك فقد صرح مدير بورصة الجزائر بأنه سيتم إطلاق أسهم تشاركية في السوق بمعنى أسهم مطابقة للمعاملات الإسلامية، وذلك بهدف جلب الزبائن غير الراغبين في التعامل البنكي الربوي المعمول به، كما أفادت اللجنة أن الانطلاق بالعمل بهذه الأسهم لا يتطلب أي تغيير تشريعي، موضحة أنه تمّ تلقي لحد الآن طلب واحد من المؤسسة المغربية للإيجار<sup>3</sup>، والسبب في عدم تغيير الإطار التشريعي راجع لأنهم يعتبرون الأسهم التشاركية شبيهة للصكوك الإسلامية وليس هي صكوك إسلامية بالمعنى الدقيق لذا لا يحتاج الأمر إلى وضع قواعد قانونية لتداولها في البورصة فيمكن تداولها وفقاً لقواعد تداول الأسهم والسندات<sup>4</sup>، لكن نحن نخالف هذا الرأي لأن الأسهم التشاركية تعد من قبيل الصكوك الإسلامية فقد خصص المشرع الجزائري سنة 2018 نظام خاص بالصيرفة التشاركية كبدية للعمل بالصيرفة الإسلامية هو النظام رقم 02-18 الملغى بموجب النظام 02-20 المتعلق بالصيرفة الإسلامية

<sup>1</sup> ملاك سلوى، بوخاري لحلو، المتطلبات القانونية والتنظيمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في الجزائر، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، جامعة المسيلة، المجلد 6، العدد 1، سنة 2021، ص 278.

<sup>2</sup> ملاك سلوى، بوخاري لحلو، تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في الجزائر في ظل نظام الصيرفة الإسلامية، المرجع السابق، ص 176.

<sup>3</sup> بدون مؤلف، بورصة الجزائر تطلق "أسهم" مطابقة للتعاملات الإسلامية قريباً، تم التصفح عبر الموقع الإلكتروني: [www.elhayatarabia.net](http://www.elhayatarabia.net)، بتاريخ: 2021/04/30، على الساعة 15:00.

<sup>4</sup> مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم، المرجع السابق.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية سالف الذكر، لذا من الضروري تعديل النصوص القانونية للعمل بهذه الأسهم، فتصريح اللجنة بخصوص إدخال أحد أنواع الصكوك الإسلامية إلى بورصة الجزائر دون تغيير النصوص التشريعية، أمر غير صائب حيث أنه يجب إعادة النظر في الجانب التشريعي المتعلق بالمنظومة المصرفية الجزائرية، لأنها لا تحتكم للشرعية الإسلامية، فقانون النقد والقرض لا ينص على عقود التمويل الإسلامي التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها، فمن أكبر العوائق التي تواجه تطبيق تجربة الصكوك المالية الإسلامية هو غياب الإطار التشريعي الذي ينظم ويعترف بالصناعة المالية الإسلامية<sup>1</sup>.

كما أن المجلس الإسلامي الأعلى يدرس إمكانية إطلاق صكوك مالية إسلامية لأول مرة تبيعها صناديق استثمار تعتمد صيغ مطابقة للشرعية لأول مرة في الجزائر، بالتنسيق مع ل.ت.ع.ب.م ووزارة المالية التي ستعدل القوانين المؤطرة للنشاط وفق ما يتناسب مع هذا الصنف الجديد من التمويل، حيث تعتبر هذه الخطوة المرحلة الثالثة لتعميم الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر، وقد صرح المدير العام لشركة "أ أو أنفست" هشام عطار أنه سيكون صاحب أول مشروع للصندوق الاستثماري المعتمد لصكوك مطابقة للشرعية بالشراكة مع المجلس الإسلامي الأعلى، حيث سيتم تحديد صيغتها التي سيتم عرضها للبيع خلال سنة 2023 كحد أقصى، وسيتم تحديد صيغتها التقنية أي عدد الصكوك وقيمتها، وذلك بعد استكمال الدراسة الشرعية ومطابقة هذا المشروع مع القوانين من طرف المجلس الإسلامي الأعلى ووزارة المالية، ستكون هذه الشركة فرع "أ أو أم كابيتال" أول صندوق استثماري يتكفل بتمويل مشاريع السياحة لأول مرة في الجزائر، وفق صيغ مطابقة للشرعية الإسلامية ومعتمدة من طرف المجلس الإسلامي الأعلى، ويستبدل هذا الصندوق المشروع السابق للسندات الإسلامية الذي لم يظهر إلى غاية اليوم بعد سنتين من دراسته، والذي كان يتضمن بيع مليون سند إسلامي بمبلغ 100 دينار للزبائن مقابل أرباح معينة في مشروع سياحي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> فخر الدين حدد، علي بالموشي، المرجع السابق، ص922.

<sup>2</sup> إيمان كيموش، صناديق الاستثمار بصكوك إسلامية للجزائريين قريباً، تمّ التصفح عبر الموقع الإلكتروني لقناة الشروق: <http://www.echoroukonline.com>، بتاريخ 2022/12/04، على الساعة 13 و47د.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- في الأخير تجدر الإشارة إلى جملة من الحلول التي يجب على بورصة الجزائر إتباعها مستمدة من التجارب العالمية لإصدار الصكوك الإسلامية خاصة تجربة ماليزيا المتمثلة أساسا في:
- إنشاء سوق مالي إسلامي في بورصة الجزائر، مع وضع إطار قانوني وتنظيمي يحكم التعامل فيه طبقا لقواعد الشريعة الإسلامية.
  - إنشاء هيئة رقابة شرعية متخصصة بالأوراق المالية الإسلامية تعمل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>
  - إجراء تعديلات على مختلف القوانين المتعلقة بالبورصة وكذا قانون النقد والقرض وذلك بإدراج مادة قانونية تعترف بعقود التمويل الإسلامية ونظام الصيرفة الإسلامية، وقانون الضرائب لإدراج تحفيزات ضريبية للمستثمرين المتعاملين بهذا النوع من الأوراق المالية ، وقانون التجاري والقانون المدني<sup>2</sup>.

### المبحث الثاني: المركز القانوني للوسيط المالي في السوق الثانوية

#### على ضوء تعديل سنة 2012.

أنشأ المشرع الجزائري سنة 2012 سوق ثانوية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بهدف، تسهيل تمويل هذه المؤسسات وذلك نظرا للدور الفعال الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني، فقد كشفت العديد من الدراسات صعوبة حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على قروض من البنوك وهذا بسبب قلة الضمانات، ونظرا لعدم استيفاء هذه المؤسسات شروط الدخول إلى البورصة كان من الضروري إنشاء سوق مالية تتناسب مع شروطها وخصوصيتها<sup>3</sup> (المطلب الأول)، ولقد

<sup>1</sup> غنية بوربيعة، بشير كشرود، نحو إدراج الصكوك الإسلامية لإعادة تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر - قراءة في التجربة الماليزية-، مجلة المؤسسة، جامعة الجزائر 3، المجلد 9، العدد 1، سنة 2020، ص 416.

<sup>2</sup> فايزة بوشناف، نعيمة برك، وهيبه بن داودية، الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل العجز الموازي في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، المجلد 17، العدد 2، سنة 2021، ص 264.

<sup>3</sup> مسعود صدوقي، خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة- نموذج بورصة النيل المصرية وبورصة ألتر نكست الفرنسي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، المجلد 4، العدد 1، سنة 2011، ص 90.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

اشترط المشرع الجزائري لدخول هذه المؤسسات في البورصة أن تعين مستشار مرافق يدعى الراعي الرسمي في البورصة المتمثل في الوسيط في عمليات البورصة (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة

رغم وجود اتفاق عام بشأن أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنه هناك اختلاف كبير في تعريفها على المستوى العالمي، وذلك بحسب طبيعة اقتصاد كل دولة وخصائصها، ففي مرحلة من مراحل النمو الاقتصادي في دولة ما، يمكن أن تعتبر المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة بعدما كانت مؤسسة كبيرة في مرحلة سابقة، كما يختلف مفهوم هذه المؤسسات من نشاط اقتصادي لآخر، والمؤسسات التي تعتبر صغيرة أو متوسطة الحجم في دولة صناعية قد تعتبر مؤسسات كبيرة في دولة نامية، وقد وضعت كل دولة معايير لتحديد هذه المؤسسات، من أهم هذه المعايير المتفق عليها العمالة ورأس المال<sup>1</sup>.

تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الجانب الاقتصادي بالنظر إلى الخصائص التي تميزها وهي أربعة(4): بيئية: تتمثل في عدم ثبات هذه المؤسسات، تنظيمية: لها هيكل تنظيمي أقل رسمية ومحدودية لمواردها البشرية والمالية، من حيث اتخاذ القرار: تكون قراراتها قصيرة المدى تأتي كرد فعل فهي حدسية (تجريبية)، من حيث بسيكولوجية المسير: أي بالنظر إلى شخصيته، بسبب التأثير على طريقة تسيير هذا النوع من المؤسسات<sup>2</sup>.

كما عرفها الإتحاد الأوروبي بأنها: كل مؤسسة يقل عدد أفرادها عن 250 أجير، ورقم أعمالها عن 40 مليون أورو، ومجموع الميزانية 27 أورو، إضافة إلى عدم تجاوز نسبة الملكية من قبل المؤسسات الأخرى عن 25% ضمانا لتركيز القرار في يد مديرها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مليكة صديقي، عبد القادر بسبع، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة): التجارب الدولية والعربية، مجلة إدارة، المدرسة الوطنية للإدارة- حيدرة- الجزائر، المجلد 23، العدد2، سنة2016، ص8 .

<sup>2</sup> لعور ريم رفيعة، الإطار القانوني لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، جامعة المسيلة، المجلد5، العدد1، سنة2020، ص305.

<sup>3</sup> العربي غويني، عادل مستوي، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- حالة بورصة الجزائر-، مجلة المناجر، المدرسة العليا للتسيير والاقتصاد الرقمي، المجلد1، العدد1، سنة2014، ص114.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أما منظمة العمل الدولية فقد عرّفت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها: المؤسسات التي يعمل بها 50 عاملا وتحدد مبلغا لا يزيد عن 100 دولار لكل عامل تصل إلى 5000 دولار في بعض الصناعات، على أن لا يزيد رأس مال المنشأة عن 100 ألف دولار<sup>1</sup>.

كما قامت هيئة الأمم المتحدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمنح تعريف تقريبي لهذه المؤسسات، على أساس معيار العمالة والحجم، فقد اعتبرت المؤسسات الصغيرة عمل تجاري يستخدم ما يتراوح بين ستة (6) إلى خمسين (50) عاملا ويكن لهذا العمل غالبا عدد من خطوط النشاط، أما المؤسسات المتوسطة ما بين 51 و 250 عاملا ويكون المؤكد أن تعمل هذه المؤسسة في أكثر من موقع<sup>2</sup>.

المشروع الجزائري أيضا قام بتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب القانون رقم 17-02 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الذي صدر نتيجة التعديل الدستوري لسنة 2016، في المادة 5 منه "بأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية فهي وحدة أو مركز لإنتاج السلع والخدمات مقاييسها هي:

\* تشغل من واحد (01) إلى مائتان وخمسين (250) شخص.

\* لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي أربعة (04) ملايين دج، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية واحد (01) مليار دج.

<sup>1</sup> حسام غرداين ، حفوطة الأمير عبد القادر، سليم شيبورو، مداخلة بعنوان: آليات دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الوطني حول: إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الشهيد حمة لخضر - الوادي - كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بتاريخ 7/6 ديسمبر 2017، ص4.

<sup>2</sup> بلعمري عسري، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في دعم التنمية المستدامة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون المؤسسة والتنمية المستدامة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -، سنة 2019/2020، ص14.

<sup>3</sup> القانون رقم 17-02 المؤرخ في 10 يناير 2017، المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جريدة رسمية العدد 2 المؤرخة في 11 يناير 2017، ص4.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

\* تستوفي معيار الاستقلالية كما هو موضح في النقطة 3 أدناه التي نصت على أن المؤسسة المستقلة: كل مؤسسة لا يمتلك رأسمالها بمقدار 25% فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموعة مؤسسات أخرى، لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة".

الملاحظ أن المشرع الجزائري اعتمد في تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على معيارين الأول: معيار عدد العمل، والثاني: معيار مؤشر رقم الأعمال أو الحصيلة السنوية. في الحقيقة أنه رغم أهمية هذا النوع من المؤسسات في تنمية الاقتصاد الوطني إلا أنها تواجه صعوبة في الحصول على التمويل اللازم لمزاولة النشاطات المختلفة<sup>1</sup>، فهي تواجه مشاكل تمويل خارجية حيث نجد معظم البنوك التجارية وصناديق التنمية تمتنع عن منح هذه المؤسسات القروض اللازمة لتمويل مشاريعها، حيث تضع شروط كثيرة لمنح التمويل والتي تشكل صعوبة في توفيرها، من بين هذه الشروط ضرورة توفير الضمانات المالية، والمعرفة الشخصية، أو اشتراط حجم معين من رأس المال... وغيرها<sup>2</sup>، ومن جهة أخرى تواجه إشكالية التمويل الذاتي (الداخلي) هذا النوع من التمويل قد يؤدي إلى تنفيذ استثمارات غير ضرورية، كما يؤدي إلى إهمال ديون الشركة<sup>3</sup>، ضف إلى ذلك أن مصادر التمويل الداخلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الغالب لا تسد كل الاحتياجات، فالاحتياجات المالية أو الأرباح المتراكمة عادة ما تكون غير متاحة في السنوات الأولى للمشروع لمحدودية النشاط ولتأثيرات التشريعات الضريبية السلبية على المشاريع الصغيرة<sup>4</sup>، وبالتالي أصبحت هذه المؤسسات ملزمة للبحث عن مصادر جديدة وفعّالة لتمويل

<sup>1</sup> إلياس غقال، تقييم الدول التمويلي للشركة الأورو جزائرية في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة (2000-2014)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص نقود وتمويل، كلية الحقوق وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، سنة 2016-2017، ص 74.

<sup>2</sup> شوقي جباري، مصطفى قمان، السوق المالية البديلة كآلية فعّالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - مع الإشارة إلى حالة الجزائر -، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر، المجلد 3، العدد 1، سنة 2014، ص 108.

<sup>3</sup> Fadoua Anairi, Saïd Radi, Sources de Financement des Petites et Moyennes entreprises (PME) et Contraintes de survie, european scientifique journal, Vol 13, N°25, septembre 2017, P321.

<sup>4</sup> جبار محفوظ، سامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة فرنسا، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، جامعة فرحات عباس سطيف، المجلد 2، العدد 1، سنة 2016، ص 41.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

نشاطها أو التخفيض من استثماراتها<sup>1</sup>، لذلك تمّ اللجوء إلى إنشاء سوق للأوراق المالية التي تمّ تكييف آلياتها بما يتناسب والحاجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى المتوسط والطويل، يتوافق وخصوصياتها والدور الاقتصادي المنوط بها من أجل العمل على ترقيتها وتطويرها<sup>2</sup> ( الفرع الأول)، كما وضع المشرع الجزائري جملة من الشروط القانونية الواجب توفرها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لإدراجها في السوق المالي (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: نشأة السوق المالية الثانوية

تعتبر السوق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (الثانوية) بمثابة وسيلة تمويلية حديثة وفعّالة من خلال جذب الاستثمارات وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يلبي احتياجات قطاع هذه المؤسسات بالأحجام والتكاليف والأوقات المناسبة<sup>3</sup>.

لقد شهدت الآونة الأخيرة نشأة أسواق مالية جديدة في العديد من دول العالم، أو ما يسمى ببورصات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو ما يعرف بالسوق الثانوية، التي يمكن تعريفها بأنها: "تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والآخذة في نمو رأسمالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة"<sup>4</sup>.  
أولاً- نشأة السوق المالية الثانوية في بعض الدول الأجنبية:

ظهرت السوق المالية الثانوية أو كما تسمى السوق البديلة أول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1971، ذلك بهدف تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتمتع بقدرات عالية على الابتكار والإبداع التكنولوجي، ثم انتقلت هذه الأسواق من أمريكا إلى أوروبا وفي مقدمتها

<sup>1</sup> العرابي غويني، عادل مستوي، المرجع السابق، ص119.

<sup>2</sup> نور الدين كروش، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة بورصة الجزائر، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، المجلد6، العدد1، سنة 2014، ص66.

<sup>3</sup> سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- مع الإشارة لحالة الجزائر-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي- أم البواقي-، سنة2013-2014، ص199.

<sup>4</sup> مكايي الحبيب، بابا حامد كريمة، البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة مسيلة، المجلد 1، العدد2، سنة 2017، ص202.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

بريطانيا التي قامت بإنشاء السوق المالي AIM Alternative Investment Market سنة 1995 التي تعتبر أول سوق لرؤوس الأموال المتخصصة في تداول وتسعير قيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>1</sup>.

كما تمّ إنشاء سوق بديلة ثانية في فرنسا في فيفري 1983، حيث تسمح هذه السوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتقديم عروض للاكتتاب من أجل تمويل مشاريعها الجديدة وزيادة شهرتها، وتنويع مساهميتها، التي تضم أكثر من 300 شركة وتمثل كل فروع النشاط سواء كانت تقليدية أو مرتبطة بالصناعات الحديثة والمعلوماتية، وقد تميزت هذه السوق بتنظيم خاص يهدف إلى توفير السيولة والحد من التقلبات الحادة بطريقة تسمح بتوفير مناخ استثماري ملائم، خاصة للمساهمين الخواص<sup>2</sup>، كما قامت سوق EURONEXT بإنشاء سوق فرعية معروفة باسم ALTERNEXT في ماي 2005، ذلك من خلال دمج السوق الأولية والثانوية والجديدة بهدف تسهيل دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبورصة وتوفير سوق أكثر مرونة بقواعد تشغيل جديدة، حيث عرفت البورصة الفرنسية سنة 1999 تسجيل دخول 34 شركة جديدة بقيمة إصدارات وصلت إلى 457 مليون أورو، وخلال سنة 2000 تمّ تسجيل 18 شركة بحجم إصدار معتبر قدر بـ 871.48 مليون أورو، أما في سنة 2009 فقد وصل عدد الشركات المدرجة إلى 425 شركة حققت رقم أعمال متراكمة يقدر بـ 114 مليار يورو وتتشغل ما يقارب 850 ألف موظف<sup>3</sup>.

في بلجيكا تمّ افتتاح السوق الثانوية سنة 1985 ورغم الشروط المسيرة المتعلقة بالإدراج والإفصاح المالي إلا أن هذه السوق لم تعرف النجاح الذي حققته كل من بريطانيا وفرنسا، أما في كوريا فقد أنشأت السوق المالية الثانوية سنة 1996 والتي تأثرت كثيرا بالنمو الكبير والمنتسار لقطاع التكنولوجيا، حيث تضم 962 شركة مدرجة بها، كما أن حجم التداول والمعاملات السنوية بلغ في المتوسط 450 مليار دولار، كما بلغ حجم السوق 780 مليار دولار، وحقق معدل النمو

<sup>1</sup> سماح طلحي، نسرين عوام، بعلول نوفل، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة تونس، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري قسنطينة، المجلد 31، العدد 2، سنة 2012، ص 513.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 46.

<sup>3</sup> شوقي جباري، مصطفى قمان، المرجع السابق، ص 112.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

السنوي لهذه الأسواق ارتفاعا وصل إلى أكثر من 84.5 % سنة 2005 الذي يعتبر من أكبر معدلات النمو المسجلة في البورصات العالمية<sup>1</sup>.

بينما إيطاليا فقد تأخرت في إنشاء بورصة المشروعات الصغيرة إلى غاية سنة 2001، وهذه البورصة معقدة جدا في قواعد تنظيم وإدخال المشروعات الصغيرة والمتوسطة بدرجة أكثر من المشروعات التي تعمل في الأسواق الرئيسية، ذلك من أجل توفير الحماية اللازمة للمستثمرين، وتضم حوالي 76 مؤسسة مسجلة فيها، ويبلغ قيمة حجم التداول السنوي حوالي 30 مليار دولار أمريكي، وحجم السوق يبلغ 32 مليار دولار<sup>2</sup>.

### ثانيا- نشأة السوق المالية الثانوية في بعض الدول العربية:

لقد تمّ إنشاء السوق المالية الجديدة المغربية سنة 2000 عن طريق الأموال الخاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي تتميز بقدرة نمو كبيرة وترغب في الاستفادة من السوق المالية لتسريع عملية نموها، كما قامت مصر أيضا بإنشاء بورصة النيل سنة 2007 تعمل ضمن إطار بورصتي القاهرة والإسكندرية، ذلك بهدف تعزيز مصادر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حتى وإن تمّ التداول فيها لمدة ساعة واحدة فقط يوميا<sup>3</sup>، فهي تساعد هذه المؤسسات في الحصول على التمويل اللازم لها عن طريق قيد أسهمها في البورصة وفقا لقواعد قيد إفصاح وتكلفة أقل وتوفير شروط ميسرة فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال وعدد المساهمين وعدد الأسهم<sup>4</sup>.

في تونس فقد أعلنت السلطات الحكومية بتاريخ 4 ديسمبر 2007 عن إنشاء سوق للأوراق المالية على مستوى بورصة تونس موجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والشركات التي تكون بصدد التكوين التي لديها آفاق واعدة بهدف تنشيط وزيادة استثماراتها، ذلك من أجل الوصول إلى تحقيق الهدف الرئيسي للدولة المتمثل في خلق 70.000 مؤسسة و 210.000

<sup>1</sup> سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- مع الإشارة لحالة الجزائر-، المرجع السابق، ص 200.

<sup>2</sup> مكاوي الحبيب، بابا حامد كريمة، المرجع السابق، ص 203.

<sup>3</sup> سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- مع الإشارة لحالة الجزائر-، المرجع السابق، ص 200.

<sup>4</sup> مكاوي الحبيب، بابا حامد كريمة، المرجع السابق، ص 203.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

منصب شغل جديد، وقد استوحيت ذلك من التجربة الفرنسية في هذا المجال التي سبق ذكرها، حيث كلفت وزارة الصناعة والتكنولوجيا التونسية مجلس السوق المالية CMF بإعداد برنامج تجريبي لمساعدة بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المعنية ببرنامج إعادة التأهيل للحصول على التمويل عن طريق سوق رأس المال، وقد اختارت اللجنة المكلفة بهذا البرنامج 61 مؤسسة صغيرة ومتوسطة لإعدادها للدخول في هذه السوق البديلة<sup>1</sup>.

أما في الجزائر فقد حظيت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باهتمام خاص من طرف المشرع الجزائري وذلك وعيا منه بأهميتها للاقتصاد الوطني، إذ تعد هذه المؤسسات من أقوى أدوات التنمية والتطور الاقتصادي والاجتماعي في معظم الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، فهي مصدر لتوليد الإنتاج وخلق فرص العمل، كونها تهتم بالأنشطة الإنتاجية والخدماتية والفكرية<sup>2</sup>، وفي سبيل مواكبة التطورات الحاصلة على مستوى البورصات العالمية، وقعت الحكومة الجزائرية بتاريخ 31 ماي 2011 على مشروع دعم إصلاح وعصرنة السوق المالي الجزائري، حيث تم تأسيسها رسميا سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المعدل والمتمم للنظام رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، وتسمح هذه السوق بتوفير الخصائص التالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر:

- توفير البيئة الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تتمثل في الشروع في تطبيق برنامج واسع لتأهيل هذه المؤسسات.
- إتاحة الفرصة الاستثمارية لشركات رأسمال الاستثماري.
- تدابير جبائية تشجع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الدخول إلى البورصة.

<sup>1</sup> سماح طلحي، ، نسرين عوام، بعلول نوفل، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة تونس، المرجع السابق، ص 515.

<sup>2</sup> نوار حليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 359.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- تسهيلات للإدراج مع توفير خدمة جديدة وهي مرقى البورصة كهيئات مرافقة لنشاط هذه المؤسسات في السوق<sup>1</sup>.

## الفرع الثاني: الضوابط القانونية لإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

### في السوق الثانوية.

تتطلب عملية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى سوق القيم المنقولة توفر مجموعة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، هذه الشروط تختلف من دولة إلى أخرى ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة، وقد خصّ المشرع الجزائري هذه المؤسسات بمجموعة من الشروط التي تتناسب مع خصوصيتها وتختلف عن شروط إدراج الشركات الكبرى في البورصة تضمنها النظام رقم 01-12 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة سالف الذكر والتي نوجزها كالآتي:

- يجب أن تكون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في شكل شركة ذات أسهم حتى تتمكن من طلب قبول إدراج سندات رأسمالها في السوق الثانوية، وهذا شرط ضروري فقد نص عليه المشرع بصورة عامة في المرسوم التشريعي 93-10 في المادة الأولى منه على أنه: "تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

- كما يجب على المؤسسة أن تعين مستشار مرافق لمدة خمس سنوات يدعى الراعي في البورصة يكلف بمساعدتها<sup>2</sup>.

- يجب أن تكون الشركة قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها من السنتين الماليتين الأخيرتين، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك (بمفهوم المخالفة للجنة السلطة التقديرية في قبول

<sup>1</sup> نور الدين كروش، مريم سرارمة، علي جلابة، واقع تمويل السوق المالي الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي تيسمسيلت، المجلد 2، العدد 1، سنة 2018، ص 98.

<sup>2</sup> المادة 46 من النظام رقم 01-12 المذكور سابقاً.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

المؤسسة حتى ولو لم تقدم هذا النشر) دون المساس بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تلجأ إلى الطلب العلني للادخار<sup>1</sup>.

- كما يجب على الشركة فتح رأس مالها الاجتماعي على مستوى أدناه 10% وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير<sup>2</sup>.

- ضرورة توزيع سندات رأسمال الشركة الموزعة على الجمهور على عدد أدناه خمسون (50) مساهما، وثلاثة مستثمرين مؤسسيين (التمثليين في هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، البنوك، المؤسسات المالية، شركات التأمين، شركات رأسمال الاستثمار، صناديق الاستثمار، والشركات المسيرة للأصول)، ذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير<sup>3</sup>.

لا بد من الإشارة إلى أن المشرع الجزائري أعفى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من شروط الربحية والرأسمال الأدنى، كما أن جميع الشروط السابقة الذكر لا تطبق على الشركة التي تكون قيد التأسيس من خلال اللجوء العلني للادخار<sup>4</sup>.

في الحقيقة أن الشرط المتعلق بضرورة أن تكون المؤسسة في شكل شركة ذات أسهم، يشكل عائق أمام دخول الشركات ذات المسؤولية المحدودة أو ذات الشخص الوحيد إلى البورصة، ذلك أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص تكون في هذين الشكلين ولا ترغب في تغيير شكلها أو طريقة تسييرها، لذا لا بد من حذف هذا الشرط لفتح المجال أمام جميع الشركات مهما كان نوعها بالدخول إلى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هذا من جهة، ومن جهة أخرى أن فكرة إدراج الشركة ذات المسؤولية المحدودة يطرح إشكال آخر لا بد من معالجته وهو أنها لا يمكنها إصدار أسهم وإنما رأسمالها عبارة عن حصص، وبالتالي لا بد من تعديل النصوص القانونية المتعلقة بالأوراق المالية القابلة للتداول في البورصة وذلك بالنص على تنويع الأوراق المالية الذي يعتبره الباحثون الاقتصاديون من أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة، إذ تعرض أمام

<sup>1</sup> المادة 46/فقرة 4 من النظام 01-12 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 46/فقرة 5 من النظام 01-12 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 46/فقرة 6 من النظام 01-12 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 46/فقرة 4 من النظام 01-12 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، واختيار ما يلائم إمكانياتهم وأهدافهم، والتنوع يعمل على تخفيض حجم المخاطر<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنه يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقديم طلب لنقل سنداتهما إلى السوق الرئيسية متى استوفت الشروط التالية:

- أن تثبت أن قيمة رأسمالها الذي تم وفاؤه لا يقل عن خمس مئة (500) مليون دج.
- يجب أن توزع سنداتهما على الجمهور على عدد أدناه 150 مساهما، ما يمثل على الأقل 20% من رأسمالها<sup>2</sup>.
- التواجد لمدة سنة واحدة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا لم تكن الشركة المصدرة قد تأسست عن طريق اللجوء العلني للادخار، فبالنسبة للمؤسسة التي تأسست عن طريق اللجوء العلني للادخار يجب أن تكون متواجدة لمدة ثلاث سنوات.
- يجب تقديم الكشوف المالية المصادق عليها والمنشورة لسنوات الثلاث الأخيرة ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك<sup>3</sup>.
- يجب تقديم الكشوف المالية المصادق عليها والمنشورة الثلاث الأخيرة ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك<sup>4</sup>.
- يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك.
- على الشركة الطالبة الدخول للبورصة أن تعلم اللجنة بالتنازلات عن عناصر الأصول أو التخلي عنها والتي وقعت قبل إدخال الطلب<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> لعور ريم ربيعة، المرجع السابق، ص 308.

<sup>2</sup> المادة 46/46/فقرة 7 من النظام 12-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عبر الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: <https://www.sgbv.com>، ص 15، بتاريخ 2021/10/29، على الساعة 15:30.

<sup>4</sup> المادة 31 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 34 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- على الشركة تبرير وجود هيئة مراقبة داخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة<sup>1</sup>.
- في الحقيقة شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة القيم المنقولة المذكورة سابقا لا تختلف كثيرا عن الشروط المنصوص عليها في القوانين الفرنسية لإدراج هذا النوع من المؤسسات في بورصة باريس (السوق الثانوي Alternex) المتمثلة أساسا في:
  - نشر حساباتها الختامية لسنتين الأخيرتين.
  - تعيين راعي رسمي في البورصة .
  - ويتم دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق الثانوي بطريقتين:
    - \* إما عن طريق العرض العام وهنا اشترط المشرع الفرنسي ضرورة اكتساب هذه الشركات حد ادني من رأس المال يبلغ 2.5 مليون أورو.
    - \* وإما عن طريق العرض الخاص وهنا يشترط على الشركة نشر حسابات لسنتين ختاميتين، وأن تملك رأسمال لا يقل عن 5 ملايين أورو وعدد كاف من المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم مذكرة معلومات يعدها الراعي في البورصة<sup>2</sup>.
- أما شروط الإدراج في السوق البديلة لبورصة تونس تتمثل في:
  - لا يشترط تسجيل أرباح للشركة.
  - يجب توزيع الأسهم بين الجمهور على 100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين مؤسساتيين في تاريخ القيد.
  - لا يشترط رأس مال أدنى
  - يمكن طلب الإدراج من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسساتيين على الأقل بنسبة لا تقل عن 20% وذلك منذ أكثر من سنة.

<sup>1</sup> المادة 36 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> Sandy Campart Jean- marc moulin, L'introduction en bourse, édition afnor, 2015,p30,p31.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- كما يمكن طلب الإدراج من قبل الشركة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث مشاريع كبرى)، في هذه الحالة يتم إدراج الشركة مباشرة بالسوق البديلة بعد موافقة هيئة السوق المالية.

- تقديم شهادة عن طريق المؤسسة الراعية تثبت قيامها بالتزاماتها في إطار عملية الإدراج  
- يجب تعيين الشركة لمؤسسة راعية طوال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة، ويجب أن لا تقل هذه المدة الممنوحة عن سنتين<sup>1</sup>.

أما المشرع المصري فقد نص على الشروط التالية لقيود المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة المتمثلة في:

- أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الإيداع والقيود المركزي  
- أن تكون الشركة المصدرة للأوراق المالية قد أصدرت القوائم المالية الخاصة بها لسنة مالية سابقة على تاريخ طلب القيد  
- ألا تقل حقوق المساهمين في السنة المالية السابقة لتاريخ طلب القيد عن 50% من رأس المال المدفوع

- أن يكون رأس المال مدفوعا كاملا  
- ألا يقل عدد الأوراق المالية المصدرة والمطلوب قيدها عن 100 ألف سهم  
- ألا يقل عدد الأوراق المالية المطروحة للتداول عن 10% من مجموع الأوراق المالية المصدرة،  
وألا يقل عدد المساهمين عن 25 مساهم، كما يجوز للجنة قبول القيد إذا لم يتوفر هذا الشرط على أن تتعهد الشركة باستيفاء هذا الشرط خلال سنة على الأكثر من تاريخ القيد

- يجب على المؤسسة تعيين راعي رسمي في البورصة لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ القيد،  
غير أنه أجاز المشرع المصري إعفاء المؤسسة من شرط وجود راعي رسمي إذا كان من بين مساهميها مساهم في صندوق رأس المال المخاطر أو مؤسسات استثمارية أو مالية بشرط أن لا

<sup>1</sup> موقع بورصة تونس، <http://www.bvmt.com.Tn>، تمّ التصفح بتاريخ 2021/11/14، على الساعة 11 و 53د.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تقل نسبة مساهمته عن 10% من مجموع أسهم الشركة، ويجب أن يتعهد بعدم بيع مساهمته إلا بعد عامين من تاريخ القيد<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة إلى أن التشريع التونسي قد أعفى هذه المؤسسات من تقديم حد أدنى لرأس المال، على عكس المشرع الجزائري الذي لم يدرج مثل هذه الإمكانية، وكان من الأجدر التطرق لهذا الاستثناء أو الإعفاء من تقديم رأس مال أدنى من أجل جذب أكبر عدد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستطيع توفير نسبة 10% من رأس المال عند الاكتتاب نظرا لأهمية دخول هذا النوع من المؤسسات لتنشيط السوق المالي الجزائري.

### المطلب الثاني: دور الوسيط في عمليات البورصة كراعي رسمي في السوق الثانوية

تطبيقا لنص المادة 46 من النظام 01-12 سالف الذكر نص المشرع الجزائري على ضرورة تعيين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لراعي في البورصة أو مرقى في البورصة حسب تسمية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وهو مستشار مرافق دوره الأساسي مراقبة واحترام التزامات الشفافية التي تخضع لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة، ويجب أن يكون وسيطا معتمدا في عمليات البورصة، أو بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في المالية والقانون وإستراتيجية المؤسسات تتمتع بالتجربة الكافية في مجال هيكل رأس المال والإدماج وشراء المؤسسات، وتكون معترف بها من اللجنة ومسجلة لديها<sup>2</sup>.

لا بد من الإشارة إلى أن الوضع القانوني للراعي في البورصة يختلف عن الوسيط المالي، حيث أن الراعي يعتبر شريكا ماليا حقيقيا للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، إذ يرافق المؤسسة في التحضير لتسعييرها في البورصة وتقديم المساعدة لها خلال مسارها في البورصة<sup>3</sup>، تتمثل مهامه الأساسية في:

- تقديم المساعدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أثناء إصدار سنداتهما في تحضير عملية القبول.

<sup>1</sup> خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص 179.

<sup>2</sup> المادة 46 الفقرة 2 من النظام 01-12 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> مكاوي حبيب، بابا حامد كريمة، المرجع السابق، ص 207.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- التأكيد بصورة مستمرة من أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام
- يشهد الراعي بواسطة توقيعه على المذكرة المعروضة على اللجنة للتأشير عليها، وأنه قام بالإجراءات المعهودة إليه، وبأن المعلومات الواردة في المذكرة تطابق الواقع حسب علمه، وبأن المذكرة لا تتضمن أي إغفال من شأنه أن يؤثر في مضمونها<sup>1</sup>.
- يلتزم الراعي في البورصة بإبلاغ الشركة قبل تقديم ملف طلب الدخول لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بجميع الالتزامات القانونية والتنظيمية تجاه مساهميها
- التحقق من استيفاء الشركة لشروط القبول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- تقديم المساعدة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في علاقتها مع المساهمين، لاسيما في التحضير لاجتماعات المساهمين، وتوجيهها أثناء قبول أوراقها المالية في عمليات الحفظ المركزي
- إبلاغ المؤسسة بالقرارات التي تتخذها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير البورصة المتعلقة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- يتعهد الراعي في البورصة بتجنب أي حالة من حالات تضارب المصالح
- لا يمكن للراعي التدخل بأي شكل من الأشكال في إدارة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة<sup>2</sup>.
- في مقابل هذه الالتزامات تلتزم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ب:
  - التعهد بالامتثال للتوصيات المقدمة من طرف الراعي فيما يتعلق بنشر المعلومات القانونية والتنظيمية لتنفيذ قرارات اللجنة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة
  - إخطار الراعي الرسمي في البورصة بأي معلومات مهمة
  - ضمان وصول الراعي لجميع المعلومات التي يحتاجها لتنفيذ مهامه<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 46 الفقرة 1 من النظام 01-12 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> Article 2, Instruction COSOB n°02/2013 du 9 juin 2013 relative au modèle de convention conclue entre les sociétés candidates à l'admission sur le compartiment PME et les promoteurs ou Bourse.

<sup>3</sup> Article 3, Instruction COSOB n°02/2013.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

## الفرع الأول: الضوابط القانونية للراعي الرسمي في السوق الثانوية

نصّ المشرع الجزائري ضمن التعليمات رقم 01-13<sup>1</sup> الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على شروط وإجراءات تسجيل الشركة لممارسة مهمة الراعي في البورصة (أولاً)، كما نصّ في المادة 46/فقرة 3 على ضرورة إبرام اتفاقية مع الراعي حسب نموذج تحدده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (ثانياً).

### أولاً: شروط وإجراءات تسجيل الراعي في السوق الثانوية

بداية لا بد من الإشارة إلى أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نصت في المادة الثانية من التعليمات رقم 01-13 سالف الذكر على أنه يمكن للشخص المعنوي فقط تقديم طلب للتسجيل كراعي في البورصة، وهذا تأكيد لما جاء في المادة 46/فقرة 2 من النظام 01-12 سالف الذكر، كما نصت التعليمات على أن الوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة والبنوك والمؤسسات المالية يتم تسجيلهم تلقائياً في قائمة الراعي الرسمي الاحتياطية<sup>2</sup>.

كما نصت التعليمات رقم 01-13 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على الشروط التي يجب توفرها في الشركة من أجل الحصول على صفة الراعي في البورصة وتتمثل أساساً في إثبات التجربة لمدة لا تقل عن سنتين في المجالات الآتية:

- تقديم النصائح والإرشادات للمؤسسات في مجال تركيب وهيكل رأس المال
  - تقديم النصائح والتوجيهات في تسيير أموال المؤسسات
  - بصفة عامة إثبات التجربة في كل ما يتعلق بإنشاء وتطوير وتنمية وشراء المؤسسات<sup>3</sup>.
- لابد من تقديم طلب للجنة مرفقاً بشهادات إثبات التجربة اللازمة مع ذكر المؤهلات المادية والبشرية التي ستساعد الشركة في تنفيذ التزاماتها بصفتها راعي في البورصة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Instruction COSOB N°01-2013 du 9 juin 2013 relative aux conditions et procédure d'inscription des promoteurs en bourse consulté le 21/09/2021 à 18:34.

<sup>2</sup> Article 2 Instruction N°01/13.

<sup>3</sup> Article 4 Instruction N°01/13 .

<sup>4</sup> Article 5 Instruction N°01/13 .

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

في حالة قبول اللجنة لطلب التسجيل يتم نشر قائمة الرعاة في البورصة المقبولين من طرف شركة تسير بورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>.

ثانيا: إبرام اتفاقية بين المؤسسة الصغيرة والمتوسطة والراعي الرسمي في السوق الثانوية

نصّ المشرع الجزائري على ضرورة إبرام الشركة مع الراعي في البورصة اتفاقية لمدة أداها سنتين، ويتم إعداد هذه الاتفاقية حسب النموذج الذي تحدده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

تطبيقا لنص المادة 2 من التعلية رقم 13-202 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها يحدد نموذج الاتفاقية الأدنى من الشروط التي يجب أن تحتوي عليها الاتفاقية المبرمة بين الشركة والراعي في البورصة، وفي حالة وجود اتفاق معين بين الأطراف يجوز تعديل الاتفاقية بعد موافقة اللجنة، ويتم بموجب هذه الاتفاقية تكليف المرقي في البورصة بمراقبة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وضمن الوفاء بالتزاماتها القانونية والتنظيمية<sup>3</sup> خاصة فيما يتعلق بإدلائها بالمعلومات الدائمة والدورية المطلوبة المتمثلة في:

1- المعلومات الدائمة: بمجرد إدراج السندات في التسعيرة بالبورصة تلتزم الجهة المصدرة بإحاطة الجمهور بأي تغيير أو حدث يتعلق بالسندات خاصة في حالة إحداث تأثير كبير في سعر السندات.

2- المعلومات الدورية: يجب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تودع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولدى شركة تسير بورصة القيم المنقولة تقريرا سنويا يتضمن الكشف المالية السنوية، الميزانية، جدول حسابات النتائج، مشروع توزيع الأرباح، والمذكرات الملحقة بالكشوف المالية، جدول تدفقات الخزينة، تقرير التسيير، وتقرير محافظ الحسابات والمعلومات

<sup>1</sup> Article 6 Instruction N° 01/13.

<sup>2</sup> Instruction COSOB n°02/2013 du 9 juin 2013 relative au modèle de convention conclue entre les sociétés candidates à l'admission sur le compartiment PME et les promoteurs ou Bourse.

<sup>3</sup> Article 3 Instruction N° 02/13.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الأخرى المطلوبة بموجب تعليمات اللجنة في أجل لا يتعدى 30 يوماً قبل اجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين<sup>1</sup>.

كما يجب أن تحدد الاتفاقية التزامات وحقوق طرفي التعاقد التي تشكل شرطاً لإدراج الشركة، حيث تنص المادة الأولى من الاتفاقية على موضوع الاتفاقية، والمادة الثانية منها تنص على مجموعة من الالتزامات المفروضة على الراعي في البورصة التي سبق ذكرها، وفي المقابل تلتزم الشركة المرشحة لدخول سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بـ:

- الامتثال لجميع التوصيات التي يقدمها الراعي في البورصة، فيما يتعلق بنشر المعلومات القانونية والتنظيمية.

- ضمان وصول الراعي في البورصة إلى أي معلومة يحتاجها في تنفيذ التزاماته.
- دفع الرسوم السنوية المحددة<sup>2</sup>.

مدة الاتفاقية سنتين قابلة للتجديد، كما أجازت اللجنة إمكانية فسخ الاتفاقية من قبل أحد الأطراف قبل انتهاء مدتها، بشرط توجيه إخطار كتابي للطرف الآخر وكذا اللجنة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة خلال مدة شهرين قبل الفسخ، خلال هذه الفترة يبقى الطرفين ملزمين بتنفيذ جميع واجباتهم<sup>3</sup>، وفي حالة تمّ فسخ الاتفاقية تقوم الشركة بتعيين راعي آخر فوراً<sup>4</sup>.

وفي حالة وجود أي نزاع يتعهد الطرفان باللجوء إلى تحكيم اللجنة لحل النزاع<sup>5</sup>، ويتم تحرير الاتفاقية في أربع نسخ يحتفظ الطرفين بنسخة لكل واحد منهما، ويتم إعطاء نسخة للجنة ونسخة لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة<sup>6</sup>.

في الأخير لا بد من الإشارة إلى أن كل الشروط والبنود السابقة المذكورة في الاتفاقية، الهدف منها هو إضفاء الشفافية على نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة، إذ أن

<sup>1</sup> دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المرجع السابق، ص 13.

<sup>2</sup> Article 3 Instruction N°02/13.

<sup>3</sup> Article 4 Instruction N°02/13.

<sup>4</sup> المادة 4 فقرة 3 من النظام 01-12 المذكور سابقاً.

<sup>5</sup> Article 5 Instruction N°02/13.

<sup>6</sup> Article 6 Instruction N°02/13.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

المعطيات المتعلقة بها ستجذب المستثمر الذي بدوره يوجه مدخراته إلى هذه السوق، وبالتالي تنتج السيولة اللازمة لتنشيط السوق المالي وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا ما يرفع الغموض عن السوق، حيث يجب أن يكون المستثمر على دراية كافية بشؤون السوق، لهذا السبب من الأجدر أن تكون الاتفاقية منشورة وفي متناول الجمهور<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: تداول الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تداول الأوراق المالية المقيدة بجدول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق الثانوية يختلف نوعا ما عن تداول الأوراق المالية في السوق الرئيسية، وذلك نظرا لانتفاء بعض الشروط في أسهم هذه المؤسسات لقيدها في السوق المالي منها ما تعلق بالحد الأدنى لرأس المال، عدد المساهمين وعدد الأسهم المطروحة للمستثمرين.

نظمّ المشرع المصري عملية تداول هذه الأوراق بموجب قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 63 لسنة 2007 بالإضافة إلى إمكانية تطبيق القواعد والأحكام العامة المعمول بها لتداول الأوراق المالية في السوق الرئيسية في حالة لم يرد نص خاص بها في هذا القرار، حيث يتم التداول في سوق البديلة من خلال جلسة مزيدة يسمح من خلالها لشركات الوساطة بإدخال العروض والطلبات بدون حدود سعرية، ويمكن للشركة تسجيل عروض وطلبات على نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقا للأوامر الصادرة عن العملاء، تعقد جلسات التداول في هذه السوق يوميا لمدة ساعة من الساعة الثانية عشر إلى الساعة الواحدة ظهرا، ماعدا أيام الجمعة والسبت مثل ما هو الحال في السوق الرئيسية، ويتم غلق جلسة التداول عشوائيا في أي وقت خلال عشرة دقائق من الجلسة، وفيما يخص معايير تحديد سعر التنفيذ والإغلاق طبقا للمادة الثالثة من قرار الهيئة العامة للرقابة فإنه يتم اختيار السعر وفقا لمعيار السعر الذي يحقق أكبر كمية من تنفيذ، أو معيار السعر الذي يبقى أقل كمية غير منفذة في السوق وكانت قابلة للتنفيذ، أو وفقا لأقرب سعر إلى سعر إقفال جلسة اليوم السابق أو أعلى قيمة تداول، ومقابل تقديم الخدمات لكل عملية من

<sup>1</sup> لعور ريم ربيعة، المرجع السابق، ص 317.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

العمليات التي تتم بها تداول الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتقاضى البورصة رسوم تداول بحد أقصى مقداره 100 جنية<sup>1</sup>.

بالرجوع إلى التشريع الجزائري نجد أنه هو أيضا نص على أحكام خاصة بتداول الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 02-2012 تطبيقا لنص المادة الثانية منه<sup>2</sup>، مع إمكانية تطبيق قواعد التداول التي تحكم السوق الرئيسية على الأوراق المالية لهذه المؤسسات.

يتم إجراء جلسات التداول في مقصورة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الموجودة في السوق الرئيسية، غير أن التنظيم المادي لقبول وتداول الأوراق المالية يتم بشكل منفصل على مستوى نظام التداول في بورصة الجزائر، وذلك من خلال تخصيص قاعدة بيانات منفصلة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>3</sup>.

أما فيما يتعلق بتحديد سعر التداول فإنه يتم تعيين الحد الأقصى لنطاق الأسعار التي تطبقها شركة إدارة البورصة على سندات حقوق الملكية للشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة بنسبة 10% في التخفيض أو الزيادة عن آخر سعر مرجعي مسجل، لكن إذا تمّ الحصول على نتائج عشرية يتم تقريب الحد الأدنى افتراضيا إلى الدينار بينما يتم تقريب الحد الأقصى بمقدار زائد، وفي حالة لم يتم تسجيل ضمان الأسهم في نهاية أربع جلسات تداول عرض الأسعار تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ببناء على اقتراح لجنة التفاوض بفتح فروق قصوى إضافية للأسعار، ويتم تحديد أحكامها وشروطها من طرف لجنة التفاوض<sup>4</sup>.

كما يتم تداول الصفقات المجمعة خلال فترة زمنية محددة عن طريق تقليص أو زيادة السعر المرجعي المسجل خلال الجلسة بنسبة 10%، كما يمكن بناء على اقتراح لجنة التفاوض تمديد نطاق الأسعار إلى (+ أو -) 20% من السعر المرجعي<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص 133، 134.

<sup>2</sup> Article 2 Décision SGBV N°02/2012, règles de négociation des titre de capital cotés au niveau du Marché des PME de la bourse d'Alger.

<sup>3</sup> Article 3 Décision SGBV N°02/2012.

<sup>4</sup> Article 4 Décision SGBV N° 02/2012.

<sup>5</sup> Article 6 Décision SGBV N° 02/2012

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

---

ما تجدر الإشارة إليه أنه في حالة انتهاء مدة الاتفاقية التي تربط الشركة بالراعي الرسمي في البورصة، ولم تقم الشركة في نهاية أربع جلسات متتالية للبورصة بتجديد الاتفاقية أو استبدال الراعي، يتم تعليق ضمان رأس المال وإخطار اللجنة بقرار وقف إدراج الأوراق المالية لهذه الشركة، كما يتم شطب دفاتر الأوامر المتعلقة بسندات الأسهم الخاصة للتعليق من نظام التداول تطبيقاً لنص المادة 100 من النظام 97-03 سالف الذكر اعتباراً من جلسة التداول الأولى<sup>1</sup>، وفي حالة لم تعين الشركة راعي رسمي جديد بعد انقضاء ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء الاتفاقية، تقوم شركة إدارة البورصة بتقديم طلب لشطب ضمان رأس المال المعلق مؤقتاً في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التي تقرر ما إذا كان سيتم الشطب أولاً بناءً على المعلومات الواردة إليها من الراعي السابق<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Article 7 Décision SGBV N° 02/2012.

<sup>2</sup> Article 8 Décision SGBV N° 02/2012.



# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

## الفصل الثاني: مدى مساهمة المستثمرين في تنشيط السوق المالي

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تنمية الاقتصاد الوطني، حيث تعد الإطار الأمثل للاستثمار وأصبحت من بين المقاييس التي يقاس بها تقدم اقتصاد دولة ما، فهي بمثابة هيكل لتعبئة الادخار تمكن من تمويل الاستثمارات<sup>1</sup>.

فقد لجأت معظم الدول العربية إلى إنشاء أسواق الأوراق المالية بهدف تنمية وتطوير الاقتصاد، والدولة الجزائرية من بين هذه الدول حيث قامت بإنشاء بورصة القيم المنقولة نتيجة للإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 بعد أزمة البترول سنة 1986، ودخلت هذه الإصلاحات حيز التنفيذ سنة 1988<sup>2</sup>.

إن الاستثمار في القيم المنقولة أحد أهم الاستثمارات التي تستحوذ على اهتمام المدخرين ويستوجب توفير مجموعة من الضمانات القانونية لحماية ادخار المستثمر، وهذا ما سعى إليه المشرع الجزائري من خلال وضع أطر قانونية لتنظيم عملية الاستثمار في القيم المنقولة، كما حدد الأشخاص المؤهلين للاستثمار في البورصة ومنحهم آليات قانونية لتسهيل عملية الاستثمار في البورصة.

وهذا ما سنتعرض له من خلال دراستنا لهذا الفصل في بحثين:

**المبحث الأول: المركز القانوني للمستثمرين في بورصة القيم المنقولة**

**المبحث الثاني: الآليات القانونية للاستثمار في بورصة القيم المنقولة.**

<sup>1</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في

العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري- تيزي وزو، سنة 2012، ص5.

<sup>2</sup> منية شوايدية، خصوصية المؤسسات العامة في التشريع الجزائري والمقارن، المرجع السابق، ص12.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

## المبحث الأول: المركز القانوني للمستثمرين في البورصة

يعد المستثمرين في البورصة من أهم المتعاملين حيث يساهمون بشكل فعال في تنشيط السوق المالي فهناك أصناف متعددة من المستثمرين تتنوع بحسب تنوع الاستثمار (المطلب الأول) ويلجأ معظم المدخرين للاستثمار في الأوراق المالية لتمييزه بانخفاض القيمة الاسمية للصكوك ومرونة التعامل في سوق الأوراق المالية، تحقيق عائد كبير وتوفير الضمان الكافي للمستثمرين لتجنب مخاطر الاستثمار (المطلب الثاني)<sup>1</sup>.

## المطلب الأول: أصناف المستثمرين في البورصة

إن الاستثمار في الأوراق المالية يعد أحد أشكال عملية توظيف الأموال، بذلك فإن الاكتتاب أو شراء القيم المنقولة يشكل استثمار يقوم به المدخر<sup>2</sup> (المستثمر)، وقد حدد المشرع الجزائري الأشخاص المؤهلين للاستثمار في البورصة (الفرع الأول)، ويتم الاستثمار المالي بموجب جملة من الأدوات (الفرع الثاني).

## الفرع الأول: الأشخاص المؤهلين للاستثمار في البورصة

إن الأشخاص المستثمرة في بورصة الجزائر تتنوع حسب تنوع الاستثمار الذي تقوم به، فقد تكون أشخاص مستثمرة بالنظر إلى قيامهم بتوظيف أموالهم المدخرة في شكل اقتناء للقيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة المقصود هنا الفرد المدخر لأمواله الذي يقوم باستثمارها في البورصة بهدف تحقيق الربح، ويمكن أن تكون بالنظر إلى الاكتتاب في رأسمال الشركات والمؤسسات المستثمرة بمعنى الشركات المصدرة للقيم المنقولة عندما تلجأ إلى علانية الادخار يمكن اعتبارها مستثمرة في البورصة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، جامعة محمد خيذر - بسكرة، المجلد 4، العدد 1، سنة 2016، ص 202.

<sup>2</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 7.

<sup>3</sup> كريمة شليحي، البورصة كآلية قانونية في الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة البليدة-02، سنة 2019-2020، ص 89.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

### أولاً- أنواع المستثمرين في البورصة:

سمح المشرع الجزائري للأشخاص الطبيعيين والأشخاص المعنويين بالاستثمار في بورصة القيم المنقولة وذلك لما لهم من دور فعال في تنشيط السوق المالي، فكلما توسعت دائرة المستثمرين في البورصة أدى ذلك لتفعيل دور البورصة في تنمية الاقتصاد الوطني.

وبناء عليه يمكن تقسيم المستثمرين في البورصة إلى مستثمر الفرد الذي يعرف من الناحية الاقتصادية بأنه: "الشخص الحائز على رؤوس أموال التي يخصصها لاستثمارات خارجة عن نشاطه المهني أو لتخصصه، رغبة في تحقيق الربح"<sup>1</sup>، وهناك نوعان من المستثمرين الأفراد: المستثمر الداخلي (داخل الشركة) وهو أحد الشركاء الذي يهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال امتلاك عدد كاف من الأسهم ويكون هدف الربح في المرتبة الثانية، والمستثمر العادي الذي يكون من خارج الشركة الذي يهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري<sup>2</sup>، مهما كان نوع المستثمر الفرد فإنه يعد من بين أهم المتعاملين في الأوراق المالية نظراً لحيازته نسبة مرتفعة من السيولة، كما أن وجوده في البورصة يساهم بشكل كبير في تنشيطها<sup>3</sup>.

و "المستثمرون المؤسسيون" الذين يتمثلون في كل من: هيئات التوظيف الجماعي، البنوك والمؤسسات المالية، شركات التأمين، شركات رأس المال الاستثمار، صناديق الاستثمار، الشركات المسيرة للأصول<sup>4</sup>، يمكن تعريفهم بأنهم: "الهيئات المالية التي تقوم بجمع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية بتوظيف جزء هام منها في شكل أوراق مالية"<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 06.

<sup>2</sup> نعيمة العربي، المرجع السابق، ص 30.

<sup>3</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص 154.

<sup>4</sup> المادة 46-6 المستحدثة بموجب المادة 9 من النظام رقم 12-01 نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-

01 المؤرخ في 12 يناير 2012، الذي يعدل ويتم النظام رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، والمتعلق بالنظام

العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 41، مؤرخة في 15 يوليو 2012، ص 18.

<sup>5</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص 158.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

لابد من الإشارة أن الوسطاء في عمليات البورصة يمكن أن يكونوا مستثمرين في السوق المالي وذلك عند ممارستهم نشاط التفاوض لحسابهم الخاص<sup>1</sup>، فقد نصت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على ذلك في المادة 25 من النظام رقم 01-15 بقولها: " بإمكان الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين لممارسة التداول لحسابهم الخاص أن يعملوا:

- في إطار تنشيط السوق القيم المسعرة ولضمان سيولتها وانتظامها وفقا لعقد موقع عليه من طرف مصدر أو من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.  
- في إطار الطرف المقابل بشراء أو بيع قيم منقولة أو منتجات مالية طوعا للحساب الخاص"

من خلال نص هذه المادة يتضح لنا أن الوسيط المالي عند ممارسته نشاط التفاوض لحسابه الخاص يعد مستثمرا لأمواله في البورصة ويكون ذلك بموجب عقد موقع عليه من طرف مصدر الأوراق المالية من جهة، ومن جهة أخرى من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.  
بالإضافة إلى ذلك يمكن اعتبار الشركات المصدرة للأوراق المالية من المستثمرين في البورصة، إذا اعتبرنا أن فتح رأسمالها في شكل سندات للاكتتاب فيه من قبل الجمهور هو فتح الشركة على الاستثمار في البورصة<sup>2</sup>.

### ثانيا- مبادئ الاستثمار في البورصة:

عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية فإن المستثمر يحتاج إلى مجموعة من الأسس والمعايير التي تساعد على اتخاذ القرار، وهذه المعايير أو الأسس بعضها ذو طابع اقتصادي ومالي، والبعض الآخر ذو طابع فني بياني<sup>3</sup>، والمتمثلة أساسا في:  
- معرفة البدائل المتاحة من حيث تكاليفها وعوائدها المتوقعة ومخاطرها، بمعنى يجب على المستثمر إجراء مسح كامل عن فرص الاستثمار المتاحة له.

<sup>1</sup> المادة 7 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> كريمة شليحي، المرجع السابق، ص95.

<sup>3</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص136.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- تحديد الفترة الزمنية للاستثمار، بمعنى استثمار قصير الأجل أو طويل الأجل اعتمادا على نوع الدخل الذي يرغب في تحقيقه خلال الفترة الزمنية.

- ضرورة الاستعانة بالكفاءة المالية التي لديها الخبرة والدراية الكافية في هذا المجال<sup>1</sup>.

- ضرورة تنوع المحافظ الاستثمارية، بمعنى عدم الاستثمار في مجال أو نشاط استثماري واحد، وذلك بغرض توزيع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها<sup>2</sup>.

لابد من الإشارة إلى أنه يمكن للمستثمرين اللجوء إلى الوسطاء في عمليات البورصة من أجل مساعدتهم في اتخاذ قرار استثماري سليم، حيث أنه من الوظائف التي أوكلها لهم المشرع الجزائري تطبيقا لنص المادة 2 من النظام رقم 15-01 سالف الذكر الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة وذلك من خلال تقديم توصيات شخصية للمستثمر سواء بطلب منه أو بمبادرة من الوسيط نفسه، على أساس دراسات دقيقة تقوم بها مصلحة التحاليل المالية للوسيط، وبعد اتخاذ القرار بالاستثمار يقوم الوسيط المالي بجمع أوامر الشراء والبيع على السندات المسعرة في البورصة والصادرة عن شركة المساهمة، ثم يقوم بإحالتها إلى قاعة التداول في البورصة ويضمن تنفيذها<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: محل الاستثمار في بورصة القيم المنقولة.

حدد المشرع الجزائري القيم المنقولة محل الاستثمار والتي تصدرها شركات المساهمة حيث نص في المادة الأولى من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على أنه: "تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم"، فقد عرّفها في المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري بأنها: "سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف، وتسمح

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، سنة 2012، ص 34.

<sup>2</sup> حسين بلعجز، الجودي صاطوي، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2013، ص 20.

<sup>3</sup> للمزيد من التفصيل أنظر الفصل الأول من الباب الأول، ص 35.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

للدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها".

وعرّفتها أيضا ل.ت.ع.ب.م بأنها: "سند مالي قابل للتداول يصدره كيان قانوني (شركة، جماعة، هيئة عمومية أو خاصة..) يرغب في الحصول على تمويل يوجه لإنجاز مشاريع استثمارية وتشهد هذه السندات لأصحابها بحيازتهم جزءا من رأس المال (مساهمون) أو امتلاكهم حقا للدين على الذمة المالية للكيان المصدر (دائنون)"<sup>1</sup>.

حيث يمكن لشركات المساهمة إصدار جملة من القيم المنقولة المتمثلة أساسا في كل من: الأسهم التي يتكون رأس مال الشركة منها، والسندات التي هي عبارة عن قروض وتصدرها الشركة عادة في مرحلة من مراحل حياة الشركة وذلك عندما تحتاج إلى أموال، كما تصدر حصص تأسيس وهي عبارة عن صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على أرباح الشركة دون أن تمثل حصة في رأسمال الشركة، حيث تمنحها الشركة لبعض الأشخاص مقابل الخدمات التي قدموها للشركة والتي يصعب تقييمها بالنقود<sup>2</sup>، كما نص المشرع في المادة 30 من القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 على أنه: "...حماية للادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى..." من خلال هذه المادة يتضح لنا أن المشرع بموجب تعديل 2003 نص على وجود قيم منقولة بالإضافة إلى منتوجات مالية أخرى وهو مصطلح جديد يدل على وجود قيم منقولة أخرى وهذا ما تضمنته أحكام نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته رقم 03-97 سالف الذكر، وكذا النظام رقم 12-01 المعدل والمتمم للنظام 03-97. يمكن تقسيم القيم المنقولة حسب التعديلات الواردة في قوانين البورصة إلى:

<sup>1</sup> دليل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سنة 2010، ص 2، تمّ التصفح عبر الموقع الإلكتروني :

<https://www.cosob.org>، بتاريخ 08-02-2022، على الساعة 14 و 30 د.

<sup>2</sup> منية شوايدية، محاضرات في مقياس الشركات التجارية، أقيمت على طلبة سنة ثالثة قانون خاص، سنة 2020-2021،

منشورة بالموقع الإلكتروني <http://dispace.univ-guelma.dz>، ص 39.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أولاً- القيم المنقولة في ظل نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة:

نصت ل.ت.ع.ب.م على أن القيم المنقولة المقبولة في البورصة هي الصادرة عن شركات الأسهم طبقاً لنص المادة 30 من النظام 97-03: "لا تقبل في التداول في البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن الشركات بالأسهم طبقاً للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري"، وبالرجوع إلى أحكام القانون التجاري نجد المشرع نص على هذه القيم في المادة 715 مكرر 33 بأنها: "يمكن لشركات المساهمة أن تصدر مايلي:

1- سندات كتمثيل لرأسمالها

2- سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها

3- سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأسمال الشركة عن طريق التحويل أو تسديد أو أي إجراء آخر"

من خلال نص المادة يتضح لنا أن المشرع ذكر ثلاث أنواع من القيم المنقولة على سبيل المثال وهي:

- الأسهم التي أطلق عليها تسمية سندات كتمثيل لرأسمالها

- السندات وهي ديون في ذمة الشركة

- سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى عن طريق التحويل أو التسديد أو أي إجراء آخر.

ولقد تم إدراج نوع جديد من القيم المنقولة بموجب قرار وزير المالية بتاريخ 21 جانفي 1998<sup>1</sup> المتمثلة في قيم وسندات الخزينة.

<sup>1</sup> قرار وزير المالية المؤرخ في 21 جانفي 1998 المعدل والمتمم بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001، يتضمن تأطير سوق القيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، جريدة رسمية عدد 15، الصادرة بتاريخ 18 مارس 1998، ص 21.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أ- الأسهم:

عرّف الفقهاء السهم بأنه: " حصة الشريك الممثلة بواسطة صك يكون قابلا للتداول"<sup>1</sup>.  
المشرع الفرنسي لم يعطي تعريفا للسهم إنما اكتفى بذكر نوعين منه المتمثلة في الأسهم النقدية والأسهم العينية، وهذا ما ذهب إليه المشرع المصري فهو أيضا لم يعطي تعريفا للأسهم سواء في قانون الشركات المصري أو في قانون سوق رأس المال<sup>2</sup>.  
بينما المشرع الجزائري أعطى تعريفا للسهم في المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري بقوله: " السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها".

## 1 - خصائص الأسهم:

من خلال المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري سألنا الذكر نستخلص خصائص الأسهم التي تكفل له أداء مهمته في الحركة الاقتصادية المتمثلة في:

### 1.1 - ذات قيمة متساوية (تساوي القيمة الاسمية للأسهم):

من خصائص السهم أنه متساوي القيمة عند إنشاء الشركة وكل شريك له مسؤولية في حدود عدد الأسهم التي يمتلكها في الشركة، فرأسمال شركة المساهمة ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة<sup>3</sup>.  
الهدف من ذلك هو تسهيل عمل الشركة في حساب الأغلبية عند إصدار القرارات في الجمعيات العامة، أو عند توزيع الأرباح على المساهمين<sup>4</sup>، وكذا تحقيق المساواة بين المساهمين في توزيع فائض التصفية بعد حل الشركة وحق التصويت وتنظيم سعر الأسهم في البورصة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> حاتم مولود، النظام القانوني لعقد تسيير محفظة القيم المنقولة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري- تيزي وزو-، 17 فيفري 2019، ص123.

<sup>2</sup> يوسف منصوري، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة بن يوسف بن خدة -الجزائر-1، سنة 2018-2019، ص43.

<sup>3</sup> منية شوايدية، محاضرات في مقياس الشركات التجارية، المرجع السابق، ص 40.

<sup>4</sup> عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية، دراسة فقهية قضائية، مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن-، سنة 2016، ص229.

<sup>5</sup> فدوى بوحناش، شركة الرأسمال الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، فرع قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 1، سنة 2011-2012، ص79.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تجدر الإشارة إلى أن المشرع التجاري ترك الحرية للشركاء في تحديد القيمة الاسمية بموجب نص المادة 715 مكرر 50 بقولها: "تحدد القيمة الاسمية للأسهم عن طريق القانون الأساسي"، غير أنه قبل تعديل القانون التجاري سنة 1993 كان المشرع يضع حد أدنى للقيمة الاسمية وهي لا تقل عن 100 دج<sup>1</sup>.

### 2.1- قابلية السهم للتداول:

يعد التداول من الحقوق الأساسية للمساهمين في الشركة، وخاصية التداول تعد من النظام العام تطبيقا لنص المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري فالمساهم حر في البقاء في الشركة أو الخروج منها<sup>2</sup>، وتكون الأسهم قابلة للتداول بعد قيد الشركة في السجل التجاري أي بعد اكتساب الشركة للشخصية المعنوية، ولا يمكن تداول إلا الأسهم التي تكون مدفوعة القيمة بكاملها، وفي حالة رفع رأسمال الشركة فهي تكون قابلة للتداول من تاريخ التسديد الكامل لهذه الزيادة<sup>3</sup>، وتبقى قابلة للتداول حتى بعد حل الشركة وإلى غاية اختتام التصفية، وذلك لأنها في هذه المرحلة تكون لها قيمة مالية، أما بعد التصفية فلا وجود أصلا للسهم تطبيقا لنص المادة 715 مكرر 53 من القانون التجاري، يكون التداول صحيحا إذا كانت السندات صحيحة حتى وإن تمّ إبطال الشركة أو إبطال إصدار الأسهم<sup>4</sup>.

تختلف طريقة التداول حسب شكل السهم، فإذا كانت الأسهم اسمية يتم تداولها عن طريق القيد في السجلات أو عن طريق التسجيل في الحساب الجاري، أما إذا كانت الأسهم لحاملها فيتم تداولها عن طريق التسليم أو عن طريق القيد في الحساب الجاري<sup>5</sup>، كما يمكن تداول السهم في بورصة القيم المنقولة.

<sup>1</sup> نادية فوضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، سنة 2007، ص 187.

<sup>2</sup> عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، دار الكتب القانونية، مصر، سنة 2008، ص 319.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 54 من القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم.

<sup>5</sup> المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

### 3.1- عدم قابلية السهم للتجزئة:

نص المشرع الجزائري على هذه الخاصية في المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري: "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة" بناءً عليه فإنه إذا كان هناك عدة مالكين لسهم واحد في هذه الحالة يقوم بتمثيلهم شخص واحد وذلك لمباشرة الحقوق اللصيقة بهذا السهم والمتمثلة أساساً في حق الإدارة والتصويت في الشركة<sup>1</sup>.

فإذا آل السهم إلى مجموعة من الورثة عن طريق الإرث أو الهبة أو تمّ شراؤه من طرف أكثر من شخص فلا يمكن في هذه الحالة تقسيم السهم إنما على الأشخاص الذين آل إليهم هذا السهم تعيين من يمثلهم لمباشرة الحقوق اللصيقة بهذا السهم<sup>2</sup>.

### 2- أنواع الأسهم:

هناك عدة تقسيمات فقهية للأسهم تختلف باختلاف الزاوية التي ينظر منها إلى السهم تتمثل في:

#### 1.2- من حيث الشكل: يمكن تقسيمها إلى ثلاث أنواع وهي:

##### 1.1.2- أسهم اسمية:

وهي أسهم تحمل اسم صاحبها تتميز بالسماح للشركة بمعرفة مساهميها وقدرتها على الاتصال بهم عند اللزوم<sup>3</sup>، تثبت ملكيتها من خلال قيد اسم المساهم في دفاتر الشركة<sup>4</sup>، عادة يتم تداولها عن طريق دفاتر الشركة طبقاً لنص المادة 715 مكرر 34 من القانون التجاري.

<sup>1</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة طبقاً للتشريع الجزائري، مجلة دفاتر السياسة والقانون، جامعة ورقلة، المجلد 13، العدد 1، سنة 2021، ص 286.

<sup>2</sup> منية شوايدية، محاضرات في مقياس الشركات التجارية، المرجع السابق، ص 42.

<sup>3</sup> نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالي الجزائري، المرجع السابق، ص 267.

<sup>4</sup> نادية فوضيل، المرجع السابق، ص 197.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

### 2.1.2- أسهم لحاملها:

وهي الأسهم التي لا تصدر باسم شخص معين وإنما يمكن لأي شخص أن يمتلكها عن طريق شرائها وهي تتضمن عبارة لحامله<sup>1</sup>، وبالتالي إجراءاتها سهلة فيمكن تداولها بمجرد التسليم لأنها لحاملها، أو بواسطة قيدها في حسابات الشركة طبقا لنص المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري.

### 3.1.2- أسهم لأمر:

وهي أسهم تصدر لأمر شخص معين، وبالتالي يمكن نقل ملكيتها بالتظهير مثلما هو الحال في الأوراق التجارية، ولا يتم تسجيل اسم المالك الجديد في سجل الشركة<sup>2</sup>. من الناحية العملية نادرا ما يتم إصدار هذا النوع من الأسهم، فالمتعامل به هي الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها، الأصل أن الشركة حرة في إصدار أسهمها حسب الشكل الذي تريد، لكن المشرع يتدخل أحيانا لفرض شكل معين مثلما هو الحال في نص المادة 715 مكرر 52 " يكون السهم اسميا إلى أن يسدد كاملا"<sup>3</sup>.

### 2.2- من حيث طبيعة الحصة التي يمتلكها: تنقسم إلى نوعين:

#### 1.2.2- الأسهم النقدية:

وهي الأسهم التي تدفع نقدا، وقد حدد المشرع نوعية هذه الأسهم تحديدا دقيقا، حيث اعتبر أسهما نقدية:

- الأسهم التي يتم وفاؤها نقدا أو عن طريق المقاصة
- الأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار
- الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه إلى الاحتياطيات أو الفوائد أو علاوة الإصدار أو جزء منه عن طريق الوفاء نقدا، على أن يتم وفاؤها عند الاكتتاب<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع السابق، ص 229.

<sup>2</sup> يوسف منصور، المرجع السابق، ص 48.

<sup>3</sup> نادية فوضيل، المرجع السابق، ص 198.

<sup>4</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص 103.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

### 2.2.2- الأسهم العينية:

وهي الأسهم التي تمثل حصص عينية في رأسمال الشركة مثل: العقار أو منقول يقدم إلى الشركة بعد تقديره<sup>1</sup>، وقد نص المشرع الجزائري على هذا النوع من الأسهم في المادة 715 مكرر 41 الفقرة الأخيرة بأنها: "...أما جميع الأسهم الأخرى فتعد من الأسهم العينية".

### 3.2- من حيث الحقوق التي تمنحها لمالكها: تنقسم إلى قسمين:

#### 1.3.2- الأسهم العادية:

عرّف المشرع الجزائري السهم العادي في المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري بأنها: "هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأسمال شركة، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها.

وتتمتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق والواجبات".

يندرج تحت هذه الأسهم العادية تصنيفات عديدة للأسهم، من المفيد أن يعرفها المستثمر حتى يتمكن من تقرير درجة المخاطر التي يقبلها بشرائه سهمًا معينًا<sup>2</sup>.

#### 2.3.2- الأسهم الممتازة:

تنشأ الأسهم الممتازة عن طريق القانون أو في النظام الأساسي للشركة، فهو يتضمن حقوق امتياز أكثر مما يتضمن السهم العادي، لا بد من النص صراحة على الحقوق المتعلقة بهذا النوع

<sup>1</sup> نادية مطلاوي، النظام القانوني لحرية تداول القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة 8ماي 1945- قالمة-، سنة 2015-2016، ص 21.

<sup>2</sup> منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، سنة 1995، ص 129.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

من الأسهم<sup>1</sup>، وهذا ما فعله المشرع الجزائري حيث منح أصحاب الأسهم الممتازة نوعين من الحقوق طبقا للمادة 715 مكرر 44 من القانون التجاري تتمثل في:

- حق التصويت يفوق عدد الأسهم المملوكة.
  - حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم وفي سندات الاستحقاق الجديدة.
- يعد تقرير هذا النوع من الأسهم استثناء عن الأصل العام الذي يقضي بأن جميع الأسهم متساوية من حيث القيمة<sup>2</sup>.

### 4.2- من حيث طبيعة الحصة التي يمتلكها: تنقسم إلى نوعين من الأسهم

#### 1.4.2 - أسهم نقدية:

وهي تلك الأسهم التي تعطى للمساهم مقابل تقديمه حصة نقدية في رأسمال الشركة<sup>3</sup>، يلزم المشرع الشركاء بدفع على الأقل ربع (1/4) قيمة الأسهم عند الاكتتاب والباقي على أقساط في أجل لا يتعدى 5 سنوات من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري تطبيقا لنص المادة 592 من القانون التجاري.

#### 2.4.2 - أسهم عينية:

وهي الأسهم التي تقدم كاملة عن الاكتتاب حيث لا يمكن تجزئتها طبقا للمادة 597 من القانون التجاري، ويمكن للشريك أن يقدم حصة عينية على وجه التملك أو على وجه الانتفاع، وتوكل مهمة تقييم الأسهم العينية إلى شخص محايد يسمى مندوب الحسابات<sup>4</sup>.

#### ب- السندات:

ترغب شركة المساهمة أحيانا في توسيع وتمويل مشاريعها، فتلجأ إلى الاقتراض عن طريق إصدار سندات<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> منية شوايدية، حوصصة المؤسسات العامة في التشريع الجزائري والمقارن، المرجع السابق، ص 231.

<sup>2</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص 104.

<sup>3</sup> نادية فوضيل، المرجع السابق، ص 198.

<sup>4</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة طبقا للتشريع الجزائري، المرجع السابق، ص 286.

<sup>5</sup> عباس حلمي المنزلاوي، القانون التجاري: الشركات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1984،

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تعرف السندات بأنها أداة دين ذات قيمة اسمية يحق لحاملها الحصول على قيمة الكوبون (الفائدة الاسمية) واسترداد قيمة السند عند تاريخ استحقاقه<sup>1</sup>، فقد سمح المشرع الجزائري لشركات المساهمة بإصدار السندات بموجب المرسوم 08-93 المعدل والمتمم للقانون التجاري<sup>2</sup>، عندما تحتاج إلى أموال أو تمويل بعض مشاريعها أو نشاطاتها بدل أخذ قرض من البنك<sup>3</sup>.

### 1- خصائص السندات: تنفرد السندات بجملة من الخصائص نوجزها كالآتي:

- عدم قابلية السند للتجزئة مثل الأسهم طبقا للمادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري الجزائري.
- قابلية السند للتداول في السوق المالي، حيث يسمح لحامله ببيعه ونقل ملكيته، وتساهم هذه الخاصية في توفير السيولة لحاملي السندات<sup>4</sup>.
- السند قرض طويل الأجل<sup>5</sup>.
- يترتب على السند حق مديونية في ذمة الجهة المصدرة للسند ولا يحق المطالبة بهذه القيمة قبل موعد استحقاقه<sup>6</sup>.
- السند يعتبر وسيلة لتمويل الشركة<sup>7</sup>.
- السند وسيلة لاجتذاب المستثمرين والممولين لكن مقارنة مع السهم فالسند يعتبر أقل مخاطرة لأن فائدة السند ثابتة لأنه يعتبر دين في ذمة الشركة.
- عند استحقاق الديون فإن أصحاب السندات لهم أولوية على أصحاب الأسهم.

<sup>1</sup> سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة2، سنة 2013-2014، ص25.

<sup>2</sup> المرسوم التشريعي رقم 08-93 مؤرخ في 25 افريل 1993، يعدل ويتمم الأمر 59-75 المتضمن القانون التجاري الجزائري، جريدة رسمية العدد 27، الصادرة بتاريخ 27 افريل 1993، ص3.

<sup>3</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة طبقا للتشريع الجزائري، ص287.

<sup>4</sup> دريد كمال آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن- عمان، سنة 2009، ص265.

<sup>5</sup> رباح حريزي، المرجع السابق، ص117.

<sup>6</sup> سمية بلعيد، المرجع السابق، ص26.

<sup>7</sup> عزيز العكيلي، المرجع السابق، ص380.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- المستثمرون عندما يخشون على أموالهم يفضلون شراء سندات على شراء أسهم.
- صاحب السند لا يتدخل في إدارة الشركة وليس له حق التصويت في الجمعيات العامة.
- صاحب السند له فائدة ثابتة مهما كانت الحالة المالية للشركة.
- من خصائص السند كذلك أنه قرض جماعي، فالشركة لا تتعاقد مع مقترض أو مع كل مقترض على حدى<sup>1</sup>.

### 2- كيفية إصدار السندات:

تعود سلطة إصدار السندات أصلا إلى الجمعية العامة للمساهمين طبقا لنص المادة 715 مكرر 77، 715 مكرر 84، مكرر 87 قانون تجاري، غير أنه لا يجوز أن تأخذ قرار إصدار السندات من شركة يكون موضوعها الأساسي متعلق بإصدار السندات قصد تمويل قروض تمنحها هي لشركات أو مؤسسات أخرى أو حتى لأشخاص طبيعية طبقا لنص المادة 715 مكرر 85.

### 3 - آثار إصدار السندات:

كقاعدة عامة فإن حاملي السندات يتمتعون بمجموعة من الحقوق كالحق في الحصول على فوائد طويلة مدة القرض، والحق في سداد الدين وفقا لما ينص عليه عقد الإصدار<sup>2</sup>. كما خولهم المشرع الجزائري من أجل الحفاظ على حقوقهم (حاملي السندات)، حق الإطلاع على وثائق الشركة وذلك للتمكن من متابعة إدارة وتسيير الشركة وحالتها المالية<sup>3</sup>، ولهم الحق كذلك في أن تستشيرهم الشركة أثناء انعقاد الجمعية العامة من خلال إبداء رأيهم حول جدول الأعمال لكن دون التدخل في عملية التصويت<sup>4</sup>.

لكن أهم الحقوق التي خولها المشرع لأصحاب السندات تتمثل في حقين:

- حق الحصول على فائدة ثابتة.

<sup>1</sup> سماح كحل الراس ، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة طبقا للتشريع الجزائري، المرجع السابق، ص 288.

<sup>2</sup> Guiramans France, Droit des sociétés, 4ème édition dunod , paris , 2011 ,P2019.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 80 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 79 من القانون التجاري الجزائري.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- حق استرداد قيمة السند<sup>1</sup>.

مقابل هذه الحقوق يتحمل حاملي السندات مجموعة من الالتزامات، منها الالتزام بحضور الاجتماعات مرة في السنة على الأقل وذلك للتمكن من الاستماع للتقرير السنوي لمسيرى الشركة وتقرير مندوبي الحسابات<sup>2</sup>.

### 4- أنواع السندات:

هناك عدة أنواع من السندات نوجزها كآتي:

#### 1.4- من حيث جهة الإصدار: تنقسم إلى قسمين:

##### 1.1.4- سندات الحكومة:

وهي وثائق تصدر مقابل قروض تحصل عليها الحكومة وتمثل مديونية الحكومة للمقرض أو صاحب السند، يطلق عليها عدة تسميات منها: أذونات الخزينة، سندات البلديات، أو سندات الحكومات المحلية<sup>3</sup>، وهناك من يطلق عليها الأوراق المالية خالية المخاطر، وذلك بسبب قدرة الحكومة على تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد التزاماتها من الإصدارات السابقة<sup>4</sup>.

##### 2.1.4- سندات الشركات:

وهي السندات التي يتم إصدارها من طرف الشركات التجارية والصناعية، وشركات الخدمات، وتصنف عادة حسب ملاءة الإصدار<sup>5</sup>، تمثل مديونية الشركة تجاه صاحب السند، حيث تلتزم الشركة بدفع القيمة الاسمية للسند والفوائد المترتبة عليه عند تاريخ الاستحقاق<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 76 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 78/فقرة 2 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>3</sup> يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، الاستثمار - الصناديق الاستثمارية الأوراق المالية التجارية، المرجع السابق، ص 156.

<sup>4</sup> سمية بلعيد، المرجع السابق، ص 26.

<sup>5</sup> رابح حريزي، المرجع السابق، ص 123.

<sup>6</sup> يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، الاستثمار - الصناديق الاستثمارية الأوراق المالية التجارية، المرجع السابق، ص 156.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

2.4- من حيث شكل الإصدار: وهي نوعان:

1.2.4- السند الاسمي: وهو السند الذي يتضمن اسم صاحبه بالإضافة إلى البيانات الواجب إدراجها حسب الأحكام القانونية<sup>1</sup>.

2.2.4- السند لحامله: وهو السند الذي لا يحمل اسم المستثمر، وتنتقل ملكيته عن طريق التسليم، ويحق لحامله الحصول على فائدة عند تاريخ الاستحقاق<sup>2</sup>.

3.4- من حيث الضمان: تنقسم إلى قسمين:

1.3.4- سندات مضمونة: وهي السندات التي تقترح الشركة المصدرة لها ضمانا عينيا للوفاء بها<sup>3</sup>، فقد تكون مضمونة بعقار أو أي أصل مالي آخر، ويحق لحامله في حالة عدم تسديد قيمة السند أو فائدته وضع يده على العقار<sup>4</sup>.

2.3.4- السندات غير المضمونة: وهي السندات التي لا تقترن بضمانات سواء عينية أو شخصية، حيث يعتمد حامل السند على المركز المالي للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها وسمعتها في السوق<sup>5</sup>.

4.4- من حيث العائد: وهي نوعان:

1.4.4- سندات ذات عائد ثابت: وهي السندات التي تقدم عائدا ثابتا إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق، لذلك يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات فائدة البنوك<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> محمود سليم خشفه، الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار المركز العربي للنشر والتوزيع، القاهرة- مصر-، سنة 2018، ص 321.

<sup>2</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص 123.

<sup>3</sup> يوسف حسن يوسف، المرجع السابق، ص 157.

<sup>4</sup> دريد كمال آل شبيب، المرجع السابق، ص 266.

<sup>5</sup> نوار حليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 277.

<sup>6</sup> سمية بلعيد، المرجع السابق، ص 28.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

2.4.4- سندات ذات عائد متغير: وهي السندات التي تعطي حاملها فوائد منخفضة جدا وفي المقابل تخوله حق الاشتراك في أرباح الشركة المصدرة، وهذا النوع معروف أكثر في التشريع الفرنسي حيث يتم إصداره غالبا بعد وقوع الشركة في الإفلاس أو تصفيتها القضائية<sup>1</sup>.

ج- القيم الصادرة عن الخزينة العمومية:

تعرف القيم الصادرة عن الخزينة العمومية بأنها: "سندات صادرة عن الدولة والتي تمثل جزءا من الدين العام"<sup>2</sup> تصدر الخزينة العمومية نوعان من القيم يتمثلان في

1- قيم الخزينة:

حددها المادة 2 من القرار الوزاري المؤرخ في 22 يوليو 2001<sup>3</sup> المعدل والمتمم للقرار 21 جانفي 1989 حسب آجال إصدارها واستحقاقها كمايلي:

- سندات الخزينة التي يبلغ آجال تسديدها خمس سنوات بفائدة سنوية قابلة للتسديد بقيمتها.

- سندات طويلة الأجل التي تفوق آجال تسديدها خمس سنوات بفائدة سنوية قابلة للتسديد بقيمتها الاسمية.

### 2- سندات الخزينة:

بموجب المادة 3 من القرار الوزاري الصادر في 9 جوان 1999<sup>4</sup> التي تنص على أنه تصدر سندات الخزينة في شكل سندات "اسمية" أو سندات لحاملها حسب اختيار المكتب، ويتم فتح الاكتتاب حسب الصيغ للأشخاص الطبيعيين والمعنويين، لدى الصناديق الآتية:

- الخزينة المركزية

- الخزينة الرئيسية

<sup>1</sup> محمود سليم خشفه، المرجع السابق، ص 326.

<sup>2</sup> حاتم مولود، المرجع السابق، ص 132.

<sup>3</sup> القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001، يعدل ويتمم القرار المؤرخ في 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق القيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، جريدة رسمية عدد 45، الصادرة بتاريخ 12 أوت 2001، ص 20.

<sup>4</sup> القرار الصادر عن وزير المالية المؤرخ في 9 جوان 1999، المتضمن كفيات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، جريدة رسمية عدد 23، الصادرة بتاريخ 5 جويلية 1999، المعدل والمتمم بالقرار المؤرخ في 10 أبريل 2000، جريدة رسمية عدد 23، الصادرة بتاريخ 23 أبريل 2000، ص 37.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- الخزينة الولائية

- قباضات البريد والمواصلات<sup>1</sup>.

تطبيقا لنص المادة 8 من القرار الوزاري لسنة 1999 المعدل والمتمم تكون سندات الخزينة غير قابلة للتداول، غير أنه يمكن لحامليها الاستفادة من تعويض بعد انقضاء سنة على الأقل من تاريخ الاكتتاب، غير أنه تمّ تعديل ذلك بموجب نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 01-12 حيث تنص المادة 77-1 على أنه " يتم قبول السندات الشبيهة للخزينة للتداول على مستوى بورصة الجزائر تلقائيا في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية"

من خلال هذه المادة يتضح لنا أن تداول سندات الخزينة العمومية لا يخضع لسلطة ل.ت.ع.ب.م وإنما يتم التداول بموجب طلب من وزير المالية، حيث يتم تداول هذه السندات خلال خمسة أيام من أيام العمل في الأسبوع<sup>2</sup> عن طريق التسعير المباشر<sup>3</sup>.

ثانيا- القيم المنقولة في ظل نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 01-12 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة:

بالرجوع إلى المادة 46-8 من النظام 01-12 التي تنص على أنه: " تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات مساهمة، أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين"

يتضح لنا أن ل.ت.ع.ب.م أدرجت قيم منقولة أخرى تصدرها شركات الأسهم تحت تسمية سندات الدين، تنقسم سندات الدين إلى:

- سندات قابلة للتحويل

- سندات استحقاق

- سندات مساهمة

<sup>1</sup> المادة 4 من القرار الوزاري المؤرخ في 10 أبريل 2000 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 77-3 من النظام رقم 01-12 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 77-5 من النظام 01-12 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

بالإضافة إلى نوع آخر من القيم المنقولة المذكور ضمن أحكام النظام 12-01 وهو شهادات الاستثمار التي تعتبر من قبيل سندات رأس المال.

أ- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

يمكن تعريفها بأنها: "صكوك ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تصدرها شركة المساهمة، تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي اقترضوها للشركة على أن يكون لأصحابها الحق بتحويلها إلى أسهم وينتج عن تحويل السندات إلى أسهم زيادة رأس مال الشركة"<sup>1</sup>.

عرفتها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بأنها "سندات دين تقليدية ذات نسبة ثابتة عموماً، تخول المكتتب أثناء فترة التحويل إمكانية استبدالها بسهم أو عدة أسهم للشركة المصدرة"<sup>2</sup>.

نصّ المشرع التجاري في المادة 715 مكرر 114 على أنه "يجوز لشركات المساهمة المستوفية للشروط المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 82 إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم"

وتتمثل الشروط المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 82 فيما يلي:

- يجب أن تكون شركة المساهمة موجودة منذ سنتين، والغاية من إدراج المشرع لهذا الشرط هو توفير ضمان لصاحب السندات قبل قيامه بعملية الاكتتاب في هذه السندات يكون مطلع على سير نشاط الشركة خلال سنتين هذا من جهة، ومن جهة أخرى يجنبه التعامل مع شركات وهمية تصدر هذا النوع من السندات للنصب والاحتيال على المستثمرين.

<sup>1</sup> نادية هلال، سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون أعمال والملكية الفكرية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين سطيف 2، سنة 2019-2020، ص 21.

<sup>2</sup> دليل القيم المنقولة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سنة 2004، ص 8، منشور عبر الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها <https://www.cosob.org>، بتاريخ 22-12-2022، على الساعة 12 و30د.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- يجب أن تكون قد أعدت موازنتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة، الهدف من هذا الشرط هو معرفة الحالة المالية للشركة ومدى قدرتها على الوفاء بدين صاحب السندات.  
- يكون رأسمالها مسددا بكامله، وذلك لأن رأسمال الشركة يعد أهم ضمان لأصحاب السندات لأنهم يعدون من الدائنين الممتازين للشركة ففي حالة حل الشركة يمكنهم استرداد مبلغ دينهم من رأسمال الشركة.

لقد أخضع المشرع الجزائري سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم إلى الأحكام المنصوص عليها في القسم الفرعي المتعلق بسندات الاستحقاق<sup>1</sup>، غير أنه منح حق اتخاذ قرار إصدار هذا النوع من السندات إلى الجمعية العامة غير العادية بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين، وبناء على تقرير خاص لمندوب الحسابات<sup>2</sup>، يستفيد المساهمون من حق الأفضلية في اكتتاب في سندات الاستحقاق القابلة للتحويل بنفس الشروط المنصوص عليها لاكتتاب أسهم جديدة<sup>3</sup>.

وقد اشترط المشرع أن يكون التحويل بناء على رغبة الحاملين حسب الشروط وأسس التحويل المحددة في عقد إصدار سندات الاستحقاق، كما يبين العقد فترة التحويل<sup>4</sup>، ومنع أن يكون سعر إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل أقل من القيمة الاسمية للأسهم التي توول إلى أصحاب سندات الاستحقاق في حالة اختيار التحويل<sup>5</sup>.

في إطار حماية حاملي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم منع المشرع على الشركة تحت طائلة تنفيذ العقوبات المنصوص عليها في المادة 827 من القانون التجاري:

- استهلاك رأسمالها أو تخفيضه عن طريق التسديد

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 115 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 116 من القانون التجاري الجزائري .

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 117 من القانون التجاري الجزائري .

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 118 من القانون التجاري الجزائري .

<sup>5</sup> المادة 715 مكرر 119 من القانون التجاري الجزائري .

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- تغيير توزيع الأرباح ابتداء من تاريخ تصويت الجمعية العامة التي ترخص الإصدار مادامت سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم متوفرة.

غير أنه في حالة تخفيض رأس المال لسبب خارج عن إرادة الشركة بمعنى بسبب الخسائر أو التقليل إما في المبلغ الاسمي للأسهم وإما في عددها، يتم تخفيض حقوق أصحاب سندات الاستحقاق الذين يختارون تحويل سنداتهم<sup>1</sup>.

أخضع المشرع إصدار الأسهم الواجب اكتتابها نقدا وإدماج الاحتياطات والأرباح أو منح الإصدار في رأس المال وتوزيع الاحتياطات الخاصة بالنقد أو السندات ابتداء من تاريخ تصويت الجمعية العامة غير العادية مادامت سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم متوفرة إلى بعض الشروط والإجراءات التي تحددها ل.ت.ع.ب.م<sup>2</sup>.

وفي حالة قيام الشركة بإصدار سندات استحقاق جديدة قابلة للتحويل، يجب عليها إخطار أصحاب سندات الاستحقاق بواسطة إعلان ينشر حسب شروط يحددها نظام اللجنة<sup>3</sup>.

### ب- سندات الاستحقاق:

سندات الاستحقاق هي سندات قابلة لتداول تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية<sup>4</sup>، وقد حدد المشرع شروط معينة وجب توفرها في شركات المساهمة حتى تتمكن من إصدارها التي سبق ذكرها، غير أنه تلك الشروط لا تطبق في حالتين هما:

- في حالة إصدار سندات الاستحقاق التي تستفيد إما من ضمان الدولة أو من الأشخاص المعنويين في القانون العام، أو من ضمان شركات تستوفي الشروط المنصوص عليها قانونا.

- في حالة إصدار سندات الاستحقاق المرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 120 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 121 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 122 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>5</sup> المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري الجزائري.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

يتم اتخاذ قرار إصدار سندات الاستحقاق وتحديد شروطها من طرف الجمعية العامة العادية، كما يجوز لها أن تفوض سلطاتها إلى مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة، أو مجلس المديرين<sup>1</sup>. غير أنه لا تخضع لضرورة الحصول على ترخيص الجمعية العامة العادية الشركات التي يكون موضوعها الأساسي إصدار سندات ضرورية لتمويل القروض التي تمنحها<sup>2</sup>. وقد اشترط المشرع على الشركة إذا لجأت إلى علنية الادخار قبل افتتاح الاكتتاب القيام بإجراءات إشهار شروط الإصدار، وتحدد هذه الإجراءات بموجب التنظيم<sup>3</sup> والمقصود هنا بالتنظيم المرسوم التنفيذي رقم 95-438<sup>4</sup> فقد نص في المادة 20 منه على البيانات التي يجب أن تتوفر عند القيام بعملية الإشهار، وكذا الوثائق التي يجب أن تكون مرفقة بإعلان إصدار السندات. وأجاز لحاملي سندات الاستحقاق من نفس الإصدار تكوين جماعة للدفاع عن مصالحهم المشتركة تتمتع بالشخصية المعنوية<sup>5</sup>، ويتم تمثيل هذه الجماعة من طرف وكيل أو عدة وكلاء يعينون في الجمعية العامة غير العادية، تحدد الشروط التي يجب أن تتوفر في الوكلاء وكذا حقوقهم وقوانينهم الأساسية عن طريق التنظيم<sup>6</sup>، في حالة الاستعجال يمكن تعيين ممثلي أصحاب سندات الاستحقاق بموجب حكم قضائي بناء على طلب المعني<sup>7</sup>، ولهذه المجموعة سلطة القيام بجميع أعمال التسيير للدفاع عن المصالح المشتركة لأصحاب سندات الاستحقاق<sup>8</sup>، لكن يمنع على أصحاب سندات الاستحقاق وممثلي الجماعة التدخل في تسيير شؤون الشركة، يجوز لهم

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 85 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 86 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>4</sup> المرسوم التنفيذي رقم 95-438 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات، جريدة رسمية عدد 80، الصادرة بتاريخ 24 ديسمبر 1995، ص 03.

<sup>5</sup> المادة 715 مكرر 88 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>6</sup> المادة 715 مكرر 89 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>7</sup> المادة 715 مكرر 92 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>8</sup> المادة 715 مكرر 90 من القانون التجاري الجزائري.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

فقط حضور الجمعيات العامة للمساهمين بصفة استثنائية، ولهم الحق في الإطلاع على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين<sup>1</sup>.

في الأخير لا بد من الإشارة إلى أنه في حالة عجز وكلاء جماعة أصحاب سندات الاستحقاق عن القيام بواجباتهم يتم تعيين بموجب قرار قضائي وكيلًا آخر يتولى تمثيل جماعة أصحاب سندات الاستحقاق<sup>2</sup>.

كما أنه لا تطبق الأحكام القانونية المتعلقة بتنظيم أصحاب سندات الاستحقاق في شكل جماعة على القروض التي تضمنتها الدولة أو الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية إلا بمقتضى شرط في عقد الإصدار<sup>3</sup>.

### ج- سندات المساهمة:

تعد سندات المساهمة سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادًا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند، يكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضح حدوده بدقة<sup>4</sup>.

وقد ذهب بعض الفقهاء إلى تشبيه سندات المساهمة بسندات الاستحقاق في جزئها الثابت، وتشبيهها بالأسهم في جزئها المتغير الذي يقوم وفقا لنتائج الشركة، كما تسمح للشركة من تعزيز مصادرها التمويلية لكن دون تغيير في هيئة رأسمالها<sup>5</sup>.

تكون سندات المساهمة قابلة للتداول<sup>6</sup>، ولكنها غير قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها بعد انتهاء أجل لا يقل عن خمس سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 91 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 107 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 109 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>5</sup> نادية مطلاوي، المرجع السابق، ص 30.

<sup>6</sup> المادة 715 مكرر 75 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>7</sup> المادة 715 مكرر 76 من القانون التجاري الجزائري.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

وقد أخضع المشرع ترخيص إصدار سندات المساهمة وتعويضها إلى نفس شروط ترخيص إصدار سندات الاستحقاق المنصوص عليها في المواد من 715 مكرر 84 إلى المادة 715 مكرر 87 سالف الذكر.

كما نص المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 78 على أنه "يجتمع بقوة القانون حاملو سندات المساهمة التي من نفس الإصدار لتمثيل مصالحهم المشتركة في جماعة تتمتع بالشخصية المدنية ويخضعون لنفس الأحكام المنصوص عليها بالنسبة لأصحاب سندات الاستحقاق"

من خلال هذا النص يتضح لنا أن المشرع اشترط للقيام بعملية إصدار سندات المساهمة على ضرورة تكوين جماعة من حاملي هذه السندات لتمثيل مصالحهم المشتركة، وتخضع هذه الجماعة لنفس الأحكام القانونية المطبقة على أصحاب سندات الاستحقاق، غير أنه نص على تمتعها بالشخصية المدنية على خلاف جماعة سندات الاستحقاق الذين يتمتعون بالشخصية المعنوية، فهناك اختلاف في المصطلحين فالشخصية المدنية يتمتع بها الأشخاص الطبيعيون دون المعنويون، أما الشخصية المعنوية يتمتع بها كل من الشركات أو المؤسسات أو الجمعيات، وبالتالي لا يمكن تطبيق نفس الأحكام القانونية لأصحاب سندات الاستحقاق على أصحاب سندات المساهمة.

هناك من يذهب للقول أنه مجرد خطأ في ترجمة النص الفرنسي فقط فبالرجوع إلى هذا النص نجد أنه استخدم مصطلح الشخصية المعنوية على عكس النص العربي الذي استخدم مصطلح الشخصية المدنية<sup>1</sup>.

يتمتع ممثلي جماعة حاملي سندات المساهمة بجملة من الحقوق التي منحهم إياها القانون للقيام بمهامهم على أكمل وجه المتمثلة أساساً في: حق حضور جمعيات المساهمين، وإبداء رأيهم في جميع المسائل المدرجة في جدول الأعمال، باستثناء المسائل المتعلقة بتوظيف مسيري الشركة وإقالتهم، ويمكنهم التدخل أثناء الجمعية تطبيقاً لنص المادة 715 مكرر 79 من القانون التجاري،

<sup>1</sup> نادية فوضيل، المرجع السابق، ص 226.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

حق الإطلاع على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطلوبة بالنسبة للمساهمين طبقا للمادة 715 مكرر 80 من القانون التجاري

الملاحظ أن المشرع منحهم نفس الحقوق غير المالية التي يتمتع بها المساهمون في شركة المساهمة.

### د - شهادات الاستثمار:

بداية لابد من الإشارة إلى أن التشريع الفرنسي نص على هذا النوع من الأوراق المالية الذي يمتاز بعدم القدرة على تمثيل أكثر من ربع رأسمال الشركة، وهو ناتج عن تقسيم الأسهم إلى نوعين: النوع الأول وهو شهادات الاستثمار التي تستفيد من جميع الحقوق التي تتمتع بها الأسهم باستثناء حق التصويت، والنوع الثاني هو شهادات حق التصويت التي تستفيد فقط من حق التصويت ويجب أن تكون في شكل اسمي وتستخدم على نطاق واسع في الشركات المؤممة فقط، حيث يحمل المستثمرون شهادات الاستثمار وتحجز الدولة شهادات حقوق التصويت<sup>1</sup>.

وهذا ما أخذ به المشرع الجزائري حين نص على أنه هناك شهادات استثمار تعد كسندات رأس مال<sup>2</sup>، فهي قيم منقولة قابلة للتداول تمثل حقوق مالية، ويجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة<sup>3</sup>، ونوع ثاني هو شهادات الحق في التصويت التي تمثل حقوقا أخرى غير الحقوق المالية للأسهم<sup>4</sup>.

يتم إنشاء شهادات الاستثمار بموجب قرار الجمعية العامة تتخذه بناء على تقرير مجلس الإدارة، أو مجلس المراقبة، وبناء على تقرير مندوب الحسابات بنسبة لا تتجاوز ربع رأسمال الشركة<sup>5</sup>، وفقا لإجراءات إصدار الأسهم وتسديدها<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Paul-jacques Lehmann, Bourse et Marchés Financiers, 3<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, 2008, P18-19.

<sup>2</sup> المادة 30 من النظام 12-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 62 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 63 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>5</sup> المادة 715 مكرر 66 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>6</sup> المادة 715 مكرر 68 من القانون التجاري الجزائري.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الجدير بالملاحظة أن المشرع الجزائري لم يحدد نوع الجمعية العامة إذا كانت عادية أو غير عادية، كما لم ينص على مضمون التقرير الذي يعده مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو مندوب الحسابات، بينما المشرع الفرنسي فقد منح حق إصدار قرار إنشاء شهادات الاستثمار إلى الجمعية العامة غير العادية، كما حدد مضمون التقرير حيث يجب أن يتضمن شرح أسباب وكيفيات إنشائها<sup>1</sup>.

تلجأ الشركة لإصدار هذه القيم المنقولة عند زيادة رأس المال أو تجزئة الأسهم الموجودة<sup>2</sup>.  
- ففي حالة زيادة رأسمال الشركة يستفيد المساهمون وحاملو شهادات الاستثمار من حق اكتتاب تفضيلي في شهادات الاستثمار الصادرة، ويتم العمل بنفس الإجراءات المتبعة في زيادة رأس المال، ويتخلى حاملوها عن حقهم في الاكتتاب في جمعية خاصة التي تخضع للقواعد المتعلقة بالجمعية العامة غير العادية للمساهمين أو الهيئة التي تحل محل هذه الجمعية في الشركات التي لا تمتلكها.

- وفي حالة تجزئة الأسهم الموجودة يتم عرض إحدات شهادات استثمار على جميع حاملي الأسهم في نفس الوقت، وتكون بنسبة تساوي حصتهم في رأس المال، وتقوم الجمعية العامة بتحديد كيفيات توزيع رصيد احتمالات الإحدات غير الممنوحة<sup>3</sup>.

لا بد من الإشارة إلى أنه في حالة زيادة نقدية في رأس مال الشركة، يتم إصدار شهادات استثمار جديدة بعدد يحافظ فيه على التناسب الذي كان قائما قبل الزيادة بين الأسهم العادية وشهادات الاستثمار بعد الزيادة التي من المفروض تحققها كاملا، ويترتب على ذلك حق الأفضلية في الاكتتاب لمالكي هذه الشهادات بما يتناسب مع عدد السندات التي يملكونها بصفة غير قابلة للتخفيض في شهادات الاستثمار الجديدة، كما يجوز لهم التنازل عن هذا الحق<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> نواره حمليل، النظام القانون للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص301.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 61 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 66 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 70 من القانون التجاري الجزائري.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

ضف إلى ذلك أن حاملو شهادات الاستثمار يستفيدون من حق الأفضلية في الاكتتاب وبصفة غير قابلة للتخفيض بما يتناسب مع عدد السندات التي يمتلكونها في حالة إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم، حيث لا يمكن تحويلها إلا إلى شهادات استثمار، ويجوز لهم التنازل عن هذا الحق أثناء جمعية خاصة<sup>1</sup>، وتطبق الأحكام القانونية المتعلقة باكتتاب الشركة لأسهمها الخاصة على شهادات الاستثمار<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: مدى فاعلية الاستثمار في القيم المنقولة.

إن الاستثمار في القيم المنقولة له فوائد كبيرة سواء بالنسبة للمستثمر أو بالنسبة لبورصة القيم المنقولة حيث يساهم في تنشيطها (الفرع الأول)، غير أن المستثمر يمكن أن يتعرض إلى مخاطر تتحدد حسب نوع الاستثمار ومدته<sup>3</sup>، حيث تعد المخاطر أهم مميزات سوق الأوراق المالية، لذا فإن إدراك المستثمر لحجم وكيفية إدارة هذه المخاطر يؤدي إلى استثمار فعال في السوق<sup>4</sup> (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: فوائد الاستثمار في القيم المنقولة

هناك العديد من المزايا للاستثمار في القيم المنقولة بالنسبة للمستثمر والشركة المصدرة للقيم المنقولة من جهة، وبالنسبة للاقتصاد الوطني من جهة أخرى.  
أولاً: فوائد الاستثمار بالنسبة للمستثمر.

تتحدد مزايا الاستثمار حسب نوع القيم المنقولة حيث تختلف الفوائد التي تعود من الاستثمار في الأسهم عن فوائد الاستثمار في السندات بمختلف أنواعها.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 71 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 72 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>3</sup> حسن سلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سنة 2000-2009، ص 6.

<sup>4</sup> أحلام براحلية، زويبر عياش، أثر العائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودية خلال الفترة 2012-2016، مجلة حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة 8 ماي 1945-قلمة-، المجلد 11، العدد 2، سنة 2017، ص 387.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أ- فوائد الاستثمار في الأسهم العادية:

تعد الأسهم أفضل أداة مالية للاستثمار على المدى الطويل، لاسيما إذا كان الهدف من الاستثمار هو تحقيق النمو، فملكية السهم تحقق لصاحبها جملة من المزايا<sup>1</sup> التي نوجزها كآآتي:

### 1- الحق في توزيعات أرباح الشركة:

بداية لا بد من الإشارة إلى أن الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين في الشركة هي الأرباح الصافية بزيادة الأرباح المنقولة بعد طرح الاقتطاع المنصوص عليه في المادة 721 من القانون التجاري<sup>2</sup>، وحصة الأرباح الآيلة للعمال والخسائر، وقد عرّف المشرع الجزائري الأرباح الصافية في نص المادة 720 من القانون التجاري بأنها "تشكل الأرباح الصافية من الناتج الصافي من السنة المالية بعد طرح المصاريف العامة وتكاليف الشركة الأخرى بإدراج جميع الاستهلاكات والمؤونات".

وتطبيقا للمادة 723 من القانون التجاري فإن الجمعية العامة هي التي تحدد بعد الموافقة على الحسابات والتحقق من وجود مبالغ قابلة للتوزيع الحصة الممنوحة للشركاء، ويتم دفع الأرباح في أجل أقصاه تسعة (9) أشهر بعد إقفال السنة المالية ويجوز تمديد هذا الأجل بموجب قرار قضائي<sup>3</sup>.

إن مصطلح التوزيعات يطلق على المدفوعات النقدية التي يحصل عليها حملة الأسهم، حيث تتبع الشركات سياسة توزيع منتظمة تسير عليها للمدى الطويل، وحتى تضمن الشركة استمرارية المحافظة على تلك السياسة تفرض عادة نسبة توزيعات منخفضة تضمن الالتزام بها، وعند نهاية السنة المالية وتكون الأرباح المحققة معروفة تقرر إجراء المزيد من التوزيعات، حيث تقوم الجمعية العامة بتدوين أسماء المساهمين في سجل وتحدد قيمة التوزيعات التي يحصلون عليها في تاريخ

<sup>1</sup> رابح حريزي، المرجع السابق، ص 137.

<sup>2</sup> نصت المادة 721 من القانون التجاري على أنه: "في الشركات ذات المسؤولية المحدودة والشركات المساهمة يقتطع من الأرباح سندات نصف العشر على الأقل وتطرح منها عند الاقتضاء الخسائر السابقة، وتخصص هذا الاقتطاع لتكوين مال احتياطي يدعى (احتياطي قانوني) وذلك تحت طائلة بطلان كل مداولة مخالفة ويصبح اقتطاع هذا الجزء غير

إلزامي إذا بلغ الاحتياطي عشر رأس المال".

<sup>3</sup> المادة 724 من القانون التجاري الجزائري.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

معين يطلق عليه "تاريخ السجل"، وعند إجراء عملية بيع الأسهم يتم إبلاغ الشركة بذلك خلال فترة زمنية معينة، وهنا يطرح إشكال من له الحق في الحصول على التوزيعات من الأرباح خلال هذه الفترة؟، ذهبت الشركات الأمريكية في هذه الحالة إلى أن الحق في الحصول على التوزيعات يكون لمالك السهم حتى أربع أيام عمل سابقة لتاريخ السجل دون حساب يوم إبرام الصفقة - بمعنى يعود الحق للمشتري-، أما في حالة شراء السهم قبل أقل من أربعة أيام من تاريخ السجل هنا يطلق عليه "سهم بعد تاريخ التوزيعات" هنا يعود الحق في الحصول على التوزيعات للبائع وليس المشتري، الجدير بالذكر أن التوزيعات لا تكون في صورة نقدية فقط يمكن أن تكون في شكل إعادة الشركة لشراء أسهمها، أو الحصول على الأرباح في شكل أسهم إضافية<sup>1</sup>.

### 2- زيادة المدخرات تحسين الدخل:

إن الاستثمار في الأسهم يحقق عوائد أعلى في المدى الطويل بالنسبة للاستثمارات النقدية والدخل الثابت، كما يساهم في تحسين دخل المستثمرين، حيث أن الدخل الناتج عن الاستثمار تفرض عليه ضرائب منخفضة مقارنة بدخل الفائدة، مما يؤدي إلى ارتفاع العائد مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.

- كما يتميز الاستثمار في الأسهم بسهولة تنفيذ الصفقات ونقل الملكية، وانخفاض تكاليف التداول.

- يمتاز أيضا الاستثمار في الأسهم العادية بخلوها من الشبهة الربوية باعتبارها من أدوات المشاركة في الأرباح والخسائر، وهي موافقة لمبادئ الاستثمار في الأسواق المالية الإسلامية.

### ب- فوائد الاستثمار في الأسهم الممتازة:

إن الاستثمار في الأسهم الممتازة ينفرد بمزايا تختلف عن مزايا الاستثمار في الأسهم العادية المتمثلة في:

- تحقيق معدل عائد شبه مستقر

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندی، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، سنة 1999، ص338 إلى 345.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية

- الحق في الحصول على تعويضات الأرباح عن السنوات التي لم يتم فيها التوزيع<sup>1</sup>.

### ج- فوائد الاستثمار في السندات:

ينفرد الاستثمار في السندات بالعديد من المزايا بالنسبة للمستثمر والتي نوجزها كالآتي:

1- ثبات واستمرارية نسبة العوائد، حيث يحصل حامل السند على العائد المحدد في شروط

الإصدار بغض النظر عن رقم الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة

2- انخفاض درجة المخاطر عند حلول موعد استحقاق السند

3- يتمتع حامل السند بحق الأولوية في الحصول على قيمته عند التصفية إذا أشهر إفلاس الشركة المصدرة<sup>2</sup>.

4- الدخل الدوري، للسندات دخل يمكن توقعه، بالإضافة إلى رد القيمة الاسمية له عند تاريخ الاستحقاق.

5- العائد المناسب، حيث يتم اختيار الاستثمار في السندات نظرا لما تقدمه من عائد مناسب مقارنة بالاستثمارات الأخرى<sup>3</sup>

7- الاستثمار في السندات لا يؤدي إلى فقدان المساهمين السيطرة على إدارة الشركة، وذلك لأن حامل السند لا يتمتع بحق التصويت في الجمعية العامة<sup>4</sup>.

8- يتمتع الاستثمار في السندات بميزة ضمان استرداد المبلغ للمستثمر، حيث يصدر السند في الغالب مضمونا بأصل محدد من أصول الشركة أو بجميع أصولها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> موسى بن منصور، إدارة المحافظ المالية، دار الباحث للنشر والتوزيع، برج بوعرييج - الجزائر، سنة 2022، ص56، ص59.

<sup>2</sup> دريد كمال آل شبيب، المرجع السابق، ص270.

<sup>3</sup> موسى بن منصور، المرجع السابق، ص62.

<sup>4</sup> رابح حريزي، المرجع السابق، ص138.

<sup>5</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر - واقع وآفاق -، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2002-2003، ص112.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

ثانيا: فوائد الاستثمار بالنسبة للشركة المصدرة للقيم المنقولة.

النظام القانوني الجزائري يولي أهمية بالغة للشركات المدرجة في البورصة، فقد خصها المشرع بأحكام قانونية تكفل لها مزايا من خلال الاستثمار في القيم المنقولة والتي نوجزها كالاتي:  
أ- الامتيازات الضريبية:

منح المشرع الجزائري مزايا ضريبية لكل شركة مدرجة في بورصة القيم المنقولة، حيث نص على إعفائها من الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على الدخل الإجمالي بموجب نص المادة 63 من قانون المالية لسنة 2003<sup>1</sup> بأنه: "تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير 2003 مداخل الأسهم والأوراق المماثلة لها المسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو مداخل السندات والأوراق المماثلة لها ذات أقدمية تساوي أو تفوق خمس (5) سنوات مسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو متداولة في سوق منظم، وكذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعي.

تعفى كذلك من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2003 فوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل بمقابل عن السندات والأوراق المماثلة لها المسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو تلك الناتجة عن السندات والأوراق المماثلة لها ذات أقدمية أو تفوق خمس (5) سنوات مسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو تم تداولها في سوق منظم.

تعفى من حقوق التسجيل لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير 2003 العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو المتداولة في سوق منظم"

<sup>1</sup> قانون رقم 02-11 المؤرخ في 24 ديسمبر 2002، يتضمن قانون المالية لسنة 2003، جريدة رسمية عدد 86، الصادرة بتاريخ 25 ديسمبر 2002، ص 03.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

وقد عدّل المشرع نص المادة 63 من القانون 02-11 بموجب المادة 44 من قانون المالية لسنة 2019<sup>1</sup> كما يلي: "تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي و الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير 2019.....(بدون تغيير) القيم المنقولة.

تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن سندات الخزينة والسندات والأوراق المماثلة المسعرة في البورصة أو المتداولة في سوق منظمة لأجل أدنى يقدر بخمس 5 سنوات والصادرة خلال فترة خمس 5 سنوات ابتداء من أول جانفي سنة 2019.....

كما تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس 5 سنوات ابتداء من أول جانفي 2019 ودائع البنوك لأجل مدة خمس 5 سنوات فأكثر

تعفى من حقوق التسجيل لمدة خمس 5 سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2019....."

من خلال نص المادتين يتضح لنا أن المشرع الجزائري في سنة 2003 نص على الإعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي والأرباح على الشركات للقيم المنقولة التي يمكن تداولها في البورصة في ظل النظام 97-03 سالف الذكر المتمثلة أساسا في كل من الأسهم والسندات وخصص هيئات التوظيف الجماعي غير أنه قام بموجب تعديل قانون المالية سنة 2019 بتعديل نص المادة 63 من قانون المالية 2003 حيث أضاف إعفاء سندات الخزينة من الضريبة على أرباح الشركات والدخل الإجمالي وذلك راجع لأنه كان هذا النوع من القيم المنقولة غير قابل للتداول ، لكن ل.ت.ع.ب.م قامت بالسماح بتداولها بموجب النظام 12-01 في نص المادة 77-1 منه ، والتي لا تخضع لسلطة اللجنة ويتم تداولها بموجب طلب من وزير المالية التي سبق الإشارة إليها، كما أضاف إعفاء ودائع البنوك من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات التي يمكن إطلاق عليها مصطلح منتج مالي حيث سمح المشرع بتداولها في البورصة تطبيقا لنص المادة 14 من القانون 03-04 المعدلة والمتممة للمادة 30 من المرسوم

<sup>1</sup> قانون رقم 18-18 مؤرخ في 27 ديسمبر 2018، يتضمن قانون المالية لسنة 2019، جريدة رسمية عدد 79، صادرة بتاريخ 30 ديسمبر 2018، ص 17.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

التشريعي 93-10 سالفا الذكر، غير أنها لا تخضع لرقابة اللجنة فهي تخضع لسلطة بنك الجزائر.

كما أدرج قانون المالية لسنة 2021 ولاسيما المادة 133 منه التي تعدل أحكام المادة 66 من القانون رقم 13-08 المتضمن قانون المالية لسنة 2014، مقياسا ضريبيا للشركات التي يتم إدراج أسهمها العادية في البورصة، من أجل تشجيع الترويج لتمويل الشركات عبر البورصة، وبالتالي تستفيد الشركات المدرجة من تخفيض في ضريبة دخل الشركات (ibs) يساوي معدل افتتاح رأس مال أسهمها في سوق الأوراق المالية لمدة 3 سنوات اعتبارا من 1 جانفي 2021<sup>1</sup>.

نص المشرع الجزائري في المادة 27 من القانون رقم 06-11<sup>2</sup> المتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري على عدم خضوع شركات الرأسمال الاستثماري للضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخل المتأتية من الأرباح، نواتج وفائض قيم التنازل عن الأسهم والحصص، وتخضع أيضا هذه الشركات إلى تخفيض الضريبة على أرباح الشركات بنسبة 5%، وتستفيد شركات الرأسمال الاستثماري بصيغة رأسمال المخاطرة من الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس سنوات من تاريخ بداية النشاط، وقد اشترط المشرع للاستفادة من هذه الإعفاءات التزام الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس سنوات، ابتداء من تاريخ الاكتتاب والاقتناء<sup>3</sup>.

### ب- ارتفاع درجة السيولة:

تعتبر السيولة أهم ميزة تشير إلى السوق المالية المتطورة، فغياب السيولة يؤدي إلى عرقلة عمل الوسطاء الماليين في وضع استراتيجيات استثمارية وإدارة المخاطر، فهناك من عرف السيولة

<sup>1</sup> قانون رقم 20-16 المؤرخ في 3 ديسمبر 2020، يتضمن قانون المالية سنة 2021، جريدة رسمية عدد 83، الصادرة بتاريخ 3 ديسمبر 2020، ص 46.

<sup>2</sup> قانون رقم 06-11 مؤرخ في 24 يونيو 2006، يتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري، جريدة رسمية عدد 42، مؤرخة في 25 يونيو 2006، ص 03.

<sup>3</sup> المادة 12 من المرسوم التنفيذي 08-56 المؤرخ في 11 فيفري 2008، يتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري، جريدة رسمية عدد 09، الصادرة بتاريخ 24 فيفري 2008، ص 07.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

بأنها سهولة تداول الأوراق المالية بسرعة وبأقل تكلفة دون تأثير على مستوى الأسعار<sup>1</sup>، فعندما تكون الشركات في حاجة إلى توفير السيولة تلجأ إلى سوق المالي لطرح سنداتهما وأسهمها للحصول على التمويل المناسب بعيدا عن القروض البنكية، مما يؤدي إلى زيادة رأسمالها<sup>2</sup>.

ثالثا: فوائد الاستثمار بالنسبة للاقتصاد الوطني (الدولة):

يعود الاستثمار في القيم المنقولة بجملة من المزايا لتنمية وتطوير الاقتصاد الوطني والتي يمكن أن نوجزها كالآتي:

أ- توسيع قاعدة الملكية الشعبية:

إن الاستثمار في القيم المنقولة يلعب دورا فعّالا في حوصلة المؤسسات العمومية مما يؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية في المجتمع، الأمر الذي يخفف العبء على الدولة، ومن جهة أخرى يساهم في زيادة ثروة الأفراد، حيث يتم ذلك عن طريق عرض أسهم المؤسسات العمومية في السوق المالية، ويسمح لعمال هذه المؤسسات بشرائها، مما يؤدي إلى تحويل المؤسسة إلى القطاع الخاص، وهذا ما فعلته الدولة الجزائري من خلال عرضها لأسهم مؤسسة سون الغاز وفندق الأوراسي في السوق المالي<sup>3</sup>، وحماية لصغار المستثمرين نص المشرع الجزائري في المادة 27 من الأمر 01-04<sup>4</sup> المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية وتسييرها وخصصتها بأنه: "يمكن إجراء تجزئة الأسهم أو الحصص الاجتماعية إلى سندات ذات قيمة اسمية أقل حتى يتمكن الجمهور العريض من المساهمة، وذلك بغرض تفضيل تطور السوق المالية والسماح بمساهمة عريضة للأجراء والجمهور في الرأسمال الاجتماعي للمؤسسات العمومية الاقتصادية المدرجة ضمن برنامج الخصصة".

<sup>1</sup> أمينة بديار، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2008-2016، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص تطبيقات الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -، سنة 2018-2019، ص 109.

<sup>2</sup> كريمة شليحي، المرجع السابق، ص 70.

<sup>3</sup> منية شوايدية، حوصلة المؤسسات العامة في التشريع الجزائري والمقارن، المرجع السابق، ص 71.

<sup>4</sup> الأمر 01-04 المؤرخ في 20 أوت 2001، المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصصتها، جريدة رسمية عدد 11، الصادرة بتاريخ 22 أوت 2001، ص 09.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

ب- مصدر من مصادر التمويل:

يعد الاستثمار في القيم المنقولة أحد مصادر التمويل الملائمة للحكومة، وذلك من خلال إصدار سندات الخزينة العمومية القابلة للتداول في بورصة القيم المنقولة.

## الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في القيم المنقولة

يقصد بمخاطر الاستثمار في القيم المنقولة إمكانية تحقيق عائد فعلي بعد فترة من الزمن يقل عن العائد الذي كان متوقع عند تاريخ الاستثمار<sup>1</sup>، فيمكن تعريف المخاطر الاستثمارية بأنها: "درجة التقلب في العائد المتوقع، وبتعبير آخر المخاطر هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياسا بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا، إذ قد يحقق أولا وعلى وفق درجة المخاطر، لذلك ففي الحالات التي تتعدم فيها المخاطر تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جدا في الحالات الاقتصادية"<sup>2</sup>.

القيم المنقولة بجميع أنواعها تحمل نوع من أنواع المخاطر التي تسمى مخاطر السوق بمعنى احتمال خسارة المستثمر لجزء من رأسماله بسبب تذبذب حالة السوق المالي<sup>3</sup>.  
أولا: أنواع مخاطر الاستثمار.

لابد من الإشارة إلى أن درجة المخاطر تختلف حسب نوع الأداة الاستثمارية، فهناك أدوات استثمارية (قيم منقولة) نسبة المخاطر فيها قليلة مثل الاستثمار في سندات الشركات، وهناك أدوات نسبة المخاطر فيها مرتفعة مثل الأسهم نتيجة طول الفترة الزمنية للاستثمار مما يؤدي إلى تأثر العائد بعناصر مختلفة من المخاطر وذلك لارتباط العائد بظروف السوق المالي الغير مؤكدة<sup>4</sup>، فالمخاطر التي يتعرض لها المستثمر نتيجة استثماره بالأسهم، تختلف عن المخاطر التي يتعرض

<sup>1</sup> Fatiha Atmani, la protection de l'investissement dans la bourse des valeurs mobilières, thèse de doctorat, faculté: droit et sciences politiques, université Abderrahmane mira de Bejaia, année universitaire 2021-2022, p26.

<sup>2</sup> حسن سلطان، المرجع السابق، ص6.

<sup>3</sup> موقع بورصة الأسهم السعودية والعملات الفوركس، مخاطر الأسهم، <http://www.bursaa.com> بتاريخ 2022/02/21، على الساعة 13 و00.

<sup>4</sup> دريد كمال آل شبيب، المرجع السابق، ص102.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

لها عند اختيار الاستثمار عن طريق السندات، وهذه المخاطر رغم اختلافها تدخل في خانة المخاطر المنتظمة أو غير المنتظمة.

### أ- المخاطر المنتظمة:

وهي المخاطر التي تؤثر على عائد وأرباح جميع أنواع القيم المنقولة وتؤثر على حركة الأسواق المالية مثل: الحروب والحوادث الطبيعية...<sup>1</sup>، حيث تؤدي إلى تقلب أسعار الأوراق المالية ولا نستطيع تخفيضها أو تجنبها بالتنوع، توجد عدة أنواع من المخاطر المنتظمة نذكر منها:

- مخاطر سعر الفائدة: وهو عدم التأكد بشأن تقلب أسعار الفائدة.

- مخاطر إعادة الاستثمار: وهي الناتجة عن انخفاض معدلات الاستثمار عن المعدلات السابقة.

- مخاطر القوة الشرائية: وهو الخطر الخاص بعدم التأكد بشأن معدلات التضخم مما يؤثر على تناقص القدرة الشرائية في حالة زيادة معدلات التضخم.

- مخاطر سعر الصرف: وهي مخاطر عدم التأكد بشأن أسعار الصرف بين العملات المختلفة<sup>2</sup>.

### ب- المخاطر غير المنتظمة:

وهي المخاطر المرتبطة بشركة معينة أو قطاع معين، وتتعرض لها استثمارات دون أخرى، ويمكن تجنبها عن طريق التنوع على عكس المخاطر المنتظمة نذكر منها: المخاطر المتعلقة بدخول منتجات جديدة، أو مخاطر الإدارة والتسيير... وغيرها<sup>3</sup>.

### ج- مخاطر الاستثمار المتعلقة بالأسهم.

كما سبق وأشرنا أن الخطر يمثل التقلب في العوائد وعدم الانتظام فيها<sup>4</sup>، لذا يجب أن يكون المستثمر مدركاً لإمكانية عدم حصوله على العائد المتوقع من استثماره في القيم المنقولة حتى

<sup>1</sup> خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، الطبعة الأولى، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، سنة 2016، ص 113.

<sup>2</sup> عصران جلال عصران، الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، سنة 2012، ص 191.

<sup>3</sup> أحلام برالحية، زوبير عياش، المرجع السابق، ص 390.

<sup>4</sup> عصران جلال عصران، المرجع السابق، ص 192.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

يمكن من اتخاذ قراره الاستثماري، والمخاطر المرتبطة بالأسهم متعددة نذكر منها: مخاطر السوق، مخاطر الإدارة، مخاطر الأعمال... وغيرها، وهذه المخاطر يمكن أن تؤثر أيضا في السندات ولكن بدرجة أقل مقارنة بالأسهم<sup>1</sup>، يمكن تقسيمها إلى:

### 1- مخاطر السوق:

وهي التغيرات التي تحدث في العوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل<sup>2</sup>، حيث تتأثر السوق بأحداث خارجة عن سيطرة الشركة المصدرة للأسهم، فنجد أسعار الأسهم دائمة الحركة<sup>3</sup>، غير أن هذه المخاطر غير متوقعة فهي تنشأ نتيجة أسباب اقتصادية وسياسية على سبيل المثال التحولات الاقتصادية والسياسية في أوروبا الشرقية التي أثرت على الأسواق المالية لهذه البلدان الأخرى مثل روسيا<sup>4</sup>.

### 2- مخاطر الإدارة:

وهي المخاطر التي تنتج عن سوء الإدارة في الشركة فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس<sup>5</sup> مثل شركة world com "وورلد كوم" الأمريكية لخدمات الهاتف والاتصالات، فنتيجة لسوء تصرف إدارتها انهارت أسهمها من 71 دولار إلى 2.7 دولار، وتمّ إشهار إفلاسها وإحالتها إلى القضاء مما أدى إلى خسارة الكثير من المستثمرين لرؤوس أموالهم والسبب في ذلك يعود إلى عدم كفاءة الإدارة وقيامها بمخالفات مالية كبيرة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> حسن سلطان، المرجع السابق، ص 9.

<sup>2</sup> رابح حريزي، المرجع السابق، ص 139.

<sup>3</sup> أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري - قسنطينة، المجلد 10، العدد 1، جوان 1999، ص 188.

<sup>4</sup> دريد كمال آل شبيب، المرجع السابق، ص 119.

<sup>5</sup> حسن سلطان، المرجع السابق، ص 9.

<sup>6</sup> دريد كمال آل شبيب، المرجع السابق، ص 119.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

### 3- مخاطر الأعمال:

وهي المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الأوراق المالية بصفة عامة، وفي الأسهم العادية بصفة خاصة، تشير إلى درجة التقلب في عائد العمليات التشغيلية للمؤسسة والمستثمر في أسهمها الذي ينعكس على العائد المتوقع من الاستثمار<sup>1</sup>.

#### د- مخاطر الاستثمار في السندات.

هناك مخاطر تواجه حملة السندات منها عدم قدرة الشركة المصدرة للسند على دفع العوائد بانتظام، أو عدم القدرة على رد المبلغ الأصلي عند الاستحقاق، وحتى يمكن تحديد إجمالي مستوى المخاطر المتعلقة بالسندات، وجب على المستثمر متابعة درجة التصنيف الائتماني للسند المطلوب شراؤه، وهذا ما ذهبت إليه الهيئة العامة لسوق رأس المال في مصر حيث ألزمت كل من يصدر سندا ضرورة الحصول على حد أدنى من التصنيف الائتماني من إحدى وكالات التصنيف الائتماني المعتمدة<sup>2</sup>، وهناك جملة من المخاطر التي تتعرض لها السندات نذكر منها:

#### 1- مخاطر سعر الفائدة:

وهي من المخاطر المنتظمة التي يمكن تجنبها من طرف المستثمر التي سبق الإشارة إليها، فأسعار السندات تتحرك عكس معدل الفائدة السائد في السوق، حيث أنه عند ارتفاع سعر الفائدة تنخفض قيمة السند<sup>3</sup>، فإن تغير أسعار الفائدة يكون له أثر كبير على سعر السندات طويلة الأجل فيتعرض المستثمر لخسارة كبيرة إذا حدث ارتفاع في أسعار الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها<sup>4</sup>.

#### 2- مخاطر السيولة:

تتمثل السيولة في إمكانية بيع السند في أي وقت وبسعر مناسب، فكلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه ويسعر سوق عادل كلما زادت مخاطر السيولة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة

للبحوث والاستشارات وخدمات التعلم، المجلد 6، العدد 2، سنة 2006، ص 31.

<sup>2</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص 138-139.

<sup>3</sup> دريد كمال آل شبيب، المرجع السابق، ص 271.

<sup>4</sup> حسن سلطان، المرجع السابق، ص 13.

<sup>5</sup> محمد براق، الجودي صاطوري، المرجع السابق، ص 36.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

### 3- مخاطر التضخم:

وهي المخاطر الناتجة عن ارتفاع في المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية<sup>1</sup>، ففي حالة التضخم يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الاسمي مضمون مثلما هو الحال في السندات الحكومية<sup>2</sup>، فالاستثمارات ذات الدخل الثابت عاجزة عن مقاومة التضخم وبالتالي فإن ارتفاع الأسعار قد يفوق العوائد التي تحققها هذه الاستثمارات، ولتفادي خطر التضخم يجب على المستثمر تفادي الاستثمارات طويلة الأجل، وضرورة تنويع استثماراته<sup>3</sup>.

ثانياً - حماية المستثمرين من مخاطر الاستثمار.

تظهر حماية المشرع للمستثمرين في السوق المالي من مخاطر المحتمل وقوعهم من خلال وضعه لآليات قانونية للاستثمار منها شركة الرأس مال الاستثماري وهيئات التوظيف الجماعي، فقد نصّ على جملة من الشروط القانونية الواجب توفرها حتى تتمكن هذه الهيئات من ممارسة وظيفتها في البورصة، وحدد نطاق ممارسة نشاطهم بشكل يضمن حماية فعالة للمستثمرين - وهذا ما سنتناوله بالتفصيل في المبحث الثاني -.

كما أوكل للجنة تنظيم عمليات البورصة مهمة حماية المستثمرين، وذلك من خلال إصدارها أنظمة وتعليمات خاصة بمهني السوق ومصدري الأوراق المالية بغرض قيامهم بمهامهم على أكمل وجه في ظل احترام الشفافية وضمان حقوق المستثمرين، فهي حددت شروط وإجراءات منح الاعتماد للوسطاء في عمليات البورصة ضماناً لحماية المستثمرين، كما تتولى مهمة مراقبتهم للتأكد من توفر الوسطاء بصفة دائمة على الموارد البشرية والتقنية اللازمة لأداء نشاطهم بشكل فعال، وهذا في إطار حماية المستثمر من المخاطر المرتبطة بالوساطة المالية، كما تقوم اللجنة بوضع تأشيرتها على نشرات الإصدار الموضوعة تحت تصرف المستثمرين وتحدد القواعد الواجب

<sup>1</sup> أحمد بوراس ، المرجع السابق، ص188.

<sup>2</sup> رابح حريزي ، المرجع السابق، ص139.

<sup>3</sup> خلفان حمد عيسى، المرجع السابق، ص115.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

إتباعها من طرف الشركات المصدرة في إعداد ونشر حساباتها السنوية والنصف سنوية وقواعد الإفصاح<sup>1</sup>.

ففي إطار حماية المستثمرين من مخاطر الوساطة المالية ذهب المشرع الفرنسي لوضع ضوابط احترازية لتجنب وقوعها، ففيما يتعلق بمخاطر السيولة التي يمكن أن يتعرض لها البنوك لا اعتبارهم وسطاء في البورصة فرض أنظمة لضمان الودائع، وفيما يتعلق بمخاطر الملاءة فرض على الوسطاء استيفاء نسبة معينة من رأسمال إضافي لتجنب الوقوع في هذه المخاطر وذلك من خلال تقييم المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها والاحتفاظ بنسبة معينة من رأس المال تتناسب مع هذا التقييم<sup>2</sup>.

وفي هذا الصدد قامت بورصة تونس بإنشاء صندوق ضمان للمتعاملين في البورصة، يهدف إلى تغطية المخاطر غير التجارية مثل عجز الوسيط بتنفيذ التزاماته تجاه المستثمرين<sup>3</sup>، وهذا ما نص عليه المشرع الجزائري في المادة 64 من المرسوم التشريعي 93-10 بقولها " ينشأ صندوق ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم، ويمون الصندوق بمساهمات إجبارية يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة وبحاصل الغرامات المنصوص عليها في المادة 55 أعلاه

ويمكن شركة إدارة بورصة القيم أن تقدم، عند الحاجة دعمها للصندوق

تتولى اللجنة تسيير الصندوق

وتبين شروط تسيير الصندوق وعمله وقواعد تحديد أساس الاشتراكات وحسابها في لائحة تصدرها اللجنة" وهذا ما أكدته المادة 53 من النظام رقم 15-01 سالف الذكر حيث ألزمت اللجنة الوسطاء بدفع مساهمات في صندوق الضمان حسب شروط يحدد نظامها والتي لم يتم

<sup>1</sup> سلطة ضبط السوق المالي COSOB، أسئلة متكررة، تمّ التصفح عبر الموقع الإلكتروني <https://www.cosob.org> ، بتاريخ 25-12-2022 على الساعة 14 و30د.

<sup>2</sup> Nicolas Dangle, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, 6 édition, Bréal, 2018, p49.

<sup>3</sup> بورصة تونس، حماية المستثمر، تمّ التصفح عبر الموقع الإلكتروني: <http://www.bvmt.com> ، بتاريخ 25-12-2022، على الساعة 13 و50د.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تحديدها بعد لأنه لم يتم العمل بهذا الصندوق لحد الآن، فهناك نوعان من الضمانات التي يوفرها المشرع للمستثمرين في البورصة هناك ما يعرف بصناديق الضمان التي تغطي إفلاس الوسطاء في عمليات البورصة، وهناك صناديق ضمان تغطي عجز الوسيط في إنهاء بعض الصفقات، غير أنه لم يتم العمل بها من الناحية العملية إلى غاية يومنا هذا والسبب في ذلك راجع لكون معظم الوسطاء هم بنوك عمومية وهي لا تحتاج إلى المساهمة في هذه الصناديق لأنها تعد ضمان في حد ذاتها للمستثمرين وهي تخضع لسلطة البنك المركزي الذي يحمي البنوك من الإفلاس من جهة ويحمي أموال المستثمرين من جهة أخرى<sup>1</sup>.

ضف إلى ذلك أن المشرع الجزائري في إطار حماية المستثمرين من مخاطر الاستثمار في البورصة نص في المادة 65 من المرسوم التشريعي 93-10 على أنه "يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة، فضلا عن أحكام المادة 64 أعلاه أن يكتتبوا تأمين يضمن مسؤوليتهم إزاء زبائنهم"، وهذا ما أكدته اللجنة بموجب المادة 54 من النظام رقم 15-01 حيث ألزمت الوسطاء بالاكنتاب في عقود تأمين تضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم خاصة ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المنقولة المودعة لديهم من طرف زبائنهم، ويجب إيداع نسخة من الاتفاقية المبرمة مع شركة التأمين لدى ل.ت.ع.ب.م في بداية كل سنة.

في الأخير لا بد من الإشارة إلى أنه بالرغم من تنظيم المشرع للسوق المالي بشكل يوفر ضمان لحماية المستثمرين من مخاطر الاستثمار، إلا أنه هناك نوع من المخاطر التي لا يمكن تجنبها مثل المخاطر التي تؤثر على حركة الأسواق المالية الناتجة عن أسباب اقتصادية وسياسية، فهنا لا يتحمل السوق المالي مسؤولية فشل عملية الاستثمار، فلا بد من توعية المستثمر لدرجة احتمال وقوع هذه المخاطر وكيفية التقليل من حدوثها عن طريق وضع إستراتيجية لاتخاذ القرار الاستثماري وتنويع استثماراته مما يساهم في تقليل نسبة الوقوع في المخاطر، كما يجب عليه عدم استثمار أمواله بصفة كاملة حيث يترك جزء من الادخار في حسابه الخاص هذا كإجراء من إجراءات الحيطة والحذر.

<sup>1</sup> مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم، المرجع السابق.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

## المبحث الثاني: الآليات القانونية للاستثمار في بورصة القيم المنقولة.

نظرا للأهمية البالغة للاستثمار في بورصة القيم المنقولة ودوره الفعّال في تنمية الاقتصاد الوطني، سعى المشرع الجزائري لوضع أطر قانونية تنظم الأجهزة التي يستعين بها المستثمر عند يلجأ إلى هذا النوع من الاستثمارات، تتمثل هذه الأجهزة أساسا في شركة الرأسمال الاستثماري (المطلب الأول)، وهيئات التوظيف الجماعي (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: الإطار القانوني لشركة الرأسمال الاستثماري

تمّ إنشاء أول شركة رأس مال استثماري في الجزائر بغرض دعم تمويل المشاريع وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 1991 تحت تسمية " شركة فينالب " FINALEP حيث بدأت نشاطها فعليا سنة 1995، وهي تعد شركة رأس المال الاستثماري الوحيدة في الجزائر بالرغم من أنه تمّ إنشاء شركة أخرى " سوفيناس " سنة 2001 وذلك لأنه تمّ تصنيف هذه الأخيرة ضمن المؤسسات المالية المعتمدة في الجزائر بموجب مقرر صادر عن بنك الجزائر 2010<sup>1</sup>.

وقام المشرع الجزائري سنة 2006 بإصدار أول قانون ينظم كيفية تأسيس شركة رأس المال الاستثماري، وكذا ينظم نشاطها بموجب قانون 06-11 سالف الذكر، وتبعه صدور المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري المذكور سابقا (الفرع الأول)، كما حدد المشرع مجال ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: ماهية شركة الرأسمال الاستثماري

اختلفت تسمية شركة الرأسمال الاستثماري من دولة إلى أخرى، حيث قامت كل من فرنسا وتونس بتسميتها " رأسمال المخاطر " وهو من أصل أنجلو ساكسوني، بينما المشرع الجزائري سماها " شركة الرأسمال الاستثماري "، فهي تعتبر أداة حديثة في تمويل المؤسسات الناشئة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> فيروز حدادة، مفهوم شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية والاقتصادية، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، المجلد 56، العدد 2، سنة 2019، ص 123.

<sup>2</sup> بشير محمودي، دور شركة الرأسمال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، جامعة عبد الرحمان ميرة - بجاية - ، المجلد 12، العدد 1 (الخاص)، سنة 2021، ص 244.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

عرّف المشرع المصري نشاط الرأسمال الاستثماري ضمن اللائحة رقم 95 لسنة 1992 المتضمن سوق رأس المال بأنها: "نشاط الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو دعما أو تقديم الخدمات الفنية أو المشار إليه في المشروعات والمنشآت وتميبتها بقصد تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم متى كانت هذه الشركات عالية المخاطر أو تعاني قصورا في التمويل وما سيتبعه من طول دورة الاستثمار"

بينما الجمعية الفرنسية فقد عرّفته بأنه: "المساهمة في خطر يحقق من طرف المستثمرين في رأس المال في أن يكونوا شركاء غير مقيدة في البورصة، أين لا يضمنون فقط الإدارة وإنما المساعدة التقنية والتسيير والرقابة بهدف الحصول على القيمة المضافة عند التنازل عن المساهمات"<sup>1</sup>.

وعرّفها أيضا المشرع الفرنسي بأنها: "رأسمال الاستثماري (المخاطر) هو الاستثمار بواسطة أموال خاصة أو شبه خاصة في شركات غير مسعرة في البورصة، وذلك في عملية التأسيس أو تحويل المؤسسة"<sup>2</sup>.

أما المشرع العراقي فقد تبنى مفهوم شركة الاستثمار المالي لأول مرة ضمن قانون الشركات رقم 21 سنة 1997 المعدل في نص المادة 9 منه: "شركة الاستثمار المالي هي شركة منظمة في العراق نشاطها الرئيسي فيه توجيه المدخرات نحو الاستثمار في الأوراق المالية العراقية بما في ذلك الأسهم والسندات وحوالات الخزينة والودائع الثابتة"<sup>3</sup>.

بالرجوع إلى التشريع الجزائري نجده لم يعطي تعريفا واضحا لشركة رأس المال الاستثماري في القانون رقم 06-11<sup>4</sup> ولا في المرسوم التنفيذي رقم 08-56 سالفا الذكر، إنما عرّفها على أساس

<sup>1</sup> بهية هوادف، انعكاس انضمام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون الخاص، كلية الحقوق سعيد حميدن، جامعة بن يوسف بن خدة-الجزائر-، سنة 2014-2015، ص 257.

<sup>2</sup> بشير محمودي، المرجع السابق، ص 244.

<sup>3</sup> مرتضى حسين إبراهيم السعدي، المرجع السابق، ص 32.

<sup>4</sup> المادة 2 من القانون رقم 06-11 المتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الهدف الذي أنشأت من أجله، كما اكتفى بذكر شكل الشركة والشروط المتعلقة برأسمالها (أولاً)، وكذا شروط ممارسة نشاطها (ثانياً).

أولاً: شروط تأسيس شركة الرأسمال الاستثماري.

إن إنشاء وتأسيس شركة الرأسمال الاستثماري يتطلب توفر مجموعة من الشروط حتى تكتسب الشركة الشخصية المعنوية وتتمكن من تحقيق الهدف الذي أنشأت من أجله، فوجد المشرع الجزائري نص على ضرورة اتخاذ الشركة شكل معين، ونص أيضاً على شروط متعلقة بالحد الأدنى لرأسمال هذه الشركة.

أ- الشكل القانوني لشركة رأس المال الاستثماري:

ذهبت مختلف التشريعات المقارنة إلى النص على ضرورة اتخاذ شركة رأس المال الاستثماري شكل شركة مساهمة، فقد نصّ المشرع العراقي في المادة 10 من قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 المعدل على وجوب اتخاذ المؤسسات المالية التي تمارس نشاط الاستثمار المالي شكل شركة مساهمة، وهذا ما نصّ عليه قانون شركات الاستثمار الفرنسي الصادر سنة 1945 المعدل سنة 1957، والأمر لا يختلف في سويسرا حيث اتخذت شركات الاستثمار التي ظهرت فيها شكل شركة المساهمة، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فإن قانون شركات الاستثمار الصادر سنة 1940 لم ينص على شكل معين إنما سمح لهذه الشركات باتخاذ أي شكل من الأشكال القانونية، بالرغم من ذلك اختارت هذه الشركات شكل شركة المساهمة لأنه يسمح لها بجذب المدخرات الصغيرة اللازمة لتكوين رأس مال ضخم لتوزيع المخاطر، بينما المشرع المصري نص على أن تتخذ شركة الاستثمار شكل شركة المساهمة ذات الاكتتاب العام، ويتم التسجيل في السجل الخاص الذي يوجد في الهيئة العامة لسوق المال<sup>1</sup>.

هذا ما أخذ به المشرع الجزائري حيث نص في المادة 7 من القانون رقم 06-11 المتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري على أنه: "تؤسس شركة الرأسمال الاستثماري في شكل شركة مساهمة تخضع للتشريع والتنظيم المعمول بهما مع مراعاة أحكام هذا القانون"، من خلال نص

<sup>1</sup> مرتضى حسين إبراهيم السعدي، المرجع السابق، ص 45.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

المادة يتضح لنا أن المشرع الجزائري أوجب على شركة رأس المال الاستثماري اتخاذ شكل شركة المساهمة، وأخضعها بذلك لجميع شروط تأسيس وإنشاء شركة المساهمة المنصوص عليها ضمن قواعد القانون المدني والقانون التجاري لكن مع مراعاة أحكام القانون 06-11 سالف الذكر.

يعود السبب في اختيار المشرع الجزائري شكل شركة المساهمة دون الأشكال القانونية الأخرى، كونه يعتبر الشكل النموذجي للمشاريع كبيرة الحجم كشركات رأس المال الاستثماري الذي يساعدها في تجميع رؤوس أموال ضخمة تستخدم في تمويل المشاريع الاقتصادية<sup>1</sup>، صنف إلى ذلك أن اختيار شكل شركة المساهمة كإطار قانوني للاستثمار الجماعي في القيم المنقولة يحقق الأمان القانوني للمستثمرين إذا أرادوا توظيف مدخراتهم نظرا للخصائص المميزة لهذا النوع من الشركات خاصة ما تعلق بتحديد العلاقات القانونية بين المساهمين والشركة وبين الشركة والغير<sup>2</sup>.

لا بد من الإشارة إلى أنه توجد في الجزائر إحدى عشرة (11) شركة تمارس نشاط الرأسمال الاستثماري، أربعة (4) منها شركات عمومية (الشركة المالية للاستثمار سوفيناس، الصندوق الوطني للاستثمار FNI، الجزائر للاستثمار، و 48 صندوق استثماري ولائي، وخمس شركات ذات رأسمال أجنبي، وشركتين مختلطتين)، تتدخل هذه الشركات في المؤسسات الإنتاجية والخدماتية عدا قطاعي الفلاحة والصيد حيث تتراوح مساهمة شركات الرأسمال الاستثماري بنسبة 10.35% في رأسمال هذه المؤسسات<sup>3</sup>.

### ب- الشروط المتعلقة بالحد الأدنى لرأسمال شركات رأس المال الاستثماري:

لقد حدد المشرع الجزائري الرأسمال الأدنى لشركة رأس المال الاستثماري بقيمة 100 مليون دينار جزائري<sup>4</sup>، الملاحظ هنا أن المشرع ضاعف الحد الأدنى لرأسمال شركة المساهمة التي تمارس نشاط رأس المال الاستثماري، على عكس شركة المساهمة التي لا تمارس هذا النشاط الذي

<sup>1</sup> فدوى بوحناش، المرجع السابق، ص 14.

<sup>2</sup> مرتضى حسين إبراهيم السعدي، المرجع السابق، ص 49.

<sup>3</sup> ساكر نويري، سماح طلحي، دور الرأسمال الاستثماري في إعادة بعث المشاريع المتوقفة دراسة حالة الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM، مجلة المعيار، جامعة العلوم الإسلامية الأمير عبد القادر - قسنطينة -، المجلد 25، العدد 4، سنة 2021، ص 935.

<sup>4</sup> المادة 2 من المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

حدده بقيمة خمسة (5) ملايين دينار على الأقل في حالة التأسيس المتتابع، ومليون دينار على الأقل في حالة التأسيس الفوري<sup>1</sup>، يعود السبب في مضاعفة قيمة الحد الأدنى لهذه الشركات نظرا للخصوصية التي تتميز بها وكذا طبيعة النشاط التمويلي الذي تقوم به والذي يحتاج إلى مبالغ مالية كبيرة.

بينما حدد المشرع العراقي الحد الأدنى بقيمة خمسة عشرة مليون دينار، أما بالنسبة لشركات الاستثمار الفرنسية فقد حدد بمبلغ 50 مليون فرنك، في حين المشرع المصري فقد حدد الحد الأدنى بخمسة ملايين جنيه يدفع كاملا<sup>2</sup>.

تتدخل شركة رأس المال الاستثماري بواسطة الاكتتاب أو اقتناء أسهم عادية أو شهادات استثمارية، أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص شركاء، وبصفة عامة جميع القيم المنقولة الأخرى المماثلة لأموال خاصة طبقا للتشريع والتنظيم المعمول بهما<sup>3</sup>، فالمشرع الجزائري اشترط أن يتم الاكتتاب بمبالغ نقدية<sup>4</sup> بمفهوم المخالفة فقد منع الاكتتاب بحصص عينية في رأسمال شركة الاستثمار على خلاف شركة المساهمة التي لا تمارس هذا النشاط الاستثماري<sup>5</sup>.

يتم تسديد قيمة الرأسمال الأدنى بنسبة 50% عند تاريخ التأسيس، و 50% يتم تسديدها وفقا لأحكام القانون التجاري<sup>6</sup>.

لابد من الإشارة إلى أنه يتم حياة رأسمال الشركة من طرف مستثمرون عموميون أو خواص سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين<sup>7</sup>، غير أن المشرع اشترط عدم تجاوز نسبة 49% كحد

<sup>1</sup> المادة 595 من القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم .

<sup>2</sup> مرتضى حسين إبراهيم السعدي، المرجع السابق، ص 68.

<sup>3</sup> المادة 5 من القانون 06-11 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 3 من المرسوم التنفيذي 08-56 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 596 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>6</sup> المادة 8 من القانون 06-11 المذكور سابقا.

<sup>7</sup> المادة 9 من القانون 06-11 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أقصى بالنسبة للشخص الطبيعي وزوجه وأصوله وفروعه مجتمعين معا، أو شركة أو شركات من نفس المجموعة<sup>1</sup>.

كما نص المشرع في المادة 17 من القانون 06-11 على أنه لا يجوز لشركة رأس المال الاستثماري أن تخصص أكثر من 15% من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة، كما لا يجوز أن تحوز أسهما تمثل أكثر من 49% من رأسمال مؤسسة واحدة<sup>2</sup>.

الملاحظ أن المشرع الجزائري منع تجاوز حيازة نسبة 49% بالنسبة للأشخاص الطبيعيين أو الأشخاص المعنويين مجتمعين معا، وذلك للحد من الهيمنة والحد من تركيز الأسهم بيد أشخاص محددين مما يؤدي لقيام شركات قابضة تسيطر على بعض شركات المساهمة<sup>3</sup>.

في الأخير نود أن نشير إلى أن الأسهم التي يتم اكتتابها في شركة رأس المال الاستثماري تأخذ شكل سندات اسمية، كما تمسك الشركة المصدرة سجلا للمساهمين على مستوى مقرها الاجتماعي يوضع تحت تصرف حائزي الأسهم ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>4</sup>، ويتم تسجيل الرأسمال الاجتماعي في حساب عند ماسك الحسابات المؤهل قانونا<sup>5</sup>.

**ثانيا: شروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري.**

فرض المشرع الجزائري جملة من الشروط حتى تتمكن شركة رأس المال الاستثماري من ممارسة نشاطها الذي أنشأت من أجله، وهذه الشروط بمثابة رقابة قبلية على الشركة، فقد نص على شروط تتعلق بمنح رخصة للشركة لممارسة نشاطها، وشروط أخرى تتعلق بمؤسسي الشركة.

**أ- شروط منح الرخصة للشركة لممارسة نشاطها الاستثماري:**

بداية لابد من الإشارة إلى أن المشرع الجزائري إضافة للشروط المتعلقة بتأسيس شركة رأس المال الاستثماري المرتبطة بشكلها ورأسمالها، اشترط قبل ممارسة هذا الشركة نشاطها ضرورة

<sup>1</sup> المادة 4 والمادة 5 من المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 18 من القانون 06-11 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> مرتضى حسين إبراهيم السعدي، المرجع السابق، ص 80.

<sup>4</sup> المادة 7 من المرسوم التنفيذي 08-56 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 6 من المرسوم التنفيذي 08-56 المذكور سابقا.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

حصولها على رخصة مسبقة من طرف الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة ل.ت.ع.ب.م وبنك الجزائر<sup>1</sup>.

يلاحظ أن المشرع فرض ترخيص إداري مسبق لممارسة النشاط الاستثماري بدلا من الاعتماد مثلما هو الحال في إنشاء المؤسسات المالية الأخرى، والهدف من ذلك هو التخفيف من حدة الرخصة المشروطة، ويعد ذلك من قبيل تشجيع الاستثمار في القيم المنقولة<sup>2</sup>.

نص المشرع الجزائري في المادة 10/فقرة 2 من القانون رقم 11-06 سالف الذكر على أنه يتم إيداع طلب الرخصة من طرف مؤسسو شركة الرأسمال الاستثماري لدى الوزير المكلف بالمالية، ويرفق بجملة من الوثائق المتمثلة في:

- عقد المساهمين
  - مشاريع القوانين الأساسية
  - قائمة المعلومات عن المؤسسين
  - قائمة المساهمين الحائزين أكثر من 10% من رأس المال
  - طريقة التنظيم والعمل
  - وأي وثيقة أو معلومة أخرى يطلبها الوزير المكلف بالمالية
- بالإضافة إلى الوثائق المذكورة في المادة 9 من المرسوم التنفيذي 09-56 سالف الذكر المتمثلة في:

- تصريح شرفي يثبت عدم تعرض مؤسسي ومسيرري الشركة لأي من الإدانات المنصوص عليها في المادة 11 من القانون 11-06.
- مذكرة إعلامية تعرض إستراتيجية الاستثمار لاسيما كليات التدخل ومدة الاستثمارات المزمع إنشائها.

<sup>1</sup> المادة 10/فقرة 1 من القانون 11-06 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> فدوى بوحناش، المرجع السابق، ص 38.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

بعد إيداع طلب منح الرخصة يقوم الوزير المكلف بالمالية بتسليم وصل للمؤسسين الذين أودعوا الطلب، يكون مؤرخا وموقعا بالشكل المطلوب يثبت استلامه الطلب وبعد ذلك يقوم الوزير بإرسال الطلب لكل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبنك الجزائر لإبداء رأيهما في مدة لا تتجاوز 45 يوما<sup>1</sup>، فالمشرع الجزائري اشترط استشارة كل من اللجنة وبنك الجزائر نظرا للكفاءة والخبرة التي يتمتعان بها لدراسة الطلب والمعلومات التي يتضمنها خاصة تلك الطلبات التي تتضمن معلومات ذات طابع تقني عالي ومعقدة خاصة فيما يتعلق بمواصفات المشروع وإستراتيجية الاستثمار لاسيما كميّات التدخل ومدة الاستثمارات التي سيتم إنجازها ورغم ذلك فإن الرأي الذي يتم إبدائه من قبل الهيئتين هو رأي استشاري غير ملزم للوزير المكلف بالمالية بالأخذ به<sup>2</sup>.

في حالة موافقة الوزير المكلف بالمالية بمنح الرخصة لممارسة النشاط الاستثماري من قبل شركة الرأسمال الاستثماري، يجب أن يتم تسليم الرخصة في أجل أقصاه 60 يوما ابتداء من تاريخ إيداع الطلب، أما في حالة صدور قرار بالرفض يجب أن يكون مبررا ويتم تبليغ صاحب الطلب في أجل أقصاه ثلاثين (30) يوما من تاريخ انتهاء أجل تسليم الرخصة، وفي هذه الحالة أجاز المشرع الجزائري لصاحب الطلب الطعن في قرار رفض منح الرخصة سواء كان صادرا صراحة أو ضمنا<sup>3</sup> في الآجال المنصوص عليها في قانون الإجراءات المدنية والإدارية.

أجاز المشرع الجزائري للوزير المكلف بالمالية إصدار قرار بسحب الرخصة وذلك بناء على طلب شركة الرأسمال الاستثماري، أو بناء على تقرير خاص من محافظ الحسابات بسبب الإخلال الخطير بالتشريع، أو بناء على تقرير من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها و/أو الوزارة المكلفة بالمالية، وفي حالة أصبحت الشركة لا تستوفي الشروط المحددة في القانون 06-11 المتعلق بشركات الرأسمال الاستثماري<sup>4</sup>، ويتم سحب الرخصة في أجل ستين (60) يوما من تاريخ

<sup>1</sup> المادة 10 من المرسوم التنفيذي 08-56 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> فيروز حدادة، المرجع السابق، ص 135.

<sup>3</sup> المادة 14 من القانون 06-11 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 15 من القانون 06-11 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تبليغ الاعذار الذي يوجه الوزير إلى الشركة مع بيان أسباب السحب، وخلال هذا الأجل يمكن للشركة تقديم أي عنصر يثبت احترامها للشروط التي كانت سببا في اللجوء إلى إجراءات سحب الرخصة، وفي حالة عدم تقديم الشركة للأدلة أو عدم كفاية الأدلة المقدمة، يعلن الوزير المكلف بالمالية سحب الرخصة<sup>1</sup>، وفي حالة سحب الرخصة يجب على شركة الرأسمال الاستثماري التوقف فورا عن ممارسة نشاطها ويتم حلها طبقا للمادة 715 مكرر 18 من القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم<sup>2</sup>.

الجدير بالذكر أن المشرع الجزائري منح حق الطعن القضائي لطالب الرخصة في حالة رفض منحه إياها، لكنه لم ينص على حق الطعن في قرار سحب الرخصة، بل اكتفى بتحديد أجل 60 يوما لتقديم دليل من طرف الشركة يثبت احترامها للشروط القانونية، وفي المقابل منح وزير المالية سلطة تقدير مدى كفاية الأدلة المقدمة لإصدار قراره، ففي حالة إصدار قرار السحب بسبب عدم كفاية الأدلة كان من المفروض إعطاء الشركة حق الطعن في هذا القرار أو كان من الأخرى سن نصوص قانونية واضحة ودقيقة تتعلق بطبيعة الأدلة المطلوبة لإثبات الشركة قيامها بنشاطها وفقا للشروط القانونية، ولا يترك المجال مفتوحا للسلطة التقديرية للإدارة الممثلة في الوزير المكلف بالمالية.

### ب- الشروط المتعلقة بالمسيرين والمؤسسين:

في البداية لا بد من تحديد مفهوم كل من المسير والمؤسس، فبالرجوع إلى نص المادة 2 من قرار وزير المالية لسنة 2008<sup>3</sup>، " يقصد بالمسير في شركة الرأسمال الاستثماري كل من رئيس مجلس الإدارة وأعضائه، والمدير العام، والإطارات المسؤولين الذين لهم سلطة القيام باسم الشركة بالتزامات صرف الأموال أو تحمل المخاطر أو الأمر بصرف النفقات"، أما بالنسبة للمؤسس لم يعرفه المشرع الجزائري لكن يمكن تعريفه بأنه: " الشخص الذي يشرف على تنظيم إجراءات

<sup>1</sup> المادة 11 من المرسوم التنفيذي 08-56 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 10 من القانون 06-11 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> قرار مؤرخ في 27 ديسمبر 2008، يحدد مقاييس الكفاءة والاحترافية لمسيري شركة الرأسمال الاستثماري، جريدة رسمية عدد 5، الصادرة بتاريخ 21 يناير 2009، ص 20.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

التأسيس من خلال التوقيع على العقد التأسيسي والقيام بإجراءات التوثيق والقيود والإيداع والنشر وكذا استدعاء المكتتبين إلى الجمعية التأسيسية<sup>1</sup>.

نص المشرع الجزائري على جملة من الشروط الواجب توفرها في المؤسسين والمسيرين لشركة الرأسمال الاستثماري، فطبقا لنص المادة 11 من القانون 06-11 سالف الذكر أوجب على المؤسسين الأشخاص الطبيعيين، وعلى مسيري الشركة أن يتمتعوا بكامل حقوقهم المدنية.

- كما منع على أي شخص من أن يكون مؤسسا لشركة الرأسمال الاستثماري، أو عضوا في مجلس إدارتها بصورة مباشرة أو بواسطة شخص آخر، أو مديرا أو مسيرا أو وكيفا أو ممثلا بأية صفة كانت، وأن لا يكون مفوضا للتوقيع باسم هذه المؤسسات إذا سبق الحكم عليه:

\* جريمة الاختلاس أو الغدر أو السرقة أو النصب أو إصدار صك بدون رصيد أو خيانة

أمانة

\* سرقات ارتكبتها مودعون عموميون أو ابتزاز أموال أو سندات مالية

\* تقيسة

\* مخالفة التشريع والتنظيم المتعلقة بالصرف

\* تزوير محررات أو تزوير محررات خاصة تجارية أو صرفية

\* مخالفة قانون الشركات

\* إخفاء أغراض تم الحصول عليها إثر هذه المخالفات

\* أية مخالفة متصلة بالاتجار بالمخدرات أو التهريب أو تبييض الأموال أو الإرهاب أو الفساد، بالإضافة إلى الحكم عليه بإحدى الجرائم السابقة الذكر، في حالة ما إذا تعرض لحكم نطقت به جهة قضائية أجنبية واكتسبت صفة الشيء المقضي فيه، ويشكل في نظر القانون الجزائري إدانة بسبب ارتكابه إحدى الجرائم أو الجنح المذكورة سابقا، وأيضا في حالة إعلان إفلاسه أو شمله إفلاس أو الحكم عليه بالمسؤولية المدنية كعضو تابع لشخص معنوي أفلس سواء في الجزائر أو في الخارج وذلك ما لم يرد له الاعتبار.

<sup>1</sup> فيروز حدادة، المرجع السابق، ص132.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

ضف إلى ذلك أن المشرع الجزائري اشترط على مسيري الشركة دون المؤسسين استيفاء مقاييس الكفاءة والاحترافية<sup>1</sup> التي حددها القرار الوزاري لسنة 2008 سالف الذكر في المواد 3 و4 منه المتمثلة أساسا في:

\* ضرورة حيازة كل من رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والإطارات المسؤولين شهادة جامعية، وأن تكون لهم خبرة مهنية لا تقل عن ثماني (8) سنوات في أحد المجالات الآتية: البنوك، المالية، واقتصاد المؤسسات، والتحليل المالي، وتسيير المخاطر

\* ضرورة حيازة أعضاء مجلس الإدارة شهادة جامعية، وتكون لديهم خبرة مهنية لا تقل عن 5 سنوات في المجال الاقتصادي أو المالي أو التجاري أو القانوني.

الجدير بالملاحظة أن المشرع الجزائري فرض مقاييس الكفاءة والاحترافية على المسيرين دون المؤسسين الغاية من ذلك تشجيع إنشاء مثل هذه الشركات، حيث أن فرض هذه الشروط على المؤسسين يكون عائقا أمام مالكي رؤوس الأموال عديمي الخبرة والكفاءة<sup>2</sup>، كما أن فرض جميع الشروط القانونية السابقة على كل من المؤسسين والمسيرين الهدف منه هو توفير الحماية القانونية لكل من شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: مجال ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري

يعد رأس المال الاستثماري تقنية تمويلية مهمة للمؤسسات خاصة الابتكارية ذات المخاطر المرتفعة، والنمو المستقبلي القوي، حيث يقوم المستثمرون برأس المال بتوفير الأموال الخاصة من أجل تسريع وتيرة النمو وتحقيق مردودية مستقبلية<sup>4</sup>.

فقد عرّفت الجمعية الفرنسية للاستثمار والنمو نشاط رأس المال الاستثماري بأنه: "يتمثل في أخذ المساهمات على شكل أغلبية أو أقلية في رأس مال مؤسسات صغيرة ومتوسطة غير

<sup>1</sup> المادة 12 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> فدوى بوحناش، المرجع السابق، ص 44.

<sup>3</sup> بهية هوادف، المرجع السابق، ص 262.

<sup>4</sup> سميرة لطرش، دور شركات رأس المال الاستثماري في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة شركة الجزائر استثمار، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة قسنطينة 2، المجلد 6، العدد 1، سنة 2020، ص 82.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

مسعرة في البورصة، حيث تساعد هذه المساهمة في تمويل الانطلاق والنمو، التحويل وحتى التصحيح في بعض الحالات"<sup>1</sup>.

وعرّفته الجمعية الأوروبية بأنه: " كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس مال في التاريخ المحدد أملا في الحصول على فائض قيمة في المستقبل البعيد نسبيا حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسة بعد عدة سنوات"<sup>2</sup>.  
بالرجوع إلى التشريع الجزائري نجد أن المشرع لم يضع تعريفا دقيقا لنشاط الرأسمال الاستثماري ولا شركة رأس المال الاستثماري، بل اكتفى بذكر الهدف من إنشاء هذا النوع من الشركات المتمثل أساسا في تمويل المؤسسات (أولا)، كما نص على إمكانية ممارسة شركات رأس المال الاستثماري نشاط تسيير صناديق الاستثمار (ثانيا).

أولا: تمويل المؤسسات عن طريق شركة رأس المال الاستثماري.

نص المشرع الجزائري في المادة 2 من القانون 06-11 سالف الذكر على أنه: " تهدف شركة الرأسمال الاستثماري إلى المشاركة في رأسمال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة" من خلال نص هذه المادة يتضح لنا أن شركة الرأسمال الاستثماري تتدخل عن طريق المساهمة في رأسمال المؤسسات التي في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة التي تتدخل بصفتها شريك في المؤسسة الممولة، وذلك من أجل توفير الدعم المالي والفني والإداري<sup>3</sup>.

يلاحظ أن المشرع ذكر عبارتي " شركة، ومؤسسة" بالنسبة للمؤسسات التي يراد تمويلها غير أنه لم يحدد الشكل القانوني لهذه الشركات والمؤسسات الممولة الذي له أهمية بالغة ترتبط بطبيعة

<sup>1</sup> رزاق محمد، يحيوي نصيرة، واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال الاستثماري في الجزائر - دراسة حالة شركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة -، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيدر - بسكرة -، المجلد 14، العدد 3، سنة 2020، ص 4.

<sup>2</sup> ساكر نويري، سماح طلحي، المرجع السابق، ص 931.

<sup>3</sup> بهية هوادف، المرجع السابق، ص 264.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تدخل شركة الرأسمال الاستثماري التي تتناسب أكثر مع شركات الأموال نظرا لتطابق خصائص هذه الشركات مع طبيعة النشاط الرأسمالي التي تتطلب المرونة في كيفية التدخل لمدة محددة والانسحاب بكل سهولة عند تحقيق الغرض الذي تدخلت من أجله، بالإضافة إلى أن مسؤولية شركة الرأسمال الاستثماري محدودة في الشركة الممولة فهي لا تتحمل الخسائر التي تتعرض لها هذه الأخيرة إلا في حدود الحصة المقدمة<sup>1</sup>، يتم ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري من طرف الشركة لحسابها الخاص أو لحساب الغير، حسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل<sup>2</sup>.

تتدخل شركة الرأسمال الاستثماري وفقا للكيفيات التي حددها المشرع الجزائري<sup>3</sup> المتمثلة في:

### أ- التدخل عن طريق رأس مال المخاطرة:

هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى شركات رأسمال المخاطر، تقوم على أساس المشاركة حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع دون ضمان العائد ولا مبلغه، وفي هذه التقنية يتحمل المستثمر الخسارة كليا أو جزئيا في حالة فشل المشروع الممول، ومن أجل التخفيف من حدة المخاطر فإن المستثمر لا يكتفي بتقديم النقد فحسب، بل يساهم في إدارة المؤسسة مما يحقق تطورها ونجاحها، فدور شركات رأسمال المخاطر لا يقتصر على تمويل مرحلة الإنشاء فحسب، بل يمتد أيضا إلى مرحلة التجديد وكذا تمويل التوسع والنمو<sup>4</sup>، ويشمل رأسمال المخاطر " رأسمال الجدوى" أو " رأسمال الانطلاقة" قبل مرحلة إنشاء المؤسسة، وأيضا " رأسمال التأسيس" في مرحلة الإنشاء<sup>5</sup>.

### ب- التدخل عن طريق رأسمال النمو:

يتم تدخل في مرحلة ما بعد إنشاء المؤسسة حيث تكون قد بلغت مرحلة الإنتاجية وتوليد الإيرادات، وبالتالي تواجه ضغوطات مالية مما تضطر للجوء إلى البحث عن مصادر التمويل

<sup>1</sup> فدوى بوحناش، المرجع السابق، ص 67.

<sup>2</sup> المادة 3 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 4 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> ليندة قاوة، النظام القانوني لشركة الرأسمال الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، فرع إدارة مالية، كلية

الحقوق، جامعة محمد بوقرة بومرداس، سنة 2009-2010، ص 21.

<sup>5</sup> المادة 4 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الخارجية، يتم تغطية هذا العجز بتدخل شركات الرأسمال الاستثماري عن طريق رأسمال النمو، بذلك تصبح المخاطر تتناقص بطريقة واضحة وتصبح هذه المؤسسات قادرة على الاقتراض، وهنا تبدأ شركة الرأسمال الاستثماري بالانسحاب<sup>1</sup>.

### ج- التدخل عن طريق رأسمال التحويل:

حسب هذه الطريقة يتم اقتناء الحصص للمؤسسة في مرحلة النضج عن طريق المزج بين رؤوس الأموال والتمويل البنكي<sup>2</sup>، يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية تهدف لشراء عدة مشاريع قائمة<sup>3</sup>.

د- التدخل عن طريق استرجاع مساهمات و/أو حصص يحوزها صاحب رأسمال استثماري آخر: حيث تقوم شركة الرأسمال الاستثماري أخرى بتمويل أو استرجاع أسهم لمؤسسة تعاني من صعوبات<sup>4</sup>، وقد حدد المشرع الجزائري الموارد المالية التي تتدخل بها شركة الرأسمال الاستثماري لتمويل المؤسسات<sup>5</sup> المتمثلة في:

- رأسمال الشركة، الاحتياطات وغيرها من الأموال الخاصة

- الأموال شبه الخاصة والتي تشمل:

\* الموارد الممنوحة من قبل الغير لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري.

\* الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري التي

تخص الاستثمارات المنتجة للسلع والخدمات، والمنجزة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

بالرجوع إلى الفقرة الأخيرة من المادة 21 من قانون 06-11 يلاحظ أن المشرع الجزائري

خص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنوع من الخصوصية في طريقة تمويلها عن طريق شركة

<sup>1</sup> بشير محمودي، المرجع السابق، ص 253.

<sup>2</sup> رزاق محمد، يحيوي نصيرة، المرجع السابق، ص 6.

<sup>3</sup> ليندة قاوة، المرجع السابق، ص 25.

<sup>4</sup> ساكر نويري، سماح طلحي، المرجع السابق، ص 933.

<sup>5</sup> المادة 21 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الرأسمال الاستثماري، حيث خصص لها الأموال العامة المقدمة من طرف الدولة المشكلة للموارد شبه الخاصة لشركة الرأسمال الاستثماري، وذلك راجع لكون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتخذ شكل شركات ذات المسؤولية المحدودة والتي تمتاز بالمسؤولية المحدودة لشركائها، إلا أن السندات الممثلة لرأسمالها غير قابلة للتداول، لذلك تتفادى شركات الرأسمال الاستثماري تمويلها لصعوبة الانسحاب منها، وهذا ما دفع المشرع الجزائري إلى اشتراط تخصيص الأموال العامة لتمويل هذا النوع من المؤسسات، وذلك في إطار تطوير الاقتصاد الوطني ويهدف تشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مثلما حدث سنة 2011 حيث تم إبرام اتفاق مع الوزير المكلف بالمالية وشركة فينالب، يتضمن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ستة (6) ولايات في الجزائر وذلك من خلال استخدام الأموال المقدمة من طرف صناديق الاستثمار المنشأة في هذه الولايات<sup>1</sup>. ما تجدر الإشارة إليه أن المشرع الجزائري نص على أنه يتم تسيير الأموال شبه الخاصة بموجب اتفاقية تبرم حسب الحالة:

- بين شركة الرأسمال الاستثماري المكلفة بإنجاز وتسيير المساهمات وصناديق الاستثمار التي تتلقى الموارد الموجهة لتمويل المساهمات.

- أو بين شركة الرأسمال الاستثماري والدولة<sup>2</sup>.

تهدف هذه الاتفاقية إلى تحديد مستوى الالتزام وكيفية التدخل التي تتمحور حول جملة من المبادئ تتمثل في:

- الحصول على مساهمات عن طريق الاكتتاب في الأسهم أو السندات المماثلة لها

- انسحاب شركة الرأسمال الاستثماري من المساهمة عند حلول الأجل المتفق عليه:

\* عن طريق بيع الحصص مع إعطاء الأولوية للمساهمين في الشركة أو إلى غيرهم من المساهمين.

\* أو عن طريق أي شكل آخر للانسحاب<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> بهية هوادف، المرجع السابق، ص 265.

<sup>2</sup> المادة 22 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 23 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

كما نص المشرع الجزائري على مجموعة من القواعد للحصول على مساهمات وقروض في شركات الرأسمال الاستثماري المتمثلة في:

- 1- لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تخصص أكثر من 15% من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة<sup>1</sup>.
  - 2- كما لا يجوز لها حيازة أسهم تمثل أكثر من 49% من رأسمال مؤسسة واحدة<sup>2</sup>.
  - 3- يتم المساهمة في الشركة من قبل شركة الرأسمال الاستثماري على أساس عقد المساهمين، يوضح مدة المساهمة وشروط الانسحاب من شركة الرأسمال الاستثماري<sup>3</sup>.
  - 4- كما لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تقوم باقتراضات تفوق 10% من أموالها الخاصة الصافية، ولا يمكنها استعمال المبالغ المقترضة لتمويل الحصول على مساهمات<sup>4</sup>.
- في الأخير لا بد من الإشارة إلى أن المشرع الجزائري ترك المجال مفتوحا أمام شركة الرأسمال الاستثماري لاختيار طريقة الانسحاب من المساهمة عند حلول الأجل المتفق عليه، وذلك لتحقيق أكبر قدر من فائض القيمة، غير أنه نص في حالة الانسحاب عن طريق بيع الحصص لابد من إعطاء أولوية شرائها للمساهمين في الشركة، لذا لابد من ذكر شروط الانسحاب في عقد المساهمين كما أطلق عليه المشرع الجزائري بمعنى العقد الذي يربط بين شركة الرأسمال الاستثماري والمؤسسة الممولة.

كما أن المشرع الجزائري اشترط عدم جواز حيازة شركة الرأسمال الاستثماري أكثر من نسبة 49% من الأسهم في مؤسسة واحدة، وذلك حماية للمؤسسة الممولة من جهة حتى لا تكون شركة الرأسمال الاستثماري صاحبة القرارات التي تتخذ في الشركة بسبب امتلاكها أكبر عدد من أسهم الشركة، ومن جهة أخرى في حالة انسحاب شركة الرأسمال الاستثماري من المؤسسة لا يؤثر هذا الانسحاب عليها لأن الهدف من مساهمة هذه الشركة في المؤسسة هو مساعدتها على

<sup>1</sup> المادة 17 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 18 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 19 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 20 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

تخطي الصعوبات التمويلية التي واجهتها، فيمكن القول أن شركة الرأسمال الاستثماري تمتلك أقلية الأسهم في المؤسسة الممولة، لذلك يتم إدراج بنود في العقد تمنح حقوقا معينة لها بغرض حمايتها، تتمثل هذه البنود في: بند الإعلام، بند الفحص والترخيص المسبق، كل هذه البنود تتعلق بحق التصويت لذلك يطلق عليها تسمية اتفاق التصويت الذي يحدد طرق التشاور الإجباري قبل انعقاد الجمعية العامة أو مجلس الإدارة<sup>1</sup>.

ضف إلى ذلك أن المشرع الجزائري اشترط أن لا تتجاوز نسبة مساهمة شركة الرأسمال الاستثماري 15% في مؤسسة واحدة، وذلك بغرض حمايتها من التعرض لمخاطر الاستثمار، خاصة في حالة تحمل الخسائر باعتبارها شريك في المؤسسة الممولة، وبالتالي لا تكون نسبة تحملها الخسائر كبيرة، ومنه نخلص أن الهدف الرئيسي لإنشاء شركة رأس المال الاستثماري هو تقديم المساعدة للمؤسسات التي تحتاج إلى تمويل، لكن في نفس الوقت يهدف من خلال فرضه نسب معينة للمساهمة إلى الحفاظ على وجود شركة الاستثمار وعدم تعرضها لخسارة رأسمالها بسبب تمويل شركات أو مؤسسات أخرى، كما أنه في إطار تشجيع ممارستها النشاط الاستثماري أقر المشرع جملة من التحفيزات الضريبية<sup>2</sup>.

**ثانيا: ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار.**

تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوية وبالتالي فإن وجودها له دور فعال في تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث يوفر بديلا آخر للمدخرين بدلا من اللجوء مباشرة إلى السوق المالي<sup>3</sup>، تقوم فكرتها على تجميع الأموال من المدخرين من خلال صكوك أو وثائق للاستثمار، ويتم استثمار هذه الأموال في محفظة من الأوراق المالية، يتم اختيارها وإدارتها عن طريق شركات

<sup>1</sup> فدوى بوحناش، المرجع السابق، ص 97.

<sup>2</sup> المواد 27 و 28 و 29 من القانون رقم 06-11 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص 157.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن تحققه للمستثمرين<sup>1</sup>.

من خلال ما تقدم سوف نتطرق في هذا العنصر إلى مفهوم صناديق الاستثمار، وشروط ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار.

### أ- مفهوم صناديق الاستثمار:

إن فكرة إنشاء صناديق الاستثمار قديمة جدا، بدء تنفيذها على مستوى العالم في أوروبا تحديدا في هولندا، حيث ظهر أول صندوق استثماري سنة 1822، بعد ذلك إنجلترا سنة 1870، غير أن البداية الفعلية لهذه الصناديق بالمفاهيم القائمة حاليا تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1924، وذلك عندما تمّ إنشاء أول صندوق في بوسطن باسم " *Masochistes inversement* Trust" على يد أساتذة جامعة هارفرد الأمريكية، واستمرت بعدها بالتوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة وخارجه<sup>2</sup>.

أما بالنسبة للدول العربية فقد خاضت نفس التجربة بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بإنشاء صناديق استثمار قبل صدور الأنظمة والتشريعات التي تنظمها، وتمّ إنشاء أول صندوق استثماري في السعودية سنة 1979، لحقتها بعد ذلك في المرتبة الثانية الكويت سنة 1985، ثم بعد ذلك تبعتها باقي الدول العربية مثل مصر، البحرين، عمان سنة 1994، المغرب سنة 1995، لبنان سنة 1996، الأردن سنة 1997<sup>3</sup>.

تعددت مفاهيم صناديق الاستثمار، فهناك من عرفها بأنها: "عبارة عن وعاء مالي لتجميع وإدارة أموال المستثمرين المتعددين، حيث يقدم المستثمرين أموالهم للإدارات المحترفة والتي بدورها تعمل على استثمارها في الأوراق المالية لتحقيق الكسب لجميع الأطراف"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> حليلة عطية، بن سماعيل حياة، صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية- حالة سوق الأسهم السعودية-، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زياني عشور- الجلفة-، المجلد 11، العدد 1، سنة 2020، ص 100.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، المرجع السابق، ص 215.

<sup>3</sup> سمية بلعيد، المرجع السابق، ص 58.

<sup>4</sup> حليلة عطية، بن سماعيل حياة، المرجع السابق، ص 100.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

وتعرف أيضا بأنها: "مجموعة من الأصول المتنوعة تعمل لتحقيق هدف معين مقتصرة على الجهات المختصة لصعوبة الجهد التسويقي والجهد الفني، فهي تخاطب قاعدة عريضة من الممولين الصغار، حيث أنهم يفضلون جهات متخصصة للتصدي للمخاطر بالنيابة عنهم بدءا من فكرة الاستثمار وانتهاء بإرادة العملية برمتها"<sup>1</sup>.

وهناك من عرّفها بأنها: "مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبيا وماليا عن المؤسسة التي تنشئه، ويتولى الصندوق مهمة تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض توظيف تلك المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معا"<sup>2</sup>.

من خلال المفاهيم السابقة نخلص إلى أن صناديق الاستثمار تعد أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق المحلية والعالمية.<sup>3</sup>

تقوم الفكرة الأساسية لصناديق الاستثمار على قيام جهة معينة تتمثل في البنوك وشركات الاستثمار، بتكوين صندوق استثماري وتحدد في نشرة الاكتتاب جميع التفاصيل المتعلقة به من ناحية شروط الاكتتاب ونشاطه والغرض من إنشائه... وغيرها، ثم بعد ذلك يتم تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات، حصص، أسهم مشاركة أو صكوك متساوية، وبعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة

<sup>1</sup> دلال بن سمية، جهاد بوضياف، دور صندوق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال فترة (2004-2005)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة بن زيان عاشور-الجلفة، المجلد 3، العدد 1، سنة 2017، ص 218.

<sup>2</sup> مصطفى قمان، ياسين سالم، صناديق الاستثمار الأخلاقية كآلية لتنشيط الأسواق المالية النامية، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، جامعة فرحات عباس - سطيف، المجلد 1، العدد 2، سنة 2011، ص 176.

<sup>3</sup> قاسم نايف علوان، المرجع السابق، ص 216.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الاكتتاب، وتوزيع الأرباح حسب ما هو متفق عليه، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد<sup>1</sup>.

بناء عليه يتضح لنا أن النشاط الاستثماري الرئيسي لصناديق الاستثمار هو الاستثمار في شراء وبيع الأوراق المالية، وتكوين محفظة مالية متنوعة وتقوم إدارة الصندوق بمتابعة هذه المحفظة بصورة مستمرة، كما تعمل على تنوعها حتى تحتوي على أسهم وسندات من مختلف القطاعات مما يؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطر والعائد<sup>2</sup>.

ب- شروط ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار:

من خلال استقراء النصوص القانونية المذكورة ضمن المرسوم التنفيذي رقم 16-205 المتعلق بكيفيات إنشاء وتسيير وممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار<sup>3</sup>، نجد المشرع الجزائري حدد الأشخاص الذين لهم الحق في تسيير شركة صناديق الاستثمار، ونص على جملة من الشروط المتعلقة بتنظيم هذا النشاط، ونص على شروط أخرى متعلقة بالقواعد الأخلاقية الملزمة لشركة تسيير صناديق الاستثمار.

### 1- الأشخاص المؤهلين لتسيير شركة صناديق الاستثمار:

نص المشرع الجزائري على الأشخاص الذين لهم الحق في تسيير شركة صناديق الاستثمار والمتمثلين أساسا في:

#### 1.1- شركة الرأسمال الاستثماري:

وذلك عندما تقوم هذه الشركة بممارسة نشاط تسيير صناديق الاستثمار لصالح الغير فقط دون أي نشاط آخر هنا يطلق عليها تسمية "شركة تسيير صناديق الاستثمار"<sup>4</sup> وتخضع أثناء ممارستها لهذا النشاط لأحكام القانون 06-11 المذكور سابقا.

<sup>1</sup> سمية بلعيد، المرجع السابق، ص 60.

<sup>2</sup> دلال بن سمية، جهاد بوضياف، المرجع السابق، ص 224.

<sup>3</sup> المرسوم التنفيذي رقم 16-205 المؤرخ في 25 يوليو 2016، يتعلق بكيفيات إنشاء وتسيير وممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار، جريدة رسمية عدد 45، الصادرة بتاريخ 31 يوليو 2016، ص 9.

<sup>4</sup> المادة 2 من المرسوم التنفيذي 16-205 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

ولقد أخضع المشرع الجزائري ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار إلى نفس شروط اعتماد شركة الأسهم الاستثماري التي سبق التطرق لها ضمن عنصر شروط منح الرخصة لشركة الاستثمار التي نصت عليها المادة 10 من القانون 06-11 سالف الذكر، حيث تقوم شركة الأسهم الاستثماري بممارسة هذا النشاط عن طريق تفويض<sup>1</sup>، يجب أن يوضح هذا التفويض:

- موضوع التفويض الذي ينبغي أن يغطي نشاط الأسهم الاستثماري الذي حدده المشرع في القانون رقم 06-11 سالف الذكر.

- تحديد صندوق الاستثمار وشركة التسيير المعنية

- كيفية حصول شركة التسيير على مستحقاتها

- إجراءات إبلاغ مالكي الأموال بممارسة التفويض

- مدة التفويض

- شروط وكيفيات إلقاء تفويض التسيير وفقا للتشريع المعمول به<sup>2</sup>.

### 2.1- الوسيط في عمليات البورصة:

لهم الحق في ممارسة نشاط تسيير صناديق الاستثمار وذلك بعد حصولهم على ترخيص مسبق من قبل الوزير المكلف بالمالية، وفي حالة رفض منح الرخصة لا بد أن يكون قرار الرفض مبررا<sup>3</sup>، ويجوز له الطعن قضائيا في هذا القرار<sup>4</sup>.

ضف إلى ذلك ضرورة اتخاذهم شكل شركة ذات أسهم حتى يتمكنوا من ممارسة هذا النشاط<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المادة 3 من المرسوم التنفيذي 16-205 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 6 من المرسوم التنفيذي 16-205 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 4 من المرسوم التنفيذي 16-205 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 14 من القانون 06-11 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 4 من المرسوم التنفيذي 16-205 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

يتضح لنا أن المشرع الجزائري اشترط سواء بالنسبة لشركة الرأسمال الاستثماري أو الوطاء في عمليات البورصة اتخاذ شكل شركة مساهمة لممارسة نشاط تسيير صناديق الاستثمار، وما يلاحظ هنا بالنسبة للوسطاء خاصة أن المشرع اشترط اتخاذهم شكل معين عند ممارستهم هذا النشاط على خلاف ما تمّ التطرق إليه سابقا في الفصل الأول فيما يخص شكل شركات الوساطة المالية والذي ترك المجال مفتوحا لاتخاذ أي شكل من الأشكال المنصوص عليها ضمن قواعد القانون التجاري، وهذا نظرا لأهمية هذا النشاط ودوره الفعّال في تنشيط السوق المالي، فكما سبق وأشرنا أن شكل شركة المساهمة يساعد شركة الرأسمال الاستثماري في ممارسة نشاطها الاستثماري بصورة مرنة ولذلك اعتمده المشرع أيضا بالنسبة لممارستها إلى جانب الوطاء نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار وهذا ما أكدته المادة 5 من المرسوم التنفيذي 16-205 المذكور سابقا بنصها على أنه: "لا يمارس نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار إلا الأشخاص المعنويون المنشؤون في شكل شركة ذات أسهم طبقا للمادة 7 من القانون 06-11..."

- كما اشترط ضرورة امتلاك حد أدنى لرأس المال قدره عشرة ملايين دينار جزائري، ويجب أن يكون محررا كليا عند إنشائها.

- يجب أن لا يكونوا مسيرو هذه الشركات قد أدينوا في القضايا المنصوص عليها بموجب المادة 11 من القانون 06-11 المذكور سابقا.

### 2 - الشروط المتعلقة بالتنظيم والوسائل التقنية والمالية والمهارات الفنية:

أوجب المشرع تقديم ضمانات كافية لاسيما من حيث التنظيم والوسائل التقنية والمالية والمهارات الفنية<sup>1</sup>، التي حددها نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-16<sup>2</sup> المتمثلة أساسا في:

<sup>1</sup> المادة 5 من المرسوم التنفيذي 16-205 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> قرار وزاري مؤرخ في 19 فبراير، ينص على الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-16، المؤرخ في 1 سبتمبر 2016، المتعلق بالضمانات التي يجب على شركة تسيير صناديق الاستثمار وتقديمها فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية والمهارات الفنية، جريدة رسمية العدد 25، المؤرخة في 19 أبريل 2017، ص 20.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- يجب على شركة التسيير أن يكون لديها كافة الوسائل البشرية والتنظيمية والمالية الضرورية للقيام بنشاطها موضوع الرخصة على أكمل وجه.
- يجب أن تكون لها محلات مجهزة بجميع الوسائل التقنية والمخصصة حصرا لنشاطها الرئيسي، وتضبط هذه المحلات وفقا لحجم نشاطها<sup>1</sup>.
- يجب على شركة التسيير إقامة تنظيم أو اتخاذ نظام معلوماتي يشمل على وجه الخصوص تجهيزات الإعلام الآلي والبرمجيات بشكل يتوافق مع حجمها ونشاطها.
- كما يجب وضع مختلف إجراءات العمل الكفيلة بتأطير تسيير ومتابعة العمليات المنجزة، وإدارة ومراقبة المخاطر المرتبطة بالنشاطات الممارسة، تحديد وتسيير تضارب المصالح، مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب، وكذا وظيفة الامتثال<sup>2</sup>.
- كما اشترط المشرع على الوسيط المالي المرخص له بمزاولة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار، أن يقيم هيكلًا مزودًا بالوسائل البشرية والتقنية الكافية والمخصصة حصرا لمزاولة هذا النشاط، ويجب عليه وضع جميع الإجراءات الضرورية للوقاية وتسيير تضارب المصالح<sup>3</sup>.
- كما يجب على كل من مدير شركة التسيير وعلى الشخص المسؤول القائم على نشاط شركة التسيير لدى شركة الوساطة المالية أن يزاول تكوينًا تنظمه مؤسسة للتكوين يحدد محتوى مقرره بالتنسيق مع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>4</sup>.
- كما نص المشرع على ضرورة إبرام شركة تسيير عقد التأمين على المسؤولية المدنية المهنية، وذلك بغرض تغطية جميع المخاطر المرتبطة بنشاطها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المادة 2 من النظام رقم 03-16 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 3 من النظام رقم 03-16 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 5 من النظام رقم 03-16 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 10 من النظام رقم 03-16 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 8 من النظام رقم 03-16 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- يجب على الشركة أن تبرز في جميع عقودها التي تبرمها وكذا فواتيرها وإعلاناتها ومنشوراتها، وفي الوثائق المحررة مع الغير كل المعلومات المتعلقة بالترخيص بمزاولة نشاط شركة التسيير، بالإضافة إلى ما نص عليه القانون التجاري<sup>1</sup>.

- كما يجب على شركة التسيير تعيين مسؤول لمراقبة الامتثال، مهمته السهر على احترام النصوص التشريعية والتنظيمية الخاصة بشركة التسيير، وتعتبر الأحكام المتعلقة برقابة الامتثال لدى الوسطاء في عمليات البورصة نافذة على شركة التسيير<sup>2</sup>.

### 3- الشروط المتعلقة بالقواعد الأخلاقية الملزمة لشركة تسيير صناديق الاستثمار:

لقد نص المشرع الجزائري على هذه الشروط ضمن أحكام نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 16-04<sup>3</sup> والمتمثلة في:

- التصرف في جميع الظروف بالكفاءة والمثابرة والإخلاص، سواء فيما يتعلق بمساهمي أو ممتلكي حصص صندوق الاستثمار، أو فيما يتعلق بالشركات المستهدفة التي استثمرت فيها أموال صناديق الاستثمار.

- يمنع استعمال الأموال الموكلة لأغراض أخرى غير ذلك المنصوص عليها في التفويض.

- احترام مبدأ الشفافية في المعاملة بين الصناديق الاستثمارية، والتزام الشركة بالإفصاح بجميع المعلومات ذات الصلة بسير الأعمال والمخاطر وكيفية معالجة تضارب المصالح المحتملة.

- تحقيق مبدأ المساواة بين الصناديق الاستثمارية التي يتم استثمار أموالها معا في آن واحد وفي نفس الشركة المستهدفة.

- الامتناع عن كشف معلومات سرية أو مالية أو فنية تمّ الحصول عليها خلال النشاط إلى طرف ثالث دون موافقة الأطراف المعنية.

<sup>1</sup> المادة 9 من النظام رقم 16-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 6 من النظام رقم 16-03 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 16-04، المؤرخ في 25 أكتوبر 2016، المتعلق بقواعد الأخلاقيات

الأساسية التي يجب أن تلتزم بها شركة تسيير صناديق الاستثمار، جريدة رسمية العدد 25، الصادرة بتاريخ 19

أبريل 2017، ص 22.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- يجب إبلاغ صندوق الاستثمار بكل مصلحة شخصية مع الشركة المستهدفة قبل الانخراط فيها، أو كل مصلحة شخصية تحصلت عليها أثناء مزاولتها للتفويض.
- يجب أن لا يكون مستخدمو شركة تسيير صناديق الاستثمار موظفين لشركات تسيير عدة في آن واحد، أو موظفين في شركة التسيير والشركة المستهدفة في نفس الوقت، ونفس الشيء بالنسبة لمدير شركة التسيير.
- يجب على مستخدمي شركة التسيير الإفصاح عن مصالحهم ومصالح كل من أزواجهم وفروعهم وأصولهم في الشركة المستهدفة، وذلك عند توليهم منصبهم وأثناء ممارسة نشاطاتهم، أو قبل تأديتهم لأي مهمة، ففي حالة ما تبين أن ثمة تعارض مصالح، تقوم شركة التسيير بإعفاء ذلك المستخدم من تأدية مهامه واستبداله بمستخدم آخر، أما في حالة ظهر تعارض مصالح أثناء ممارسة النشاط هنا يقوم المستخدم بإبلاغ شركة التسيير التي تقوم بدورها بإبلاغ الشركة المستهدفة وصندوق الاستثمار بالوضعية وبالتدابير المتخذة لإدارة هذا التضارب.
- امتناع المستخدمون عن استغلال أي معلومة سرية حصلوا عليها أثناء تأدية مهامهم بغرض القيام بتعاملات في البورصة أو الحصول على مزايا مهما كانت طبيعتها، سواء بشكل فردي أو بالتنسيق مع الجهات الأخرى.
- يجب على المستخدمون إبلاغ مسؤوليهم الإداريين في شركة التسيير بتعاملاتهم الشخصية أو تعاملات أزواجهم وفروعهم وأصولهم المتعلقة بقيم منقولة مصدرة لشركات مدرجة أو غير مدرجة في البورصة<sup>1</sup>.
- كما يشترط المشرع على شركة التسيير وضع الإجراءات اللازمة لتدوين تصريحات المستخدمين على أساس سنوي على الأقل، وبالتعاملات والروابط والمصالح التي تخصهم أو التي تخص أزواجهم أو فروعهم أو أصولهم التي لها علاقة مع الشركة المستهدفة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المادة 3 من النظام رقم 04-16 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 5 من النظام رقم 04-16 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- تخضع شركة تسيير صناديق الاستثمار لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>1</sup>، وبذلك يقوم أعوان اللجنة المفوضون بإجراء تحريات لدى الشركة، وطلب وثيقة يرونها صالحة لممارسة مهامهم، وكذا الولوج لجميع المحلات المهنية خلال ساعات العمل بغرض التحقق من أن الشركة ملتزمة بأحكام هذا النظام<sup>2</sup>، وفي حالة مخالفة أحكام هذا النظام يتم صياغة تقرير مفصل بذلك ويرسل إلى الوزير المكلف بالمالية لاتخاذ التدابير اللازمة<sup>3</sup>.

تتمثل المهمة الرئيسية لشركة تسيير صناديق الاستثمار أساسا في توظيف الأموال الموكلة إليها لتسييرها طبقا لكيفيات تدخل شركات الرأسمال الاستثماري المنصوص عليها ضمن أحكام القانون 06-11 التي سبق ذكرها، بالإضافة إلى تمثيل صناديق الاستثمار أمام الغير<sup>4</sup>، كما أجاز المشرع للشركة تسيير صندوق واحد أو عدة صناديق استثمارية في نفس الوقت<sup>5</sup>.  
لا بد من الإشارة إلى أن المشرع الجزائري أجاز لشركة تسيير صناديق الاستثمار إنشاء صندوق استثمار والإشراف عليه وتسييره، ويرخص لها الحصول على مساهمات من أموالها الخاصة في الصناديق التي تبادر بإنشائها في حدود 5% كحد أقصى<sup>6</sup>.

### المطلب الثاني: الإطار القانوني لهيئات التوظيف الجماعي

إن الاستثمار في بورصة القيم المنقولة يمكن أن يكون بصورة فردية بمعنى للمستثمر الحق في تسيير محفظة المالية بنفسه، وذلك باختيار القيم المنقولة وإعطاء أوامر الشراء والبيع لوسطاء البورصة، ويمكن أن يكون بصورة جماعية بمعنى المستثمر يوكل مهمة تسيير المحفظة المالية إلى هيئات متخصصة للتوظيف الجماعي للقيم المنقولة حيث تقوم بتسيير محافظ ذات قيمة عالية<sup>7</sup>

<sup>1</sup> المادة 14 من النظام رقم 16-04 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 7 من النظام رقم 16-04 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 8 من النظام رقم 16-04 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 7 من المرسوم التنفيذي 08-205 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 8 من المرسوم التنفيذي 08-205 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 10 من المرسوم التنفيذي 08-205 المذكور سابقا.

<sup>7</sup> يوسف منصوري، المرجع السابق، ص 11.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

فهيئات التوظيف الجماعي تعد من بين المستثمرين المؤسسيين الذين سبق الإشارة إليه من جهة، ومن جهة أخرى تعد أحد أهم وسائل الاستثمار في البورصة.

تؤدي ه.ت.ج وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في جمع المدخرات المستعملة عادة في السوق الموازية، وتوجيهها إلى استثمارات منظمة من خلال شراء الأوراق المالية الواجب الاستثمار فيها<sup>1</sup> حيث تتألف من شركات أو صناديق تهدف أساسا إلى تأسيس وتسيير محفظة القيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير، فهي مؤهلة لجمع الادخار لاستثماره في السوق المالي وفق سياسة استثمار واضحة<sup>2</sup>.

بناءا عليه يمكن تعريف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بأنها: "عبارة عن رؤوس أموال مجمعة عن طريق مؤسسات الاستثمار الجماعي للأوراق المالية، وتعطي لصاحبها الحق في تملك الحصص من رأس المال الجهة المصدرة للأسهم، أو حق المديونية على أصول معينة" **سندات** " <sup>3</sup>.

يعرف المشرع الجزائري نوعين منها يتمثلان في: شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير (الفرع الأول)، والصناديق المشتركة للتوظيف (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: الاستثمار عن طريق شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير

نظرا للدور الفعال الذي تلعبه شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير في بورصة القيم المنقولة نظم المشرع الجزائري الأحكام المتعلقة بها ضمن الأمر 96-08<sup>4</sup> المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (أولا) كما لها أهمية كبيرة في تنمية الاقتصاد الوطني بصفة عامة وتنشيط السوق المالي بصفة خاصة (ثانيا).

<sup>1</sup> نورة حمليل، بورصة القيم المنقولة مجال حيوي للاستثمار، مجلة السياسة العالمية، جامعة امحمد بوقرة- بومرداس-، المجلد 1، العدد 2، ديسمبر 2017، ص 87.

<sup>2</sup> موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، <http://www.cosob.org>، تم الإطلاع بتاريخ 2021/12/26، على الساعة 12 و 30 دقيقة.

<sup>3</sup> يوسف منصوري، المرجع السابق، ص 12.

<sup>4</sup> الأمر 96-08 المؤرخ في 10 يناير 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 3، الصادرة بتاريخ 14 يناير 1996، ص 3.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أولاً: الضوابط القانونية لشركات الاستثمار ذات رأس مال متغير.

نص المشرع الجزائري في المادة 1 من الأمر 08-96 سالف الذكر على قواعد تأسيس شركة الرأسمال المتغير، وكذا قواعد تسييرها.  
أ- قواعد تأسيس شركة رأس مال المتغير:

لقد عرّف المشرع الجزائري شركة الرأسمال المتغير من خلال هدفها وشكلها حيث نص في المادة 2 من الأمر 08-96 سالف الذكر: "شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير المسماة فيما يأتي (ش.إ.ر.م.م) هي شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول.

تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى هذا الأمر" من خلال نص المادة يتضح لنا أن ش.إ.ر.م.م هي شركة أسهم تصدر أسهم الشركة ويعاد شراؤها في كل وقت بناء على طلب أي مكتب أو مساهم<sup>1</sup>.

### 1- شكل شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير:

من خلال نص المادة 2 من الأمر 08-96 سالفة الذكر يتضح لنا أن المشرع الجزائري نص على ضرورة أن تكون شركة رأس مال متغير في شكل شركة مساهمة، وأخضعها أيضا لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى الأمر 08-96، ويعود السبب في اختيار هذا الشكل للشركة لأنها تقوم على الاعتبار المالي لا الشخصي، حيث يملك المساهم أسهما قابلة للتداول بطرق سهلة، بالإضافة إلى أنه لا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما يملكه من أسهم<sup>2</sup>.

أغلب التشريعات المقارنة يفضلون إضفاء شكل شركة المساهمة على التوظيف الجماعي لرؤوس الأموال، فتحقيق الهدف الأساسي لشركة الاستثمار ذات رأس مال متغير يستدعي وجود

<sup>1</sup> المادة 3 من الأمر 08-96 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> نواره حمليل، بورصة القيم المنقولة مجال حيوي للاستثمار، المرجع السابق، ص 91.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أسهم قابلة للتداول بكل سهولة بين أكبر عدد ممكن من الجمهور وذلك من خلال بورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>.

غير أن المشرع المصري والأردني يجيزان تأسيس شركة الاستثمار في شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، في حين القانون الأمريكي المتعلق بعقد شركة الاستثمار عام 1940 لا يشترط شكل معين، ولكن في الغالب تتخذ شكل شركة المساهمة نظرا للخصائص التي تتميز بها عن باقي أنواع الشركات الأخرى والمتمثلة أساسا في قدرتها على تجميع رؤوس أموال ضخمة، الأمر الذي يساعد على جذب أكبر عدد ممكن من صغار المدخرين وتكوين رأس مال كبير لتحقيق عنصر التنوع في حافظة القيم المنقولة<sup>2</sup>.

يلاحظ أيضا من خلال نص المادة سالفه الذكر أن المشرع الجزائري قام بتسمية شركة رأس مال متغير بشركة استثمار متأثرا بذلك بالمشرع الفرنسي وهذا الأخير تأثر بدوره بالتشريعات الانجلوساكسونية التي تعتبر المنشأ الأول لهذه الشركات<sup>3</sup>.

فقد ثار جدل كبير بشأن تسمية هذا النوع من الشركات بشركات الاستثمار فهذا المصطلح ينطبق على جميع أنواع الشركات التي تطرح أسهمها للتداول العام، فكان من الأخرى تسميتها بشركات توظيف الأموال<sup>4</sup>، غير أنه تعد هذه الشركات إحدى الوسائل القانونية للاستثمار وبالتالي المشرع كان صائب في تسميتها بشركة استثمار.

حدد المشرع الجزائري الرأس المال الأصلي لشركة الاستثمار ذات رأس مال متغير بخمسة ملايين دينار جزائري<sup>5</sup>، حيث أكد على ذلك بموجب المادة 8 من الأمر 96-08 بنصها على: "لا

<sup>1</sup> يوسف منصوري، المرجع السابق، ص 25.

<sup>2</sup> سميرة بوقامة، شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في الحقوق، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة منتوري- قسنطينة-، سنة 2004-2005، ص 12.

<sup>3</sup> يوسف منصوري، المرجع السابق، ص 10.

<sup>4</sup> سميرة بوقامة، المرجع السابق، ص 10.

<sup>5</sup> المادة 2 من المرسوم التنفيذي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996، يتعلق بتطبيق المادتين 8 و 23 من الأمر 96-08 المؤرخ في 10 يناير 1996، والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، جريدة رسمية عدد 84، الصادرة بتاريخ 29 ديسمبر 1996، ص 7.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

يجوز أن يكون رأس المال الأصلي في (ش.إ.ر.م.م) أقل من المبلغ المحدد بموجب المرسوم التنفيذي<sup>1</sup>

فالمشرع ساوى بين قيمة الحد الأدنى لرأسمال هذه الشركة والحد الأدنى رأسمال شركة المساهمة التي يتم تأسيسها عن طريق اللجوء العلني للاذخار طبقا لنص المادة 594 من القانون التجاري الجزائري " يجب أن يكون رأس مال شركة المساهمة بمقدار 5 ملايين دينار جزائري على الأقل إذا ما لجأت الشركة لعنوية الاذخار ومليون في حالة المخالفة"، ولا بد من دفع قيمة رأس مال ش.إ.ر.م.م كاملا عند الاكتتاب<sup>1</sup>.

### 2- شروط منح الاعتماد لشركة الاستثمار ذات رأس مال متغير:

بالرجوع إلى نص المادة 6 من الأمر 96-08 سالف الذكر نجد المشرع الجزائري نص عند تشكيل ش.إ.ر.م.م على ضرورة الحصول على اعتماد لقوانينها الأساسية من طرف ل.ت.ع.ب.م وقد حدد شروط الاعتماد ضمن أحكام النظام رقم 97-04<sup>2</sup> المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، حيث يتم إيداع ملف الاعتماد من طرف مؤسسي شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير لدى اللجنة<sup>3</sup>، وتقوم هذه الأخيرة بتسليمهم وصل مؤرخ وممضي من قبله تشهد من خلاله استلامها الملف<sup>4</sup>، ثم تقوم اللجنة بدراسة الملف المودع لديها وبعد دراسته تقوم بإصدار قرارها بمنح الاعتماد أو رفض منح الاعتماد لمشاريع القوانين الأساسية، وتخطر بذلك مؤسسي ش.إ.ر.م.م عن طريق رسالة مسجلة مع وصل تسليم في أجل لا يتجاوز شهرين من تاريخ إيداع الملف<sup>5</sup>.

في حالة صدور قرار من طرف اللجنة برفض منح الاعتماد لا بد أن يكون قرارها مبررا، ويحق لطالب الاعتماد الطعن في هذا القرار<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> المادة 5/فقرة 3 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-04 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، جريدة رسمية عدد 87، الصادرة بتاريخ 29-12-1997، ص 19.

<sup>3</sup> المادة 5 من النظام رقم 97-04 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 7 من النظام رقم 97-04 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 8 من النظام رقم 97-04 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 6/فقرة 2 و3 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

وفي حالة قيام ش.إ.ر.م.م بتغيير قوانينها الأساسية، لابد من الحصول على موافقة مسبقة من طرف ل.ت.ع.ب.م بنفس الشروط المتعلقة بمنح الاعتماد أول مرة<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة إلى أن المشرع الجزائري لم يحدد طبيعة الطعن الذي يرفعه طالب الاعتماد في حالة رفض اعتماده، ولا الجهة القضائية المختصة بالنظر فيه ولا أجل الطعن إنما اكتفى بالنص في المادة 6 من الأمر 08-96 سالف الذكر على أنه " يحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملا في الطعن المنصوص عليه في التشريع الساري المفعول" وبالتالي يتم الرجوع إلى الأحكام العامة للطعن بإلغاء في قرار إداري المنصوص عليها في قانون الإجراءات المدنية والإدارية، ضف إلى ذلك أن المشرع لم يتطرق إلى حالة عدم رد اللجنة وإصدار قرارها في أجل شهرين سواء بالرفض أو القبول، ضمن أحكام الأمر 08-96 وكذا أحكام نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 04-97 سالف الذكر، غير أن القانون الفرنسي اعتبر سكوت اللجنة وعدم ردها في الأجل القانوني بمثابة موافقة على منح الاعتماد<sup>2</sup>.

ولقد نص المشرع الجزائري على المعلومات التي يجب أن تحتويها القوانين الأساسية لش.إ.ر.م.م<sup>3</sup> المتمثلة في:

- الشكل القانوني
- غرض الشركة الاجتماعي
- العنوان
- المدة
- مبلغ رأس المال الأولي
- الحد الأدنى للمبلغ الذي يجب أن تتوقف عنده عملية إعادة الشراء الأسهم
- شروط إصدار وإعادة شراء الأسهم..... وغيرها .

<sup>1</sup> المادة 9 من النظام رقم 04-97 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> نواره حمليل، بورصة القيم المنقولة مجال حيوي للاستثمار، المرجع السابق، ص 93.

<sup>3</sup> المادة 11 من النظام 04-97 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

بعد الحصول على اعتماد القانون الأساسي للشركة يتم إيداع نسخة منه لدى المركز الوطني للسجل التجاري، ويلتزم المؤسسون بنشر مذكرة إعلامية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية<sup>1</sup> ويجب إتمام إجراءات التسجيل في السجل التجاري خلال أجل 30 يوم التي تلي التأسيس<sup>2</sup>، وفي نفس الفترة تلزم ش.إ.ر.م.م بإيداع نسخة شهادة الدفع التي تقر بإيداع رأس المال، ونسخة من تقرير تقييم المساهمات العينية الذي يحرره مندوب الحسابات تحت مسؤوليته، وكذا القوانين الأساسية المصادق عليها من قبل الجمعية العامة التأسيسية لدى ل.ت.ع.ب.م.<sup>3</sup>

وقد ألزم المشرع الجزائري ش.إ.ر.م.م القيام بالإجراءات المتعلقة بتأسيس شركات الأسهم في مدة أقصاها ثلاثة أشهر من اعتماد قوانينها الأساسية<sup>4</sup>، وفي حالة عدم استكمال هذه الإجراءات خلال الأجل المنصوص عليه يعد الاعتماد المسلم للشركة باطلاً<sup>5</sup>.  
ب- قواعد تسيير شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير.

يسري على تسيير شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير القواعد العامة المنصوص عليها ضمن أحكام القانون التجاري الجزائري المتعلقة بشركات المساهمة، بالإضافة إلى القواعد الخاصة المنصوص عليها ضمن أحكام الأمر 96-08 سالف الذكر.

فقد أجاز المشرع الجزائري عند ممارسة نشاطات شركة الاستثمار لأي شخص طبيعي أو معنوي المشاركة في رأس مال الشركة وذلك بشراء أسهم جديدة، كما له الحق في إعادة شراء الشركة أسهما في حوزته<sup>6</sup>.

كما أجاز المشرع لشركة الاستثمار اتخاذ مجلس إدارة أو مجلس مديرين توكل لهم الجمعية العامة للشركة عملية تعليق إعادة شراء الأسهم الموجودة وكذلك إصدار أسهم جديدة عندما تقتضي

<sup>1</sup> المادة 12 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 14 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 15 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 7 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 16 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 10 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

ذلك الظروف الاستثنائية أو عندما تتطلب ذلك مصلحة المساهمين<sup>1</sup>، في هذه الحالة يطلع مجلس الإدارة أو مجلس المديرين لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على قرار الشركة، حيث تلزم شركة الاستثمار بتعليق إعادة شراء الأسهم عندما يبلغ رأس مالها نصف المبلغ الأدنى المحدد قانوناً<sup>2</sup>.

غير أنه في حالة ما إذا أصبح رأس مال الشركة خلال 4 أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم أقل من نصف المبلغ الأدنى المحدد المقرر في نص المادة<sup>2</sup> من المرسوم التنفيذي رقم 96-474 سالف الذكر، هنا يتوجب على مجلس الإدارة أو مجلس المديرين استدعاء الجمعية العامة غير العادية لإبداء رأيها سواء بانحلال الشركة<sup>3</sup>، أو إعمالاً بأحكام المادة 744 من القانون التجاري الجزائري تقوم شركة الاستثمار بعملية الدمج في شركة استثمار أخرى أو المساهمة في إنشاء شركة استثمار جديدة، بمعنى قيامها بعملية الإدماج أو الانفصال<sup>4</sup>، ويجب إعلام اللجنة فوراً بقرار الجمعية العامة غير العادية، وفي حالة موافقة الجمعية على انحلال الشركة ينشر الفسخ في جريدة مؤهلة لقبول الإعلانات القانونية<sup>5</sup>.

يقوم مجلس الإدارة أو مجلس المديرين بتعيين محافظ الحسابات لمدة سنة مالية أو أكثر، ويتم اختياره من القائمة التي تعدها ل.ت.ع.ب.م<sup>6</sup>، حيث يقدر محافظ الحسابات الحصص العينية المقدمة ويحرر تحت مسؤوليته تقريراً تقييمياً تسلّم نسخة منه إلى اللجنة<sup>7</sup>، كما يطلع اللجنة والجمعية العامة للشركة على المخالفات والأخطاء التي يعاينها خلال ممارسة وظائفه<sup>8</sup>.

<sup>1</sup> المادة 11 من الأمر 96-08 المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> المادة 12 من الأمر 96-08 المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> المادة 23 /فقرة 1 من النظام 97-04 المذكور سابقاً.

<sup>4</sup> المادة 25 من النظام 97-04 المذكور سابقاً.

<sup>5</sup> المادة 23 /فقرة 2 و 3 من النظام 97-04 المذكور سابقاً.

<sup>6</sup> المادة 43 من النظام 97-04 المذكور سابقاً.

<sup>7</sup> المادة 44 من النظام 97-04 المذكور سابقاً.

<sup>8</sup> المادة 45 من النظام 97-04 المذكور سابقاً.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

لقد أوجب المشرع على شركة الاستثمار نشر المعلومات الحسابية والمالية الظرفية والدورية والدائمة المتعلقة بنشاطها والموجهة للجمهور والتي تتعلق بالمعلومات التالية:

- نشرة إعلامية خاضعة لتأشيرة اللجنة قبل إصدار الأسهم أو الحصص الأولى.
- الحسابات
- تقارير النشاطات السداسية الأشهر والسنوية.
- تكوين الأصول

كما يجب عليها نشر القيمة التصفوية للسند أو الحصة العائدة إليها بانتظام<sup>1</sup>، ويقوم محافظ الحسابات بالتحقق من صحة المعلومات المذكورة سابقا قبل إرسالها إلى اللجنة ويثبت صحتها<sup>2</sup>، ويمكن للجنة أن تطلب أي معلومة إضافية أو تشتت عند الاقتضاء التعديلات الضرورية<sup>3</sup>، كما يتعين على الشركة تقديم المعلومات اللازمة لإعداد الإحصائيات النقدية لبنك الجزائر<sup>4</sup>.

**ثانيا: أهمية استثمار القيم المنقولة عن طريق شركة رأس مال متغير.**

إن استثمار القيم المنقولة عن طريق شركة الرأسمال المتغير لها أهمية بالغة، يظهر ذلك من خلال الخصائص التي تنفرد بها وتميزها عن باقي شركات الاستثمار، وكذا دورها الفعال في تنشيط السوق المالي.

**أ- خصوصية شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير:**

تمتاز شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير بخصوصية تنفرد بها عن باقي شركات المساهمة ألا وهي إمكانية تغيير رأس مالها في أي وقت، حيث نص المشرع في المادة 3 من الأمر 96-08 على أن أسهم الشركة يتم إصدارها وإعادة شرائها في كل وقت بناء على طلب أي مكتب أو مساهم، بقيمة تصفوية تضاف إليها أو تخصم منها نفقات وعمولات حسب الحالة، كما نص في المادة 5/فقرة 6 من نفس الأمر على أنه "... يجوز القيام بتغيير رأس المال دون أجل محدد وبقوة

<sup>1</sup> المادة 46 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 47 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 49 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 50 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

القانون، مع مراعاة القوانين الأساسية وأحكام المادتين 11 و12 من هذا الأمر"، من خلال نص المادة يتضح لنا أن المشرع أجاز لشركة الاستثمار تغيير رأس مالها سواء بالزيادة أو بالنقصان دون أجل محدد، وبذلك تعد هذه الخاصية خروج عن الأصل العام في شركات الأموال، حيث يعتبر رأس المال الضمان العام الوحيد للدائنين، وبهذا الصدد لا بد من الإشارة إلى أن ثبات أعضاء مجلس الإدارة متعلق بثبات رأس المال، كونهم ملزمين بامتلاك أسهم الضمان، لذلك قام المشرع الفرنسي بإعفاؤهم من تملكها لضمان استقرار إدارة شركة الاستثمار<sup>1</sup>.

فخاصية رأس المال المتغير تؤدي إلى جذب وتشجيع المدخرين على الاستثمار في هذا النوع من الشركات، وذلك لأنهم يمكنهم الخروج من الشركة في أي وقت حيث أن أسهمها قابلة للتعويض في كل وقت بطلب من صاحبها وبقيمة تصفوية تحددها اللجنة، ومن جهة أخرى تقوم بإصدار سندات حسب الطلب في أي وقت<sup>2</sup>.

لا بد من الإشارة إلى أنه هناك فرق بين تغيير رأس المال بالزيادة، وتغييره بالنقصان، ففي حالة تغييره عن طريق الزيادة فإن هذه الزيادة تتم عن طريق دفعات جديدة من طرف شركاء قدامى أو عن طريق انضمام شركاء جدد وفي هذا الصدد نصت المادة 5 فقرة 1 من الأمر 96-08 على أنه: "لا تتضمن الأسهم التي تصدرها الشركة حق أفضلية الاكتتاب في زيادات رأس المال..."، فحسب نص المادة يخضع كل المساهمين القدامى والجدد لمبدأ المساواة، غير أنه هذا له تأثير سلبي من الناحية العملية، حيث أن زيادة رأس المال تؤثر على قيمة الأسهم، فإذا كان سعر الإصدار للسهم الجديد أقل من سعر البورصة يوم الإصدار فهذا يؤدي إلى تخفيض سعر السهم وبالتالي يؤدي إلى خسارة المساهمين، وقد منح المشرع ل.ت.ع.ب.م صلاحية تحديد إصدار هذه الأسهم وإعادة شرائها بموجب لائحة دورية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حورية سويقي، التسيير الفردي والجماعي لحافطة القيم المنقولة على مستوى البورصة، مجلة دائرة البحوث والدراسات

القانونية والسياسية، المركز الجامعي - تيبازة -، المجلد 5، العدد 2، سنة 2021، ص 419.

<sup>2</sup> يوسف منصور، المرجع السابق، ص 28.

<sup>3</sup> المادة 3 فقرة 2 من الأمر 96-08 المذكور سابقاً.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أما فيما يخص تغيير رأس المال عن طريق النقصان فيجوز تخفيضه باسترداد الشركاء ما دفعوا كحصة في رأس مال الشركة، وهذه الطريقة تؤدي إلى إضعاف الضمان العام للدائنين، لذلك قام المشرع الجزائري باشتراط حد أدنى لا يجوز تجاوزه طبقاً للمادة 23 فقرة 1 من النظام 04-97 سالف الذكر<sup>1</sup>، وهذا ما ذهب إليه القانون السعودي حيث نص على عدم جواز نقصان رأس المال عن الخمس (5/1)، وكذلك الحال في القانون السوري<sup>2</sup>.

تجدر الإشارة إلى أن أسهم شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير تقوم على أساس قيمتها التصفوية بدلاً من قيمتها السوقية، وقد نص المشرع على أنه تحدد القيمة التصفوية عن طريق لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها حيث نصت المادة 2 من النظام رقم 04-97 سالف الذكر<sup>3</sup>، على أنها تنتج عن حاصل قسمة صافي الأصول على عدد أسهمها أو حصصها، ويساوي صافي الأصول الفرق بين مجموع أصولها وديونها<sup>4</sup>.

في الحقيقة تقييم السهم عن طريق القيمة التصفوية حسب رأي العديد من المتخصصين الاقتصاديين يشكل خطراً على مشروع الشركة خاصة إذا كانت القيمة السوقية للسهم منهارة، لذلك يفضل لجوء شركات الاستثمار إلى تسعير أسهمها في البورصة التي تفرض ضوابط صارمة بشأن الفرق بين التسعيرة والقيمة التصفوية للسهم<sup>5</sup>، هذا ما ذهب إليه المشرع الجزائري من خلال نص المادة من الأمر 08-96 بنصه على إمكانية قبول أسهم ش.إ.ر.م.م ضمن تسعيرة بورصة القيم المنقولة حسب الشروط التي تحددها اللجنة.

### ب- دور شركات الاستثمار في تنشيط السوق المالي:

تلعب شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير دوراً فعالاً في البورصة وذلك من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب مع ظروف المستثمرين، فخاصية التنويع التي تتميز بها

<sup>1</sup> المادة 23 من النظام 04-97 المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> مرتضى حسين إبراهيم السعدي، المرجع السابق، ص 63.

<sup>3</sup> المادة 2 من النظام 04-97 المذكور سابقاً.

<sup>4</sup> المادة 3 من النظام 04-97 المذكور سابقاً.

<sup>5</sup> سميرة بوقامة، المرجع السابق، ص 73.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

الحافطة التي تسيروها وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار، تؤدي إلى تشجيع المستثمرين على شراء أسهمها وجذب أكبر عدد من المدخرين الذين يملكون أموال صغيرة يريدون توظيفها في البورصة، حيث لا يمكنهم الاستثمار مباشرة في البورصة لقلّة خبرتهم هذا من جهة، ومن جهة أخرى لا يستطيعون اللجوء إلى الوسطاء لقلّة المبالغ المالية التي يملكونها<sup>1</sup>.

فهي تعد وسيلة لتنشيط السوق المالي نظرا لغرضها الأساسي المتمثل في الاستثمار في القيم المنقولة عن طريق إدارة المساهمات لعدد من المؤسسات، وذلك من أجل دعم التنمية الاقتصادية حيث تقوم بطرح أسهمها للجمهور واستخدام هذه الأصول في تكوين حافطة القيم المنقولة التي تشكل أداة قانونية للتوظيفات المالية للمدخرين في البورصة<sup>2</sup>، يتضح هذا الغرض من خلال نص المادة 2 من الأمر 96-08 التي تنص على أنه: "شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير المسماة فيما يأتي (ش.إ.ر.م.م) هي شركة أسهم هدفها تسيير حافطة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول"

انطلاقا مما سبق سنتطرق لبعض العناصر المتعلقة بحافطة القيم المنقولة المتمثلة في:

### 1- مفهوم حافطة القيم المنقولة:

يطلق مصطلح المحفظة على مجموع ما يملكه المستثمر من أسهم وسندات وأصول استثمارية أخرى، الهدف هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال، حيث تعد هذه المحفظة المالية أداة من أدوات الاستثمار المركبة، فهي تتكون على الأقل من ورقتين أو أكثر مختلفة (أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات...)، تتحدد جودة مكوناتها من خلال عائد ومخاطر الأوراق المالية فهما يعتبران المعيار الحاسم للحكم على جودة المحفظة<sup>3</sup>.

يمكن تعريف محفظة القيم المنقولة بأنها: "مجموعة اختيارات من القيم المنقولة، تشكل مزيجا متجانسا يتم انتقائها بعناية ودقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات الاستثمارية، لذلك تختلف

<sup>1</sup> سميرة بوقامة، المرجع السابق، ص 20.

<sup>2</sup> يوسف منصور، المرجع السابق، ص 26.

<sup>3</sup> قاسم نايف علوان، المرجع السابق، ص 184.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

من حيث نوعها، قيمتها، معدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها"، أو هي "مجموعة من الأصول المالية المنقولة التي يمسكها المستثمر من أجل المتاجرة والاستثمار"<sup>1</sup>.

وعرّفت أيضا بأنها: "عبارة عن تشكيلة أو مجموعة من الأدوات الاستثمارية، سواء كانت حقيقية أو مالية، يمسكها المستثمر بهدف تحقيق عائد معين عند مستوى معقول من المخاطرة من خلال تنويع مكوناتها وفقا لأساليب علمية صحيحة"<sup>2</sup>.

لا بد من الإشارة إلى أنه نتيجة للتقدم التكنولوجي واتجاه بورصات القيم المنقولة نحو العولمة ظهر نوع جديد من المحافظ المالية المتمثل في المحافظ المالية الإلكترونية والتي يقصد بها "استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات لتبادل وتداول المعلومات المالية والاستثمارية الإلكترونية فورا مما يقلل من مخاطر الاستثمار، ويزيد من شفافية المعلومات ويقلل من التكلفة، الوقت والجهد في إدارتها"<sup>3</sup>.

### 2- تكوين محفظة القيم المنقولة:

تحدد أهمية شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير من خلال ممارسة نشاط تسيير حافظة القيم المنقولة بموجب المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري، والتي أحالت إليها المادة 33 من الأمر 08-96 سالف الذكر بنصها على "تعتبر قيما منقولة بالنسبة لتطبيق هذا الأمر، القيم المنظمة بموجب أحكام المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري وكذلك القيم من نفس الطبيعة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون المعنويون التابعون للقانون العام".

إن تكوين محفظة القيم المنقولة يخضع لمبدأين أساسيين هما:

### 1.2- مبدأ الشمول:

الذي يقصد به احتواء المحفظة المالية على غالبية القيم المنقولة المتداولة في البورصة (أسهم، سندات،...) بهدف تحقيق عائد مرتفع ومستقر بأقل مخاطر ممكنة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> حاتم مولود، المرجع السابق، ص 19.

<sup>2</sup> نورة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 409.

<sup>3</sup> حاتم مولود، المرجع السابق، ص 20.

<sup>4</sup> حاتم مولود، المرجع نفسه، ص 22.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

وقد جسد المشرع الجزائري هذا المبدأ من خلال نص المادة 32 من الأمر 96-08 سالف الذكر " يشتمل أصل (ه.ت.ج.ق.م) أساسا على قيم منقولة وسندات دين قابلة للذكر وبصفة تبعية سيولات"، فالمشرع اعتبر سندات الدين القابلة للتداول بأنها سندات الدين الصادرة والمتداولة والقابلة كذلك في السوق النقدية حسب الصيغ والشروط التنظيمية السارية المفعول<sup>1</sup>، وتعد السيولات الأموال المودعة فورا أو بأجل لا يتجاوز مدة سنتين<sup>2</sup>.

فالمشرع نص على أن حافظة القيم المنقولة تشمل غالبية القيم المنقولة المتداولة في البورصة سواء كانت تمثل حصة في رأس المال وهي الأسهم وشهادات الاستثمار، أو تمثل دين في ذمة الشركة وهي سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، وسندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالإضافة إلى سندات الخزينة العمومية<sup>3</sup>.

### 2.2- مبدأ التنوع:

يقصد به تجميع عدة أنواع من القيم المنقولة أي ذات خصائص متنوعة في محفظة مالية واحدة<sup>4</sup>، الهدف من هذا المبدأ هو تخفيض نسبة المخاطر وزيادة نسبة العائد<sup>5</sup>.

المشرع الجزائري لم ينص على هذا المبدأ صراحة لكن يمكن استخلاصه من نص المادة 40 من الأمر 96-08 حيث نص على أنه: "يجب أن تستجيب سياسة التوظيف الخاصة ب ش.إ.ر.م.م.... في جميع الحالات لمصالح المساهمين..." يتضح لنا من خلال نص المادة أن المشرع أعطى أولوية كبيرة لمصلحة المساهمين في ش.إ.ر.م.م. لذا يجب القيام بجميع الأعمال التي تؤدي إلى تخفيض نسبة المخاطرة عند تسيير حافظة القيم المنقولة، وبالتالي لا بد من تطبيق مبدأ التنوع عند تكوين الحافظة حماية للمستثمرين، كما حدد المشرع نسبا معينة يجب على الشركة احترامها عند اكتسابها للقيم المنقولة بهدف توزيع المخاطر، بحيث لا تتركز أموال الشركة

<sup>1</sup> المادة 34 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 35 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> نورة حميل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 281.

<sup>4</sup> حاتم مولود، المرجع السابق، ص 22.

<sup>5</sup> قاسم نايف علوان، المرجع السابق، ص 187.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

في أنواع معينة من القيم المنقولة فتتعرض لمخاطر جسيمة في حالة نقصان قيمتها، كما يهدف  
المشرع لمنع سيطرة ش.إ.ر.م.م على بعض الشركات والتدخل في إدارتها وذلك إذا امتلكت نسبة  
كبيرة من أسهم هذه الشركات.

في الأخير لا بد من الإشارة إلى أنه بالرغم من الدور الفعال لشركة الاستثمار ذات رأسمال  
المتغير في تنشيط السوق المالي، إلا أنه منذ نشأتها لا يوجد أي نشاط فعلي لها، والسبب في ذلك  
راجع لقلة عدد الشركات المدرجة في البورصة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: الاستثمار عن طريق الصناديق المشتركة للتوظيف.

تعد صناديق المشتركة للتوظيف ثاني نوع من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وقد  
عرّفها المشرع الجزائري ضمن نص المادة 13 من الأمر 96-08: "الصندوق المشترك للتوظيف  
المسمى فيما يأتي (ص.م.ت) هو ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناء  
على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات، حسب  
الحالة لا يتمتع (ص.م.ت) بالشخصية المعنوية"

يتضح لنا من نص المادة أن المشرع الجزائري من خلال تعريفه لص.م.ت لم يتطرق إلى  
الهدف من إنشائه، إنما اكتفى بذكر أنه ملكية مشتركة، وحدد كيفية إصدار الحصص وإعادة  
شرائها، ونص على عدم اكتسابه الشخصية المعنوية.

بينما المشرع المصري اكتفى بالنص في المادة 35 من القانون 95 لسنة 1992 على أنه يجوز  
إنشاء صناديق استثمار (صناديق توظيف مشتركة) تهدف إلى استثمار المدخرات في الأوراق  
المالية في الحدود ووفقا للأوضاع التي تبينها اللائحة التنفيذية<sup>2</sup>.

وقد عرّفها الأستاذ حسني المصري بأنها: " ملكية مشتركة لقيم منقولة يسعى مديروها إلى  
توظيفها في البورصة بتكوين محافظ الأوراق المالية"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مقابلة مع السيد بولحدور نيزام، المرجع السابق.

<sup>2</sup> يوسف منصور، المرجع السابق، ص 29.

<sup>3</sup> نواره حمليل ، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 235.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

كما عرّف أيضا بأنه: "بنيان ثلاثي الأطراف ينشأ بين المؤسس وأمين (مدير) الاستثمار والمدخرين، بغرض تكوين إدارة حافظة أوراق مالية، يشترك المدخرون في أرباحها وخسائرها، دون أن يكون لهم الحق في الاشتراك في إدارة الصندوق وتتمثل حقوقهم في الصكوك التي يصدرها ويعتمد الصندوق في إدارته على مبدأ توزيع المخاطر لتحقيق عائد آمن ومتزن ومستقر"<sup>1</sup>.

بينما في فرنسا فقد نصت المادة الأولى من المرسوم الصادر عام 1957 على تعريف صندوق الاستثمار المعروف باسم الصندوق المشترك للتوظيف بأنه: "مجموعة المبالغ المستثمرة استثمارا قصير الأجل أو واجبة الرد بمجرد الطلب والمقدمة من عدة أشخاص يتمتعون على المال المشترك بحق الملكية الشائعة ولا يعتبر هذا المال المشترك شركة ولا يتمتع بالشخصية المعنوية"<sup>2</sup>. يتضح من خلال تعريف المشرع الفرنسي أنه اعتبر ص.م.ت ملكية مشتركة ولا يتمتع بالشخصية المعنوية مثل نظيره المشرع الجزائري.

من خلال المفاهيم السابقة يتضح لنا جملة من الخصائص التي يتميز بها ص.م.ت والتي تتمثل في:

- الملكية المشتركة للقيم المنقولة
- استثمار المدخرات في الأوراق المالية
- امتلاك إدارة متخصصة للأصول المالية
- الصيغة التعاقدية الثلاثية لأطراف الصندوق
- عدم التمتع بالشخصية المعنوية<sup>3</sup>.

نظرا لخصوصية ص.م.ت فقد وضع المشرع الجزائري ضوابط قانونية ينفرد بها سواء في مرحلة التأسيس (أولا)، أو عند تسيير الصندوق (ثانيا).

<sup>1</sup> حاتم مولود، المرجع السابق، ص 113.

<sup>2</sup> يوسف منصور، المرجع السابق، ص 30.

<sup>3</sup> نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 236.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أولاً: الضوابط القانونية لتأسيس الصناديق المشتركة للتوظيف.

لقد نظم المشرع الجزائري قواعد تأسيس ص.م.ت من خلال الأحكام القانونية المنصوص عليها في الأمر 08-96 والمرسوم التنفيذي رقم 96-474 سالف الذكر، وكذا بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-04 سالف الذكر حيث نص على جملة من الشروط الواجب توفرها عند تأسيس هذه الصناديق، وكذا جملة من الإجراءات القانونية الواجب إتباعها عند تأسيسها.

### أ- شروط تأسيس صناديق التوظيف المشتركة:

بالرجوع إلى أحكام الأمر 08-96 نجد المشرع الجزائري عرّف صناديق التوظيف المشتركة ضمن نص المادة 13 سالف الذكر، غير أنه لم يحدد شكل قانوني معين لهذه الصناديق ولا الهدف من إنشائها، كما نصّ على عدم تمتعها بالشخصية المعنوية، يترتب على ذلك أن ملكية حافظة الأوراق المالية التي كونها الصندوق لا تثبت له، بحيث لا تكون له ذمة مالية مستقلة عن ذمة الشركاء في الحافظة المالية، كما يترتب عليها حق ملكية المدخر للحافظة بقدر الجزء الذي يقابل الحصة التي قدمها سواء كانت حصة نقدية أو عينية، بذلك لا يمكن لدائني الصندوق مطالبة الشركاء بديونهم في أموالهم الخاصة، كما لا يستطيع المكتتبين في حصص الصندوق إدعاء ملكية جزء من رأس مال الصندوق بصفة خاصة<sup>1</sup>.

هذا ما ذهب إليه المشرع الفرنسي كما سبق وأشرنا أنه لم يعترف بالشخصية المعنوية للص.م.ت كما أنه لم يشترط اتخاذه شكل قانوني معين، بينما المشرع المصري أوجب اتخاذ شكل شركة المساهمة كم أجاز للبنوك وشركات التأمين تأسيس صناديق استثمار في شكل شركة مساهمة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> يوسف منصوري، المرجع السابق، ص 34.

<sup>2</sup> نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 238.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

نص المشرع الجزائري في المادة 15 من الامر 96-08 سالف الذكر على أنه لا تطبق أحكام القانون المدني المتعلقة بالشيوع على (ص.م.ت)، بالرغم من أنه عرفها على أساس أنها ملكية مشتركة، فقد منح حاملي الحصص أو ذوي حقوقهم تقسيم (ص.م.ت)<sup>1</sup>.  
كما أوجب أن لا تقل الأصول الأصلية في (ص.م.ت) عن المبلغ المحدد بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-447 سالف الذكر والذي حددها بقيمة مليون دينار جزائري (1000.000)<sup>2</sup>.

### ب- إجراءات تأسيس صناديق التوظيف المشتركة:

نظرا لخصوصية ص.م.ت فقد نص المشرع على مجموعة من الإجراءات التي يجب إتباعها لتأسيسها تختلف عن إجراءات تأسيس ش.إ.ر.م.م والتي تتمثل في:

#### 1- إعداد مشروع نظام الصندوق المشترك للتوظيف:

يتم إعداد مشروع نظام ص.م.ت بمبادرة مشتركة بين مسير ومؤسسة مؤتمنة باعتبارهما مؤسسي ص.م.ت<sup>3</sup>، واشترط مجموعة من المعلومات التي يجب أن يتضمنها المشروع طبقا لنص المادة 18 من نظام اللجنة رقم 97-04 سالف الذكر والمتمثلة أساسا في:

- اسم المسير والمؤسسة المؤتمنة
- سياسة التوظيف للصندوق المشترك للتوظيف لاسيما الأهداف الخاصة التي تريد تحقيقها والمعايير التي تستوحي منها
- طرق ودورية حساب القيمة التصفية
- طرق تقييم القيم المسجلة في الأصول الموجودة في محفظة الأوراق المالية
- مبلغ رأس المال الأصلي
- الحد الأدنى للمبلغ بحيث أنه لا يمكن أن يقل رأس المال تحت حكم طائلة التصفية للصندوق المشترك للتوظيف

<sup>1</sup> المادة 16 من الامر 96-08 سالف الذكر.

<sup>2</sup> المادة 3 من المرسوم التنفيذي 96-474 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 19 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

- المبلغ الأقصى لعمولات الاكتتاب وإعادة شراء الحصص، وكذلك المبلغ الأقصى لمصاريف التسيير
- تواريخ افتتاح الدورة الأولى والدورات المتتالية وتواريخ غلقها
- طبيعة وعدد المعلومات لإبلاغ حاملي الحصص
- طرق الإصدار وإعادة شراء الحصص
- مندوب الحسابات - طرق التعيين - الحقوق والواجبات - طرق منح الأجر
- طرق توزيع النتائج وتوزيع المداخيل (إذا كانت موجودة)
- طرق تعديل النظام
- طرق انحلال وتصفية إعادة تكوين الصندوق المشترك للتوظيف
- نسخ من القوانين الأساسية للمسير والمؤسسة المؤتمنة، ونسخ شهادات السجل التجاري.

### 2- إيداع طلب منح الاعتماد لمشروع نظام الصندوق المشترك للتوظيف:

نص المشرع الجزائري على عدم إمكانية تأسيس أي ص.م.ت إلا إذا تمّ منح اعتماد من طرف ل.ت.ع.ب.م مسبقا لمشروع نظامه<sup>1</sup>.

وقد حدد المشرع شروط منح الاعتماد بموجب نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-04، حيث أوجب إيداع ملف الاعتماد من قبل مؤسسي ص.م.ت لدى اللجنة<sup>2</sup>، وبذلك تقوم هذه الأخيرة بإعطائهم وصل استلام مؤرخ وممضي من طرفها تشهد من خلاله باستلام ملف طلب منح الاعتماد<sup>3</sup>، وعند دراستها للملف تقوم بإخطار مؤسسي ص.م.ت بقرارها سواء برفض أو قبول منح الاعتماد لمشروع النظام وذلك عن طريق رسالة مسجلة مع وصل تسليم، وتصدر قرارها في أجل شهرين من تاريخ

<sup>1</sup> المادة 18 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 5 من النظام رقم 97-04 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 7 من النظام رقم 97-04 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

إيداع الملف كاملاً<sup>1</sup>، وقد منح المشرع طالب الاعتماد في حالة رفض اللجنة منحه الاعتماد حق الطعن في هذا القرار المنصوص عليه في التشريع الساري المفعول<sup>2</sup>.

في حالة الحصول على الاعتماد يجب على المسير القيام بالإجراءات المتعلقة بالتأسيس في أجل أقصاه ثلاثة أشهر من تاريخ الحصول على الاعتماد، كما يجب أن ينشر نظام ص.م.ت في جريدة الإعلانات القانونية<sup>3</sup>، وفي نفس المدة ألزم المشرع المسير أيضاً بنشر ملخص عن الملف المودع لدى المركز الوطني للسجل التجاري في جريدة مؤهلة لقبول الإعلانات القانونية<sup>4</sup>، كما يجب عليه خلال هذه الفترة إيداع نسخة من شهادة الإيداع المسلمة من طرف المؤسسة المؤتمنة، ونسخة من تقرير التقييم للمساهمات العينية المحررة من طرف مندوب الحسابات تحت مسؤوليته لدى ل.ت.ع.ب.م<sup>5</sup>.

لابد من الإشارة إلى أنه عند الحصول على الاعتماد وعدم استكمال الإجراءات المتعلقة بالتأسيس التي سبق ذكرها والمنصوص عليها في المواد من 19 إلى 22 من نظام 04-97 سالف الذكر يترتب عليه إلغاء الاعتماد من طرف ل.ت.ع.ب.م<sup>6</sup>.

### ثانياً: الضوابط القانونية لتسيير صناديق المشتركة للتوظيف

لإدارة ص.م.ت وضع المشرع الجزائري شروط لتسييرها ذلك بهدف توفر قدر معين من ثقة المدخرين<sup>7</sup>، فقد نص على شروط قانونية متعلقة بمسير الصندوق، كما نص على وضع هيئة مهمتها مراقبة ص.م.ت تحت تسمية المؤسسة المؤتمنة والتي تعد أحد مؤسسي الصندوق.

<sup>1</sup> المادة 8 من النظام 04-97 المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> المادة 18 من الأمر 08-96 المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> المادة 22 من الأمر 08-96 المذكور سابقاً.

<sup>4</sup> المادة 20 من النظام 04-97 المذكور سابقاً.

<sup>5</sup> المادة 19 من النظام رقم 04-97 المذكور سابقاً.

<sup>6</sup> المادة 22 من النظام 04-97 المذكور سابقاً.

<sup>7</sup> يوسف منصوري، المرجع السابق، ص 86.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

أ- الشروط المتعلقة بمسير الصندوق المشترك للتوظيف:

بالرجوع إلى نص المادة 28 من الأمر 96-08 نجد المشرع عرّف المسير بأنه: "شخص طبيعي أو معنوي يقوم بتسيير الصندوق وفقا لنظامه وحسب مصلحة حاملي الحصص فقط، وأوجب أن يكون مقر الصندوق ومقر إقامة المسير في الجزائر".

أما المشرع الفرنسي فقد أوكل مهمة تسيير صناديق الاستثمار إلى شركة متخصصة في إدارة المحافظ المالية بموجب المادة 11 من القانون الصادر في 23 ديسمبر 1988، وهذه الشركة هي نفسها التي اشتركت مع المؤسسة المؤتمنة في إنشاء الصندوق، بينما المشرع المصري فقد أوكل مهمة تسيير الصناديق لشركة مختصة ومستقلة عن الشركة المنشئة للصندوق، وتسري هذه الأحكام على الصناديق التي أنشأتها البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، والسبب في ذلك تبنيه مبدأ التخصص في إدارة صناديق الاستثمار<sup>1</sup>.

فكان من الأخرى أن يتبع المشرع الجزائري نظيره المصري في توكيل مهمة تسيير صناديق توظيف المشتركة لمؤسسة متخصصة في ذلك مستقلة عن الشركة المنشأة تتمتع بالخبرة والمعرفة الكافية لإنجاح الهدف من إنشاء هذه الصناديق، بالتالي يؤدي إلى زيادة ثقة المدخرين وجذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين الجدد، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار في هذا النوع من الصناديق وبذلك تنشيط السوق المالي.

فقد نص المشرع على جملة من الشروط المتعلقة بالمسير والمتمثلة في:

- ضرورة حيازته على الأقل 10% من أصول الصندوق دون أن يقل هذا المبلغ عن 500.000 دج.

- يجب أن يكون لديه موظفون مؤهلون

- يجب أن يكون له محل مجهز بكل الوسائل المادية الضرورية للقيام بنشاطه<sup>2</sup>.

وهذه الشروط مشتركة مع ش.إ.ر.م.م التي سبق ذكرها.

<sup>1</sup> نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 241.

<sup>2</sup> المادة 47 من النظام 97-04 المذكور سابقا.



## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

كما أُلزم المشرع المسير بتنفيذ جميع التزاماته بصفته وكيل لحاملي الحصص ويمارس جميع الحقوق المتعلقة بالسندات التي تكوّن حافظة ص.م.ت، ويمكن لحاملي الحصص من الاستفادة من الإيرادات الناتجة عن التوظيفات بنسبة ما يقدمه من حصص، ويمثل ص.م.ت أمام الغير ولا يجوز له استعمال أصول الصندوق لاحتياجاته الخاصة<sup>1</sup>.

كما نص المشرع على جملة من الشروط المتعلقة بتسيير الحصص، حيث أوجب أن تتخذ حصص الصندوق الشكل الاسمي ممثلة بشهادات اسمية تسلم من طرف المسير، ويمكن لكل شهادة أن تمثل حصة أو عدة حصص<sup>2</sup>، بمعنى أنه بعد اكتتاب المدخرين يتم تسليمهم شهادات أطلق عليها المشرع تسمية "شهادات اسمية"، التي يطلق عليها أغلب التشريعات المقارنة تسمية "وثائق الاستثمار"، هذه الشهادات تمثل حصة كل مستثمر في الصندوق ويتم توزيع الأرباح على أساسها<sup>3</sup>.

فقد منح المشرع أي شخص طبيعي أو معنوي حق شراء حصص ص.م.ت وحق إعادة شراء الحصص التي في حوزته، غير أنه يمكن لنظام الصندوق أن يجعل شراء الحصص مقتصرًا على بعض الفئات من الأشخاص فقط مع تحديد شروط ممارسة حق إعادة شراء الحصص<sup>4</sup>، بذلك المشرع منح نظام ص.م.ت حق تقليص دائرة الأشخاص الذين لهم حق شراء الحصص حماية للمستثمرين، كما أجاز المسير تعليق عملية إعادة شراء حصص ص.م.ت وكذا إصدار حصص جديدة بصفة مؤقتة ذلك إذا اقتضت ظروف استثنائية أو إذا تطلبت مصلحة الحاملين حسب الشروط المحددة بموجب نظام ص.م.ت<sup>5</sup>، ويتم تعليق عملية إعادة شراء الحصص عندما يكون الأصل الصافي لص.م.ت أقل من نصف المبلغ المحدد<sup>6</sup> الذي حددته المادة 3 من المرسوم التنفيذي 96-474 سألفة الذكر الذي يتمثل في مليون دينار جزائري، وفي هذه الحالة يمكن القيام

<sup>1</sup> المادة 28 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 27 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> يوسف منصوري، المرجع السابق، ص 75.

<sup>4</sup> المادة 24 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 25 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 26 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

بإجراءات حل الصندوق<sup>1</sup>، أو القيام بدمج الصندوق بشركة إ.ر.م.م، كما يمكن دمج مع صندوق آخر وذلك لإنشاء صندوق مشترك للتوظيف جديد، ويمكن لكل من ص.م.ت أن يكون موضوع عملية انفصال<sup>2</sup>.

### ب- الإطار القانوني للمؤسسة المؤتمنة:

تطبيقا لنص المادة 36 من الأمر 96-08 سالف الذكر التي تنص على أنه: "تتولى حراسة أصول (ه.ت.ج.ق.م) مؤسسة مؤتمنة وحيدة، متميزة عن (ش.إ.ر.م.م) أو عن مسير (ص.م.ت) ومختارة على أساس قائمة أشخاص معنويين يحددها الوزير المكلف بالمالية..."

يتضح لنا أن المشرع الجزائري حدد الهيئات التي تمارس دور المؤسسة المؤتمنة عن طريق قائمة يصدرها الوزير المكلف بالمالية، ولقد أصدر هذا الأخير قرار مؤرخ في 13 غشت 1998 يتضمن تطبيق المادة 36 سالفة الذكر<sup>3</sup>، حيث نص في المادة الثانية منه على أنه دون الإخلال بأحكام المادة 39 من الأمر 96-08 سالف الذكر، فإن الأشخاص المؤهلون لممارسة وظيفة المؤسسة المؤتمنة هم البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة في إطار القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض<sup>4</sup>.

بناءا عليه نستنتج أنه لا يمكن إنشاء شركة خاصة لممارسة وظيفة المؤسسة المؤتمنة، ويعتبر هذا النشاط من بين النشاطات التبعية للنشاط المصرفي<sup>5</sup>.

هذا ما ذهب إليه المشرع الفرنسي حيث قام بتحديد قائمة بموجب قرار صادر عن وزير الاقتصاد بتاريخ 6 سبتمبر 1996، بينما المشرع المصري اشترط إيداع أصول صناديق الاستثمار

<sup>1</sup> المادة 28 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 29 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> قرار مؤرخ في 13 غشت 1998، المتضمن تطبيق المادة 36 من الأمر 96-08 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) و (ص.م.ت)، جريدة رسمية عدد 70، الصادرة بتاريخ 20-سبتمبر 1998، ص 31.

<sup>4</sup> القانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990، المتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 16، الصادرة بتاريخ 18 أبريل 1990، ص 520.

<sup>5</sup> حاتم مولود، المرجع السابق، ص 116.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري، بشرط أن لا يكون هذا البنك مالكا أو مساهما في الشركة المديرة للصندوق<sup>1</sup>.

ألزم المشرع الجزائري تعيين هذه المؤسسة ضمن القوانين الأساسية ل(ش.إ.ر.م.م) أو نظام(ص.م.ت)<sup>2</sup>، كما نص على ضرورة أن يكون مقرها في الجزائر<sup>3</sup>، وأوكل لها جملة من المهام التي تنفرد بممارستها والتي نوجزها كالآتي:

### 1- المهمة الرقابية:

تعد مهمة الرقابة الوظيفية الأساسية التي تضطلع بها المؤسسة المؤتمنة، حيث نص عليها المشرع الجزائري في نص المادة 36/فقرة 3 من الأمر 96-08 سلف الذكر: "...يجب عليها كذلك أن تتأكد من صحة القرارات التي تتخذها(ش.إ.ر.م.م) أو يتخذها مسير (ص.م.ت).. ذلك بغرض حماية المساهمين في شركات الاستثمار، وفي إطار اتخاذ كل الإجراءات التحفظية اللازمة لتفادي قيام مسؤوليتها القانونية<sup>4</sup>.

لا بد من الإشارة أن المشرع الجزائري نص على عدم تأثر مسؤولية المؤسسة المؤتمنة إذا ما كلفت غيرها بحراسة كل الأصول أو جزء منها<sup>5</sup>، بمعنى أنه لا يمكنها التملص من تحمل المسؤولية حتى وإذا كلفت غيرها بممارسة وظيفتها الرقابية نظرا لأهمية هذه الوظيفة، كما ألزمها المشرع بتقديم ضمانات كافية خاصة في مجال التنظيم والوسائل التقنية والمالية، وكذلك فيما يتعلق بخبرة مسيرها<sup>6</sup>.

إن ممارسة مهمة الرقابة من طرف المؤسسة المؤتمنة على ش.إ.ر.م.م والصندوق المشترك تعد ضمانا هامة للمكنتبين، ذلك من حيث عدم جواز استثمار أموالهم في غير الصكوك التي

<sup>1</sup> نورة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 243.

<sup>2</sup> المادة 36/فقرة 2 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 37 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> سميرة بوقامة، المرجع السابق، ص 129.

<sup>5</sup> المادة 36 /فقرة 4 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 39 من الأمر 96-08 المذكور سابقا.

## الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

حددها القانون أو النظام الداخلي للشركة، ومراقبتها لسير المحفظة المالية في السوق المالي لضمان أكبر ربح ممكن بأقل مخاطرة<sup>1</sup>.

### 2- المهمة التنفيذية:

تمارس المؤسسة المؤتمنة هذه الوظيفة من خلال تنفيذها لجميع أوامر المسيرين ، وذلك عن طريق تلقيها لأموال الاكتتاب وشرائها للقيم المنقولة، هناك من يربط هذه الوظيفة بطبيعة المحفظة المالية في حد ذاتها، فيمكن أن تكون المؤسسة مجرد أمين استثمار بمعنى تقوم بتسيير المحفظة على حدود مرسومة هذا فيما يخص المحفظة المالية الجامدة أو ثابتة التكوين، ويمكن للمؤسسة أن تمارس مهمتها التنفيذية بكل حرية إذا تعلق الأمر بالمحافظ المالية المرنة<sup>2</sup>.

ومن بين المهام التنفيذية للمؤسسة التزامها بحفظ أصول هيئات التوظيف الجماعي حيث نصت على ذلك المادة 38 من الأمر 96-08 سالف الذكر: " لا يمكن للمؤسسة المؤتمنة تحصيل ديونهم من أصول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة"، وهي بذلك تمنع أي تلاعب من طرف المسيرين اتجاه موجودات الشركة أو الصندوق، وكذا ضمان عدم صورية النشاط وتطابقه مع حجم رأس المال<sup>3</sup>.

حفظ أصول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة يكون من خلال قيد الصكوك في حساب خاص ومستقل، حيث تتولى حفظ الأموال المودعة لديها وإعادتها عند طلبها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> يوسف منصوري، المرجع السابق، ص 111.

<sup>2</sup> سميرة بوقامة، المرجع السابق، ص 127.

<sup>3</sup> حورية سويقي، المرجع السابق، ص 424.

<sup>4</sup> نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 243.

# الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة

## خاتمة الباب الأول:

أولى المشرع الجزائري اهتماما بالغا لمهنة الوساطة المالية باعتبارها آلية من آليات تنشيط السوق المالي، فقد وضع ضوابط قانونية تبين المركز القانوني للوسيط في عمليات البورصة، ومنع الأشخاص الطبيعيين من ممارسة هذه المهنة وبالتالي أصبحت حكرا على الشخص المعنوي، مما ساهم في جذب صغار وكبار المستثمرين للتعامل على القيم المنقولة في البورصة، نظرا لما يوفره الشخص المعنوي من ضمانات حيث أحاطه المشرع بمجموعة من الشروط والإجراءات للحصول على الاعتماد مقابل تعزيز مسؤوليته في حالة إخلاله بالتزاماته.

كما أنشأ المشرع في إطار تشجيع الاستثمار في البورصة سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونظمها بموجب النظام رقم 12-01 سالف الذكر، الذي أبرز الدور الفعال للوسيط المالي كراعي رسمي الذي يتكفل بمساعدة هذه المؤسسات للدخول إلى السوق المالي . نود أن نشير إلى أنه للوسيط المالي دور فعال في تنشيط السوق المالي بالرغم من النقائص الموجودة في الأحكام القانونية المتعلقة بتنظيم البورصة، والتي يجب على المشرع تداركها حتى يواكب الأسواق المالية العالمية.

الملاحظ أيضا من خلال دراستنا أن المستثمر في بورصة القيم المنقولة يمكن أن يتعرض إلى مخاطر متعددة تتحدد حسب نوع الاستثمار ومدته، وهي ما تعرف بمخاطر السوق المالي، فبالرغم من الفوائد التي تعود إليه نتيجة الاستثمار في الأوراق المالية، هناك احتمال خسارته لجزء من رأسماله، وحماية للمستثمر من الوقوع في هذه المخاطر قام المشرع الجزائري بوضع أجهزة قانونية لها خبرة وكفاءة تساعده على توظيف أمواله المتمثلة أساسا في شركة الرأسمال الاستثماري وهيئات التوظيف الجماعي، التي نظمها بموجب أحكام قانونية فرضت عليها جملة من الشروط لممارسة نشاطها الاستثماري، فقد سعى المشرع لجذب المستثمرين للاستثمار في السوق المالي لما لهم من دور فعال في تنشيطه، فكلما كان عدد المستثمرين كبير كلما زادت معاملات البورصة.

# الباب الثاني

---

ضبط المتدخلين للسوق المالي:  
الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين  
في ضبط بورصة القيم المنقولة.

---

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

إن أهمية الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية، وضرورة حماية المستثمرين جعلت مختلف المشرعين يعمدون إلى خلق قوانين وأنظمة، وذلك بغرض ردع بعض التجاوزات حيث كان لزاماً إيجاد نوع من الشرطة لحماية المستثمرين، فمراقبة الأسواق المالية تكون من صلاحيات سلطات البورصة نفسها، مثلما هو الشأن في بريطانيا وهولندا، واللجنة البنكية البلجيكية سنة 1935، أو لجنة عمليات البورصة الفرنسية سنة 1967<sup>1</sup>، أو من قبل هيئة متخصصة تنشأ على هيئة لجنة أمن الأوراق المالية securities and exchange commission (SEC) في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1934 نتيجة الأزمة المالية التي تعرضت لها سنة 1929<sup>2</sup>.

فقد حاول المشرع الفرنسي تنظيم سوق رأس المال من خلال إقامة جهة رقابية تشرف على سوق البورصة، وضبط أداء التعامل داخلها وفي نفس الوقت العمل على تشجيع صغار المدخرين كانت الرقابة على سوق رأس المال الفرنسي تنقسم إلى رقابة داخلية يمارسها كل من مجلس بورصات القيم المنقولة ومجلس الأسواق الآجلة حيث قام بدمجها في مجلس واحد بموجب القانون رقم 597 الصادر بتاريخ 2 يوليو 1996 تحت تسمية "مجلس الأسواق المالية الفرنسي" (cmf) **Financier Conseil du Marché** ، ورقابة خارجية تمارسها "لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها" **Commission des Opération de bourse (COB)** التي أنشأت بموجب الأمر 833 المؤرخ في 28 سبتمبر 1967، ولقد طرأت عدة تعديلات على الجهات الرقابية بموجب قانون رقم 706 الصادر بتاريخ 01 أوت 2003، حيث أحدث المشرع الفرنسي تغيير جذري في القوانين المنظمة للجهات المشرفة على سوق المال، إذ دمج كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومجلس الأسواق المالية، والمجلس التأديبي للتنظيم المالي في هيئة واحدة تحت تسمية

<sup>1</sup> رايح حريزي ، المرجع السابق، ص 181.

<sup>2</sup> Avenel jean\_ David, l'essentiel des marchés financiers aux Etats\_ unis, Editions Gualino, paris, 2011,p80.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

"سلطة السوق المالية" L'Autorité des Marchés Financiers (AME)<sup>1</sup> التي أطلق عليها مصطلح **le gendarme de la bourse** وهي سلطة مستقلة عن السلطات الاقتصادية والمالية تتمتع بالشخصية المعنوية، يتمثل دورها أساسا في ضمان الامتثال للأنظمة المعمول بها فيما يتعلق بالمعاملات المالية، ولاسيما ضمان إجرائها بشفافية كاملة كما تهدف لحماية ادخار المستثمرين<sup>2</sup>. كما أنشأ المشرع التونسي هيئة أسواق مالية بهدف إعادة تنظيم السوق المالية، وهي هيئة عامة مستقلة تهدف إلى حماية المدخرات المستثمرة في القيم المنقولة وكذا مراقبة المعلومات ومعاينة التقصيرات والتجاوزات المحتملة<sup>3</sup>، كما أنشأ المشرع المصري بموجب قانون رقم 10 صادر سنة 2009 المتعلق بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية هيئة عامة للرقابة المالية محل الهيئة العامة لسوق المالي، وقد أوكل لها مهمة تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال رقم 90 لسنة 1992 وكذا القرارات الصادرة تنفيذا له، كما أوكل لها عدة اختصاصات أخرى لمراقبة البورصة<sup>4</sup>.

لا بد أن نشير إلى أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في فرنسا لها دور كبير في حماية سوق الأوراق المالية، فنتيجة لانتشار فيروس كورونا مثلا اتخذت عدة تدابير وقائية للحد من تأثير هذا الفيروس على تداول الأسهم في السوق المالي، حيث أصدرت قرار بحظر البيع دون رصيد يوم الثلاثاء 17 مارس 2020 لمدة 24 ساعة على 92 سهما فرنسيا، لتقرر بعد ذلك اعتبارا من يوم الأربعاء 18 مارس 2020 حظر هذا النوع من عمليات البيع، لمدة شهر واحد، وذلك لما له من تأثير سلبي على سعر الأسهم خاصة في أوقات الأزمات<sup>5</sup>، كما ذهب الرئيس الجديد لهيئة ضبط السوق المالي للبورصة الأمريكية Gary Gensler إلى التصريح بضرورة تغيير لوائح الأسواق

<sup>1</sup> Peltier Frédéric, "le risque hégémonique de la protection de l'épargne dans la fusion cob-cmf", Revue de droit bancaire et financier, numéro3, 2003, p184.

<sup>2</sup> S.A, Bourse des crédits ,Gendarme de la bourse, <https://www.boursedescredits.com>, consulté le 19/06/2021 à 12h30m.

<sup>3</sup> بن عزوز عبد الرحمن، المرجع السابق، ص 141.

<sup>4</sup> خالد أحمد سيف الشعراوي، المرجع السابق، ص 385.

<sup>5</sup> S. A, le gendarme de la bourse prend des mesures fortes pour limiter les stress des marchés, <https://www.la tribune . fr>, consulté le 29/06/2021 à 11h10m.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المالية من أجل التكيف مع التغيرات التي أحدثتها العصر الرقمي، وذلك للحفاظ على أسواق عادلة ومنظمة وفعّالة مع ضمان حماية المستثمرين وتسهيل تكوين رأس المال<sup>1</sup>.

هذا ما ذهب إليه المشرع الجزائري حيث أنشأ " لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها" بموجب المادة 20 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة والمتمم بموجب المادة 12 من القانون رقم 03-04 حيث تعد هذه اللجنة سلطة ضبط مستقلة أسند لها مهمة حماية المستثمرين في القيم المنقولة والسهر على حسن سير السوق وضمان شفافية التعامل فيه، فقد حولها المشرع جملة من السلطات التي تسمح لها بممارسة مهامها على أكمل وجه ( الفصل الأول).

تستعين هذه اللجنة بأجهزة متخصصة في إدارة وتسيير عمليات السوق المالي تحت رقابتها، تتمثل في كل من: - شركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي أسندت لها مهمة تسيير البورصة وإدارتها.

- المؤتمر المركزي على السندات ( الجزائر للتسوية) الذي يتولى مهمة تسوية العمليات المنجزة في البورصة.

إن وجود شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي على السندات يسهل على لجنة تنظيم عمليات البورصة ضبط السوق المالي بكل شفافية ( الفصل الثاني).

<sup>1</sup> S. A, La sec, le gendarme de la bourse américaine, Veut adapter la régulation des marchés financiers à l'ère numérique, <https://latribue.fr>, consulté le 29/06/2021 à 18h15m.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

الفصل الأول: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: مدى احتكار اللجنة

### لسلطة ضبط السوق المالي؟

يستوجب الاستثمار في البورصة توفير جملة من الضمانات القانونية التي تحمي ادخار المستثمر، ومن أهم هذه الضمانات إنشاء جهاز يختص بمراقبة وضبط عمليات البورصة، هذا ما ذهب إليه المشرع الجزائري كغيره من المشرعين من خلال إنشائه للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

تعد هذه اللجنة الهيئة العليا للسوق المالي في الجزائر، تمّ إنشائها بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-171<sup>1</sup> المتعلق بالبورصة وكانت تدعى " لجنة البورصة"، وفي سنة 1993 بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في المادة 20 منه، قام المشرع بإعادة تنظيمها وتسميتها بـ " لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، وتمّ تنصيبها رسميا في 13 فيفري 1996، نود أن نشير هنا إلى أنه تمّ إنشاء اللجنة قبل وضع الإطار القانوني لبورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر<sup>2</sup>.

لدراستنا لهذا الفصل حاولنا تسليط الضوء على التكريس القانوني لدور اللجنة في ضبط السوق المالي من خلال تحديد مدى اعتبارها سلطة إدارية مستقلة، وإبراز مهامها في تنظيم السوق المالي، كما خصها المشرع بجملة من السلطات التي تمكنها من أداء دورها في البورصة، فقد قسمنا دراستنا إلى مبحثين: المبحث الأول: التكريس القانوني لدور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في ضبط السوق المالي.

المبحث الثاني: الآليات القانونية الممنوحة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لضبط السوق المالي.

<sup>1</sup> المرسوم التنفيذي 91-171 المؤرخ في 28 ماي 1991، المتعلق بلجنة البورصة، جريدة رسمية عدد 29، صادرة بتاريخ 1 جوان 1991، ص 944.

<sup>2</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، النظام القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مجلة الحقوق والحريات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، المجلد 9، العدد 2، سنة 2021، ص 1655.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المبحث الأول: التكريس القانوني لدور لجنة تنظيم عمليات البورصة

### ومراقبتها في ضبط السوق المالي

أنشأ المشرع الجزائري سلطة لضبط بورصة القيم المنقولة بموجب المادة 20 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا، غير أنه لم يضع تعريفا دقيقا لها، كما أنه لم يبين طبيعتها القانونية إنما اكتفى بتحديد تشكيلتها وكيفية سيرها، لكن بموجب تعديل سنة 2003 نص في المادة 12 من القانون 03-04 المذكور سابقا المعدلة والمتممة للمادة 20 " تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي".

من خلال نص المادة يتضح لنا أن المشرع الجزائري اعتبر ل.ت.ع.ب.م سلطة ضبط في المجال الاقتصادي تتمتع بالشخصية القانونية، ليست مجرد هيئة استشارية<sup>1</sup>، غير أن المشرع الجزائري لم يذكر صراحة مدى اعتبار ل.ت.ع.ب.م سلطة إدارية مستقلة (المطلب الأول)، ونظرا للدور الفعال للجنة في تنظيم السوق المالي فقد خصها المشرع بأحكام خاصة تتعلق بممارستها لسلطة الضبط (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: مدى اعتبار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سلطة إدارية مستقلة

بداية لابد من تحديد مفهوم السلطات الإدارية المستقلة، حيث اختلف الفقهاء في الأخذ بهذا المصطلح، فهناك من ينكر وجود مفهوم جديد للسلطات الإدارية المستقلة، وفي المقابل هناك من يذهب إلى الاعتراف بوجود سلطات إدارية مستقلة عن سلطات الدولة (الفرع الأول)، فتحديد مفهوم السلطات الإدارية المستقلة يسهل علينا تحديد أساس اعتبار ل.ت.ع.ب.م سلطة إدارية مستقلة أمام غياب نص صريح يحدد مدى اعتبارها كسلطة إدارية أم لا (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: ماهية السلطات الإدارية المستقلة

تشكل السلطات الإدارية المستقلة التوجه الجديد لدور الدولة من متدخلة إلى ضابطة في المجال الاقتصادي، فقد شهدت تطورات كبيرة بداية في الدول الانجلوساكسونية، ثم انتقلت إلى

<sup>1</sup> فاطمة الزهراء بدي، الوظيفة التنظيمية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ودورها في ضبط السوق المالي، مجلة نوميروس الأكاديمية، المركز الجامعي لمغنية، المجلد 1، العدد 2، سنة 2020، ص 180.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

فرنسا بمفهوم آخر، الجزائر أيضا خاضت هذه التجربة التي لا تزال حديثة، لذا سوف نتطرق إلى نشأة وتطور السلطات الإدارية المستقلة (أولا)، ثم تحديد مفهوم هذه السلطات (ثانيا).

### أولا: نشأة وتطور السلطات الإدارية المستقلة.

سوف نتطرق إلى نشأة وتطور السلطات الإدارية المستقلة في التشريع المقارن، ثم نشأتها في التشريع الجزائري.

### أ- السلطات الإدارية المستقلة في التشريع المقارن:

إن نشأة وتطور السلطات الإدارية المستقلة في التشريع المقارن، جاءت في عدة نماذج متمثلة أساسا في النموذج الأمريكي، النموذج البريطاني، والنموذج الفرنسي.

#### 1 - النموذج الأمريكي:

نشأة السلطات الإدارية المستقلة في القرن الثامن عشر (18) في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث عرفها الأمريكيون تحت تسمية "الوكالات الإدارية" **Administrative Agencies**، كانت لها أهمية كبيرة فقد اعتبرها النظام السياسي الأمريكي بمثابة سلطة رابعة، ففي سنة 1789 نشأة أول وكالة إدارية لتأمين المعاشات التقاعدية للجنود جرحى الحرب الثورية، وفي أواخر القرن الثامن عشر تم إنشاء هيئات تتولى تحديد الرسوم الجمركية المفروضة على السلع المستوردة<sup>1</sup>.

يعد أول نموذج للسلطات الإدارية المستقلة في الولايات المتحدة الأمريكية اللجنة التجارية ما بين الولايات تسمى: **Inter Commerce Commission**، هذه اللجنة كانت تابعة لوزارة الداخلية سنة 1887 في سنة 1889 تم فصلها عن الوزارة وكيفها المشرع الأمريكي سلطة إدارية مستقلة<sup>2</sup> ظهرت بعد ذلك عدة لجان ضبط مستقلة مثل: اللجنة الفدرالية للاتصالات، اللجنة الفدرالية للطاقة ولجنة حماية البيئة الهدف الأساسي لهذه اللجان هو سد نقائص الضبط الذاتي للسوق دون أن

<sup>1</sup> رنا سمير اللحام، السلطات الإدارية المستقلة، الطبعة الأولى، دار المنشورات الحلبي الحقوقية، بيروت - لبنان، سنة 2015، ص 15.

<sup>2</sup> قراري مجدوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات أنموذجين، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في قانون العام، كلية الحقوق، جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان، سنة 2009-2010، ص 17.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

يكون لها وظيفة التسيير للقطاعات الاقتصادية، وذلك تماشياً مع النظام الرأسمالي للدولة<sup>1</sup> بالإضافة إلى هدف الكونغرس الأمريكي في فصل هذه الهيئات عن السلطة التنفيذية، يعود السبب في ذلك إلى القضية التي طرحت أمام المحكمة العليا المتعلقة بإنهاء مهام عضو اللجنة الفدرالية للتجارة من طرف الرئيس الأمريكي روزفلت الذي اعتبر قرار المحكمة العليا الصادر بتاريخ 1935 عملاً غير مشروع وبمخالفة المساس باستقلالية هذه الهيئات<sup>2</sup>، بذلك أصبحت تتمتع باستقلالية كبيرة خاصة من الناحية العضوية فتركيبتها الجماعية حيث يتمتع أعضائها بعهدة تتجاوز عهدة الرئيس، يعينون بالتشارك بين الرئيس ومجلس الشيوخ، ويتم اختيارهم من الأوساط المهنية، لكن هذه الهيئات تبقى خاضعة للكونغرس من الناحية الوظيفية من حيث إنشائها وتحديد اختصاصاتها، وإمكانية إنهاء وجودها<sup>3</sup>.

### 2 - النموذج البريطاني:

إن ظهور السلطات الإدارية المستقلة في بريطانيا حديث النشأة مقارنة بالنموذج الأمريكي حيث سميت المنظمات غير الحكومية شبه المستقلة **Organization Quasi Autonomous Non Governmental** المعروفة باختصار **Quangos** ، تتدخل هذه السلطات في عدة مجالات اقتصادية، اجتماعية، ثقافية ووظيفتها إدارية<sup>4</sup>.

فقد انتشرت هذه السلطات بعد الحرب العالمية الثانية، اتخذت شكل دواوين، وهناك عدة أسباب لإنشائها تتمثل في:

- رغبة الحكومة في تقليص حجم المرفق العام،
- حصر مهام الوزراء في المسائل ذات الأهمية الإستراتيجية الكبرى،

<sup>1</sup> عصام نجاح، محاضرات قانون الضبط الاقتصادي والمنافسة، أقيمت على طلبية الدكتوراه سنة أولى تخصص قانون

أعمال (غير منشورة)، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945، سنة 2019-2020، ص 10.

<sup>2</sup> داود منصور ، الآليات القانونية لضبط النشاط الاقتصادي في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون أعمال ، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، سنة 2015-2016، ص 76.

<sup>3</sup> وليد بوجمليين، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في الحقوق، فرع الدولة والمؤسسات العمومية، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر، سنة 2006-2007، ص 10.

<sup>4</sup> قراري مجدوب، المرجع السابق، ص 17.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- عدم رضا الجمهور اتجاه السلطة السياسية،
- رغبة حكومة السيدة Theacher في تقليص حجم صلاحيات السلطة المحلية، لذلك تم إنشاء هذه الهيئات التي تخضع للوزراء وتسهر على ضبط المرفق العام المحلي،
- ظهور مفهوم التسيير العمومي الجديد الذي ساهم في إنشاء هياكل تربط بين القطاع الخاص والقطاع العام وتكون منفصلة عن الوزراء<sup>1</sup>.

الملاحظ أن النموذج البريطاني لسلطات الضبط يجتمع مع النموذج الأمريكي لاسيما في استقلاليته عن السلطة التنفيذية، فمدير السلطة لا يمكن إقالته خلال عهده، لكنها تتميز عن سلطات الضبط الأمريكية بكونها هياكل فردية، حيث أن مدير السلطة يعد المسؤول الوحيد عن عمل السلطة لأنه يترأس لجنة معينة وهذا جاء لتلافي سلبية اللجان الأمريكية في اتخاذ القرار لكونها جماعية<sup>2</sup>.

### 3- النموذج الفرنسي:

ظهرت السلطات الإدارية المستقلة أول مرة في فرنسا سنة 1978، حيث قام المشرع الفرنسي بتصنيف " اللجنة الوطنية للإعلام الآلي والحريات" على أنها سلطة إدارية مستقلة، وبقيت هذه التسمية مرتبطة بها إلى غاية 1984 حيث ظهرت من جديد بموجب قرار المجلس الدستوري رقم 88-248 بتاريخ 17/01/1989 الذي اعتبر فيه أن " الهيئة العليا للاتصالات السمعية البصرية" سلطة إدارية مستقلة<sup>3</sup>.

جسدت السلطات الإدارية المستقلة في فرنسا الدور الجديد للدولة المتعلق بالتحكيم والضبط الاقتصادي، حيث ينحصر دور الدولة في إرساء التوازنات الضرورية لممارسة الأنشطة الاقتصادية والحريات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> موسى رحموني، الرقابة القضائية على سلطات الضبط المستقلة في التشريع الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص قانون إداري وإدارة عامة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الحاج لخضر - باتنة-، سنة 2012-2013، ص 10.

<sup>2</sup> عصام نجاح، محاضرات الضبط الاقتصادي والمنافسة، المرجع السابق، ص 11.

<sup>3</sup> رنا سمير اللحام، المرجع السابق، ص 18.

<sup>4</sup> داود منصور، المرجع السابق، ص 79.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

صنف مجلس الدولة الفرنسي في تقريره لسنة 1983 مجالات تدخل السلطات الإدارية المستقلة في ثلاث قطاعات تتمثل في:

- حماية المواطنين عن طريق محاربة البيروقراطية
- ضبط اقتصاد السوق
- الإعلام والاتصال<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنه هناك محاولات عديدة من أجل توحيد النظام القانوني لجميع تلك السلطات الإدارية المستقلة، غير أنه تم انتقاد ذلك من طرف العديد من الملاحظين لسير التجربة الفرنسية في هذا المجال، فبالنسبة لهم توحيد النظام القانوني من شأنه أن يحول دون تحقيق الهدف من إنشاء هذه السلطات، هذا ما أكده "لوان تانوجي" " الضبط هو الشكل الجديد للتدخل العمومي في اقتصاد السوق لتضمن قرب أكثر للحياة الاقتصادية بمنطق قانوني مرئي، متصور، تعددي واحترافي"<sup>2</sup>.

قام المشرع الفرنسي بتصنيف العديد من الهيئات على أنها سلطات إدارية مستقلة، وقد أصبح عددها يتجاوز أربعين (40) سلطة<sup>3</sup>.

### ب- السلطات الإدارية المستقلة في التشريع الجزائري:

إن ظهور السلطات الإدارية المستقلة حديث النشأة في الجزائر، حيث ظهر هذا المفهوم أول مرة عند إنشاء المجلس الأعلى للإعلام بموجب القانون 90-07<sup>4</sup> في المادة 59 منه: "يحدث مجلس أعلى للإعلام سلطة ضبط إدارية مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي"

<sup>1</sup> وليد بوجملين، المرجع السابق، ص 13.

<sup>2</sup> عصام نجاح، مداخلة بعنوان: السلطات الإدارية المستقلة في فرنسا، الملتقى وطني حول " السلطات الإدارية المستقلة في الجزائر"، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945-قائمة-، بتاريخ 13-14 نوفمبر 2012، ص 05.

<sup>3</sup> رنا سمير اللحام، المرجع السابق، ص 18.

<sup>4</sup> القانون رقم 90-07 المؤرخ في 03 أبريل 1990، يتعلق بالإعلام، جريدة رسمية العدد 14، الصادرة بتاريخ 4 أبريل 1990، ص 459.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

من خلال هذه المادة يتضح لنا أن المشرع اعتبر المجلس الأعلى للإعلام سلطة ضبط إدارية مستقلة، تتولى كيفية تطبيق حقوق التعبير عن مختلف الآراء، ويضمن استقلال القطاع العمومي للبث الإذاعي والصوتي والتلفزي، غير أنه بالرغم من جميع الصلاحيات التي منحت للمجلس إلا أنه تمّ حله سنة 1993 بموجب المرسوم الرئاسي رقم 93-252<sup>1</sup>، وذلك بسبب عدم قدرته على مواجهة المشاكل التي كان الإعلام يعيشها في الجزائر<sup>2</sup>.

يعود السبب في تأخر نشأة هذه السلطات في الجزائر لحدثة الدولة الجزائرية، وطبيعة المشروع الاجتماعي والاقتصادي والسياسي المكرس في دستور سنة 1976، المبني على إقرار نظام الحزب الواحد وطبيعة النظام الاشتراكي السائد، فعندما تمّ إقرار دستور 1989 الذي تبنى التوجه الليبرالي المكرس فعليا بصدور دستور سنة 1996، الذي أقر بشكل صريح حرية التجارة والصناعة<sup>3</sup>، هذا ما أدى إلى فتح الباب لإنشاء السلطات الإدارية المستقلة، توالى بعدها إنشاء سلطات أخرى تتمثل في:

- تمّ إنشاء مجلس النقد والقرض ، اللجنة المصرفية سنة 1990 بهدف ضبط المجال المصرفي
- إنشاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سنة 1993 لضبط السوق المالي بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.
- إنشاء مجلس المنافسة سنة 1995، الذي يعمل على ترقية المنافسة وحمايتها من مختلف الممارسات المنافسة للحرّة<sup>4</sup>.

في الفترة الممتدة ما بين 2000 و 2006 أنشأ المشرع تسع (9) سلطات إدارية مستقلة، كما قام بتعديل الأحكام القانونية المتعلقة بالسلطات المنشأة في مرحلة التسعينات التي تتمثل في:

<sup>1</sup> المرسوم الرئاسي رقم 93-252 المؤرخ في 26 أكتوبر 1993، يتعلق بالمجلس الأعلى للإعلام، جريدة رسمية العدد 69، الصادرة بتاريخ 27 أكتوبر 1993، ص 5.

<sup>2</sup> لخضر زرارة، علي سعودي، سلطات الضبط الاقتصادي ومهامها، مجلة الدراسات القانونية والسياسية، جامعة عمار ثلجي - الأغواط- المجلد 3، العدد 2، سنة 2017، ص 26.

<sup>3</sup> Rachid khelloufi, les institutions de régulation en droit algérien, Revue Idara , école nationale d'administration -Hydra- Algérie , volume 14, numéro 2, 2004, p75.

<sup>4</sup> الأمر رقم 95-06 (الملغى بموجب الأمر 03-03) المؤرخ في 25 جانفي 1995، المتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية العدد 9، الصادرة بتاريخ 22 فيفري 1995، ص 13.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- سلطة البريد والمواصلات السلكية واللاسلكية بموجب القانون رقم 2000-03<sup>1</sup>.
  - الوكالة الوطنية للممتلكات المنجمية، والوكالة الوطنية للجيولوجيا والرقابة المنجمية سنة 2001<sup>2</sup>.
  - لجنة ضبط الغاز والكهرباء سنة 2002<sup>3</sup>.
  - سلطة ضبط النقل سنة 2002<sup>4</sup>.
  - سلطة ضبط المحروقات والوكالة الوطنية لتثمين موارد المحروقات سنة 2005<sup>5</sup>.
  - سلطة ضبط المياه سنة 2005<sup>6</sup>.
  - الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته سنة 2006<sup>7</sup>.
  - سلطة ضبط سوق التبغ والمواد التبغية بموجب قانون رقم 2000-06 المتضمن قانون المالية لسنة 2001.
  - لجنة مراقبة التأمينات<sup>8</sup>
  - في سنة 2008 تم إنشاء الوكالة الوطنية للمواد الصيدلانية المستعملة في الطب البشري<sup>9</sup>.
- 
- <sup>1</sup> القانون رقم 2000-03 المؤرخ في 5 أوت 2000، يحدد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، جريدة رسمية عدد 48، الصادرة بتاريخ 6 أوت 2000، ص 3.
- <sup>2</sup> القانون 01-10 المؤرخ في 3 جويلية 2001، يتضمن قانون المناجم، جريدة رسمية العدد 35، الصادرة بتاريخ 4 جويلية 2001، ص 3.
- <sup>3</sup> القانون رقم 01-02 المؤرخ في 5 فيفري 2002، يتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، جريدة رسمية العدد 8، الصادرة بتاريخ 6 فيفري 2002، ص 4.
- <sup>4</sup> القانون رقم 02-11 المؤرخ في 24 ديسمبر 2002، المتضمن قانون المالية لسنة 2003، جريدة رسمية العدد 80، الصادرة بتاريخ 25 ديسمبر 2002، ص 03.
- <sup>5</sup> القانون رقم 05-07 تم تنصيبها يوم 13 نوفمبر 2005، جريدة المجاهد ليوم 14 نوفمبر 2005.
- <sup>6</sup> القانون رقم 05-12 المؤرخ في 4 أوت 2005، المتعلق بالمياه، جريدة رسمية العدد 60، الصادرة بتاريخ 4 سبتمبر 2005، ص 3.
- <sup>7</sup> القانون رقم 06-01 المذكور سابقا.
- <sup>8</sup> القانون رقم 06-04 المؤرخ في 20 فيفري 2006 المعدل والمتمم للأمر 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995، المتعلق بالتأمينات، جريدة رسمية العدد 15، الصادرة بتاريخ 12 مارس 2006، ص 3.
- <sup>9</sup> القانون رقم 85-05 المؤرخ في 16 فيفري 1985، يتعلق بحماية الصحة وترقيتها، المعدل والمتمم بموجب القانون رقم 08-13 المؤرخ في 20 جويلية 2008، جريدة رسمية العدد 8، الصادرة بتاريخ 13 فيفري 1985، ص 176.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- كما تمّ استحداث سلطتي ضبط قطاع الإعلام بموجب القانون العضوي المتعلق بالإعلام رقم 12-05<sup>1</sup> المتمثلتان في: سلطة ضبط الصحافة المكتوبة، وسلطة ضبط السمعي البصري. الملاحظ أن جميع السلطات الإدارية المستقلة التي أنشئها المشرع الجزائري تنحصر ضمن مفهوم سلطات الضبط الاقتصادي، وغياب السلطات المكلفة بحماية البيروقراطية وحماية الحريات العامة<sup>2</sup>.

حسب رأي الأستاذ زوايمية رشيد يهدف المشرع الجزائري من وراء إنشاء هذه السلطات تفعيل ضمانات الكفاءة والحياد التي لا يمكن للإدارات التقليدية توفيرها<sup>3</sup>.  
ثانيا: تحديد مفهوم السلطات الإدارية المستقلة.

اختلف الفقهاء في تحديد مفهوم السلطات الإدارية المستقلة، بسبب حداثة هذا المصطلح نسبيا فهناك من ينكر وجود مفهوم جديد للسلطات الإدارية المستقلة، وهناك جانب آخر من الفقهاء يعترف بوجود سلطات إدارية تتمتع بالاستقلالية عن سلطات الدولة، فقد ذهب الفقيه Michel gentot إلى اعتبارها " هيئات عمومية غير قضائية، لا تتمتع بالشخصية المعنوية، تستمد من القانون ضبط قطاعات حساسة، والسهر على احترام بعض حقوق مستعملي الإدارة، وهي مزودة بضمانات تنظيمية وسلطات تسمح لها بممارسة وظائفها دون أن تكون خاضعة لتأثير الحكومة"<sup>4</sup>.

هذا ما أكدته قرار المجلس الدستوري الفرنسي رقم 248 الصادر بتاريخ 17 جانفي 1989 حيث وصف السلطات الإدارية المستقلة بأنها هيئات غير قضائية خاضعة لرقابة القضاء الإداري.  
" Ce sont des Organismes non juridictionnels, soumis ou contrôle du juge Administratif et même, Semble-t-il oux autorités exerçant le pouvoir exécutif"<sup>5</sup>

<sup>1</sup> القانون العضوي رقم 12-05 المؤرخ في 12 جانفي 2012، يتعلق بالإعلام، جريدة رسمية العدد 2، الصادرة بتاريخ 12 جانفي 2012، ص 21.

<sup>2</sup> وليد بوجملين، المرجع السابق، ص 17.

<sup>3</sup> Zouaimia Rachid, "de L'Etat interventionniste à l'etat, l'exemple Algérien", Revue critique de droit et sciences politiques, université mouloud maamri de tizi ousou, volume3, numéro1, 2008; p20.

<sup>4</sup> سهام صديق، مظاهر استقلالية السلطات الإدارية المستقلة في الجزائر، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، معهد العلوم القانونية والإدارية، جامعة تيسمسيلت، المجلد 2، العدد 2، سنة 2017، ص 194.

<sup>5</sup> رنا سمير اللحام، المرجع السابق، ص 31.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

بينما عرّفها الأستاذ Yves Guademet بأنها: " هيئات إدارية مستقلة تتمتع بسلطة اتخاذ القرار في ممارسة مهامها واختصاصاتها بالرغم من عدم تمتعها بالشخصية المعنوية وعدم خضوعها لأية رقابة رئاسية أو وصائية"<sup>1</sup>.

هناك من عرّفها بأنها: " سلطات إدارية مزودة بنموذج تنظيم مشترك، متحررة من السلطة التسلسلية مهمتها ضبط قطاع اقتصادي أو مالي محدد"<sup>2</sup>.

كما عرّفت أيضا بأنها: " عبارة عن هيئات أو سلطات إدارية مغايرة في بعض النواحي للهيئات الإدارية التقليدية، وقد سميت كذلك بسبب نوعيتها وطبيعتها الخاصة ونوع الوظائف الملقاة على عاتقها والهدف من نشأتها مما يجعلها تتمتع بذاتية خاصة"<sup>3</sup>.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن السلطات الإدارية المستقلة هي: " هيئات ذات طبيعة إدارية تتمتع بسلطة اتخاذ القرار النافذ، وهي مستقلة عن الإدارة المركزية ولكن من دون أن تتمتع بالشخصية المعنوية، فلا تخضع لوصايتها الإدارية ولا لسلطتها التسلسلية، وتكون الدولة مسؤولة عن كافة الأضرار التي تصدر عنها أمام القضاء المختص ذلك أنها تشكل جزءا لا يتجزأ من الدولة فهي تعمل باسمها ولحسابها"<sup>4</sup>.

يقترح الفقه الفرنسي ثلاثة معايير لتحديد مفهوم السلطات الإدارية المستقلة مستتبطة من المصطلح في حد ذاته تتمثل في:

أ- تمتع السلطات الإدارية بالسلطة (معيار السلطة):

من الناحية اللغوية يقصد بالسلطة الإدارية بأنها: " شكل من أشكال السلطة تتمتع بها الهيئات وعادة ما تقابلها السلطة القضائية، وهي هيكل مكلف بالتصرف خاصة باتخاذ قرارات إدارية".

<sup>1</sup> قوراري مجدوب، المرجع السابق، ص21.

<sup>2</sup> عبد الهادي بن زيطة، نطاق اختصاص السلطات الإدارية المستقلة دراسة حالة لجنة تنظيم عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، مجلة دراسات قانونية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، المجلد1، العدد1، سنة2008، ص24.

<sup>3</sup> سهام صديق، المرجع السابق، ص195.

<sup>4</sup> رنا سمير اللحام، المرجع السابق، ص31.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

وقد عرف معجم Larousse السلطة عضويا بأنها: "مؤسسة لا يمكن أن ينحصر دورها في الاستشارة، أي ممارسة القيادة والقرار باللغة القانونية"<sup>1</sup>.

وقد اختلف الفقه الفرنسي في تحديد مفهوم "السلطة" "L'autorit"، حيث انقسم إلى فريقين: الفريق الأول: يتزعمه كل من الفقيهان Chevallier و Sabourin، يرى هؤلاء أن السلطة تعني بالضرورة الاستئثار بالسلطة العامة القانونية.

الفريق الثاني: يتزعمه الفقيه Maisl الذي ينظر إلى السلطة بالمفهوم الاجتماعي، حيث يأخذ بعين الاعتبار السلطات التي تتمتع بها هذه الهيئات، والتي من خلالها تتمتع بالسلطة العامة، مع أنها لا تتدرج ضمن القواعد العامة الكلاسيكية، حيث تتمتع هذه الهيئات بسلطة تقديم التعليمات أو الأوامر، وتقديم الآراء أو وجهات النظر والاقتراحات، غير أنه يشترط أن تتحلى هذه القرارات بسلطة التأثير والإقناع، ويسمى هذا الجانب الفقهي هذه السلطة بـ "السلطة المعنوية"<sup>2</sup>.

بالرجوع إلى التشريع الجزائري نجد أن المشرع لم يعطي تعريف لمصطلح السلطة من خلال معظم النصوص القانونية المنشئة للسلطات الإدارية المستقلة، كما أن القضاء لم يعطي تعريفا لها أيضا بالرغم من اعتراف مجلس الدولة الجزائري في قرار له بمفهوم السلطة الإدارية المستقلة<sup>3</sup>.

بناء على ذلك يمكن القول أن السلطات الإدارية المستقلة ليست مجرد هيئات استشارية، بل هي سلطة لها صلاحية إصدار القرارات التي كانت في الأصل من اختصاصات السلطة التنفيذية وتتمتع بامتيازات السلطة العامة<sup>4</sup>، وهذا ما أكده الأستاذ زوايمية رشيد الذي يرى أن استعمال المشرع الجزائري لعبارة سلطة يقصد منها أن مهمتها ليست مجرد هيئات استشارية تنصب على

<sup>1</sup> منيرة رقطي، النظام القانوني لسلطة الضبط السمعي البصري في التشريع الجزائري رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945 -قائمة-، سنة 2020-2021، ص 19.

<sup>2</sup> سامية العايب، النظام القانوني للسلطات الإدارية المستقلة في القانون المقارن، مجلة الحقوق، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، المجلد 43، العدد الثاني، سنة 2019، ص 302.

<sup>3</sup> سمير حدري، السلطات الإدارية المستقلة الفاصلة في المواد الاقتصادية والمالية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، سنة 2006، ص 34.

<sup>4</sup> الوليد قحيوش، الرقابة على أعمال السلطات الإدارية المستقلة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، فرع الدولة والمؤسسات، كلية الحقوق سعيد حميدن، جامعة الجزائر 1، سنة 2016-2017، ص 14.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

تقديم الآراء، وإنما تتمتع بسلطة إصدار القرارات الذي يعود اختصاصها الأصلي إلى السلطة التنفيذية، ويترتب عن إصدارها جميع الآثار الخاصة بالقرارات الإدارية التنفيذية، من حيث افتراض المشروعية هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن السلطات الإدارية المستقلة أنشئت من أجل ممارسة سلطة تنظيمية في مجالات حساسة لا تريد الحكومة تحمل أي مسؤولية سياسية اتجاهها<sup>1</sup>.

### ب- تمتع السلطات الإدارية بالاستقلالية (معيار الاستقلالية):

تعد الاستقلالية إحدى أهم مميزات سلطات الضبط، حيث ينص المشرع الجزائري على ذلك صراحة في الأحكام القانونية المنشئة لهذه السلطات<sup>2</sup>، ويقصد بها تمتع سلطات الضبط بنوع من الحرية في اتخاذ القرار، وتوقيع العقوبة دون أي تبعية أو رقابة من السلطة الوصائية أو السلطة الرئاسية الإدارية، تحت ما يسمى بالسلم التدرجي المعروف في القانون الإداري، فهي ليست إدارة بالمفهوم التقليدي وليست مرفقا عاما<sup>3</sup>، كما يعد الاعتراف بالشخصية المعنوية لهذه الهيئات تكريس لاستقلاليتها خاصة من جانبيين هما الاستقلال المالي وقدرة الهيئة على تحمل مسؤولية أفعالها<sup>4</sup>. بصفة عامة فإن استقلالية هذه السلطات لا بد أن تخذ أحد الشكلين: استقلالية بالنسبة للسلطة السياسية، واستقلالية بالنسبة لقطاعات المهنية المضبوطة، كذلك الاستقلالية بالنسبة للسلطة السياسية هي الأخرى تأخذ شكلين: استقلالية عضوية، واستقلالية وظيفية، حيث ثار نقاش فقهي في فرنسا حول الاستقلالية العضوية على عكس الدول الانجلوساكسونية حيث ركزت على الاستقلالية الوظيفية لعمل هذه السلطات<sup>5</sup>، تظهر الاستقلالية العضوية من خلال خاصية تعدد أعضاء السلطة، وأسلوب تعيينهم، مع مراعاة مبدأ الحياد في طريقة التعيين<sup>6</sup>، في حين الاستقلالية الوظيفية تظهر من خلال وضع السلطات الإدارية لنظامها الداخلي.

<sup>1</sup> Zouaimia Rachid, "les autorités administratives indépendantes et la régulation économique", en Alger, 2005, p15et p55.

<sup>2</sup> عبد الهادي بن زيطة، المرجع السابق، ص25.

<sup>3</sup> khelloufi Rachid, op, cit, P93.

<sup>4</sup> Teyssier David, la régulation des marché financiers, Thèse de doctorat en droit, université de paris, panthéon Sorbonne, 2008, p56.

<sup>5</sup> سامية العايب، المرجع السابق، ص307.

<sup>6</sup> منيرة رقطي، المرجع السابق، ص18.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ج- تمتع السلطات الإدارية بالطابع الإداري ( معيار الطابع الإداري):

في التشريع الفرنسي السلطات الإدارية المستقلة لا تتمتع بالشخصية المعنوية، غير أن هذا لا يعني عدم الاعتراف بالطابع الإداري لهذه السلطات<sup>1</sup>، فهي غير مرتبطة بقاعدة التسلسل الهرمي المعتمدة في نظام المركزية، وفي نفس الوقت لا تعتبر غير تابعة للدولة بل تعمل لاسمها ولحسابها، بحيث تكون الدولة مسؤولة أمام القضاء الإداري عن كافة الأضرار الصادرة عنها<sup>2</sup>.  
غير أن التشريع الجزائري يعترف صراحة بتمتع السلطات الإدارية المستقلة بالشخصية المعنوية، وذلك نظرا لأهميتها في إبراز استقلالية هذه الهيئات وممارستها المهام الموكلة لها<sup>3</sup>، فقد نص المشرع صراحة على تمتع بعض السلطات بالطابع الإداري مثلما هو الحال بالنسبة لمجلس المنافسة، وكذا وكالات ضبط المناجم والجيولوجيا، ولجنة ربط الخدمات العمومية للمياه، الوكالة الوطنية للمواد الصيدلانية المستعملة في الطب البشري<sup>4</sup>، غير أن الإشكال يطرح فيما يخص السلطات الأخرى التي لم ينص المشرع صراحة على تمتعها بالطابع الإداري، والتي يتم تحديد طابعها انطلاقا من الفقه وموقف القضاء، فمعظم الفقهاء في القانون المقارن أو القانون الجزائري يعتمدون على معايير لتحديد الطابع الإداري، حيث ذهب الفقه الفرنسي إلى القول أن هذه الهيئات لا تصنف ضمن الهيئات الإدارية التقليدية، إلا أنها تشكل فئة جديدة ضمن الهيئات الإدارية الأساس في ذلك هو طبيعة القرارات الصادرة عن هذه الهيئات، وكذا اختصاص القضاء الإداري في الفصل في المنازعات المتعلقة بها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> وليد بوجملين، المرجع السابق، ص 20.

<sup>2</sup> رنا سمير اللحام، المرجع السابق، ص 37.

<sup>3</sup> عبد الهادي بن زيطة، المرجع السابق، ص 26.

<sup>4</sup> كريمة بوطابت، الطبيعة القانونية للسلطات الإدارية المستقلة في الجزائر والأنظمة المقارنة، مجلة العلوم القانونية

والسياسية، جامعة الوادي، المجلد 10، العدد 01، سنة 2019، ص 1163.

<sup>5</sup> سمير حدري، المرجع السابق، ص 37.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

أما في الجزائر فقد فصل الأستاذ زوايمية رشيد في هذه المسألة حيث أن هدف هذه الهيئات هو الحفاظ على تطبيق القانون في مجال الاختصاص المخصص لها، وفي حالات أخرى توكل لها مهمة إصدار أنظمة أي سلطة التنظيم في مجال معين<sup>1</sup>.

أما فيما يخص موقف القضاء فقد أقر مجلس الدولة الفرنسي الطابع الإداري للهيئات الإدارية المستقلة، وذلك بالاعتماد على معيارين هما: معيار طرق الطعن في القرارات الصادرة عنها، ومعيار السلطات المخولة لها والمعترف بها للسلطات الإدارية التقليدية، كما أن مجلس الدولة الجزائري تطرق إلى تحديد الطابع الإداري لهذه الهيئات في قرار صادر عنه في قضية "يونين بنك" "Union bank" ضد محافظ بنك الجزائر حيث اعتبر اللجنة المصرفية سلطة إدارية مستقلة رغم غياب نص قانون صريح<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: أساس اعتبار لجنة تنظيم عمليات البورصة

#### ومراقبتها سلطة إدارية مستقلة

كما سبق وأشرنا أن المشرع الجزائري اكتفى بذكر أن ل.ت.ع.ب.م سلطة ضبط مستقلة دون تحديد لطبيعتها القانونية إذا كانت سلطة إدارية مستقلة أم لا، ولتبيان الطابع الإداري للجنة نعتمد على معايير محددة (أولا)، ولابد من تحديد مدى استقلاليتها (ثانيا).

#### أولا: معايير تحديد الطابع الإداري للجنة.

من بين أهم المعايير الشكلية أو العضوية المتبعة فقها وقضاء كأساس لتحديد الطبيعة القانونية لهيئة معينة، معيار التشكيلة ومعيار الطعن في القرارات، وهذان المعياران هما اللذان سنعتمد عليهما كأساس لتبيان الطابع الإداري للجنة.

#### أ- تحديد الطابع الإداري للجنة من خلال التشكيلة:

عمد المشرع الجزائري إلى تحديد صفة أعضاء اللجنة وراعى في ذلك إنشاء تركيبة ملائمة تعكس متطلبات وخصوصية السوق المالية، بالتالي إنشاء هيئة تضم أعضاء وأعاون قادرين على

<sup>1</sup> Zouaimia Rachid, Les Autorités administratives indépendantes et la régulation économique, Revue Idara, Ecole nationale d'administration- Hydra- Algérie , 2004, volume 14, numéro2, p32.

<sup>2</sup> سامية العايب، المرجع السابق، ص311، ص312.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

تنظيم ومراقبة العمليات المتعلقة بالمجال المالي ومجال البورصة<sup>1</sup>، حيث تتشكل هذه اللجنة من رئيس و6 أعضاء.

### 1- تعيين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

يتم تعيين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تطبيقاً لنص المادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175<sup>2</sup> المتضمن تطبيق المواد 21، 22 و 29 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، لمدة 4 سنوات بموجب مرسوم تنفيذي بناء على اقتراح من وزير المالية، تصنف وظيفته كوظيفة عليا في الدولة، ويحدد راتبه بلائحة تصدرها اللجنة، ويتم تحديد مهامه وصلاحياته المصالح الإدارية والتقنية المسيرة للشركة، فنظراً لأهمية منصب رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نص المشرع الجزائري على منعه من ممارسة أي إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر ماعدا أنشطة التعليم والإبداع الفني والفكري دون الأعضاء<sup>3</sup>، كما نص على أنه لا يجوز للرئيس وجميع الأعضاء الدائمين أن يقوموا بأية معاملات تجارية حول أسهم مقبولة في البورصة لتفادي تعارض المصالح<sup>4</sup>.

المشرع الجزائري لم ينص على إمكانية تجديد عهدة الرئيس تاركاً بذلك المجال مفتوحاً للسلطة التنفيذية فأمام عدم وجود نص صريح يمنع إعادة تجديد عهدة الرئيس يمكن للسلطة التنفيذية تجديد عهده لفترة معينة تحددها، في حين نص على أنه تنتهي مهامه بنفس الطريقة التي عين بها بمعنى تكون بموجب مرسوم تنفيذي، غير أنه لا يمكن إنهاء مهامه أثناء ممارسته نيابته إلا في حالتين هما:

- في حالة ارتكاب الرئيس لخطأ مهني جسيم.

<sup>1</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص161.

<sup>2</sup> المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المواد 21 و22 و29 من المرسوم التشريعي 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 41 صادرة بتاريخ 26 جوان 1994، ص8.

<sup>3</sup> المادة 24 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.

<sup>4</sup> طبقاً للمادة 25 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقاً.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- أو لظروف استثنائية تعرض رسميا على الحكومة<sup>1</sup>.

الملاحظ هنا أن المشرع الجزائري ترك للسلطة التنفيذية تقدير ما إذا كان الخطأ المهني المرتكب من طرف الرئيس جسيما أم لا، وكذا تقديرية الظروف الاستثنائية التي تقتضي عزله، وهذا يدل على تبعية اللجنة إلى السلطة التنفيذية، فسلطة تعيين وعزل الرئيس تخضع للسلطة التقديرية لها فيمكن عزل الرئيس في أي وقت متى قدرت حجم الخطأ أو وجود ظروف استثنائية دون حق الطعن في قرار العزل، وهذا ما فتح المجال لسيطرة السلطة التنفيذية على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مما يحد من استقلاليتها نوعا ما هذا من جهة، ومن جهة أخرى يبين الطابع الإداري للجنة حيث أنها مثل أي جهة إدارية أخرى تخضع للسلطة التنفيذية.

### 2- تعيين أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

يتم اختيار وتعيين أعضاء اللجنة بناء على قدراتهم وخبرتهم في المجال المالي ومجال البورصة لمدة 4 سنوات بناء على اقتراح من وزير المالية<sup>2</sup>.  
تطبيقا لنص المادة 13 من قانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدلة للمادة 23 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا يتمثل أعضاء اللجنة فيما يلي:

- 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 المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

تنتهي مهام أعضاء اللجنة بنفس الطريقة التي تمّ بها التعيين، ويتم تجديد نصف تشكيلة اللجنة ماعدا الرئيس كل سنتين، والتجديد لا يكون طيلة مدة الانتداب الأول لممارسة اللجنة<sup>3</sup>، يعود

<sup>1</sup> المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 6 من المرسوم التنفيذي 94-175 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 23 و 62 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

السبب في عدم تجديد التشكيلة طيلة مدة الانتداب الأول إلى أهمية مرحلة الانطلاق الأولى لبورصة القيم المنقولة، ذلك لتثبيت تجهيزات اللجنة خلال المدة النيابية الأولى، حيث أنه بموجب قرار وزير المالية الصادر بتاريخ 27 ديسمبر 1995<sup>1</sup> تمّ تعيين أعضاء اللجنة وتمت الإشارة إلى عدم تجديد نصف التشكيلة خلال مدة انتدابها الأولى وكان توزيع الأعضاء المعنيين كالاتي:

- ممثل وزير العدل،
- ممثل لمحافظ بنك الجزائر،
- ممثل للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة،
- ممثل للخزينة العمومية بصفتها مصدرة للقيم المنقولة،
- خبيران مستقلان،

هذه التشكيلة هي نفسها التي مثلت العهدة الثانية للجنة سنة 2001<sup>2</sup>.

الجدير بالملاحظة من خلال هاته التشكيلة، أن جميع أعضاء اللجنة يمثلون عدة قطاعات حيث يتم اختيارهم بالنظر إلى خبرتهم وتخصصهم، كما قام المشرع بإدخال العنصر القضائي ضمن التشكيلة الذي يلعب دور جدهام في فض النزاعات التي يمكن أن تنشأ، حتى وإن كان لا يضيف الطابع القضائي على اللجنة على اعتبار أن أغلب أعضائها من غير سلك القضاء بالإضافة إلى أن طرق تعيين الأعضاء مختلفة، فهناك تعيينات مباشرة بناء على الاقتراح، أو الاختيار على أساس قائمة محددة<sup>3</sup>، فمعظم أعضاء اللجنة يتم اقتراحهم من طرف جهات مختلفة تتمثل في كل من وزير العدل، وزير المالية، وزير التعليم، ومحافظ بنك الجزائر والمصرف الوطني للخبراء المحاسبين، محافظي الحسابات، والمحاسبين المعتمدين، فالتنوع في سلطة الاقتراح يخفف

<sup>1</sup> قرار مؤرخ في 27 ديسمبر 1995، يتضمن تعيين أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية صادرة بتاريخ 5 يونيو 1996، عدد 34، ص 21.

<sup>2</sup> عائشة بوخلال، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيقي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص قانون أعمال، معهد الحقوق والعلوم الإدارية بن عكنون، جامعة الجزائري، سنة 2001-2002، ص 64.

<sup>3</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 162.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

من حدة التبعية لجهة واحدة، غير أن سلطة تعيين هؤلاء الأعضاء من صلاحيات الوزير الأول وهذا يحد من استقلالية اللجنة<sup>1</sup>.

ضاف إلى ذلك أن تشكيلة اللجنة تمتاز بأنها جماعية وهذا راجع للطبيعة القانونية لها، غير أن الطابع الفردي أو الجماعي لسلطات الضبط كان محل نقاش في التجارب الأجنبية، حيث يتميز الطابع الفردي بسرعة وسهولة اتخاذ القرارات، على عكس الطابع الجماعي الذي يأخذ بعين الاعتبار اختلاف الآراء مما يؤدي إلى عدم اتخاذ القرارات بالسرعة التي تتطلبها المعاملات الاقتصادية، كنتيجة لذلك ذهبت التجارب الأجنبية إلى إنشاء سلطات ضبط جماعية مع ترجيح صوت الرئيس وهذا ما ينطبق على ل.ت.ع.ب.م<sup>2</sup> فالتركيبة الجماعية من شأنها أن تخدم استقلالية اللجنة، فمبدأ الجماعية لسلطات الضبط الاقتصادي يفرض إيجاد تركيبة متوازنة تضمن تمثيل مختلف الجهات المهنية ذات الصلة بالقطاع المضبوط<sup>3</sup>.

تطبيقاً لنص المادة 12 من القانون 03-04 سألقة الذكر التي عزفت اللجنة بأنها سلطة مستقلة، يمكن القول أن استقلاليتها نسبية باعتبار أن تعيين أعضائها يخضع للسلطة التنفيذية. تجدر الإشارة إلى أن المشرع الجزائري لم ينص على إمكانية إنهاء مهام أعضاء اللجنة قبل انقضاء عهدهم، كما فعل بالنسبة لرئيس اللجنة كما سبق الإشارة، وهذا يؤدي إلى طرح التساؤل حول ما إذا ارتكب أحد أعضاء اللجنة خطأ جسيماً أثناء ممارسة صلاحياته هل يؤدي ذلك للعزل مثلما هو الحال بالنسبة لرئيس اللجنة أو يتعرض إلى عقوبات إدارية أخرى، وأمام سكوت المشرع عن ذلك يمكن القول أنه لا يمكن عزل أعضاء اللجنة طيلة فترة انتدابهم على عكس الرئيس.

**ب- معيار الطعن في قرارات اللجنة:**

بالرجوع إلى أحكام المرسوم التشريعي 93-10 نجد المشرع الجزائري اكتفى بالإحالة إلى أحكام قانون الإجراءات المدنية والإدارية في حالة الطعن في قرارات ل.ت.ع.ب.م خاصة تلك

<sup>1</sup> نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص24.

<sup>2</sup> فتيحة بن عزوز، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أوبوكر بلقايد- تلمسان، سنة 2015-2016، ص43.

<sup>3</sup> بهية هوادف، المرجع السابق، ص201.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

الصادرة عن الغرفة التأديبية والتحكيمية للجنة، حيث نصت المادة 57 منه على أنه يعود النظر في الطعن في قرارات اللجنة إلى الغرفة الإدارية لدى المجلس القضائي دون تحديد طبيعة الطعن، غير أنه بموجب تعديل سنة 2003 نص المشرع في المادة 18 المعدلة والمتممة للمادة 57 من مرسوم التشريعي 93-10 سألقة الذكر على أنه "تعد قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة، خلال شهر (1) واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج".

كما نصت المادة 9/فقرة 3 من القانون 03-04 على أنه "يجوز لطالب الاعتماد أن يرفع طعنا بالإلغاء ضد قرارات اللجنة أمام مجلس الدولة في أجل شهر (1) واحد من تاريخ تبليغ قرار اللجنة".

غير أنه بالرجوع إلى أحكام قانون الإجراءات المدنية والإدارية لسنة 2022 نجد المشرع الجزائري نص في المادة 900 مكرر من قانون رقم 22-13<sup>1</sup> على أنه "تختص المحكمة الإدارية للاستئناف بالفصل في استئناف الأحكام والأوامر الصادرة عن المحاكم الإدارية. وتختص أيضا بالفصل في القضايا المخولة لها بموجب نصوص خاصة.

وتختص المحكمة الإدارية للاستئناف للجزائر بالفصل كدرجة أولى في دعاوى إلغاء وتقدير مشروعية القرارات الإدارية الصادرة عن السلطات الإدارية المركزية والهيئات العمومية الوطنية والمنظمات المهنية"، من خلال نص هذه المادة يتضح لنا ان المشرع الجزائري منح الاختصاص النوعي في الفصل في دعاوى الإلغاء ضد القرارات الصادرة عن الهيئات الوطنية العمومية للمحكمة الإدارية للاستئناف بدلا من مجلس الدولة الذي أصبح يختص بالفصل في الطعون بالنقض في الأحكام والقرارات الصادرة نهائيا عن الجهات القضائية الإدارية تطبيقا لنص المادة 901 من القانون رقم 22-13 المذكور سابقا، بالتالي يمكن القول أن الطعن في قرارات ل.ت.ع.ب.م باعتبارها هيئة عمومية وطنية سواء المتعلقة برفض منح الاعتماد أو المتعلقة بالمجال التأديبي امام المحكمة الإدارية للاستئناف، وعليه يجب تعديل نص المادتين 18 و9 من

<sup>1</sup> قانون رقم 22-13 المؤرخ في 12 يوليو 2022، يعدل ويتم القانون رقم 08-09 المؤرخ في 25 فبراير 2008، والمتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية، جريدة رسمية عدد 48، الصادرة بتاريخ 17 يوليو 2022، ص 3.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

قانون 03-04 سالفنا الذكر حتى تتماشى مع أحكام تعديل قانون الإجراءات المدنية والغدارية لسنة 2022.

في الأخير لا بد من الإشارة إلى المشرع الجزائري نص صراحة على أن قرارات اللجنة قابلة للطعن بالإلغاء أمام الجهات القضائية الإدارية، وهذا ما يدل على اعتبارها هيئة إدارية تصدر قرارات إدارية، تطبيقا لمعيار الطعن بالإلغاء، وبالتالي استبعاد الطابع القضائي للجنة<sup>1</sup>.

غير أن المشرع الفرنسي اتجه عكس المشرع الجزائري حيث نص في المادة 30-621 L من القانون النقدي والمالي على أن "النظر في الطعون المقدمة ضد القرارات الصادرة عن سلطة الأسواق المالية المتعلقة بالأشخاص والكيانات غير تلك المذكورة في المادة 9-621 L بما في ذلك الجزاءات ضدهم، هو من اختصاص القاضي العادي"، يتضح أن المشرع الفرنسي منح الاختصاص للقضاء العادي فيما يتعلق بالطعون التي رفعها غير المهنيين ضد قرارات السلطة، والقضاء الإداري يختص بالنظر في الطعون التي يرفعها المهنيين<sup>2</sup>.

السبب الذي دفع المشرع الجزائري إلى منح الشخصية المعنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها واعتبارها سلطة إدارية مستقلة، هو محاولة تعزيز مركزها وإبعادها عن النظام الإداري التقليدي الذي يحد من حركتها والمرونة التي يتطلبها سوق القيم المنقولة<sup>3</sup>.

**ثانيا: تحديد مدى استقلالية اللجنة.**

لتحديد الطبيعة القانونية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لا بد من تحديد مدى استقلاليتها عن السلطة التنفيذية سواء من الناحية العضوية، أو من الناحية الوظيفية.

<sup>1</sup> نصيرة تواتي، عن خصوصية ضبط المجال المالي في القانون الجزائري: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نموذجا،

المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، المجلد 11، العدد 4، سنة 2020، ص 191.

<sup>2</sup> سميرة بوقامة، أي ضمان لحقوق الدفاع والمبادئ الدستورية في مواجهة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية،

مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري- قسنطينة-، المجلد 28، العدد 3، سنة 2017، ص 306.

<sup>3</sup> سي الطيب محمد أمين، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في القانون الجزائري، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم

السياسية، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي تيسميسيلت، المجلد 2، العدد 2، سنة 2017، ص 336.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

أ- حدود استقلالية اللجنة من الناحية العضوية:

لتوضيح حدود استقلالية اللجنة من الناحية العضوية لابد من التطرق لعدة معايير متمثلة أساسا في:

### 1- نظام التنافي:

تطبيقا لنص المادة 24 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا: "يمارس رئيس اللجنة مهمته كامل الوقت، وهي تنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعليم والإبداع الفني والفكري"

يتضح من خلال هذه المادة أن المشرع الجزائري اشترط على رئيس ل.ع.ب.م عدم ممارسة أي وظيفة أخرى أثناء ترأسه اللجنة، وذلك لضمان تفرغه لممارسة مهامه على أكمل وجه وبالتالي ضمان السير الحسن للسوق المالي، وقد استثنى من ذلك وظيفة التعليم والإبداع الفني والفكري، كما أن المشرع خص حالات التنافي للرئيس دون بقية الأعضاء، ولعل السبب في ذلك يعود إلى رغبة المشرع في عدم إنهاء مهام الأعضاء أثناء عهدتهم لأنه نص على إمكانية تجديد عهدتهم هذا من جهة ، ومن جهة أخرى نظرا لأهمية منصب الرئيس في اللجنة فلا بد أن يكون متفرغا تماما لممارسة صلاحياته المخولة له قانونا.

وقد وسع المشرع الجزائري من حالات التنافي بموجب الأمر 07-01<sup>1</sup> المتعلق بحالات التنافي والالتزامات الخاصة ببعض المناصب والوظائف في المواد 2 و3 و4 من هذا الأمر، بغرض تفعيل استقلالية اللجنة من الناحية العضوية المتمثلة أساسا في:

- طيلة فترة ممارسة النشاط يمنع أن تكون لهم مصالح لدى المؤسسات أو الهيئات التي يتولون مراقبتها أو الإشراف عليها أو التي أبرموا صفقة معها أو أصدروا رأيا بغية عقد صفقة معها.
- لا يمكن لمدة سنتين ممارسة لأي سبب كان نشاطا استشاريا أو نشاطا مهنيا أيا كانت طبيعته أو أن تكون لهم مصالح مباشرة أو غير مباشرة لدى المؤسسات أو الهيئات التي سبق لهم أن تولوا

<sup>1</sup> الأمر 07-01 المؤرخ في 01 مارس 2007، يتعلق بحالات التنافي والالتزامات الخاصة ببعض المناصب والوظائف، جريدة رسمية عدد 16، الصادرة بتاريخ 07 مارس 2007، ص.3.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

مراقبتها أو الإشراف عليها، أو أبرموا صفقة معها أو أصدروا رأيا بغية عقد صفقة معها أو لدى أي مؤسسة أو هيئة أخرى تعمل في نفس مجال النشاط.

- حتى عند انتهاء مدة السنتين يجب أن تكون ممارسة أي نشاط مهني أو استشارة وكذا حيازة مصلحة موضوع تصريح كتابي لمدة 3 سنوات من طرف المعني بالأمر لدى الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته، ولدى آخر هيئة مستخدمة أو السلطة المكلفة بالوظيفة العمومية في أجل شهر من تاريخ بداية النشاط.

### 2- الطابع الجماعي للتشكيلة:

من خلال دراستنا لمعيار تشكيلة اللجنة لتحديد طابعها الإداري، لاحظنا أنها تمتاز بالتركيبية الجماعية التي من شأنها أن تثبت استقلالية اللجنة، فهي تخلق نوع من التوازن بين مصالح مختلف السلطات، وتضمن إجراء مداورات جماعية وبالتالي صدور قرارات بصورة موضوعية<sup>1</sup> وبالتالي فهي تتمتع بنوع من الاستقلالية في إصدار قراراتها.

### 3- تعيين أعضاء اللجنة:

كما سبق وأشرنا أن أعضاء ل.ت.ع.ب.م يتم اختيارهم حسب قدرتهم في المجال المالي والبورصي، بعد اقتراحهم من طرف جهات مختلفة تتمثل في: محافظ بنك الجزائر، المصنف الوطني للخبراء، وزير التعليم العالي، وزير العدل، الوزير المكلف بالمالية، المحاسبين المعتمدين، محافظي الحسابات<sup>2</sup>.

فهذا التنوع في اقتراح تعيين أعضاء اللجنة له وجهان، من جهة يبرز استقلالية اللجنة، ومن جهة أخرى يبرز أن هناك نوع من التبعية للسلطة التنفيذية فيما يخص اقتراح وزير المالية لأحد أعضاء اللجنة، وكذا قيام وزير التعليم العالي باقتراح الأستاذ الجامعي، وعليه يمكن القول أن استقلالية اللجنة عن السلطة التنفيذية ليست مطلقة بل هي نسبية.

<sup>1</sup> نواره حميل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 23.

<sup>2</sup> المادة 13 من القانون 03-04 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ب- حدود الاستقلالية من الناحية الوظيفية:

سوف نحاول إبراز حدود الاستقلالية الوظيفية للجنة من خلال التطرق لـ: إعداد اللجنة لنظام الداخلي، الاستقلال المالي للجنة، وكذا تبيان انتفاء مظاهر التبعية للسلطة الرئاسية أو الوصائية .

### 1- إعداد اللجنة للنظام الداخلي:

نص المشرع الجزائري في المادة 26 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا بأنه: "تصادق اللجنة على نظامها الداخلي خلال اجتماعها الأول"، يتضح لنا من خلال هذه المادة أن ل.ت.ع.ب.م تتمتع بسلطة وضع نظامها الداخلي والمصادقة عليه دون تدخل السلطة التنفيذية وهذا يبرز استقلالية اللجنة في حرية اختيار قواعد نظامها الداخلي التي تقرر من خلاله كيفية سير عملها وتنظيمه، كما لا يحق لأي جهة القيام بنشره، فأصدار النظام الداخلي، والمصادقة عليه ونشره يخضع للسلطة التقديرية للجنة<sup>1</sup>.

إن منح المشرع الجزائري للجنة سلطة وضع نظامها الداخلي، يعد عاملا فعال في خلق قواعد قانونية تحكم سير عمل اللجنة والسوق المالي بصفة عامة، غير أنه يجب على اللجنة عند سنها لقواعد النظام الداخلي، احترام النصوص التشريعية والتنظيمية وعدم مخالفتها، وإلا تم إلغاؤه من طرف القضاء الإداري هذا ما حدث في فرنسا حيث أصدر مجلس الدولة الفرنسي قرار إلغاء بعض أحكام النظام الداخلي الذي وضعته وصادقت عليه لجنة صبر الآراء الفرنسية<sup>2</sup>.

### 2- الاستقلال المالي للجنة:

اعترف المشرع الجزائري بموجب نصوص قانونية واضحة بالاستقلال المالي للجنة، حيث تعتمد على الأتاوى التي تحصلها، لكن هذه الاستقلالية محدودة نسبيا، لأن اللجنة تلجأ أحيانا إلى الحصول على تمويل من الدولة، وهذا ما سنبرزه باختصار .

<sup>1</sup> نادية بلعباس، علاقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالسلطات التقليدية للدولة ( السلطة التنفيذية والسلطة القضائية)، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، جامعة المسيلة، المجلد 3، العدد 3، سنة 2018، ص 304.

<sup>2</sup> نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائري، المرجع السابق، ص 61.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### 1.2- التمويل الذاتي للجنة:

تطبيقا لنص المادة 27 من المرسوم التشريعي 93-10 "تؤخذ أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤديها اللجنة، وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم"، يتضح لنا من خلال هذه المادة أن اللجنة لها صلاحية أخذ مبالغ مالية في شكل أتاوى مقابل الخدمات التي تقدمها، وقد حدد المشرع الجهات التي يجب عليها دفع الأتاوى بموجب المرسوم التنفيذي رقم 98-170<sup>1</sup> وجاء في نص المادة 3 منه أنه "يحدد الوزير المكلف بالمالية بقرار نسب الأتاوى والكيفيات التي تحصلها بها اللجنة" وفي هذا الصدد صدر قرار الوزير المكلف بالمالية المؤرخ في 2 أوت 1995<sup>2</sup> الذي يحدد نسب هذه الأتاوى.

### 2.2- التمويل عن طريق الدولة:

بالرجوع إلى نص المادة 28 من المرسوم التشريعي 93-10 نجد المشرع الجزائري خصص للجنة إعانة تسيير من ميزانية الدولة، دون النص على تحديد مبلغ الإعانة وكيفية صرفها، نظرا لغياب أي نص قانوني أو تنظيمي فإنه يتم تحديد ذلك بموجب قانون المالية، وهذا يدل على اعتبار ل.ت.ع.ب.م كباقي إدارات الدولة التي تخصص لها ميزانية من الدولة سنويا<sup>3</sup>، ويحد من استقلالية اللجنة بالرغم من نص المادة 20 من المرسوم التشريعي 93-10 التي تعترف للجنة بتمتعها بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، في حقيقة الأمر المشرع الجزائري متناقض في سنه للأحكام القانونية المتعلقة باللجنة، ومدى اعتبارها سلطة ضبط مستقلة، فتارة نجده يمنحها الاستقلالية وتارة أخرى نجده يخضعها للرقابة الإدارية من الهيئات العليا في الدولة، والدليل على ذلك نص المادة 30 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة والمتممة بموجب القانون 03-04 التي

<sup>1</sup> المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المؤرخ في 20 ماي 1998، يتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية عدد 34، الصادرة بتاريخ 24 ماي 1998، ص 7.

<sup>2</sup> القرار المؤرخ في 2 أوت 1998 المتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 98-170، جريدة رسمية عدد 70، الصادرة بتاريخ 20 سبتمبر 1998، ص 30.

<sup>3</sup> نواة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 66.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

جاء فيها "... تقدم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تقريراً سنوياً عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة"

الملاحظ هنا أنه سواء تعلق الأمر بالأتاوى التي تحصلها اللجنة، أو الإعانات التي تمنحها إياها الدولة، فإن الحكومة تمارس رقابة مالية على اللجنة، غير أنه هناك من يبرر اللجوء إلى الدولة لمنح إعانات تسيير اللجنة على أساس أن بورصة الجزائر حديثة النشأة هذا من جهة، ومن جهة أخرى أن عدد المتدخلين في البورصة قليل جداً مما يؤثر على محدودية الأتاوى التي يمكن أن تحصل عليها اللجنة<sup>1</sup>.

### 3- استقلالية اللجنة عن السلطة الرئاسية أو الوصائية:

يقصد بالسلطة الرئاسية وجود علاقة مباشرة بين الرئيس والمرؤوسين، حيث يقوم الرئيس بمباشرة اختصاصاته في مواجهة المرؤوسين، تنشأ بذلك علاقة تبعية، وهذه السلطة تنشأ بقوة القانون، وتطبق هذا المفهوم على ل.ت.ع.ب.م نجد أنها لا تخضع لأي مظهر من مظاهر التبعية للسلطة الرئاسية، بالرغم من أن تعيين أعضائها ورئيسها يكون بموجب مرسوم تنفيذي، فهذا لا يعني خضوعها للتبعية فهم يمارسون مهامهم خلال عهدة محددة قانوناً، أما فيما يتعلق بالسلطة الوصائية التي تستعمل جملة من الوسائل عند ممارستها متمثلة أساساً في: التصديق، الحلول التصريح، الإلغاء، الإيقاف، هدفها الأساسي حماية المصلحة العامة، فإن ل.ت.ع.ب.م لا تخضع لهذا النوع من السلطة فهي لا تتلقى أي أوامر أو تعليمات من أي جهة أخرى<sup>2</sup>، وهذا ما أكدته المادة 3 من المرسوم التشريعي 93-10 التي اعتبرت صراحة أن اللجنة تشكل سلطة القيم المنقولة. في الأخير لا بد من الإشارة إلى أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي سلطة إدارية مستقلة لكن استقلاليتها محدودة وليست مطلقة، وذلك واضح من خلال خضوع تشكيلتها للسلطة التنفيذية وكذا طابعها الجماعي الذي يمتاز به وتطبيق نظام التنافي على رئيس اللجنة، وأيضاً خضوع قراراتها للرقابة القضائية حيث يمكن الطعن فيها أمام القضاء الإداري هذا من جهة، ومن

<sup>1</sup> فتيحة بن عزوز، المرجع السابق، ص 50.

<sup>2</sup> نادية بلعباس، علاقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالسلطات التقليدية للدولة ( السلطة التنفيذية والسلطة القضائية)، المرجع السابق، ص 302.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

جهة أخرى بالرغم من تمتعها بالاستقلالية المالية إلا أنها محدودة نسبياً وذلك لأنها تحصل أحياناً على تمويل من الدولة، غير أنه بالرغم من أن استقلاليتها المحددة إلا أن هذا الأمر طبيعي ومنطقي فهو يساهم في تطبيق مبدأ ضمان شفافية المعاملات في البورصة الذي يوفر حماية كافية للمستثمرين في السوق المالي.

### المطلب الثاني: ممارسة لجنة تنظيم عمليات البورصة

#### ومراقبتها لسلطة ضبط السوق المالي.

تتولى ل.ت.ع.ب.م مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها وذلك بالسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة، وحسن سير السوق المالي وشفافيتها، فهي تسعى دائماً إلى ضمان الشفافية في التعامل لحماية الادخار (الفرع الأول)، وتقوم بتسيير السوق المالي (الفرع الثاني).

#### الفرع الأول: ضمان الشفافية وحماية الادخار

يقصد بشفافية التعامل في بورصة القيم المنقولة "تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية غير المضللة عن نشاطاتها ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين، والجهات المشرفة والرقابة على بورصة الأوراق المالية بطريقة تتفق والمعايير المحاسبية المعترف بها دولياً، وعدم حجب المعلومات عن تلك الجهات وتمكينهم من الإطلاع عليها، عدا تلك التي يكون من شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة فيجوز الاحتفاظ بسريتها"<sup>1</sup>.

نص المشرع الجزائري على مبدأ الشفافية في التعامل بموجب المادة 35 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر بقولها "تأكد اللجنة من أن الشركات المقبولة تداول قيمها المنقولة في بورصة تتقيد بالاحكام التنظيمية والتشريعية السارية عليها ولاسيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة، وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية.

<sup>1</sup> جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة 2010، ص 126.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

وتأمر هذه الشركات عند الاقتضاء، بنشر استدراقات فيما إذا لوحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة أو المقدمة".

من خلال هذه المادة يتضح لنا أن المشرع ألزم اللجنة بالتأكد من أن الشركات المصدرة للقيم المنقولة قامت بنشر المعلومات الضرورية، وأن تلك المعلومات مطابقة للأحكام التشريعية والتنظيمية، كما يمكنها عند الاقتضاء طلب نشر استدراقات إذا لوحظت أن الوثائق المنشورة أو المقدمة ناقصة، فتوفير المعلومة السليمة والدقيقة للمستثمر تساعده على اتخاذ قراره الاستثماري على أسس عملية سليمة<sup>1</sup>، ذلك لما لها من أهمية بالغة في الأسواق المالية، ودورها في خلق رغبة المستثمر في شراء القيم المنقولة محل الإعلام<sup>2</sup>، لذا نجد المشرع فرض على الشركات المصدرة الالتزام بإعلام الجمهور (أولاً)، وفرض عقوبات مالية وغير مالية في حالة مخالفة هذا الالتزام (ثانياً) أولاً: التزام الشركات المصدرة للقيم المنقولة بإعلام الجمهور

يعد الالتزام بالإعلام عنصراً جوهرياً في تحقيق جملة من المبادئ التي تتطلبها المعاملات المالية من بينها مبدأ الشفافية في التعامل، مبدأ المساواة أمام المعلومة<sup>3</sup>. معظم التشريعات المقارنة أقرت التزام المصدر للقيم المنقولة بإعلام الجمهور بعملية الإصدار، وذلك عن طريق توفير كل البيانات والمعلومات المتعلقة بها، بشرط أن تكون المعلومة دقيقة وواضحة وكاملة<sup>4</sup>.

هذا ما ذهب إليه المشرع الجزائري حيث ألزم الشركة المصدرة للقيم المنقولة إعلام الجمهور بأي تطورات تطراً على الشركة، بموجب المادة 16 من القانون 03-04 التي تعدل وتتم المادة 41 من المرسوم التشريعي 93-10 "يجب على شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقاً مالية أو أي منتج مالي آخر مذكور في المادة 30 أعلاه، باللجوء العلني للاخبار، أن تنشر مسبقاً مذكرة

<sup>1</sup> صبرينة سليمان، المرجع السابق، ص 74.

<sup>2</sup> رزيقة تغريبت، النظام القانوني للقيم المنقولة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في القانون، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو-، بتاريخ 6 فيفري 2019، ص 109.

<sup>3</sup> نصيرة تواتي، الالتزام بالإعلام آلية لضمان مبدأ الشفافية في بورصة الأوراق المالية الجزائرية، حوليات جامعة الجزائر، جامعة بن يوسف بن خدة- الجزائر-، المجلد 34، العدد 4، سنة 2020، ص 61.

<sup>4</sup> رزيقة تغريبت، النظام القانوني للقيم المنقولة، المرجع السابق، ص 110.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

موجهة إلى إعلام الجمهور، تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها يجب على شركة تطلب قبول سنداتھا للتداول في البورصة، أن تنشر مسبقاً مذكرة يجب أن تؤشر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه المذكرة قبل نشرها" من خلال هذه المادة يتضح لنا أن المشرع ألزم الشركات المصدرة للقيم المنقولة التي تأسست عن طريق اللجوء العلني للادخار بإعلام الجمهور بجميع المعلومات الضرورية ونشر مذكرة إعلامية، وقد أعفى الدولة والجماعات المحلية من إعداد هذه المذكرة<sup>1</sup>، في هذا الصدد وحماية لحق الإعلام أدرج المشرع الحالات التي تعد قرينة على لجوء الشركات للادخار العلني بموجب المادة<sup>2</sup> من النظام 96-02<sup>2</sup> المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيماً منقولة" إن الطابع العلني للجوء إلى الادخار ينتج عن:

- توظيف الأصول المالية بحجم يتعدى دائرة محدودة من الأشخاص،
- قبول الأصول للتداول لدى بورصة القيم المنقولة،
- اللجوء إما إلى البنوك، إلى المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة إما إلى أساليب الإشهار العادي وإما إلى السعي المصنفي،
- إن توظيف الأصول بحجم يتعدى الدائرة المحدودة يفترض حدوثه عندما يعني أكثر من 100 شخص".

كما نصت المادة 43 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة والمتممة بموجب المادة 17 من القانون 03-04 على أنه "تعد من الشركات التي تلجأ إلى الادخار العلني الشركات ذات السندات

<sup>1</sup> المادة 2 من النظام 12-01 التي تعدل المادة 16 من النظام 97-03 سالف الذكر تنص على أنه "باستثناء سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية والتي يتم إدراجها وفق الشروط المحددة في المادة 77-1 لهذا النظام، يجب أن يكون قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة موضوع طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة".

<sup>2</sup> النظام رقم 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996، المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ إلى علانية الادخار عند إصدارها قيماً منقولة، جريدة رسمية العدد 36، الصادرة بتاريخ 1 جوان 1997، ص 27.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المقبولة للتداول ابتداء من تاريخ تسجيلها، أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتهما مهما كان نوعها، إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء".

وقد نص المشرع على إمكانية مساعدة الوسيط في عمليات البورصة المصدر للقيم المنقولة في تنفيذه لالتزام الإعلام بموجب المادة 34 من النظام 01-15 التي تنص على أنه "يجوز للوسيط في عمليات البورصة المعتمد مساعدة المؤسسات في إعداد العمليات الخاصة بالإصدار وتبادل أو إعادة شراء القيم المنقولة والمنتجات المالية المسعرة في البورصة أو الموظفة طبقاً لشروط اللجوء العيني للادخار المذكورة في المادة 43 أعلاه.....

- مساعدة المصدر أثناء كتابة مشروع المذكرة الإعلامية وتأدية الشكليات القانونية والإدارية المتعلقة بإصدار ما يسمى بالقيم....."

على خلاف ما كان ينص عليه النظام 96-03<sup>1</sup> الملغى بموجب النظام 01-15 سالف الذكر، حيث كان المشرع يلزم الوسطاء الماليين بضمان إعلام ملائم لحاجات الزبائن، الأمر الذي يستدعي طرح تساؤل حول غاية المشرع من العدول عن فكرة إلزام الوسيط بضمان تنفيذ المصدر للالتزام بالإعلام، إلى جواز مساعدة المصدر لتنفيذ التزامه؟ يمكن القول أن المشرع من خلال تعديل سنة 2015 ذهب للأخذ بما نصت عليه مختلف التشريعات المقارنة التي تلزم المصدر فقط بإعلام الجمهور بعد ما كان يلزم حتى الوسيط، وحسب رأينا كان من الأفضل ترك الأمر إلزامي على الوسيط وذلك لضمان فعالية شفافية التعامل في البورصة، وتعزيز ثقة المستثمرين وبالتالي يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال.

منح المشرع المصدر جملة من الوسائل لتنفيذ التزامه بإعلام الجمهور من بينها: المذكرة الإعلامية، البيان الإعلامي، التقارير السنوية، التقارير السداسية التي نوجزها كمايلي:

<sup>1</sup> المادة 38 من النظام 96-03 ( الملغى بموجب النظام رقم 01-15 ) المؤرخ في 3 جوان 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، جريدة رسمية عدد 36، الصادرة بتاريخ 1 جوان 1997، ص 21، بقولها " يجب على الو.ع.ب أن يضمنوا إعلاما ملائما وحاجات الزبائن وأن يحترموا شفافية وأمن السوق وأن يتداركوا النزاعات المصلحية بين الزبائن".

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### أ- المذكرة الإعلامية:

ألزم المشرع الشركات والمؤسسات العمومية التي تقوم بإصدار القيم المنقولة باللجوء العلني للإدخار وضع مذكرة إعلامية تهدف إلى إعلام الجمهور، وحدد العناصر التي يجب أن تتضمنها حتى تساعد المستثمر على اتخاذ قراره عن دراية إضافة إلى العناصر الإجبارية المنصوص عليها في القانون التجاري:

- تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه،

- وضعيته المالية،

- تطور نشاطه،

- موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها<sup>1</sup>.

تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر وكذا محافظ الحسابات<sup>2</sup>، وللحصول على تأشيرة للمذكرة الإعلامية، يجب على المصدرين إيداع مشروع مذكرة لدى ل.ت.ع.ب.م قبل عملية الاكتتاب في أجل شهرين على الأقل قبل التاريخ المقرر للإصدار<sup>3</sup>، تقوم اللجنة بدراسة المشروع في أجل شهرين، ويمكنها عند الاقتضاء الإشارة إلى البيانات الواجب تعديلها، أو المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها، أو طلب إيضاح أو تبرير يخص المعلومات الواردة وهذا ما أكدته المادة 5 من النظام 02-96 سالف الذكر " يمكن اللجنة، إذا اقتضت حماية المستثمرين ذلك أن تضع شروطا، لمنح تأشيرتها، تتعلق بطلب توضيح المعلومات المقدمة، تعديلها، إتمامها أو تعيينها".

<sup>1</sup> المادة 3 من النظام 02-96 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 2 من النظام 01-04 المؤرخ في 8 جويلية 2004 الذي يعدل ويتمم النظام 02-96 المتعلق بالإعلام الواجب

نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، جريدة

رسمية العدد 22، الصادرة بتاريخ 27 مارس 2005، ص 13.

<sup>3</sup> المادة 4 من النظام 02-96 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- بعد دراسة اللجنة لمشروع المذكرة الإعلامية المودع لديها تقوم بمنح التأشيرة، أو رفض منح التأشيرة في حالة لم يستجب المصدر لطلبات التعديل<sup>1</sup> أو لأحد الأسباب التالية:
- إذا كانت المذكرة الإعلامية غير مطابقة لأنظمة اللجنة وتعليماتها،
  - إذا كانت المذكرة غير مرفقة بالوثائق المنصوص عليها في أنظمة اللجنة،
  - إذا كانت المذكرة غير مكتملة أو غير صحيحة فيما يخص بعض النقاط، أو إذا أهملت ذكر وقائع من اللازم الإشارة إليها في المذكرة،
  - إذا كانت الطلبات الخاصة بتعديلات المذكرة المبلغة من طرف اللجنة غير مرضية،
  - إذا كانت حماية المدخر تقتضي ذلك<sup>2</sup>.
- في حالة منح التأشيرة يمكن للجنة أن ترخص للمصدر باستعمال مشروع المذكرة الإعلامية المؤشر عليها وفقا لشروط معينة تتمثل في:
- لا يجوز استعمال المذكرة الإعلامية إلا من البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة الذين يساهمون في توظيف القيم المنقولة المبينة في المشروع،
  - ألا يستعمل مشروع المذكرة الإعلامية إلا لاستقاء نيات المكتتبين،
  - أن يضع الوسيط المالي الذي يستعمل مشروع المذكرة الإعلامية نسخة منها تحت تصرف كل شخص يطلب ذلك ويمسك سجلا بأسماء وعناوين الأشخاص الذين سلمهم إياها،
  - أن يتضمن مشروع المذكرة الإعلامية في الصفحة الأولى منه إشارة تبيّن الشكل المؤقت للمذكرة مع التنبيه بإمكانية تعديل المذكرة وأن يضع هذا التعديل لدى اللجنة لدراسته ومنح تأشيرتها حتى يستطيع العمل به،
  - أن يتم استعمال مشروع المذكرة الإعلامية دون الإشهار<sup>3</sup>.
- ألزمت ل.ت.ع.ب.م المصدر للقيم المنقولة في حالة إجراء أي تعديل على المذكرة الإعلامية المؤشر عليها من طرفها، بإيداع ذلك التعديل بدون مهلة من أجل الحصول على

<sup>1</sup> المادة 42/ الفقرة 3 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 6 من النظام 96-02 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 5 مكرر من النظام 04-01 المذكور سابقا.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

التأشيرة في أجل لا يتعدى 10 أيام عمل ابتداء من تاريخ استلام التعديل، وفي حالة رفض التأشيرة على التعديل يوقف التوظيف ولا يمكن أن يستأنف إلا بعد الحصول على ترخيص من اللجنة<sup>1</sup>.  
يتم وضع المذكرة الإعلامية تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المصدرة ولدى الوسطاء الماليين المكلفين بالتوظيف<sup>2</sup>، ويقوم المصدر بنشر إعلان في جريدة واحدة على الأقل توزع في كامل التراب الوطني، وذلك بغرض إعلام الجمهور بالعملية المزمع إنجازها مع الإشارة إلى رقم تأشيرة المذكرة الإعلامية<sup>3</sup>.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أنه إذا سبق للمصدر وضع مذكرة إعلامية خلال فترة تقل عن 12 شهر، ولم يحدث أي تغيير هام يخص الوضعية المالية، وفي حالة قيامه بعملية إصدار جديدة، هنا يجب أن يضع مذكرة إعلامية تسمى " مذكرة إعلامية مبسطة"، تتضمن المعلومات التي تصف العملية المزمع إنجازها والتاريخ وتوقيع الممثل الشرعي للمصدر ومحافظ الحسابات<sup>4</sup>.  
الجدير بالذكر أن تأشيرة اللجنة لا تتضمن أي ملاحظة على العملية المقترحة بل على نوعية الإعلام المقدم ومطابقته للنصوص التشريعية والتنظيمية السارية المفعول<sup>5</sup>.

### ب- البيان الإعلامي:

إضافة إلى المذكرة الإعلامية ألزمت اللجنة مصدر القيم المنقولة بطبع بيان إعلامي ونشره هذا البيان يلخص كل ما جاء في المذكرة الإعلامية من خلال تقديم المعلومات الأكثر أهمية ودلالة فيما يخص المصدر والعملية المزمع إنجازها، يجب أن يشير إلى رقم التأشيرة للمذكرة الإعلامية، يؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل الشرعي للمصدر<sup>6</sup>.

كما ألزمت اللجنة الجماعات المحلية عند إصدارها سندات عن طريق اللجوء العلني للادخار وضع بيان إعلامي بعدما أعفتها من وضع المذكرة الإعلامية، يتضمن هذا البيان وصف للعملية

<sup>1</sup> المادة 10 من النظام 02-96 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 11 من النظام 02-96 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 13 من النظام 02-96 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 14 من النظام 02-96 المعدلة والمتممة بموجب المادة 4 من النظام 01-04 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 4/الفقرة 2 من النظام 02-96 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 7 من النظام 02-96 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المزمع إنجازها، ويتم وضعه تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية ويودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام<sup>1</sup>.

ويجب على المصدرين عند إيداع المذكرة الإعلامية لدى اللجنة إيداع نسخة من مشروع البيان الإعلامي إضافة إلى وثائق أخرى<sup>2</sup>، يوضع البيان تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المصدرة ولدى الوسطاء الماليين المكلفين بالتوظيف مثل المذكرة الإعلامية، حتى يمكن تسليمه لكل مكتب، ويرسل إلى كل شخص يلتمس منه الاكتاب<sup>3</sup>.

### ج- تقديم التقارير السنوية والسادسية:

إن تقديم التقارير السنوية والسادسية يكفل ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة، حيث بموجبها يصبح المستثمر على دراية تامة بالوضعية المالية للشركة مما يحقق حماية أكثر لها<sup>4</sup> فالمعلومة المالية والمحاسبية التي تتضمنها هذه التقارير تمنح المدخر فكرة دقيقة وشاملة عن الوضعية المالية للشركة الأمر الذي يسمح له باتخاذ قراره بشكل صائب<sup>5</sup>.

نظرا لأهمية هذه التقارير فرض المشرع الجزائري على مصدري القيم المنقولة إعداد تقارير سنوية وسادسية لضمان مبدأ الشفافية في التعامل.

غير أن المشرع الفرنسي اشترط إلى جانب التقارير السنوية والسادسية تقارير أخرى ثلاثية بغرض تعزيز مبدأ الشفافية وتطبيقه بفاعلية<sup>6</sup>.

### 1- التقارير السنوية:

ألزم المشرع المصدرين بإيداع تقرير سنوي لدى اللجنة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة يتضمن هذا التقرير الجداول المالية السنوية وتقرير مندوب أو مندوبي الحسابات، والمعلومات

<sup>1</sup> المادة 8 من النظام 96-02 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 9 من النظام 96-02 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 11 من النظام 96-02 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>4</sup> نصيرة تواتي، الالتزام بالإعلام آلية لضمان مبدأ الشفافية في بورصة الأوراق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 64.

<sup>5</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 265.

<sup>6</sup> نصيرة تواتي، الالتزام بالإعلام آلية لضمان مبدأ الشفافية في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 65.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

الأخرى التي تتطلبها تعليمة اللجنة، في أجل ثلاثين (30) يوم على الأكثر قبل اجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين<sup>1</sup>، تتضمن الجداول المالية العناصر التالية:

- الميزانية،

- جدول حسابات النتائج،

- مشروع تخصيص النتائج،

- المذكرات الملحقة بالجدول المالية<sup>2</sup>،

- السنة المالية الأخيرة وتقدم مقارنة مع جداول السنة الفارطة<sup>3</sup>.

يتم إعداد الجداول المالية حسب مبادئ المخطط الوطني للمحاسبة، وحسب المتطلبات الإضافية التي تحددها اللجنة<sup>4</sup>، تنشر في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني إلى جانب الميزانية وجدول حسابات النتائج والمذكرات الملحقة وكذلك الرأي المعبر عنه من طرف مندوب أو مندوبي الحسابات<sup>5</sup>.

في حالة إجراء أي تعديل على الحسابات السنوية المقررة من طرف الجمعية العامة للمساهمين، يلزم المصدر بإرسال التعديلات إلى اللجنة، وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة، يقوم بنشرها في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني في أجل ثلاثين يوما التي تلي انعقاد الجمعية العامة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> المادة 7 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-2000 المؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمتها مسعرة في البورصة، جريدة رسمية العدد 50،

الصادرة بتاريخ 16 أوت 2000، ص 16.

<sup>2</sup> المادة 8 من النظام رقم 02-2000 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 9 من النظام رقم 02-2000 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 10 من النظام رقم 02-2000 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 11 من النظام رقم 02-2000 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 13 من النظام رقم 02-2000 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### 2- التقارير السداسية:

إلى جانب التقارير السنوية فرض المشرع على المصدر إيداع تقارير عن تسيير السداسي لدى ل.ت.ع.م وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، تحتوي على جداول المحاسبة السداسية وشهادة مندوب أو مندوبي الحسابات في التسعين (90) يوما التي تلي السداسي الأول للسنة المالية<sup>1</sup> بالإضافة إلى:

- جدول حسابات النتائج،

- مذكرات ملحقه بجدول الحسابات السداسية<sup>2</sup>،

- تقديم جداول المحاسبة السداسية مقارنة مع جداول الفترة المطابقة للسنة المالية السابقة<sup>3</sup>.

يتم إعداد جداول المحاسبة السداسية حسب نفس القواعد التي أعدت بها الحسابات السنوية الفردية أو المجمعة، وفي حالة صعوبة أو استحالت احترام قاعدة من القواعد المطبقة على الحسابات السنوية يلزم المصدر بتقديم إيضاحات وتفسيرات في ملحق<sup>4</sup>.

يلزم مصدر القيم المنقولة بوضع التقرير السداسي تحت تصرف الجمهور ونشره في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني<sup>5</sup>.

لابد من الإشارة إلى إمكانية أن تعفي اللجنة مصدر القيم المنقولة من إدراج بعض المعلومات في التقرير السنوي أو السداسي عندما تقدر أن نشرها يمكن أن يسبب له ضررا خطيرا<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> المادة 15 من النظام رقم 2000-02 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 16 من النظام رقم 2000-02 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 17 من النظام رقم 2000-02 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 18 من النظام رقم 2000-02 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 15/فقرة 2 من النظام رقم 2000-02 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 20 من النظام رقم 2000-02 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ثانيا: الجزاء المترتب عن الإخلال بالالتزام بالإعلام

نظرا لأهمية الالتزام بالإعلام في توفير الحماية الضرورية للمدخر، وضمان شفافية التعامل من خلال توفير معلومات صحيحة ودقيقة وواضحة تساعده على اتخاذ قراره الاستثماري، رتب المشرع الجزائري كغيره من المشرعين جزاء عند الإخلال بهذا الالتزام.

الحديث عن الالتزام بإعلام الجمهور يؤدي بنا إلى ضرورة التطرق للجزاءات المقررة في حالة عدم تنفيذ هذا الالتزام من طرف الشركات المصدرة للقيم المنقولة، فبالرجوع إلى أحكام قانون البورصة نجد المشرع نظم بعض الأفعال وكيفها على أساس أنها جرائم البورصة التي تمس بالمعلومات.

أ- الجرائم التي تمس المعلومات:

نص المشرع الجزائري على نوعين من هذه الجرائم المتمثلة في كل من: جريمة نشر معلومات خاطئة، وجريمة استغلال المعلومات الامتيازية.

### 1- جريمة نشر معلومات خاطئة أو مغالطة:

تطبيقا لنص المادة 4 من النظام رقم 2000-02 سالف الذكر نجد المشرع اشترط أن تكون المعلومة الموجهة للجمهور صحيحة ودقيقة وصادقة، واعتبر كل معلومة خاطئة أو غير محددة أو مغرضة جريمة يعاقب عليها صاحبها، وهذا ما أكدته المادة 19 من القانون 03-04 التي تعدل وتنتم المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر بقولها: " كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى، عن منظور أو وضعية مصدر، تكون سنداته محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة، من شأنه التأثير على الأسعار".

فقد استحدث المشرع هذا النوع من الجرائم بموجب القانون رقم 03-04 سالف الذكر، حيث في ظل المرسوم التشريعي 93-10 كان ينص على نوع واحد من الجرائم وهو جريمة استغلال معلومات امتيازية فهو أخذ بالنص الفرنسي L465-3-3-1 من التقنين النقدي والمالي قبل تعديلها بموجب القانون رقم 2016-819، حيث كانت المعلومات متعلقة بالجانب التقني التجاري

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

والمالي للشركة المسعرة قيمها في البورصة تتضمن كل ما تعلق بالطلب والعرض أو بقيمة الأوراق المالية أو لها علاقة بتحديد هذه القيمة<sup>1</sup>.

من خلال نص المادة 60 يتضح لنا أن المشرع اشترط لقيام هذه الجريمة:

- قيام الركن المعنوي للجريمة وهو أن يتعمد الشخص القيام بها، بمعنى أن يكون الجاني على علم بأن المعلومات أو البيانات أو التصريحات التي ينشرها غير صحيحة ومغالطة، فإذا انتفى علمه بذلك لا تقوم الجريمة<sup>2</sup>.

- توفر الركن المادي للجريمة المتمثل في ضرورة نشر معلومات خاطئة أو مغالطة بأي وسيلة كانت هذا تطبيقا لنص المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر، وبناء عليه يمكن نشر المعلومة بثتى الطرق مثل: المناشير، بيانات إعلامية، حوارات، مقالات الصحافة المكتوبة، محاضرات، أو أقوال أدلى بها في حصص الإذاعة أو التلفزة أو بمناسبة اجتماع مع المحللين الماليين، فالأمر الذي يهم المشرع هو أن تكون هذه المعلومات تؤثر على الأسعار بغض النظر عن وسيلة النشر<sup>3</sup>.

كما أن المشرع لم يحدد صفة الجاني فقد ذكر عبارة "كل شخص" سواء كان شخص طبيعي أو معنوي يمكن أن يكون الجاني مسيرو الشركات، أو المساهمين في الشركة، أو محافظو الحسابات، أو المحللين الماليين....مع ضرورة معرفة هذا الشخص<sup>4</sup>.

### 2- جريمة استغلال معلومات امتيازية:

تعرف المعلومة الامتيازية بأنها: "معلومات تتعلق بالشركة المصدرة للورقة المالية ليست معلنة للكافة أو للسوق، والتي تم الإعلان عنها فإنها ستؤثر بطريقة واضحة أو جوهرية على سعر الورقة المالية الخاصة بالشركة أو من الممكن أن تعتبر كذلك في نظر المستثمر العادي"<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> صبرينة سليمان، المرجع السابق، ص 90، ص 91.

<sup>2</sup> شافية جلاب، الجرائم الماسة بشفافية المعلومة في البورصة وفق التشريع الجزائري، المجلة الأكاديمية للبحوث القانونية والسياسية، جامعة عمار تلجي - الأغواط، - المجلد 2، العدد 1، سنة 2018، ص 324.

<sup>3</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 421.

<sup>4</sup> صبرينة سليمان، المرجع السابق، ص 91.

<sup>5</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 439.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

قد سمح المشرع للمصدر بالاحتفاظ بمثل هذه المعلومات إذا دعت الضرورة لذلك بموجب نص المادة 3 من النظام رقم 02-2000 سالف الذكر بقولها "يمكن المصدر إذا كان قادرا على ضمان السرية أن يؤجل تحت مسؤوليته نشر معلومة مهمة إذا رأى أن نشرها يسبب لها ضررا جسيما وفور زوال الظروف التي اقتضت هذه السرية، يجب على المصدر نشر المعلومة".

من خلال هذه المادة يتبين لنا أن المشرع سمح بالاحتفاظ بمعلومة سرية إذا كان نشرها يؤدي إلى حدوث ضرر جسيم، بشرط أن يكون المصدر قادرا على ضمان السرية تحت مسؤوليته بمعنى إذا تمّ إفشاء هذه المعلومة قبل زوال الخطر يعاقب المصدر على ذلك.

اشتراط المشرع أن يتم نشرها من قبل المصدر فقط عند زوال الظرف عن طريق بيانات صحفية وبواسطة كل وسيلة أخرى تسمح بأوسع نشر ممكن، ويلزم بإرسال البيان إلى ل.ت.ع.ب.م وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة في أجل لا يتجاوز تاريخ نشره<sup>1</sup>.

بناءا عليه فإن أي نشر للمعلومة السرية من طرف أي شخص طيلة فترة وجود الخطر، يعد جريمة يعاقب عليها القانون، وهذا ما أكدته المادة 60 / الفقرة 2 المعدلة والمتممة "...كل شخص تتوفر له بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته، معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته، أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق، أو يعتمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات..."

### 1.2 - شروط قيام جريمة الاستغلال:

بناءا على ما سبق ذكره حتى تكون المعلومة امتيازية لا بد من توفر جملة من الشروط المتمثلة أساسا في:

<sup>1</sup> المادة 5 من النظام رقم 02-2000 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### 1.1.2- شرط السرية:

يجب أن تكون المعلومة محل الخطر سرية وغير معن عنها، فهي تتصف بالسرية حتى لو كشف عنها لعدد محدود من الأشخاص طالما عرف فيما بينهم أنها سرية<sup>1</sup>، فحتى تكتسب المعلومة صفة العلانية يشترط نشرها ليعلم بها جميع الأشخاص، وبالتالي تكون المعلومة غير المعلنة أو السرية تلك التي لن تنتشر بطريقة تجعلها متوفرة لعامة المستثمرين للإطلاع عليها<sup>2</sup>.

### 2.1.2- أن تكون المعلومة صحيحة ودقيقة:

يجب أن تكون المعلومة دقيقة وصحيحة، فلا يمكن اعتبار معلومة امتيازية المعلومة التي مفادها أن أحوال الشركة تعرف توسعا أو العكس، بل يجب أن تكون مفادها مثلا: مقدار الأرباح المحققة أو مقدار الأرباح التي ستوزع على حملة الأسهم، أو أن قيمة المبيعات في الشركات قد حققت ارتفاعا بنسبة معينة<sup>3</sup>.

### 3.1.2- أن تكون المعلومة مؤثرة في الأسعار:

إن الإعلان عن المعلومة يحدث تغييرات جوهرية في أسعار الأوراق المالية المقيدة في البورصة، ويكون التأثير جوهريا عند اعتقاد المستثمر بأن المعلومة السرية تمّ الإفشاء عنها من شأنها أن تحدث تغيير في قراراته سواء بالبيع أو بالشراء، وهذا يعدّ مساس باستقرار المعاملات في سوق الأوراق المالية وخرق لمبدأ حرية المنافسة<sup>4</sup>.

الجدير بالذكر أن المشرع لم يحدد صفة الشخص المرتكب لهذه الجريمة إنما اكتفى بذكر كل شخص تتوفر له المعلومة الامتيازية بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته، وبالتالي إذا توفرت

<sup>1</sup> نوارة حمليل، لجنة استغلال معلومات امتيازية في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري - تيزي وزو-، المجلد 2، العدد 2، سنة 2007، ص 117.

<sup>2</sup> رزيقة تغريب، ضمان المساواة في المعلومة المالية بين المتدخلين في سوق الأوراق المالية، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، المجلد 8، العدد 2، سنة 2017، ص 278.

<sup>3</sup> آيت مولود فاتح، استغلال معلومات امتيازية في قانون البورصة الجزائري، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري - تيزي وزو-، المجلد 4، العدد 1، سنة 2009، ص 212.

<sup>4</sup> رزيقة تغريب، ضمان المساواة في المعلومة المالية بين المتدخلين في سوق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 278.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المعلومة لشخص خارج موظفي البورصة ولم يتم تسخيره لإفشاء هذه المعلومة، فإن إفشائها في هذه الحالة لا يعد جريمة بمفهوم هذه المادة.

### 2.2- أركان قيام جريمة الاستغلال:

بالإضافة إلى الشروط سالفة الذكر حتى تكون المعلومة امتيازية وتقوم هذه الجريمة لا بد من توفر ركنين هما:

#### 1.2.2- الركن المادي للجريمة:

يقوم الركن المادي لهذه الجريمة على قيام الجاني بنشاط يتخذ صورة البيع والشراء للقيم المنقولة بالاعتماد على معلومات امتيازية، لم يتم الإعلان عنها للجمهور، سواء قام بهذا النشاط بنفسه أو بواسطة شخص آخر مسخر لذلك، بينما المشرع الفرنسي أضاف بموجب القانون رقم 2016-819 والتي إلغاء أو تعديل أمر أو عدة أوامر أصدرها نفس الشخص قبل حصوله على المعلومة الامتيازية المتعلقة بالقيم محل الأمر أو بمصدرها<sup>1</sup>.

فتطبيقا لنص المادة 60 سالفة الذكر فإن السلوك الإجرامي يتخذ ثلاث صور نوجزها كالآتي:  
الصورة الأولى: إنجاز عملية في السوق بطريقة مباشرة.

يقصد هنا قيام الشخص المطلع على المعلومة باستغلالها مباشرة عن طريق إنجاز عملية بيع أو شراء الأوراق المالية حسب طبيعة المعلومة التي اطلع عليها<sup>2</sup>، فالمشرع الجزائري قام بتجريم استغلال المعلومة الامتيازية من الشخص العارف بذاته دون اشتراط تحقيق منفعة مادية أو معنوية على عكس المشرع المصري الذي اشترط تحقيق منفعة لوقوع الجريمة<sup>3</sup>.

#### الصورة الثانية: إنجاز عملية في السوق عن طريق شخص مسخر لذلك

يتم استغلال المعلومة من طرف الشخص العارف بطريقة غير مباشرة، حيث يقوم بتسخير شخص آخر لإنجاز العملية في السوق<sup>4</sup>، حيث يعد الشخص المسخر للقيام بالعملية هو الفاعل

<sup>1</sup> صبرينة سليمان، المرجع السابق، ص38.

<sup>2</sup> جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص358.

<sup>3</sup> صبرينة سليمان، المرجع السابق، ص38-39.

<sup>4</sup> شافية جلاب، المرجع السابق، ص321.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المادي للجريمة، فإذا كان الفاعل المادي حسن النية لا يعلم أن العمل الذي قام به غير مشروع هنا تنتفي مسؤوليته الجنائية<sup>1</sup>.

### الصورة الثالثة: السماح للغير بإنجاز عملية في السوق

يقصد بها قيام الفاعل بإعطاء المعلومات الامتيازية للغير وهذا يعد خرقاً لمبدأ الإفصاح والشفافية<sup>2</sup>، فيجب لتوفر هذه الصورة قيام الغير الذي حصل على المعلومة بإنجاز صفقة لحسابه الخاص، أما إذا أنجزها لحساب العارف بالمعلومة هنا تندرج تحت الصورة الثانية ويعد الغير شخص مسخر للقيام بالعملية<sup>3</sup>.

### 2.2.2- الركن المعنوي:

تطبيقاً لنص المادة 60 سألقة الذكر يجب التمييز بين حالتين:

الحالة الأولى: كل شخص تتوفر لديه بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته أو منظور قيمة منقولة ما.

في هذه الحالة المشرع الجزائري لا يشترط توفر عنصر العمد بمعنى أنه ليست جريمة عمدية، بل تقوم على علم الشخص بحكم وظيفته بمعلومة امتيازية واستغلالها لذاته.

الحالة الثانية: أن يعتمد الشخص العارف للمعلومة الامتيازية بالسماح للغير باستغلالها

ففي هذه الحالة يشترط المشرع توفر النية العمدية لقيام الجريمة، فإذا لم يعتمد الشخص العارف بالسماح للغير باستغلال معلومة امتيازية فهنا تنتفي الجريمة ولا يتحمل أي مسؤولية.

### ب- العقوبة المقررة للإخلال بالتزام الإعلام:

نص المشرع على العقوبة المقررة للشخص المرتكب لإحدى الجرائم المذكورة سابقاً في المادة 60 المعدلة والمتممة " يعاقب بالحبس من ستة (6) أشهر إلى خمس سنوات (5)، وبغرامة قدرها 30.000 دج، ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه أو بإحدى هاتين العقوبتين...."

<sup>1</sup> صبرينة سليمان، المرجع السابق، ص 39.

<sup>2</sup> جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص 358.

<sup>3</sup> شافية جلاب، المرجع السابق، ص 321.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

من خلال نص هذه المادة يتضح لنا أن المشرع لم يميز بين العقوبة المقررة لارتكاب جريمة نشر معلومات خاطئة، وجريمة استغلال معلومات امتيازية، فقد قرر لهما نفس العقوبة وهي الحبس من ستة (6) أشهر كحد أدنى إلى خمس (5) سنوات كحد أقصى، بالإضافة إلى غرامة مالية قدرها ثلاثين ألف دينار جزائري مع إمكانية رفعها دون أن تقل عن مبلغ الربح نفسه، بمعنى مبلغ الغرامة يتحدد حسب قيمة الأرباح التي يتحصل عليها الجاني، فالمشرع منح السلطة التقديرية للقاضي في تقدير قيمة الغرامة المالية التي تفرض.

كما يلاحظ من خلال هذه المادة أن المشرع نص على إمكانية الجمع بين العقوبتين، أو الحكم بإحدهما إما الحبس أو الغرامة، وهذا يدل على اتساع السلطة التقديرية للقاضي. هذا ما أخذ به التشريع الفرنسي حيث فرض عقوبة الحبس كحد أقصى خمس (5) سنوات لجميع جرائم البورصة دون تمييز بينها، بالإضافة إلى غرامة مالية، غير أنه فرض العقوبتين معاً، ولم يترك المجال مفتوحاً للقاضي في اختيار إحدى العقوبتين<sup>1</sup>.

بينما المشرع المصري نص على عقوبات مختلفة حسب نوع الجريمة المرتكبة<sup>2</sup>، في حين المشرع التونسي لم ينص على العقوبات المقيدة للحرية إنما اكتفى بفرض عقوبات مالية وشدد فيها، حيث فرض الغرامة المالية حتى وإن لم يحقق الجاني منفعة من إنجاز العملية في السوق المالي<sup>3</sup>.

الجدير بالذكر أن المشرع الجزائري بالإضافة إلى فرض عقوبة الحبس والغرامة المالية نص على اعتبار أن العمليات المنجزة باطلاً حسب المادة 60 الفقرة الأخيرة "تعد العمليات التي تنجز على هذا الأساس عمليات باطلة".

<sup>1</sup> صبرينة سليمان، المرجع السابق، ص 284.

<sup>2</sup> نصيرة تواتي، الالتزام بالإعلام آلية لضمان مبدأ الشفافية في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 69.

<sup>3</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 445.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### الفرع الثاني: دور لجنة تنظيم عمليات البورصة

#### ومراقبتها في تسيير السوق المالي.

تعد ل.ت.ع.ب.م شرطة اقتصادية تضمن حسن سير السوق المالي من خلال وضع شروط وإجراءات سواء على المتدخلين في البورصة، أو على القيم المنقولة المقبولة للتداول، وذلك لضمان حماية المدخر وتعزيز ثقته في التعامل في لبورصة.

#### أولاً: منح الاعتماد للوسطاء في عمليات البورصة

تتولى ل.ت.ع.ب.م مهمة مراقبة الوسطاء في عمليات البورصة، عن طريق إجراء الاعتماد المسبق الذي تمنحه إياهم متى توافرت فيهم الشروط الضرورية التي سبق ذكرها، وذلك وفقاً للإجراءات المنصوص عليها في المواد من 08 إلى 14 من النظام 01-15 سالف الذكر .

#### أ- إيداع ملف الاعتماد لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

تطبيقاً لنص المادة 08 من النظام 01-15 يتم إيداع طلب الاعتماد مرفقاً بملف يتكون من عناصر تحددها اللجنة بموجب تعليمة رقم 03-16 سالفة الذكر المحددة للعناصر المشكلة للملف المرفق بطلب اعتماد الوسيط في عمليات البورصة، حيث نص في المادة 02 على مجموع الوثائق التي يتضمنها الملف نذكر منها:

- استمارة والتي تمثل نموذج طلب الاعتماد الملحق بهذه التعليمية،

- نسخة من مشروع إجراءات العمل والمراقبة الداخلية، وتقادي وتسيير النزاعات وكذا الوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب....

كما يجب أن يرفق طلب الاعتماد وفقاً للمادة 09 من نظام 01-15 بعدة وثائق نذكر منها: وثيقة إثبات ملكية أو استئجار محلات مخصصة لنشاط الوسطاء في عمليات البورصة والاكنتاب أو شراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ضمن الشروط التي تحددها اللجنة.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ب- دراسة اللجنة للملف و إصدار القرار:

عند تلقي اللجنة ملف طلب الاعتماد، تتولى دراسته والتحقق من مدى توافر وكفاية الضمانات المقدمة من طرف الوسيط المرشح للاعتماد، كما يمكن للجنة طلب استكمال الوثائق المقدمة إذا كان هناك نقص، كما لها أن تطلب معلومات ووثائق إضافية<sup>1</sup>.

### 1- الموافقة على منح الاعتماد:

في حالة موافقة ل.ت.ع.ب.م على طلب الاعتماد تقوم بمنح اعتماد مؤقت، ثم بعد إتمام شروط معينة تقوم بمنح اعتماد نهائي وهذا ما سنبيّنه.

### 1.1- منح اعتماد مؤقت:

تطبيقا لنص المادة 10 من النظام 01-15 في حالة موافقة اللجنة على طلب الاعتماد المقدم من طرف البنوك أو المؤسسات المالية فإن اللجنة تقوم بإرسال قرار اعتماد مؤقت، يمكن الإشارة إلى أنه للأسف لم يحدد المشرع مهلة للجنة لدراسة الملف كما كان عليه الأمر في النظام رقم 96-03 الملغى أين اشترط أجل شهرين لدراسة الملف من تاريخ إيداعه.

الجدير بالملاحظة أن المشرع الجزائري في ظل تعديل سنة 2015 ترك المجال مفتوحا للجنة، وهذا الأمر قد يكون فيه إضاعة لحقوق الطرف الآخر (المودع لطلب الاعتماد)، لأن المشرع لم يحدد سلطتها في منح أو رفض منح الاعتماد بأي أجل.

أما إذا تعلق الأمر بطلب الاعتماد الموجه من طرف الشركات التجارية التي أنشأت خصيصا لممارسة نشاط الوسيط في البورصة، تقوم اللجنة بمنح رخصة إنشاء مدتها 12 شهرا وعند تأسيس الشركة يقوم الملتزم بإعادة تقديم طلب الاعتماد للجنة وذلك مع إتمام الملف وفي حالة موافقة اللجنة على الطلب تمنحها اعتماد مؤقت<sup>2</sup>، كما بإمكان اللجنة تحديد نشاطات الوسيط في عمليات البورصة بصفة مؤقتة إذا اعتبرت أن العناصر والوسائل المقدمة في الملف غير كافية

<sup>1</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، ممارسة الشخص المعنوي لمهنة الوساطة في عمليات البورصة، المرجع السابق، ص310.

<sup>2</sup> المادة 11 من النظام 01-15، المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

لممارسة كل النشاطات المطلوبة من أجلها الاعتماد<sup>1</sup>، ولا بد أن يكون قرارها بتحديد النشاط مبررا فالاعتماد المؤقت بمثابة دليل على استيفاء الملف للشروط القانونية، فهو يعد بمثابة موافقة مبدئية لممارسة نشاط الوسيط، إلى حين صدور قرار منح الاعتماد النهائي.

### 2.1- منح الاعتماد النهائي:

حتى يصبح الاعتماد فعليا لا بد من أن يقوم الوسيط في عمليات البورصة بالاكتمال في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة الذي يقدر بقيمة 02 مليون دينار جزائري<sup>2</sup>، وبعد المساهمة في رأسمال الشركة، يتم تبليغ ذلك إلى اللجنة التي تقوم بدورها بتحويل الاعتماد المؤقت إلى اعتماد نهائي<sup>3</sup>، عليه يمكن القول أن الفرق بين الاعتماد المؤقت والنهائي يكمن في إتمام إجراء المساهمة في رأس مال شركة تسيير البورصة.

بناءا عليه يصبح الاعتماد نهائيا وساري المفعول إلى غاية السحب أو الشطب من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ويتم نشر قرار منح الاعتماد الصادر من اللجنة في النشرة الرسمية للتسعيرة طبقا لنص المادة 14فقرة 02 من نظام 01-15، لا بد من الإشارة إلى أن قرار اللجنة هو قرار إداري على اعتبار أنها إحدى سلطات الضبط الإدارية المستقلة حيث يتم الطعن فيه امام الجهات القضائية الإدارية كما سنوضح في العنصر الموالي.

### 2- رفض منح الاعتماد:

يجوز للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رفض منح الاعتماد متى لم تتوفر الشروط القانونية اللازمة، ولا بد أن يكون قرار الرفض معللا تطبيقا لنص المادة 06 من قانون 03-04 المعدلة والمتممة للمادة 09 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم، كما يجوز لطالب الاعتماد أن يرفع طعنا بالإلغاء ضد قرار اللجنة أمام مجلس الدولة، في أجل شهر واحد من تاريخ

<sup>1</sup> المادة 12 من النظام 01-15، المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 02 من نظام رقم 03-04 المؤرخ في 18 مارس 2003 المعدل والمتمم لنظام اللجنة رقم 97-01 المؤرخ في

18 نوفمبر 1997، المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، جريدة

رسمية عدد 73، صادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، ص 25.

<sup>3</sup> المادة 13 من النظام 01-15، المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

تبليغ قررا اللجنة وبيت المجلس في الطعن في أجل 3 أشهر من تاريخ تسجيله<sup>1</sup>، لكن كما سبق الإشارة فإنه بموجب تعديل قانون الإجراءات المدنية والإدارية لسنة 2022 في المادة 900 مكرر منه الطعن في القرار بالالغاء يكون أمام المحكمة الإدارية للاستئناف وليس مجلس الدولة. لا بد من الإشارة إلى أن أجل رفع الطعن بإلغاء قرار رفض منح الاعتماد مخالف للقواعد العامة لدعوى الإلغاء المنصوص عليها في قانون الإجراءات المدنية والإدارية رقم 08-09<sup>2</sup> الذي يحدد أجل الطعن بـ 04 أشهر، وهذا دليل على الخصوصية التي تتمتع بها اللجنة ولأهمية السوق المالية كقطاع اقتصادي لا يحتمل التأخر في منازعاته.

### 3- تعديل الاعتماد:

نص المشرع الجزائري في حالة تمديد المشروع أو تقييد النشاطات موضوع الاعتماد الذي منحته اللجنة، يجب تقديم طلب تعديل الاعتماد من طرف الوسيط في عمليات البورصة إلى اللجنة التي تقوم بالتحقيق في الطلب يخضع لنفس الشروط والإجراءات التي خضع لها الاعتماد الأول<sup>3</sup> كما يمكن للجنة سحب الاعتماد نهائيا أو حصره لبعض النشاطات أو إيقافه في الحالات التالية:

- في حالة أصبح الوسيط لا يفي بشروط الاعتماد المحددة في النظام هذه الحالة من بين الحالات المنصوص عليها في الاعتماد البنكي ضمن أحكام قانون النقد والقرض، بالرجوع إلى المادة 95 من قانون 03-11 المتعلق بالنقد والقرض تتمثل هذه الحالات في:

\* عدم استغلال البنوك الاعتماد الممنوح لها لمدة سنة.

\* التوقف لمدة 06 أشهر من ممارسة النشاط.

- في حالة ما إذ كانت تصرفاته تضر بمصالح الزبائن وسلامة السوق<sup>4</sup>، كما يجوز للوسيط طبقا للمادة 17-1-02 من النظام 01-15 بناء على طلبه توقيف نشاطه في مدة لا تقل عن شهر قبل تاريخ توقيف النشاط، ويخضع الشطب للشروط التي تحددها اللجنة، التي لا تقوم بالشطب إلا

<sup>1</sup> المادة 06 من القانون 03-04 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 829 من القانون رقم 08-09 المؤرخ في 25-02-2008 المتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية، جريدة

رسمية عدد 21، صادرة بتاريخ 23-04-2008، ص 03.

<sup>3</sup> المادة 15 من النظام 01-15 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 17 من النظام 01-15 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

بعد التأكد من أن مصلحة الزبائن والمدخرين محمية بصورة كافية، يمكن للجنة تعيين وسيط لتسيير القضايا العالقة للوسيط المفلس أو المتوقف عن نشاطه أو الخاضع لأوامر الحظر أو التوقيف من أجل حماية الزبائن.

### ثانيا: اعتماد القوانين الأساسية ومشاريع الأنظمة لهيئات التوظيف الجماعي

تمارس ل.ت.ع.ب.م مهمة ضبط وتسيير السوق المالي من خلال منح اعتماد للقوانين الأساسية لشركة استثمار ذات رأس مال متغير تطبيقا لنص المادة 6 من الأمر 96-08 سالف الذكر، بالإضافة إلى منح اعتماد لمشاريع الأنظمة من أجل تأسيس صناديق التوظيف المشتركة طبقا للمادة 18 من نفس الأمر، وقد حدد المشرع شروط منح الاعتماد بموجب نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-04 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي سالف الذكر<sup>1</sup>.

### ثالثا: قبول القيم المنقولة في البورصة

يقصد بقبول القيم المنقولة في البورصة إمكانية دخولها إلى التسعيرة، وبالتالي يتم تداولها ولكي يتم هذا القبول لابد من توفر جملة من الشروط بعضها يتعلق بالشركة بصفة عامة، والبعض الآخر يتعلق بالقيم المنقولة في حد ذاتها.

فقد حوّل المشرع صلاحية قبول القيم للتداول إلى ل.ت.ع.ب.م في إطار ممارسة مهمة ضبط وتسيير سوق الأوراق المالية، كما حددت اللجنة شروط قبول القيم بموجب النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم بالنظام رقم 12-01 سالف الذكر<sup>2</sup> - سنتناول هذا العنصر بالتفصيل في الفصل الثاني من هذا الباب -

### رابعا: مراقبة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تعد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من بين الهيئات الأساسية التي تتولى مهمة تسيير البورصة إلى جانب ل.ت.ع.ب.م، فقد تكفلت اللجنة بتنظيمها وضبطها، حيث تمارس الشركة مهامها تحت رقابة اللجنة<sup>3</sup> - وهذا ما سندرسه بالتفصيل في الفصل الثاني من هذا الباب -.

<sup>1</sup> للتفصيل أكثر أنظر الفصل الثاني من الباب الأول من الرسالة، ص 174.

<sup>2</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة طبقا للتشريع الجزائري، المرجع السابق، ص 289 .

<sup>3</sup> المادة 18- الفقرة الأخيرة من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم المذكور سابقا.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### خامسا: مراقبة المؤتمن المركزي على السندات

تمّ استحداث المؤتمن المركزي على السندات سنة 2003 بموجب القانون رقم 03-04 حيث خصص له المشرع الفصل الثاني من الباب الثاني<sup>1</sup>، يقوم المؤتمن المركزي على السندات بممارسة نشاطه تحت رقابة ل.ت.ع.ب.م<sup>2</sup> - وهذا ما سندرسه بالتفصيل في الفصل الثاني من هذا الباب-

### سادسا: مراقبة مندوب الحسابات

يمكن تعريف مندوب الحسابات بأنه هيئة رقابية مكلفة بمراقبة حسابات الشركة ووضعيتها المالية، ومدى مطابقتها للنصوص القانونية والأنظمة والقانون الأساسي للشركة<sup>3</sup>.

يتم تعيين مندوب الحسابات من طرف الجمعية العامة إذا كانت الشركة تلجأ إلى علنية الادخار<sup>4</sup>، أما إذا لم تلجأ الشركة إلى علنية الادخار يتم تعيينه في القانون الأساسي للشركة<sup>5</sup>، حيث يتم تعيينهم من قبل الجمعية العامة في الحالة الأولى لمدة ثلاث سنوات، يتم اختيارهم من بين المهنيين المسجلين في جدول المصنف الوطني، وفي حالة لم يتم تعيينهم أو وجود مانع أو رفض واحد أو أكثر من مندوبي الحسابات المعنيين، يتم اللجوء إلى القضاء لتعيينهم أو استبدالهم بموجب أمر من رئيس المحكمة التابعة لمقر الشركة، وذلك بناء على طلب مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، كما يمكن أن يقدم الطلب في الشركات التي تلجأ إلى علنية الادخار من طرف السلطة المكلفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>6</sup>.

غير أنه كاستثناء عن القاعدة العامة إذا تعلق الأمر بهيئات التوظيف الجماعي يعين مسير الصندوق المشترك للتوظيف أو مجلس الإدارة أو مجلس المديرين لشركة الاستثمار ذات رأس مال متغير محافظ حسابات لمدة سنة مالية أو أكثر، يتم اختياره على أساس قائمة تعدها

<sup>1</sup> المادة 10 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 19 مكرر 4 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> نذير شني، المرجع السابق، ص 65.

<sup>4</sup> المادة 600 من القانون التجاري.

<sup>5</sup> المادة 609 من القانون التجاري.

<sup>6</sup> المادة 715 مكرر 4 من القانون التجاري المعدل والمتمم.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ل.ت.ع.ب.م.<sup>1</sup>، وهذا يؤكد الدور الرقابي للجنة على مندوب الحسابات، حيث يقوم هذا الأخير بالتأكد من صحة المعلومات المحاسبية والمالية الظرفية والدورية والدائمة التي تلزم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بنشرها قبل إرسالها إلى ل.ت.ع.ب.م.<sup>2</sup>.

### المبحث الثاني: الآليات القانونية الممنوحة للجنة تنظيم عمليات

#### البورصة ومراقبتها لضبط السوق المالي

أنيطت مهمة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وهي تمثل الدولة في قيامها بمهامها، من أجل ذلك خصها المشرع الجزائري بمجموعة من السلطات لتمكينها من لعب الدور الذي عليها أن تلعبه كشرطي البورصة بشكل فعال، فقد أوكل لها المشرع مهمة السهر على حماية ادخار المستثمرين ومراقبة السير الحسن وشفافية تداول القيم المنقولة في السوق المالية، وقد قسم المشرع وظائف هذه اللجنة إلى ثلاث وظائف أساسية وهذا طبقاً لنص المادة 31 وما بعدها من المرسوم التشريعي 93-10 وهي:

1- الوظيفة القانونية (الوظيفة التنظيمية).

2- الوظيفة الرقابية.

3- الوظيفة التأديبية والتحكيمية.

#### المطلب الأول: ممارسة لجنة تنظيم عمليات البورصة

##### ومراقبتها السلطة التنظيمية (السلطة القانونية).

تعد السلطة التنظيمية الأكثر تعبيراً عن الممارسة الفعلية لوظيفة الضبط، إذ يصبح إنتاج القاعدة القانونية من اختصاص سلطات الضبط المستقلة، بالإضافة إلى السهر على حسن تنفيذها واحترامها<sup>3</sup>، لذلك نجد المشرع الجزائري منح ل.ت.ع.ب.م سلطة تنظيمية عامة عن طريق إصدار اللوائح المتعلقة بتنظيم سوق القيم المنقولة (الفرع الأول)، وسلطة شبه تنظيمية عن طريق إصدار تعليمات وتوصيات، وأراء واقتراحات، وكذا منشورات (الفرع الثاني).

<sup>1</sup> المادة 43 من الأمر 08-96 المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> المادة 47 من الأمر 08-96 المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> موسى رحموني، المرجع السابق، ص 62.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### الفرع الأول: الاختصاص التنظيمي للجنة

منح المشرع الجزائري للجنة صلاحية تنظيم السوق المالي وسن تقنيات متعلقة بالبورصة ولقد أثارت هذه السلطة العديد من الإشكالات تتمثل أساس في مدى دستورية ممارسة اللجنة للاختصاص التنظيمي (أولاً)، وتمارس اللجنة هذه الاختصاص بصورة عامة أو فردية (ثانياً).

#### أولاً: مدى دستورية ممارسة اللجنة للسلطة التنظيمية؟

بالرجوع إلى نص المادة 31 من المرسوم التشريعي 93-10 نجد المشرع الجزائري خول ل.ت.ع.ب.م صلاحية ممارسة السلطة التنظيمية التي تعد أحد مظاهر ممارسة امتيازات السلطة العامة، وهذا يعود إلى رغبة الدولة في تجديد منظومتها الاقتصادية عن طريق التخلي عن التسيير المباشر لسوق القيم المنقولة<sup>1</sup>.

فالمشرع الجزائري منح اللجنة ممارسة صلاحية التنظيم، التي هي في حقيقة الأمر تعود وفقاً لأحكام الدستور للسلطة التنفيذية، وذلك من خلال نص المادة 112 من دستور 2020 المعدل والمتمم لدستور سنة 1996<sup>2</sup> " يمارس الوزير الأول أو رئيس الحكومة حسب الحالة، زيادة على السلطات التي تخولها إياه صراحة أحكام أخرى في الدستور الصلاحيات الآتية:

1. يوجه وينسق ويراقب عمل الحكومة
2. يوزع الصلاحيات بين أعضاء الحكومة مع احترام الأحكام الدستورية
3. يقوم بتطبيق القوانين والتنظيمات
4. يرأس اجتماعات الحكومة....."

<sup>1</sup> سهام صديق، المرجع السابق، ص 161.

<sup>2</sup> دستور الجزائر لسنة 1996، المؤرخ في 08 ديسمبر 1996، جريدة رسمية العدد 76، الصادرة بتاريخ 08 ديسمبر 1996، بموجب المرسوم الرئاسي رقم 96-438، المؤرخ في 07 ديسمبر 1996، جريدة رسمية رقم 76، المعدل والمتمم بموجب المرسوم الرئاسي رقم 20-442 المؤرخ في 30 ديسمبر 2020، يتعلق بإصدار التعديل الدستوري، جريدة رسمية العدد 82، الصادرة بتاريخ 30 ديسمبر 2020، ص 3.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

استثناءا تعود بعض الاختصاصات التنظيمية لرئيس الجمهورية من خلال المادة 141 من دستور 2020 التي تنص على أنه "يمارس رئيس الجمهورية السلطة التنظيمية في المسائل غير المخصصة للقانون  
يندرج تطبيق القوانين في المجال التنظيمي الذي يعود للوزير الأول أو رئيس الحكومة حسب الحالة".

هذا ما يؤدي إلى التساؤل حول مدى دستورية التنظيمات الصادرة عن اللجنة مع وجود أحكام المادتين 112 و 141 سالفتا الذكر؟

المشروع الجزائري لم يتطرق إلى توضيح مدى دستورية التنظيمات الصادرة عن اللجنة، ولم يصدر أي قرار عن المجلس الدستوري بخصوص ذلك، وإنما اكتفى بمنح اللجنة هذه الصلاحية بموجب نص قانوني.

بينما المشروع الفرنسي منح لجنة البورصة الفرنسية صلاحية ممارسة السلطة التنظيمية عن طريق التفويض، حيث نصت المادة 21 من الدستور الفرنسي على أنه تخول السلطة التنظيمية لرئيس الحكومة واستثناءا لرئيس الجمهورية، كما قرر المجلس الدستوري الفرنسي أنه لا يوجد أي مانع من تفويض هذه السلطة من طرف رئيس الحكومة إلى السلطات الإدارية المستقلة بموجب القانون مع تحديد مجال التفويض مسبقا<sup>1</sup>.

هذا ما أكدته قرار مجلس الدولة الفرنسي الصادر في سبتمبر 1986 المتعلق بالسلطة التنظيمية المخولة للجنة الوطنية للاتصال والحريات (CNCL)، حيث جاء فيه أن اختصاص الوزير الأول بإصدار الأنظمة على المستوى الوطني حسب المادة 21 من الدستور، ليس من شأنه عرقلة إمكانية منح المشروع هيئات أخرى صلاحية سن قواعد قانونية في مجال معين وفي إطار حددته القوانين والأنظمة، بناء عليه فقد استبعد المجلس الدستوري الفرنسي فكرة الاحتكار العام للسلطة التنظيمية من طرف الوزير الأول وإمكانية ممارستها من طرف هيئات أخرى<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 75.

<sup>2</sup> سمير حدري، السلطات المرجع السابق، ص 97.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

فقد أقر المجلس الدستوري الفرنسي أن سلطة إصدار القرارات التي خولها المشرع للسلطات الإدارية المستقلة لا يتعارض مع أحكام الدستور، وذلك لأن المشرع لم يتنازل عن صلاحياته في التشريع ولم يبعد السلطة التنفيذية عن ممارسة صلاحياتها التنظيمية، إنما سمح للهيئات الإدارية المستقلة بممارسة اختصاص التنظيم في مجالات معينة وبشروط معينة<sup>1</sup>.

كما أصدر المجلس الدستوري الفرنسي في مجال السوق المالية قرار رقم 89-260 المؤرخ في 28 جويلية 1989، يتعلق بالمهام التنظيمية التي يتمتع بها مجلس بورصة القيم *conseil des bourses de valeurs (CBV)* في مجال العرض العلني للشراء أو المقايضة والتي يمارسها عن طريق التفويض وهذا ما تمّ تطبيقه أيضا على لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) عند إصدارها أنظمة محددة تتعلق بحماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار مع ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة وضمن شفافيتها، ويتم المصادقة على هذه الأنظمة من طرف وزير الاقتصاد والمالية<sup>2</sup>.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أنه رغم غياب الاجتهادات القضائية في الجزائر حول دستورية السلطة التنظيمية للجنة باعتبارها سلطة ضبط في المجال الاقتصادي، إلا أنه هذا لا يعني عدم دستوريتها فالمشرع الجزائري أعطى هذه اللجنة صلاحية ممارسة الاختصاص التنظيمي بموجب نص قانوني منشئ لها وهذا ما يجعلها بقوة القانون مشروعة.

### ثانيا: صور ممارسة اللجنة للسلطة التنظيمية.

منح المشرع الجزائري ل.ت.ع.ب.م صلاحية ممارسة اختصاص تنظيمي يندرج في إطار المسائل المتعلقة بالسير الحسن للبورصة، وينقسم هذا الاختصاص لنوعين هما: اختصاص تنظيمي عام، واختصاص تنظيمي فردي.

<sup>1</sup> آيت وازو زابنة، دراسة نقدية في سلطات الضبط المستقلة: في شرعية سلطات الضبط المستقلة، مجلة المحكمة الدستوري

مجلس الدولة، المجلد 6، العدد 2، سنة 2018، ص 22.

<sup>2</sup> نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 75.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

أ- الاختصاص التنظيمي العام:

حدد المشرع الجزائري مجال ممارسة اللجنة للاختصاص التنظيمي العام بموجب نص المادة 13 من القانون رقم 03-04 المعدلة والمتممة للمادة 31 من المرسوم التشريعي 93-10 بقولها: " تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق القيم المنقولة، وبسن تقنيات متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي:

\* رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة

\* اعتماد الوسطاء والقواعد المهنية المطبقة عليهم

\* نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم

\* الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من

خدماته المذكورة في المادة 19 مكرر أعلاه

\* القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات

\* القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات

\* شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات"

فقد اشترط المشرع الموافقة على اللوائح التي تسنها اللجنة عن طريق التنظيم ويتم نشرها في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية<sup>1</sup>، وصدر في هذا الصدد المرسوم التنفيذي رقم 96-102<sup>2</sup>، حيث نص في المادة الأولى منه على أنه يوافق الوزير المكلف بالمالية على اللوائح التي تسنها ل.ت.ع.ب.م في حالة عدم صدور قرار من طرف وزير المالية سواء بالموافقة أو الرفض على لوائح اللجنة في أجل 15 يوم تاريخ إيداع التنظيم، يعد الوزير وافق ضمناً ويتم إرسال التنظيم مباشرة إلى الأمانة العامة للحكومة مرفقاً بالإشعار بالاستلام من طرف وزير المالية

<sup>1</sup> المادة 32 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> المرسوم التنفيذي 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996 يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 18، صادرة بتاريخ 20 مارس 1996، ص 10.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

بغرض استكمال إجراءات النشر في الجريدة الرسمية طبقا لنص المادتين 27 و28 من النظام الداخلي للجنة<sup>1</sup>.

نص المشرع الجزائري على إمكانية الطعن القضائي في اللوائح الصادرة عن اللجنة بموجب نص المادة 33 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر " يمكن في حالة حصول طعن قضائي أن يؤمر بتأجيل تنفيذ أحكام اللائحة المطعون فيها إذا كانت هذه الأحكام مما يمكن أن تنجر عنه نتائج واضحة الشدة والإفراط، أو طرأت وقائع جديدة بالغة الخطورة منذ نشرها".

من خلال نص المادة يتضح لنا أن اللوائح الصادرة عن ل.ت.ع.ب.م قابلة للطعن فيها مثل باقي القرارات الإدارية التنظيمية، غير أن المشرع لم يحدد الجهة القضائية التي يتم الطعن أمامها ولا الأشخاص الذين لهم الحق في رفع الطعن، وبالتالي نرجع إلى أحكام قانون الإجراءات المدنية والإدارية المتعلقة بالطعن بالإلغاء في القرارات الإدارية، ضف إلى ذلك أن المشرع الجزائري لم يحدد ما إذا كان الطعن يكون ضد اللوائح الصادرة عن اللجنة في حد ذاتها أو ضد قرار الوزير بالموافقة على هاته اللوائح، بينما ذهب مجلس الدولة الفرنسي للفصل في هذه المسألة حيث اعتبر أن دعاوى الإلغاء ترفع ضد القرار الوزاري الصادر عن الوزير المكلف بالاقتصاد، نظرا لكونه يجعل الأنظمة الداخلية للجنة عمليات البورصة نافذة<sup>2</sup>.

في الأخير لا بد من الإشارة إلى أن عدد الأنظمة الصادرة من ل.ت.ع.ب.م قليل جدا مقارنة بعدد الأنظمة الصادرة عن هيئات الرقابة في التشريعات المقارنة خاصة لجنة عمليات البورصة الفرنسية، كما أنه هناك نصوص قانونية أحالنا إليها المشرع في تطبيقها إلى لوائح لم يتم إصدارها بعد، مثال ذلك ما تعلق بتنظيم المعاملات خارج البورصة والتي تتم وفق إجراءات التراضي، حيث أنه منذ صدور الأمر 96-10<sup>3</sup> لم يتم إصدار اللائحة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> نوال ابرابن، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كآلية لتفعيل السوق المالية، مجلة دفاتر البحوث العالمية، المركز الجامعي بتيبازة، المجلد 2، العدد 2، سنة 2014، ص 120.

<sup>2</sup> سهام صديق، المرجع السابق، ص 163.

<sup>3</sup> الأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 جانفي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 03، صادرة بتاريخ 14 جانفي 1996، ص 34.

<sup>4</sup> سمير حدري، المرجع السابق، ص 101.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### ب- الاختصاص التنظيمي الفردي:

تتمتع ل.ت.ع.ب.م في إطار ممارستها لمهام الضبط والتنظيم الاقتصادي بسلطة إصدار قرارات فردية، وأسندت لها هذه المهمة من خلال إصدار تراخيص لممارسة بعض الأنشطة بواسطة التأشير أو الاعتماد.

#### 1- منح التأشيرة:

تقوم ل.ت.ع.ب.م بإصدار قرارات فردية في شكل تأشيرة، فقد ألزم المشرع الجزائري الشركات أو المؤسسات العمومية المصدرة للقيم المنقولة، والشركات التي تطلب قبول سنداتھا للتداول في البورصة عن طريق اللجوء العلني للدخار، قبل نشرها المذكورة لإعلام الجمهور بإداع مشروع المذكرة لدى اللجنة للتأشير عليها<sup>1</sup>، وتقوم اللجنة بدراسة المشروع في أجل شهرين وتشير عند الاقتضاء إلى البيانات الواجب تعديلها، أو المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها، كما يمكنها أن تطلب تبرير يتعلق بالمعلومات الواردة في المشروع، وفي حالة عدم الاستجابة لطلبات التعديل يحق للجنة رفض منح التأشيرة<sup>2</sup>.

#### 2 - منح الاعتماد:

يعرّف الاعتماد بأنه: "الموافقة المسبقة التي يتحصل عليها من الإدارة، والتي بموجبها يمكن للأشخاص تحقيق المشاريع الاقتصادية، واستفادتهم من نظام مالي أو ضريبي ممتاز"<sup>3</sup>. من خلال هذا التعريف يتضح لنا أن المتدخلين في بورصة القيم المنقولة لا يمكنهم ممارسة نشاطاتهم إلا بعد الحصول على اعتماد من طرف ل.ت.ع.ب.م في إطار ممارستها الاختصاص التنظيمي الفردي، حيث تمنح اعتماد للوسطاء في عمليات البورصة وكذا القوانين الأساسية ومشاريع أنظمة هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التي سبق شرحها، حيث يتوجب توفر شروط معينة للحصول على الاعتماد ويتم إتباع إجراءات معينة، وقد أجاز المشرع الطعن بالإلغاء

<sup>1</sup> المادة 16 من القانون 03-04 المعدلة والمتممة للمادة 41 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 42 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> ليلة عبديش، اختصاص منح الاعتماد لدى السلطات الإدارية المستقلة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، فرع تحولات الدولة، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري- تيزي وزو-، سنة 2010، ص 14.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

في القرارات الصادرة عن اللجنة في حالة رفض منح الاعتماد أو منح اعتماد جزئي أمام مجلس الدولة.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أن جميع القرارات الفردية تتخذ نفس إجراءات إصدار اللوائح والمصادقة عليها ونشرها<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: الاختصاص شبه التنظيمي للجنة

تمارس ل.ت.ع.ب.م الاختصاص التنظيمي بطريقة غير مباشرة يمكن وصفه بالاختصاص شبه التنظيمي، عن طريق إصدار تعليمات وتوصيات وآراء هذا طبقا للمادة 30 من النظام الداخلي للجنة، ويتم نشر هذه الأعمال في الكشوف التي تصدرها اللجنة دوريا، وكذا في التقرير الذي تقدمه اللجنة للحكومة كما يمكنها تقديم اقتراح قوانين تتعلق بسوق القيم المنقولة<sup>2</sup>.  
أولا: إصدار اللجنة للتعليمات.

تعد التعليمات من وسائل التنظيم الداخلي بالنسبة للإدارة التقليدية، تخاطب الموظفين وأعوان المرفق العام، وهي لا تعتبر قرارات إدارية، لا تخضع لرقابة القاضي الإداري، ولقد أعطيت صلاحية إصدار هذه التعليمات للسلطات الإدارية المستقلة<sup>3</sup>.

فقد كانت لجنة عمليات البورصة الفرنسية تصدر تعليمات لتنظيم السوق قبل إعطائها صلاحية إصدار الأنظمة<sup>4</sup>، وذهب الفقه إلى القول بعدم تمتعها بالقوة الإلزامية لكنها واجبة الاحترام وملزمة للأشخاص المعنيين بها<sup>5</sup>، وهذا ما أخذ به المشرع الفرنسي من خلال نص المادة L621.6 من التقنين النقدي والمالي حيث لم يمنح التعليمات نفس القيمة القانونية التي تتمتع بها الأنظمة، بينما ل.ت.ع.ب.م في بورصة الجزائر نصت في نظامها الداخلي في المادة 25 على تعريف التعليمات بأنها "تصرفات تبين مجموع القواعد الموضوعية والإجرائية وكذا شروط تطبيق قرارات اللجنة، لها

<sup>1</sup> فريد زقموط، دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في ترقية الاستثمار في المجال البورصي، المجلة الأكاديمية للبحوث القانونية، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، المجلد 5، العدد 1، سنة 2014، ص 295.

<sup>2</sup> نوال ايرابن، المرجع السابق، ص 121.

<sup>3</sup> سهام صديق، المرجع السابق، ص 164.

<sup>4</sup> نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 78.

<sup>5</sup> سمير حدري، المرجع السابق، ص 102.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

نفس القيمة القانونية للتعليمات الصادرة عن أية هيئة إدارية أخرى، فهي تعد بمثابة لوائح تنظيمية داخلية تلزم الأفراد المخاطبين بها<sup>1</sup>.

ثانيا: إصدار اللجنة للتوصيات.

تعد التوصيات أداة شرح وتفسير للنصوص التشريعية والتنظيمية في المجالات التي لا تتمتع فيها اللجنة بسلطة إصدار قرارات فردية، ويمكن تشبيهها بالتوصيات التي تصدرها الهيئات الدولية<sup>2</sup>، فقد اعتبرها مجلس الدولة الفرنسي مجرد "منشورات إدارية تفسيرية" لا تتمتع بأي قوة إلزامية على أساس أنه لا يمكن الطعن فيها قضائيا<sup>3</sup>.

ثالثا: إصدار الآراء والاقتراحات من طرف اللجنة.

خول المشرع الجزائري ل.ت.ع.ب.م بموجب المادة 9 من القانون 03-04 تقديم آراء حول وضع القانون الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي على السندات، كونها أكثر إطلاعا بهذا المجال، إذ تعتبر آراء اللجنة تحضيرية لبعض قرارات السلطة التنفيذية المتعلقة بالسوق المالي<sup>4</sup>.

كما منح المشرع ل.ت.ع.ب.م صلاحية تقديم اقتراحات بموجب المادة 34 من المرسوم التشريعي 93-10 التي تنص على أنه "يمكن أن تقدم للحكومة مقترحات نصوص تشريعية وتنظيمية تخص إعلام حاملي القيم المنقولة والجمهور، وتنظيم بورصة القيم المنقولة وسيرها والوضعية القانونية للوسطاء في عمليات البورصة".

يتضح من خلال هذه المادة أن اللجنة يمكنها تقديم اقتراحات للحكومة حول إعداد النصوص التشريعية والتنظيمية المتعلقة بسير وتنظيم عمليات البورصة نظرا لكونها مختصة في هذا المجال.

<sup>1</sup> نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 79.

<sup>2</sup> نوال ايرابن، المرجع السابق، ص 121.

<sup>3</sup> سمير حدري، المرجع السابق، ص 103.

<sup>4</sup> فاطمة الزهراء بدي، المرجع السابق، ص 190.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المطلب الثاني: ممارسة اللجنة للسلطات غير التنظيمية: السلطة الرقابية، السلطة

### التأديبية والتحكيمية

تمارس ل.ت.ع.ب.م إلى جانب السلطة التنظيمية سلطات أخرى غير تنظيمية لا تقل أهمية عنها وذلك بهدف ضمان السير الحسن للسوق المالي وحماية مصالح المستثمرين، تتمثل هذه السلطات في:

- السلطة الرقابية

- السلطة التأديبية والتحكيمية

لا بد من الإشارة إلى أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تمارس السلطة التأديبية والتحكيمية بصورة مرتبطة، غير أنه في دراستنا قمنا بفصلهما من أجل التطرق لجملة من التفاصيل المتعلقة بها وتوضيح أكثر لهذه السلطة، فقمنا بدراستها في فرعين منفصلين.

### الفرع الأول: مدى احتكار اللجنة للسلطة الرقابية؟

أولى المشرع الجزائري أهمية كبيرة سواء في المرسوم التشريعي 93-10، وكذا في تعديل سنة 2003 لسلطة الرقابة التي تمارسها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كونها الجهاز المؤهل والمختص بمهمة رقابة السوق المالي، حيث تقوم بمراقبة سير عمليات البورصة، وقد نصت على هذه المهام المواد من 35 إلى 50 من المرسوم التشريعي 93-10، إن الوظيفة الرقابية للجنة تهدف إلى ضمان السير الحسن للمعاملات في البورصة وحماية المستثمرين فقد تعددت صور السلطة الرقابية للجنة (أولا)، ونظرا لأهمية مصلحة المستثمرين في البورصة فقد أوكل المشرع مهمة رقابة السوق المالي لهيئات إدارية أخرى وهذا يبين عدم اعتبار اللجنة الهيئة المحتكرة لمهمة الرقابة (ثانيا).

### أولا: صور السلطة الرقابية للجنة

منح المشرع الجزائري ل.ت.ع.ب.م جملة من الوسائل القانونية لممارسة السلطة الرقابية وذلك عن طريق: سلطة التحقيق، سلطة الأمر، سلطة إخطار الجهات القضائية.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

أ- ممارسة اللجنة لسلطة التحقيق:

توصف ل.ت.ع.ب.م بأنها شرطة البورصة فهي تتمتع بصلاحيات إجراء تحقيقات تمس مختلف المتعاملين في سوق القيم المنقولة، بهدف ضمان شفافية التعامل وكذا احترام وتطبيق القوانين والأنظمة التي تحكم السوق المالي<sup>1</sup>.

فطبقا لنص المادة 37 من المرسوم التشريعي 93-10" تجري اللجنة عن طريق مداولة خاصة وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، تحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علنا والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة ولدى الأشخاص الذين يقدمون نظرا لنشاطهم المهني، مساهمتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتجات المالية المسعرة، أو يتولون إدارة مستندات سندات مالية ويمكن للأعوان المؤهلين أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعامتها وأن يحصلوا على نسخ منها ويمكنهم الوصول إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني".

من خلال نص المادة يتضح لنا أن المشرع الجزائري قام بحصر نطاق ممارسة اللجنة لإجراء التحقيق الميداني من حيث الأشخاص المتمثلين في:

- الشركات التي تلجأ للادخار العلني
- البنوك والمؤسسات المالية
- الوسطاء في عمليات البورصة
- الأشخاص الذين يقدمون مساهمات في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو يتولون إدارة مستندات سندات مالية.

وهذا ما يؤدي إلى انتقاد المشرع الجزائري فقد كان من الأحرى ترك المجال مفتوحا للجنة حتى يتسنى لها إجراء التحقيق مع أي شخص طبيعي أو معنوي له علاقة بسوق القيم المنقولة، وذلك بهدف تفعيل سلطة التحقيق.

يتم إجراء التحقيق عن طريق أعوان مؤهلين الذين لهم الحق في:

<sup>1</sup> نوال ايرلين، المرجع السابق، ص123.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- طلب إمدادهم بأية وثائق والحصول على نسخ منها

- وكذا الوصول إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني.

الملاحظ أن المشرع الجزائري اكتفى بتحديد سلطات الأعوان المؤهلين كما سمح لهم بممارسة تحقيقات ميدانية فقط، لم يتطرق إلى مسألة شروط تأهيلهم على خلاف المشرع الفرنسي الذي ركز على هذه المسألة، حيث نص على الشروط الواجب توفرها في المحققين<sup>1</sup>.

ضف إلى ذلك أن المشرع الجزائري منح اللجنة عقد مداولة خاصة إمكانية استدعاء أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها، أو تأمر أعوانها باستدعائه وسمح للشخص الذي يتم استدعائه الاستعانة بمستشار من اختياره<sup>2</sup>.

تجدر الإشارة أن المشرع الجزائري ألزم كل من أعضاء اللجنة والأعوان المؤهلين وكذا الأعوان الخارجون الذين يمكن الاستعانة بهم، بالسهر المهني فيما يخص الوقائع والأعمال والمعلومات التي اطلعوا عليها بحكم وظيفتهم حسب الشروط، وتحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات<sup>3</sup>.

بالرجوع إلى المادة 301 من قانون العقوبات الجزائري<sup>4</sup> نجد المشرع قد شدد من عقوبة الإخلال بالالتزام بالسهر المهني حيث نص على أنه: "يعاقب بالحبس من شهر إلى ستة أشهر وبغرامة من 500 إلى 5.000 دج الأطباء والجراحون والصيادلة والقابلات وجميع الأشخاص المؤتمنين بحكم الواقع أو المهنة أو الوظيفة الدائمة أو المؤقتة على أسرار أدلى بها إليهم وأفشوها في غير الحالات التي يتوجب عليهم فيها القانون وإفشائها ويصرح لهم بذلك"

<sup>1</sup> نصيرة تواتي، عن خصوصية ضبط المجال المالي في القانون الجزائري: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نموذجاً المرجع السابق، ص 128.

<sup>2</sup> المادة 38 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> المادة 39 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.

<sup>4</sup> الأمر 66-156 المؤرخ في 8 يونيو 1966، الذي يتضمن قانون العقوبات، المعدل والمتمم، جريدة رسمية العدد 49، الصادرة بتاريخ 11 يونيو 1966، ص 702.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

في الأخير لابد من الإشارة إلى أن المشرع الجزائري ألزم الأشخاص الذين يتم التحقيق معهم بدفع أتاوى التحقيق للجنة وقد حددها المرسوم رقم 98-179<sup>1</sup>، كما نصت المادة 39 من المرسوم التشريعي 93-10 على معاقبة كل شخص يعترض اللجنة وأعاونها المؤهلين لممارسة صلاحياتها بالحبس من 30 يوم إلى 3 سنوات وبغرامة قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط.

من خلال ما سبق التطرق إليه يتبين لنا أن المشرع الجزائري لم يمنح الأشخاص الذين تمّ التحقيق معهم حق الإطلاع على محضر التحقيق الذي تعده اللجنة، على خلاف نظيره الفرنسي الذي منح المحقق معه حق الحصول على نسخة من المحضر الذي يحرره المحقق مرفقا بتقرير يدون فيه الخاضع للتحقيق جميع ملاحظاته ويتم إيداعه لدى الأمين العام لسلطة السوق المالية، وذلك في اجل لا يتعدى 10 أيام<sup>2</sup>.

### ب- ممارسة اللجنة لسلطة الأمر:

منح المشرع الجزائري ل.ت.ع.ب.م سلطة الأمر التي تسمح لها بإصدار قرارات تلزم الأطراف الموجهة إليها الأمر بتدارك أو تصحيح أعمالها حتى تتماشى مع التنظيم والتي تسمى سلطة الأمر المباشرة، كما لها الحق في أن تطلب من القاضي إصدار أوامر لمخالفات تمّ معابنتها وتعرف هنا بسلطة الأمر غير المباشرة.

#### 1- سلطة الأمر المباشرة:

تطبيقا لنص المادة 35 من المرسوم التشريعي 93-10 يجب على ل.ت.ع.ب.م التأكد من أن الشركات المقبولة قيمها أنها تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها، لاسيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وكذا عمليات النشر القانونية، وللجنة صلاحية إصدار أمر لهذه الشركات عند الاقتضاء، بنشر استدراقات إذا لاحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة أو المقدمة.

<sup>1</sup> المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المؤرخ في 20 ماي 1998 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة

ومراقبتها، جريدة رسمية عدد 70، الصادرة بتاريخ 20 سبتمبر 1998، ص 30.

<sup>2</sup> نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 91.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

2- سلطة الأمر غير المباشرة (الأمر القضائي):

تطبيقا لنص المادة 40 من المرسوم التشريعي 93-10 " يمكن رئيس اللجنة، في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه الإضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بامتنثال هذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال أثارها، ويحيل نسخة من طلبه على المجلس القضائي الغرض الذي يقتضيه القانون

ودون الإخلال بالمتابعات الجزائية، تفصل الجهة القضائية المختصة في الأمر استعجاليا بل ويمكنها أن تتخذ تلقائيا أي إجراء تحفظي، وتصدر قصد تنفيذ أمرها غرامة تهديدية تحيلها إلى الخزينة العمومية

ويمكن رئيس اللجنة أن يتأسس كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية"

من خلال نص المادة يتبين لنا أن المشرع الجزائري منح اللجنة صلاحية تقديم طلب للقضاء من أجل استصدار أمر قضائي استعجالي ضد كل شخص صدرت عنه ممارسة مخالفة الأحكام التشريعية أو التنظيمية التي من شأنها الإضرار بمصلحة المستثمرين في القيم المنقولة، وسمح للجهة القضائية المختصة بإصدار الأمر الاستعجالي اتخاذ تلقائيا أي إجراء تحفظي، لكن لم يحدد هذه التدابير وترك سلطة تقديرها حسب نوع المخالفة المرتكبة على سبيل المثال: إصدار أمر بتأمين مبلغ مالي أو دفع كفالة من طرف الشخص المرتكب للمخالفة، القضاء بالتوقيف المؤقت لممارسة النشاط المهني<sup>1</sup>.

كما تقوم الجهة القضائية بإصدار قرار يقضي بتنفيذ أمرها بالإضافة إلى غرامة تهديدية تحال إلى الخزينة العمومية، حيث يجب توفر شرطين أساسيا من أجل استصدار أمر قضائي هما:

1- التحقق من وجود خطر فعلي

2- وجود خرق لنص تشريعي أو تنظيمي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> فريد زقموط، المرجع السابق، ص 297.

<sup>2</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 450.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

لابد من الإشارة إلى أن المشرع الجزائري نص على حالة مخالفة الأحكام التنظيمية بصورة عامة دون تمييز بين المراسيم والقرارات أو الأنظمة التي تصدرها اللجنة ففي حالة مخالفة هذه الأنظمة لا يحق لها إصدار أمر مباشر ضد المخالفين، فيجب عليها اللجوء إلى القضاء لاستصدار أمر استعجالي لهذه المخالفة، وهذا يحد نوعا ما من فعالية ممارسة اللجنة لسلطة الأمر، فكان من الأخرى التمييز بين أنواع الأحكام التنظيمية، في هذا الصدد نلاحظ أن المشرع الجزائري لم يكرس سلطة إصدار الأمر مباشرة للجنة عند مخالفة أنظمتها، على عكس ما هو عليه بالنسبة لمجلس المنافسة واللجنة المصرفية<sup>1</sup>.

ضف إلى ذلك أنه يجب تزويد اللجنة بوسائل قانونية وصلاحيات أكثر فعالية لممارسة السلطة الرقابية، ذلك أن إخطار الجهات القضائية لإصدار أمر قضائي أمر غير كاف وغير فعال نظرا لسرعة المعاملات المالية في البورصة، لذا يجب منحها صلاحية اتخاذ تدابير قانونية لمحاربة المخالفات التي تحدث<sup>2</sup>.

### ثانيا: الهيئات المتدخلة في السلطة الرقابية للجنة على السوق المالي

بداية لابد من الإشارة إلى أن ل.ت.ع.ب.م ليس السلطة الوحيدة المحتكرة لسلطة الرقابة على السوق المالية، فهناك هيئات إدارية أخرى تتدخل في صلاحية اللجنة تتمثل في كل من اللجنة المصرفية عند مراقبة البنوك والمؤسسات المالية، ومجلس المنافسة الذي يتكفل بحماية السوق المالي من الممارسات المنافسة للمنافسة.

#### أ- دور اللجنة المصرفية في مراقبة السوق المالي:

سبق وأشرنا أن المشرع الجزائري سمح للبنوك والمؤسسات المالية بممارسة مهنة الوساطة في عمليات البورصة تطبيقا لنص المادة 6 من المرسوم التشريعي 93-10، والمادة 4 من النظام 01-15 سألنا الذكر وقد ذكر المشرع جملة من الشروط الواجب توافرها في البنوك

<sup>1</sup> نصيرة تواتي، عن خصوصية ضبط المجال المالي في القانون الجزائري: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نموذجا، المرجع السابق، ص 197.

<sup>2</sup> فريد زقموط، المرجع السابق، ص 298.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

والمؤسسات المالية لممارسة هذه المهنة<sup>1</sup> كما اشترط ضرورة الحصول على اعتماد من طرف ل.ت.ع.ب.م حتى ولو حصلت على الاعتماد المنصوص عليه في المادة 82 من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، فهي تمارس النشاط المصرفي كنشاط أصلي، وتمارس مهنة الوساطة كنشاط تبعية<sup>2</sup>، وذلك لأن النشاط المصرفي ونشاط السوق المالي مكملان لبعضهما تطبيقاً لنص المادة 72 من الأمر 03-11 " يمكن للبنوك والمؤسسات المالية أن تجري العمليات ذات العلاقة بنشاطها كالعمليات الآتية:.....توظيف القيم المنقولة وكل منتج مالي، واكتتابها وشراؤها وتسييرها وحفظها وبيعها"، وقد أصدر مجلس النقد والقرض نظام رقم 95-01<sup>3</sup> يحدد كفاءات تطبيق نص المادة 72 سالف الذكر، حيث نص في المادة 3 منه على أنه: "تعتبر النشاطات التابعة التي تمارسها البنوك والمؤسسات المالية نشاطات مكملة كما يجب أن تكون أهميتها محدودة بالنسبة لمجمل نشاطاتها.."، وقد ألزم المشرع البنوك والمؤسسات المالية عند ممارستها للنشاطات التابعة للنشاط المصرفي احترام القواعد التشريعية والتنظيمية وقواعد الحذر المنظمة للنشاط المصرفي<sup>4</sup>، وتخضع في هذا الصدد لرقابة اللجنة المصرفية طبقاً لنص المادة 105 من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض حيث تراقب مدى احترامها للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها، وتفرض عليها عقوبات على كل المخالفات التي تعاينها، كما تسهر على نوعية وضعيتها المالية وتسهر على احترام قواعد سير المهنة ورقابة اللجنة المصرفية هي رقابة غير قسرية مثل رقابة ل.ت.ع.ب.م حيث تقوم بالإطلاع على الوثائق وتفتيش المجالات ذات طابع الاستعمال المهني<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المادة 6 من النظام 15-01 المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> زايد بالقرارة، دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في ضبط والإشراف على السوق المالية، المجلة الشاملة للحقوق، جامعة باجي مختار عنابة، المجلد 1، العدد 1، سنة 2021، ص 36.

<sup>3</sup> نظام مجلس النقد والقرض رقم 95-06 المؤرخ في 19 نوفمبر 1995، يتعلق بالنشاطات التابعة للبنوك والمؤسسات المالية، جريدة رسمية العدد 81، صادرة بتاريخ 27 ديسمبر 1995، ص 18.

<sup>4</sup> المادة 5 من النظام 95-06 المذكور سابقاً.

<sup>5</sup> المادة 108 من الأمر 03-11 المذكور سابقاً.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

تجدر الإشارة إلى أن المشرع الجزائري منح اللجنة المصرفية صلاحية منع البنوك والمؤسسات المالية من ممارسة مهنة الوساطة المالية كنشاط تبعي في حالة مخالفتها للأحكام التشريعية والتنظيمية هذا ما جاء به نص المادة 114 من الأمر 03-11" إذا أخل بنك أو مؤسسة مالية بأحد الأحكام التشريعية والتنظيمية، أو لا يذعن لأمر أو لم يؤخذ في الحسبان التحذير، يمكن للجنة أن تقضي بإحدى العقوبات الآتية: الإنذار - التوبيخ - المنع من ممارسة بعض العمليات - التوقيف المؤقت لمسير أو أكثر مع تعيين قام بالإدارة مؤقت أو عدم تعيينه، - إنهاء مهام شخص أو أكثر من هؤلاء الأشخاص أنفسهم مع تعيين قائم بالإدارة مؤقتا أو عدم تعيين، - سحب الاعتماد.....".

غير أن التساؤل الذي يتبادر إلى ذهننا أنه عند مخالفة البنوك أو المؤسسات المالية للأحكام التشريعية والتنظيمية أثناء ممارستها مهنة الوساطة، هل يتم معاقبتها من طرف جهتين اللجنة المصرفية ول.ت.ع.ب.م ، لقد فصل المشرع الجزائري في ذلك بموجب المادة 63 من المرسوم التشريعي 93-10 بنصها" يرخّص للجنة واللجنة المصرفية ومجلس النقد والقرض بتبادل تبليغ المعلومات اللازمة لأداء كل لجنة من اللجنتين أو المجلس مهمته وتخضع المعلومات المبلغ بها للسر المهني"

من خلال هذه المادة يتضح لنا أن المشرع فرض ضرورة التعاون بين اللجنتين لاتخاذ التدابير اللازمة للمخالفات التي تمّ معاينتها، كما ذهب المشرع إلى منح الاختصاص للجنة المصرفية فقط دون ل.ت.ع.ب.م إذا تعلق الأمر بالمنتجات المتداولة في السوق التي تحت سيطرة بنك الجزائر<sup>1</sup>.

### ب- ممارسة مجلس المنافسة سلطة الرقابة على السوق المالي:

إن نشاط سوق القيم المنقولة يخضع لقواعد المنافسة الحرة وقواعد العرض والطلب، وهذا يظهر دور مجلس المنافسة في ممارسة سلطة الرقابة من خلال مراقبة مدى احترام الأعوان

<sup>1</sup> تنص المادة 14 من القانون 03-04 التي تعدل وتنتم المادة 30 من المرسوم التشريعي 93-10 / الفقرة 3 بأنه: " لا تخضع لرقابة اللجنة المنتوجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر"

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

الاقتصاديين لقواعد المنافسة الحرة في السوق المالي<sup>1</sup>، وقد نص المشرع الجزائري في المادة 6 من الأمر 03-03<sup>2</sup> المتعلق بالمنافسة على مجالات تدخل المجلس في رقابة السوق " تحظر الممارسة والأعمال المدبرة والاتفاقيات والاتفاقات الصريحة أو الضمنية عندما تهدف إلى عرقلة حرية المنافسة أو الحد منها أو الإخلال بها في نفس الوقت أو في جزء جوهري منه، لاسيما عندما ترمي إلى:

- الحد من الدخول في السوق أو في ممارسة النشاطات التجارية فيها،
  - تقليص أو مراقبة الإنتاج أو منافذ التسويق أو الاستثمارات أو التطور التقني،
  - اقتسام الأسواق أو مصادر التمويل،
  - عرقلة تحديد الأسعار حسب قواعد السوق بالتشجيع المصطنع لارتفاع الأسعار أو لانخفاضها،
  - تطبيق شروط غير متكافئة لنفس الخدمات تجاه الشركاء التجاريين، مما يحرمهم من منافع المنافسة،
  - إخضاع إبرام العقود مع الشركاء لقبولهم خدمات إضافية ليس لها صلة بموضوع هذه العقود سواء بحكم طبيعتها أو حسب الأعراف التجارية"
- كما أضافت المادة 7 من الأمر 03-03 سالف الذكر حالة أخرى بنصها " يحظر كل تعسف ناتج عن وضعية هيمنة على السوق أو احتكار لها أو جزء منها...."

من خلال نص هاتين المادتين يتضح لنا مظاهر تداخل بين كل مجلس المنافسة ول.ت.ع.ب.م في ممارسة سلطة الرقابة على السوق المالي المتمثلة أساسا في:

### 1- مراقبة مدى مساواة المتعاملين في السوق أمام المعلومة:

يظهر ذلك من خلال المادة 6 سالفة الذكر على تدخل مجلس المنافسة عند تطبيق شروط غير متكافئة لنفس تجاه الشركاء التجاريين، مما يحرمهم منافع المنافسة، وهذا ما تقوم به

<sup>1</sup> نورة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 96.

<sup>2</sup> الأمر 03-03 المؤرخ في 19 يوليو 2003 المتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية عدد 43، المؤرخ في 20 جويلية 2008، ص 25.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ل.ت.ع.ب.م حيث أصدرت النظام رقم 02-2000 لمراقبة المعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات المسعرة في البورصة ومدى احترام مبدأ حظر استغلال المعلومات الامتيازية، وفي حالة مخالفة ذلك تقوم اللجنة بإخطار الجهات القضائية<sup>1</sup>.

### 2- التعسف الناتج عن وضعية الهيمنة على السوق أو احتكار لها أو على جزء منها:

حيث يعود الاختصاص في معاينة وفرض عقوبة الحد من دخول السوق المالي من طرف كل من مجلس المنافسة بموجب المادة 7 من الأمر 03-03 سالف الذكر، ول.ت.ع.ب.م حيث منع المشرع الجزائري امتلاك المساهمين في الشركة المسعرة في البورصة نسبة أكبر من الأسهم المنصوص عليها قانوناً<sup>2</sup>، ومنع أصحاب هذه الأسهم التي يتجاوز الحدود الدنيا بسبب عدم التصريح بها من حق التصويت في كل جمعية للمساهمين، التي يمكن أن تعقد في الأعوام الثلاث الموالية لتاريخ التسوية التي يقوم بها الشخص المعني<sup>3</sup>.

لتقاضي التداخل بين صلاحيات اللجنة ومجلس المنافسة فرض المشرع على هذا الأخير ضرورة التعاون مع باقي سلطات الضبط تطبيقاً لنص المادة 39 من الأمر 03-03 المعدلة بموجب المادة 21 من القانون رقم 08-12<sup>4</sup> " عندما ترفع قضية أمام مجلس المنافسة تتعلق بقطاع نشاط يدخل ضمن سلطة ضبط، فإن المجلس يرسل فوراً نسخة من الملف إلى سلطة الضبط المعنية لإبداء الرأي في مدة أقصاها ثلاثين يوماً(30).

يقوم مجلس المنافسة في إطار مهامه، بتوطيد علاقات التعاون والتشاور وتبادل المعلومات مع سلطات الضبط".

يمكن للمجلس المنافسة عند ممارسته سلطة الرقابة على السوق المالي الاستعانة بـ ل.ت.ع.ب.م حول المسائل المتعلقة بالقضايا التي تندرج ضمن اختصاصها<sup>5</sup>، كما يمكنه بعد

<sup>1</sup> المادة 40 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> المادة 65 مكرر من القانون رقم 03-04 المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> المادة 65 مكرر 3 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقاً.

<sup>4</sup> القانون رقم 08-12 مؤرخ في 25 يونيو 2008، يعدل ويتمم الأمر 03-03 المؤرخ في 19 يوليو 2003 والمتعلق

بالمنافسة، جريدة رسمية العدد 36، الصادرة بتاريخ 2 يوليو 2008، ص 11.

<sup>5</sup> المادة 18 من القانون 08-12 التي تعدل وتتمم المادة 34 من الأمر 03-03 المذكور سابقاً.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

إخطاره من طرف ل.ت.ع.ب.م أن يرفض التدخل بموجب قرار معلل إذا رأى أن الوقائع المذكورة لا تدخل ضمن اختصاصه أو غير مدعمة بعناصر مقنعة بما فيه الكفاية<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: ممارسة اللجنة لمهمة الضبط عن طريق السلطة التأديبية

تعد السلطة التأديبية أو القمعية كما يطلق عليها من أهم خصوصيات التي تتمتع بها ل.ت.ع.ب.م تمارس اختصاصات هي في الأصل للقاضي الجزائي<sup>2</sup>، فإن منح السلطة القمعية لهيئات غير قضائية فكرة حديثة تعبر عن رفض التدخل القضائي في القطاعات الاقتصادية<sup>3</sup>، وهذه الفكرة تطرح إشكال حول أساس منح ل.ت.ع.ب.م باعتبارها سلطة ضبط مستقلة صلاحية توقيع العقوبات على المتدخلين في السوق المالي (أولا)، وكذا مدى دستورية هذه السلطة (ثانيا)، وأثناء ممارسة اللجنة لهذه السلطة توقع العقوبات التي يوقعها القضاء (ثالثا) لكنها لا تتعدى إلى عقوبة الحبس فهي تنقسم إلى عقوبات مالية أخرى غير مالية (رابعا).

### أولا: أساس منح السلطة التأديبية للجنة ضبط السوق المالي

ذهب بعض الفقهاء إلى القول أن وجود سلطات الضبط في حد ذاته يفرض سلطة توقيع العقاب دون ضرورة لإقرار هذه السلطة قانونيا، حيث تعتبر الأستاذة *colly cathrine tétgen* أنه إذا كان الضبط يمكن أن يتم من دون فرض للعقوبات فمن دون شك وفي العديد من الحالات، فإن فعالية أداء هذه الوظيفة لن يكون إلا من خلال وسائل صارم ردعية وقوية، لكن إذا كانت العقوبة الإدارية أكثر فعالية فخطرها يكمن في غياب تطبيق ضمانات جدية، بينما الأستاذة *M-A-Frison Roche* فقد اعتبرت أن الهدف من وظيفة ضبط القطاعات الاقتصادية يكون في إيجاد حلول غير مألوفة في القانون الكلاسيكي وذلك من خلال السلطة القمعية، حيث لا يمكن الفصل بين السلطة العقابية وهذه الوظيفة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 44/فقرة 2 و3 من الأمر 03-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> نواره حليل، في دستورية السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مجلة المحكمة الدستورية، المجلس الدستوري، المجلد 9، العدد 1، سنة 2021، ص 52.

<sup>3</sup> موسى رحموني، المرجع السابق، ص 66.

<sup>4</sup> نعيمة حدادي، خصوصية السلطة العقابية للسلطات الإدارية المستقلة، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، جامعة عبد الرحمن ميرة بجاية، المجلد 12، العدد 02، سنة 2021، ص 245.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

إن أساس منح السلطة القمعية لهيئات الضبط المستقلة يتمثل في فكرة "إزالة التجريم" التي يقصد بها استبدال العقوبات الجنائية بالعقوبات الإدارية<sup>1</sup> حيث يتم نقل الاختصاص من القاضي لصالح الإدارة، التي أطلق عليها مصطلح "قضاء بلا قاضي"<sup>2</sup>.

فقد ظهرت فكرة إزالة التجريم أو مرة في ألمانيا تحت مصطلح: **ORDNUM** **ITEAN GSWIDRIGKE** بمعنى مخالفة الأنظمة لمعاقبة التصرفات غير الخطرة، ثم ظهرت بعد ذلك في فرنسا مطلع السبعينات من القرن الماضي، نتيجة تحول دور الدولة من متدخلة إلى ضابطة وذلك بهدف تنظيم القطاعات الاقتصادية ولعدم قدرة الأساليب التقليدية على ضبطها<sup>3</sup>. أما في الجزائر فإن فكرة القمع الإداري كانت معروفة سابقا وليست جديدة، فقد ظهر هذا النوع من القمع لسببين هما: **السبب الأول** أنه منذ الاستقلال قامت الجزائر بتطبيق النصوص القانونية الفرنسية لاسيما في المجال الاقتصادي، أما **السبب الثاني** يتمثل في التوجه الاقتصادي الذي تبنته الدولة الجزائرية فبمجرد تحول الدولة من متدخلة إلى ضابطة، حل العقاب الإداري محل العقاب الجزائي<sup>4</sup>، فتطبيقا لهذه الفكرة أنشأ المشرع جملة من سلطات الضبط في مختلف القطاعات وخولها سلطة توقيع العقوبات الإدارية في حالة وجود مخالفات متعلقة بالقطاع الذي تحميه مثلما هو الحال بالنسبة للجنة تنظيم عمليات البورصة التي تختص في قمع المخالفات في مجال البورصة.

الهدف من منح هيئات الضبط المستقلة السلطة القمعية ليس إبعاد القانون الجنائي عن القطاعات الاقتصادية، وإنما هو إعادة النظر في القمع الجزائي كونه لا يتناسب مع هذه القطاعات، صف إلى ذلك أن كثرة الأحكام التشريعية في مجال التجريم وكثرة القضايا الجنائية أدى إلى عدم تمتع المتهم بالضمانات التي يقرها القانون الجنائي هذا من جهة<sup>5</sup>، من جهة أخرى

<sup>1</sup> موسى رحموني، المرجع السابق، ص 66.

<sup>2</sup> سهيلة بن عمران، مدى مشروعية السلطة القمعية المخولة للسلطات الإدارية المستقلة، مجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة خنشلة، المجلد 7، العدد 2، سنة 2020، ص 111.

<sup>3</sup> سمير حدري، المرجع السابق، ص 121.

<sup>4</sup> سهيلة بن عمران، المرجع السابق، ص 112.

<sup>5</sup> موسى رحموني، المرجع السابق، ص 66.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

محدودية القضاء الجزائي في ضبط المجال الاقتصادي نظرا لطبيعته التي تمتاز بالطابع التقني مما يجعل سلطات الضبط أكثر إماما، بالإضافة إلى أن إسناد سلطة توقيع العقاب لهيئات الضبط يمتاز بسرعة الإجراءات وسرعة الفصل في الدعوى، غير أن إزالة دور القاضي الجزائي لا يعني إبعاده كلياً عن المجال الاقتصادي بل يقصد به تقليص دوره ضماناً للفعالية<sup>1</sup>، ويظهر ذلك في عدم إمكانية سلطات الضبط الفصل في الوقائع ذات الطابع الجزائي حيث نجد المشرع في الكثير من الحالات يطلب إحالة الملف إلى القضاء المختص، فلجنة تنظيم عمليات البورصة تختص في معاقبة كل شخص يخالف الأحكام التشريعية والتنظيمية الخاصة بالقطاع، غير أن القضاء يحتفظ باختصاصه إذا تعلق الأمر بنشر معلومات خاطئة وحتى مخالفات الأحكام التشريعية والتنظيمية يمكن للقضاء النظر فيها<sup>2</sup>.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أنّ المجلس الدستوري الفرنسي قد وضع شرطين لممارسة هيئات الضبط المستقلة السلطة القمعية أو التأديبية التي تتمثل في:

1- ضرورة أن تكون الجزاءات الإدارية غير سالبة للحرية، وذلك لكون القاضي الجزائي وحده له سلطة توقيع عقوبات سالبة للحرية،

2- خضوع السلطة القمعية للمبادئ العقابية الدستورية، حيث تخضع السلطة التأديبية لمبدأ حماية الحقوق والحريات المكرس دستورياً، والعقوبات التي تفرضها الهيئات غير القضائية تخضع لنفس المبادئ التي تحكم العقوبات القضائية المتمثلة في مبدأ شرعية الجرائم والعقوبات، مبدأ عدم رجعية القانون الجنائي ومبدأ احترام حق الدفاع، مبدأ الشخصية، مبدأ التناسب<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عمر حططاش، سلطات الضبط المستقلة ظاهرة قانونية جديدة لضبط السوق صلاحيتها القمعية والغير قمعية نموذج للعقوبات الإدارية، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، جامعة مسيلة، المجلد الثاني، العدد 8، سنة 2017، ص 699.

<sup>2</sup> موسى رحموني، المرجع السابق، ص 67.

<sup>3</sup> عمر حططاش، المرجع السابق، ص 701.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ثانيا: ما مدى دستورية السلطة التأديبية للجنة؟

أسندت للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها باعتبارها هيئة إدارية مستقلة صلاحية ممارسة السلطة التأديبية، بمعنى قدرتها على إصدار عقوبات على المخالفين لقواعد البورصة، غير أن هذه السلطة التي تتمتع بها أثارت إشكالات قانونية عديدة خاصة من الناحية الدستورية. ذهب بعض الفقهاء إلى عدم الاعتراف بممارسة الهيئات الإدارية للسلطة القمعية التي في الأصل من اختصاص القاضي الجزائي، فحسب الفقيه WALINE إن ممارسة العقوبات الإدارية تعتبر خطيرة جدا فهي تؤدي إلى ظهور وتطور ظاهرة مقلقة في القانون، وهو ما يسمى بالقانون الجنائي، فهذه الهيئات تقلص من دور القاضي<sup>1</sup>.

إن ممارسة الهيئات الإدارية لسلطة توقيع العقاب تصطدم مع مبدأ الفصل بين السلطات، ومدى احترام الإجراء العقابي المتبع أمام هذه الهيئات للضمانات القانونية القضائية المكفولة دستوريا<sup>2</sup>، فمبدأ الفصل بين السلطات له مفهوم أولاً هو مبدأ تخصص السلطات، ثانياً هذا المبدأ يحمل فكرة عدم الجمع بين سلطتين، فلا يمكن للهيئة وضع القاعدة القانونية والمعاقبة عليها، وهذا ما يلاحظ بالنسبة للجنة فالمشرع منحها سلطة تنظيمية عن طريق وضع أحكام تشريعية وتنظيمية متعلقة بالبورصة، وسلطة تأديبية في حالة مخالفة هذه الأحكام، وبذلك فهي تتدخل في اختصاص هيئات أخرى<sup>3</sup>.

بالرجوع إلى أحكام القانون الفرنسي نجد المشرع الفرنسي منح بعض السلطات الإدارية المستقلة خاصة تلك التي تتحصر مهامها في التنظيم، صلاحية فرض العقاب، وأول سلطة إدارية منحها هذه الصلاحية هي " لجنة عمليات البورصة" عام 1967 حيث كان لها سلطة الحكم بشطب القيم المنقولة من لائحة أسعار البورصة، ثم بعد ذلك " الهيئة العليا للاتصالات السمعية البصرية" سنة 1982، فقد منحها سلطة توقيف رخصة الاستفاداة من شبكة البرق، واستمرت

<sup>1</sup> سمير حدري، المرجع السابق، ص128.

<sup>2</sup> وليد بوجملين، المرجع السابق، ص172.

<sup>3</sup> سمير حدري، المرجع السابق، ص128.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

صلاحية العقاب بالتطور حتى أصبحت تحتل مكانة هامة في أواخر الثمانينات<sup>1</sup>، وفي هذا الصدد أصدر مجلس الدولة الفرنسي جملة من القرارات التي تفصل في إشكالية تعارض منح سلطة العقاب لهيئات الضبط مع مبدأ الفصل بين السلطات نذكر منها:

- القرار رقم 88-248 المؤرخ في 17-01-1989 المتعلق بالمجلس الأعلى للسمعي البصري، حيث ذهب المجلس إلى أن المشرع يمكنه منح سلطة إدارية مكلفة بضمان ممارسة الاتصال السمعي البصري سلطات عقابية في الحدود الضرورية لأدائها مهامها، دون أن يكون لذلك المنح مساس بمبدأ فصل بين السلطات<sup>2</sup>.

- القرار رقم 89-260 المؤرخ في 28-07-1989 بمناسبة النظر في الطعن بشأن دستورية المادة 2/9 من القانون الصادر في 2 أوت 1989 التي تمنح السلطة القمعية للجنة عمليات البورصة الفرنسية، حيث رفض المجلس الدستوري الطعن وقضى بدستورية المادة المطعون فيها، وذلك لعدم مساسها بمبدأ فصل بين السلطات، لكن بشرط أن لا تصدر عقوبات سالبة للحرية، وأن تمارس هذه الصلاحية في إطار يضمن حماية الحقوق والحريات الأساسية التي يكفلها الدستور<sup>3</sup>.

- وفي قضية عرضت أمام المجلس الدستوري الفرنسي حول التعدي على مبدأ الجمع بين الوظائف بمعنى جمع هيئة واحدة بين سلطة العقاب والسلطة التنظيمية، أصدر قرار بعدم تعارض الاعتراف للسلطات الإدارية بالسلطة العقابية مع مبدأ عدم الجمع بين الوظائف، حيث أن مبدأ الفصل بين السلطات لا يعني الفصل التام بين الوظائف بل يعني التعاون بين الأجهزة لممارسة وظائفها، فإذا كان الفصل بين السلطات يهدف إلى حماية المتقاضين من كل تدخل تعسفي فهذا لا يمنع من أن تجمع سلطة واحدة مجموعة من الوظائف، بشرط أن تمارس هذه الوظائف في إطار

<sup>1</sup> رنا سمير اللحام، المرجع السابق، ص 64-65.

<sup>2</sup> سهيلة بن عمران، المرجع السابق، ص 109.

<sup>3</sup> نوارة حمليل، في دستورية السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المرجع السابق، ص 56.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

احترام قواعد القانون<sup>1</sup>، كما اعتبر أن السلطات الإدارية المستقلة وجدت نفسها مخولة بامتيازات تسمح لها بفرض العقوبات، على أن لا تكون هذه الصلاحية مطلقة بل مقيدة، وبناءا عليه فإن السلطة التي تتمتع بهذه الصلاحية يجب أن تكون حيادية وفقا للمادة 6 من الاتفاقية الأوروبية لحماية حقوق الإنسان، إضافة إلى ضرورة التقيد بالقانون الصادر في 11 تموز 1979 الذي يقضي بتعليق قرارات فرض العقوبة وذلك منعا لأي تعسف قد يحصل فيها<sup>2</sup>.

لا بد من الإشارة إلى أنه هناك بعض الدساتير الأوروبية التي تعترف للهيئات الإدارية باختصاص توقيع العقوبات الإدارية منها: الدستور البرتغالي، الدستور الإسباني، حيث يتم التمييز بين المخالفات الجنائية والمخالفات الإدارية<sup>3</sup>.

أما المشرع الجزائري فقد اكتفى بالنص في المادة 53 من المرسوم التشريعي 93-10 على منح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها صلاحية ممارسة السلطة التأديبية، ولا يوجد أي اجتهاد قضائي حول إشكالية تعارض هذه السلطة الممنوحة للجنة مع أحكام الدستور فهي تستمد مشروعيتها من النص القانوني هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن العقوبات التي تصدرها اللجنة ليست سالبة للحرية فهي لا تتعدى على اختصاصات السلطة القضائية، كما أن الأحكام التي تصدرها اللجنة تراعي أغلب المبادئ المكرسة دستوريا في مجال قانون العقوبات وقانون الإجراءات الجزائية التي تكفل حماية الحقوق والحريات الأساسية العامة التي يكفلها الدستور<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> إلهام خرشي، السلطات الإدارية المستقلة في ظل الدولة الضابطة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون عام، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة سطيف 2، سنة 2014-2015، ص 315.

<sup>2</sup> رنا سمير اللحام، المرجع السابق، ص 69.

<sup>3</sup> Zouaimia Rachid, " les fonction répressives des autorités administrative indépendante statuant en matière économique, Revue Idara, Ecole national d'administration- Hydra- Algérie, volume 14, numéro 2, 2004, p133.

<sup>4</sup> كريمة بن شعلال، السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، سنة 2012،

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ثالثا: مجال السلطة التأديبية للجنة.

نص المشرع الجزائري في المادة 53 من المرسوم التشريعي 93-10 على نطاق السلطة التأديبية للجنة "تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم"

من خلال هذه المادة يتبين لنا أن المشرع الجزائري حصر مجال ممارسة السلطة التأديبية على الوسطاء في عمليات البورصة فقط، سواء أثناء إخلالهم بواجباتهم المهنية وأخلاقيات المهنة أو أثناء مخالفتهم للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، حيث يتضح لنا أن المشرع لم يذكر باقي المتدخلين في بورصة القيم المنقولة (شركات الاستثمار، صناديق التوظيف المشتركة) فكان من الأحرى ذكرهم في نص المادة صراحة.

بينما المشرع الفرنسي فقد سمح للجنة العقوبات لدى سلطة الأسواق المالية بفرض عقوبات على المهنيين وعلى كل المتدخلين في السوق من غير المهنيين عند المساس بقواعد السوق التشريعية والتنظيمية، وبذلك هناك نوعين من الجزاء تمارسه لجنة العقوبات الفرنسية الأول يتمثل في الجزاء التأديبي يمارس ضد المهنيين المعتمدين من طرف سلطة السوق المالية، والثاني يتمثل في الجزاء الإداري يمارس ضد كل شخص يخالف الأحكام التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالسوق المالي<sup>1</sup>.

فلا بد من تعديل نص المادة 53 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر لتشمل جميع المهنيين وغير المهنيين مثلما هو الحال في التشريع الفرنسي، وذلك لتعزيز ثقة المستثمرين في البورصة وضمان تكريس مبدأ الشفافية في معاملات البورصة بفعالية.

حدد المشرع الجزائري كيفية تدخل الغرفة التأديبية لوضع حد للممارسات المنافية لقواعد السوق وأخلاقيات المهنة، حيث يتم التدخل عن طريق إيداع طلب لدى هذه الغرفة من طرف:  
- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها،

<sup>1</sup> نواره حمليل، في دستورية السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المرجع السابق، ص 59.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- المراقب المذكور في المادة 46 من المرسوم التشريعي 93-10<sup>1</sup>،
- الأطراف المذكورة في المادة 52 المتمثلين في: الوسطاء في عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الشركات المصدرة للأسهم، الأمرين بالسحب في البورصة،
- بناء على تظلم أي طرف له مصلحة<sup>2</sup>.

### رابعاً: العقوبات التي تفرضها الغرفة التأديبية والتحكيمية.

إن العقوبات التي تفرضها الغرفة التأديبية والتحكيمية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تكون أكثر فعالية، فالمشرع الجزائري منحها صلاحية توقيع عقوبات مالية وأخرى غير مالية.

أ- العقوبات غير المالية:

تعد العقوبات غير المالية أشد قسوة من العقوبات المالية التي تفرض على الأشخاص الطبيعيين والمتعاملين الاقتصاديين بوصفهم أشخاص اعتبارية<sup>3</sup>، وتطبيقاً لنص المادة 55 من المرسوم التشريعي 93-10 تتمثل هذه العقوبات أساس في:

### 1- الإنذار والتوبيخ:

الهدف من توقيع هذا النوع من العقوبات هو تصحيح المخالفة وتحذير المخالف من إعادة ارتكاب نفس الجرم، وفي حالة عدم جدوى هذه العقوبة تتخذ اللجنة عقوبات أخرى أخطر درجة منها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 46 من المرسوم التشريعي 93-10 "تجرى اجتماعات البورصة تحت مراقبة مراقب تفوضه اللجنة، ويمكن المراقب أن يتدخل في اجتماع البورصة لتسوية أحداث أو نزاعات عارضة ذات طابع تقني من شأنها أن تعوق سير اجتماع البورصة، وتحدد كفاءات تدخل المراقب في لائحة تصدرها اللجنة".

<sup>2</sup> المادة 54 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> عمر حططاش، المرجع السابق، ص 703.

<sup>4</sup> نصيرة تواتي، عن خصوصية ضبط المجال المالي في القانون الجزائري: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نموذجاً، المرجع السابق، ص 199.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

2- حظر النشاط كله أو جزء منه بصفة مؤقتة أو نهائية:

يفرض هذا النوع من العقوبة على الوسطاء في عمليات البورصة عند معاينة كل تقصير في أداء واجباتهم المهنية واحترامهم لأخلاقيات المهنة، وكذا في حالة مخالفتهم للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم<sup>1</sup>، تشكل هذه المخالفات على وجه الخصوص:

- مخالفة أحد نصوص نظام اللجنة.
- مخالفة أحد قرارات اللجنة.
- التقصير بالتزام تمّ الاكتتاب فيه لدى اللجنة.
- عدم التسليم في الأجل المحدد لأي وثيقة أو معلومة تطالب بها اللجنة أو العون الذي كلفته بالتحقيق أو التفتيش.

- السماح لعون غير مسجل لدى اللجنة بإجراء مفاوضة قيم منقولة مسجلة في البورصة.

- الإدلاء بدراية بمعلومة خاطئة للجنة أو لأحد أعوانها<sup>2</sup>.

يمكن للجنة في حالة ثبوت مسؤولية الخطأ أو المخالفة لمسيري شركة الوساطة المالية أو موظفيها المسجلين توقيفهم لمدة 6 أشهر إلى ثلاث سنوات بموجب قرار مبرر ومعلل<sup>3</sup>.

كما تطبق ل.ت.ع.ب.م عقوبة حظر النشاط كله أو جزء منه بصفة نهائية على مسير الصناديق المشتركة للتوظيف أو المؤسسة المؤتمنة، وفي هذه الحالة يجب استخلاف المسير في أجل ثلاثة أشهر كحد أقصى وإلا يتم حل الصندوق بقوة القانون<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 57 من النظام 01-15 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 58 من النظام 01-15 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 17 الفقرة الأخيرة من النظام 01-15 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 30 من الأمر 08-96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### 3- سحب الاعتماد:

تقوم ل.ت.ع.ب.م بسحب الاعتماد بصفة نهائية، أو حصره لبعض النشاطات أو إيقافه في حالة ما إذا لم يعد الوسيط في عمليات البورصة يفي بشروط الاعتماد المحددة في نظام اللجنة، أو في حالة ما إذا كانت تصرفات الوسيط تضر بمصالح الزبائن أو بسلامة السوق<sup>1</sup>. كما نص المشرع على اعتبار الاعتماد الممنوح لشركة الاستثمار ذات رأس مال متغير باطلا إذا لم تستكمل الإجراءات المنصوص عليها قانونا خلال ثلاثة أشهر بعد استلام الاعتماد من طرف ل.ت.ع.ب.م<sup>2</sup>.

### ب- العقوبات المالية:

العقوبات المالية هي تلك التي تمس الذمة المالية للشخص المخالف، وقد نص المشرع في جميع النصوص المنشأة لسلطات الضبط على أهليتها في اتخاذ عقوبات مالية، وهذا ما نصت عليه المادة 55-فقرة 2 من المرسوم التشريعي 93-10 "....و/أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم (الربح) المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب". من خلال هذه المادة يتضح لنا أن المشرع فرض العقوبات المالية كعقوبة أصلية أو عقوبة تبعية بذكره عبارة (و/أو)، وقد حدد المشرع مبلغ الغرامات المالية التي تفرض على المخالفين بالإضافة إلى عقوبة الحبس في عدة حالات تتمثل في:

- في حالة إجراء مفاوضات تخالف أحكام المادة 5 من المرسوم التشريعي 93-10<sup>3</sup>، يتعرض المخالف إلى عقوبة سوء الائتمان المنصوص عليها في قانون العقوبات، بالإضافة إلى فرض غرامة مالية تساوي ضعف قيمة السندات المعنية بالمخالفة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 17-فقرة 1 من النظام 15-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 16 من النظام 97-04 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 5 من المرسوم التشريعي 93-10 تنص على أنه "لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في

البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة"

<sup>4</sup> المادة 58 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- كل شخص يعترض سبيل ممارسة صلاحيات اللجنة والأعوان المؤهلين يعاقب بالحبس من 30 يوماً إلى ثلاث سنوات وبغرامة قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط<sup>1</sup>.

- كل شخص تتوفر لديه بمناسبة ممارسة مهنته أو وظيفته معلومات امتيازية عن منظورية مصدر سندات أو وضعيته، أو منظورية تطور قيمة منقولة ما، فينجر عن ذلك عملية في السوق أو يعتمد السماح بانجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن تنتهي تلك المعلومة إلى الجمهور.

- كل شخص تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور، وكذا كل شخص مارس أو حاول أن يمارس مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة، يعاقب بالحبس من ستة أشهر إلى خمس سنوات، وغرامة قدرها 30.000 دج ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه<sup>2</sup>.

يتم دفع مبالغ الغرامات المالية لدى صندوق الضمان المحدث بموجب المادة 64 من المرسوم التشريعي 93-10 " ينشأ صندوق ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زينهم، ويمون الصندوق بمساهمات إجبارية يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة ويحصل الغرامات المنصوص عليها في المادة 55 أعلاه، ويمكن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة أن تقدم عند الحاجة دعمها للصندوق "

لابد من الإشارة إلى أن المشرع الجزائري قد ألزم الوسطاء في عمليات البورصة باكتتاب تأمين يضمن مسؤوليتهم إزاء زينانهم<sup>3</sup>، وهذا ما أكدته نظام اللجنة حيث ألزم الوسطاء بدفع المساهمات في صندوق الضمان حسب الشروط المحددة في نظام اللجنة<sup>4</sup>، وألزمهم بالاكتتاب في

<sup>1</sup> المادة 59 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 19 من القانون 03-04 المعدلة والمتممة للمادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 65 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 53 من النظام 15-01 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

عقود تأمين ضد مسؤوليتهم تجاه زبائنهم، كما يجب عليهم إيداع نسخة من الاتفاقية المبرمة من مصالح التأمين لدى اللجنة خلال يوم العمل الأول من كل سنة<sup>1</sup>.

في الأخير من خلال ما سبق ذكره نخلص إلى أن المشرع اعتمد معيار تحديد قيمة الغرامات بالدينار<sup>2</sup>، بينما المشرع الفرنسي فقد قدر الغرامة المالية وفقا لطريقتين مختلفتين لتقدير التعويض، حيث قدرها بضعف أو ثلاث مرات مقدار الأرباح المحققة في حال العقوبة التأديبية، وقدرها بـ 10 ملايين فرنك فرنسي أي ما يقابل 1.5 مليون أورو كعقوبة إدارية<sup>3</sup>.

### الفرع الثالث: ممارسة اللجنة لمهمة الضبط عن طريق السلطة التحكيمية.

يقصد بالتحكيم أنه وسيلة بديلة لتسوية النزاعات بواسطة أشخاص خاصة تكوّن الجهة التحكيمية وتستمد سلطتها من اتفاق الأطراف<sup>4</sup>، ويعد ضمانه رئيسية بالنسبة للاستثمار خاصة الاستثمار الأجنبي في ظل اقتصاد سوق مفتوح يعامل فيه الأشخاص العمومية والخواص، المحليون والأجانب على قدم المساواة<sup>5</sup>.

نظرا لأهمية التحكيم في تسوية النزاعات واستجابة لمقتضيات تطور الحياة الاقتصادية المبنية على السرعة والمرونة والفعالية، فقد قام المشرع الجزائري كغيره من المشرعين بمنح صلاحية ممارسة السلطة التحكيمية لهيئات الضبط الاقتصادي خاصة ل.ت.ع.ب.م، فقد أنشأ الغرفة التأديبية والتحكيمية لممارسة هذا الاختصاص بموجب المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر، وعليه يجب الإشارة إلى أن التحكيم التقليدي يختلف عن التحكيم الذي تمارسه سلطات الضبط (أولا)، فله خصوصية تختلف من سلطة لأخرى وفقا لشروط وإجراءات معينة (ثانيا).

<sup>1</sup> المادة 54 من النظام 15-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> سمير حدري، المرجع السابق، ص 134.

<sup>3</sup> نورة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 113.

<sup>4</sup> وليد بوجملين، المرجع السابق، ص 116.

<sup>5</sup> موسى رحموني، المرجع السابق، ص 75.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

أولاً: أوجه المقارنة بين التحكيم التقليدي والتحكيم الذي تمارسه سلطات الضبط الاقتصادي.

هناك عدة جوانب تبرز الاختلاف بين التحكيم التقليدي والاختصاص التحكيمي المسند لسلطات الضبط الاقتصادي نوجزها كالآتي:

أ- من حيث اشتراط إبرام اتفاقية التحكيم:

في التحكيم التقليدي يشترط اتفاق الأطراف على اللجوء إلى التحكيم لحل النزاع القائم بينهما فيتم إبرام اتفاقية التحكيم<sup>1</sup> التي تأخذ إما صورة اتفاق تحكيمي<sup>2</sup> أو شرط تحكيمي<sup>3</sup>.

بينما التحكيم الذي تمارسه السلطات الإدارية المستقلة لا يشترط فيه إبرام اتفاقية التحكيم<sup>4</sup>.

ب- من حيث طريقة تعيين المحكمين:

في التحكيم التقليدي يمكن للأطراف مباشرة أو بالرجوع إلى نظام التحكيم تعيين المحكم أو المحكمين، أو تحديد شروط تعيينهم وشروط عزلهم أو استبدالهم<sup>5</sup>.

بينما على مستوى السلطات الإدارية المستقلة فإن المشرع الجزائري قام بإنشاء غرفة تختص بصلاحيات التحكيم مثلما هو الحال بالنسبة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث حدد تشكيلتها وكيفية تعيين أعضائها<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> بهية مخلوف، الاختصاص التحكيمي للسلطات الإدارية المستقلة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، سنة 2010، ص 44.

<sup>2</sup> المادة 1011 من قانون الإجراءات المدنية والغدارية المعدل والمتمم، " اتفاق التحكيم هو الاتفاق الذي يقبل الأطراف بموجبه عرض نزاع سبق نشوؤه على التحكيم".

<sup>3</sup> المادة 1007 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المعدل والمتمم " شرط التحكيم هو الاتفاق الذي يلتزم بموجبه الأطراف في عقد متصل بحقوق متاحة بمفهوم المادة 1006 أعلاه، لعرض النزاعات التي قد تثار هذا العقد على التحكيم".

<sup>4</sup> خديجة قشي، أحمد بولمكاحل، الاختصاص التحكيمي للسلطات الإدارية المستقلة: كصلاحيات بديلة لتسوية النزاعات، مجلة الرسالة للدراسات والبحوث الإنسانية، جامعة العربي التبسي- تبسة -، المجلد 7، العدد 1، سنة 2022، ص 43.

<sup>5</sup> المادة 1041 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 51 من المرسوم التشريعي 93- 10 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ج- من حيث تنفيذ قرار التحكيم:

في التحكيم التقليدي لا يمكن تنفيذ قرار الصادر عن الهيئة التحكيمية إلا بعد الحصول على الصيغة التنفيذية من المحكمة المختصة<sup>1</sup>.

بينما القرارات الصادرة عن السلطات الإدارية المستقلة عند ممارستها السلطة التحكيمية لا تحتاج إلى الصيغة التنفيذية، فهي تصدر قرارات ذات طابع تنفيذي<sup>2</sup>.

د- من حيث الاستمرارية:

إن الهيئة التحكيمية في التحكيم التقليدي هي مؤقتة يتم حلها بمجرد فض النزاعات المحددة في اتفاقية التحكيم، بينما الأجهزة التحكيمية المنشئة على مستوى الهيئات الإدارية المستقلة فهي تبقى قائمة لأنها أنشأت بموجب نص قانوني بمعنى أنها تتميز بالاستمرارية<sup>3</sup>.

ه- من حيث طرق الطعن في القرار التحكيمي:

بالرجوع إلى أحكام قانون الإجراءات المدنية والإدارية نجد المشرع الجزائري نص على إمكانية الطعن في القرار التحكيمي عن طريق الاستئناف والطعن بالنقض والجهة المختصة هي القضاء العادي<sup>4</sup>.

بينما الطعن في القرار التحكيمي الصادر عن سلطات الضبط يعد قرار إداري وبالتالي الجهة المختصة في النظر فيه هي القضاء الإداري، ويتم الطعن فيه إما بالإلغاء أو عدم المشروعية غير أن المشرع الجزائري لم ينص على إمكانية الطعن في القرار التحكيمي الصادرة الغرفة التحكيمية والتأديبية للجنة، إنما اكتفى بالنص على إمكانية الطعن في القرار التأديبي فقط<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المادة 1036 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المذكور سابقا.

<sup>2</sup> سميرة محمدي، منازعات سلطات الضبط الإدارية في المجال الاقتصادي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، فرع المنازعات الإدارية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، سنة 2014، ص 44.

<sup>3</sup> خديجة قشي، أحمد بولمكاحل، المرجع السابق، ص 44.

<sup>4</sup> المادة 1033 والمادة 1034 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 18 من القانون رقم 03-04 التي تعدل وتتم المادة 57 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ثانيا: خصوصية السلطة التحكيمية للجنة:

تمارس ل.ت.ع.ب.م السلطة التحكيمية عن طريق الغرفة التأديبية والتحكيمية التي أنشأت بموجب المرسوم التشريعي 93-10<sup>1</sup>، وقد حدد المشرع صلاحيات هذه الغرفة سواء في المجال التحكيمي أو المجال التأديبي، فهو حدد نطاق السلطة التحكيمية من حيث الأطراف وموضوع النزاع.

أ- تشكيلة الغرفة التأديبية والتحكيمية:

نص المشرع في المادة 51 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر على أنه " تنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف زيادة على رئيسها من:

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابهما
- قاضيان يعينهما وزير العدل ويختاران لكفائتهما في المجال الاقتصادي والمالي يتولى رئيس اللجنة رئاسة الغرفة".

من خلال نص المادة يتضح لنا أن المشرع أدرج ضمن تشكيلة الغرفة عضوين من بين أعضاء اللجنة، وهذا يؤثر على استقلالية الغرفة في أداء وظيفة التحكيم، ويحد من حرية الأطراف المتنازعة في اختيار المحكمين<sup>2</sup>، وكذا حقهم في رد الأعضاء باعتبارهم محكمين هذا من جهة، ومن جهة أخرى المشرع لم يحدد طريقة انتخاب الأعضاء ولا طريقة إسقاط عهدتهم أثناء ممارسة مهامهم، وكذلك الحال بالنسبة للقاضيين فقد حدد أنه يتم تعيينهم من طرف وزير العدل، ويتم اختيارهم وفقا لخبرتهم في المجال المالي والاقتصادي، لكنه لم يحدد مدة عضويتهم في الغرفة ولا طريقة إنهاء عهدتهم، وهل يخضعون لنفس الأحكام التي يخضع لها العضو في اللجنة<sup>3</sup>، غير أنه عند انتهاء مدة عهدة الأعضاء في اللجنة فإنه تسقط عضويتهم في الغرفة التأديبية والتحكيمية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 51 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> جمال بن خمة، الاختصاص الاستشاري والتحكيمي للسلطات الإدارية المستقلة، مجلة أبحاث قانونية وسياسية، جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل-، المجلد 1، العدد 2، سنة 2016، ص 151.

<sup>3</sup> داود منصور، الاختصاصات التحكيمية لسلطات ضبط النشاط الاقتصادي، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور الجلفة، المجلد 5، العدد 1، سنة 2012، ص 7.

<sup>4</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 404.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ما يجب الإشارة إليه أيضا أن المشرع نص على ممارسة الغرفة لوظيفه التأديب إلى جانب وظيفة التحكيم، وهذا ما يؤثر على ممارسة اللجنة للاختصاص التحكيمي بشكل فعال<sup>1</sup>، فمن الأفضل إنشاء غرفتين مستقلتين إحداهما تمارس الاختصاص التأديبي، والأخرى تمارس الاختصاص التحكيمي بصفة منفصلة وتشكيلتين مختلفتين، مع ذكر جميع التفاصيل المتعلقة بكيفية اختيار الأعضاء أو انتخابهم ومدة عضويتهم في الغرفة، وأسباب سقوط عضويتهم وغيرها من الأحكام.

### ب- شروط ممارسة الاختصاص التحكيمي للجنة:

قام المشرع الجزائري بتقييد نطاق ممارسة اللجنة للاختصاص التحكيمي، فقد وضع جملة من الشروط المتعلقة بأطراف النزاع وموضوع النزاع.

#### 1- الشروط المتعلقة بموضوع النزاع:

تختص الغرفة التأديبية والتحكيمية في المجال التحكيمي بدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة<sup>2</sup>، وبناءا عليه يجب على أطراف النزاع اللجوء إلى الغرفة إذا تعلق الأمر بنزاع تقني ولا يمكنهم اللجوء إلى القضاء فهو غير مختص بذلك. يعرف النزاع التقني بأنه "النزاع المتعلق بالعمليات المنجزة داخل السوق أو خارجها، والواردة على منتجات مالية خاضعة لسلطة لجنة بورصة القيم المنقولة، سواء في إصدار القيم وتسجيلها أو إدخالها في البورصة أو تداولها فيها، أو تسليمها وتصفية حساباتها وغيرها من الحالات التي لا يمكن حصرها"<sup>3</sup>.

ضف إلى ذلك أن المشرع نص على أن النزاع التقني يكون ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، بذلك يمكن وصف النزاع الذي يرفع أمام الغرفة بدعوى التفسير التي حسب أحكام قانون الإجراءات المدنية والإدارية يكون القاضي مختص فقط بتفسير

<sup>1</sup> تقار مختار، تراجع الدور القضائي في مجال الضبط الاقتصادي في ظل التشريع الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في القانون العام، تخصص قانون عام اقتصادي، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة غرداية، سنة 2019-2020، ص 24.

<sup>2</sup> المادة 52 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> نواره حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 103.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

الحكم أو القرار الصادر عن الجهة القضائية ويتم تصحيح الخطأ المادي إن وجد<sup>1</sup>، وعند تطبيق هذا على النزاع التقني الناتج عن تفسير اللوائح والقوانين ولا يتعدى ذلك إلى إلزام أطراف النزاع بتطبيق هاته اللوائح والقوانين، هذا يحد من فعالية الاختصاص التحكيمي للجنة فهي لا يمكنها إصدار قرار فاصل بشكل تام في النزاع القائم أمامها، لذلك لا بد من تعديل نص المادة 52 من المرسوم التشريعي على النحو التالي " تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التحكيمي لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تطبيق القوانين واللوائح السارية على سير البورصة...." حيث أن تغيير مصطلح "تفسير" بـ "تطبيق" يسمح للجنة بممارسة وظيفتها التحكيمية بفاعلية ويضمن السير الحسن لعمليات البورصة.

### 2- الشروط المتعلقة بأطراف النزاع:

حدد المشرع الجزائري أطراف النزاع الذي تختص اللجنة بالفصل فيه في المجال التحكيمي على سبيل الحصر وليس على سبيل المثال المتمثلين في:

- النزاع القائم بين الوسطاء في عمليات البورصة

- النزاع القائم بين الوسطاء وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة

- النزاع القائم بين الوسطاء والشركات المصدرة للأسهم

- النزاع القائم بين الوسطاء والأمينين بالسحب في البورصة

يلاحظ أن المشرع أدرج الوسيط كطرف أساسي في النزاع المعروض أمام الغرفة التأديبية والتحكيمية فيما يخص المجال التحكيمي، كما أنه حدد ثلاث أطراف فقط يمكن أن ينشأ بينها وبين الوسيط وهم: شركة تسيير بورصة القيم، الشركات المصدرة للأسهم، والأمينين بالسحب، وبذلك أغفل جميع المتدخلين الآخرين في بورصة القيم المنقولة منهم: المؤتمن المركزي على السندات شركات الاستثمار ذات الرأس مال المتغير، الصندوق المشترك للتوظيف، وعليه يمكن القول أن النزاعات القائمة بين الوسيط وهؤلاء الأطراف لا تختص بالنظر فيها الغرفة التأديبية والتحكيمية

<sup>1</sup> المواد 285، 286 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

فهي من اختصاص القضاء، وهذا مخالف للمنطق كان من المفروض ذكرهم أو عدم حصر الأطراف وذكر عبارة جميع المتدخلين في البورصة سواء بطريق مباشر أو غير مباشر. كما يلاحظ أنه إذا كان النزاع ليس أحد أطرافه الوسيط لا يعرض على الغرفة، لأن المشرع أدرج الوسيط مع جميع الأطراف المحددة، والتساؤل الذي يطرح ما مصير النزاع التقني القائم بين باقي المتدخلين دون أن يكون الوسيط طرفا فيه، لذا يجب على المشرع تعديل نص المادة 52 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر وذلك بتوسيع مجال اختصاص الغرفة سواء من حيث الأطراف أو من حيث موضوع النزاع.

### ج- إجراءات ممارسة الاختصاص التحكيمي للجنة:

تتمثل الإجراءات التي تمارسها في المجال التحكيمي في كل من الإخطار القانوني، وإصدار الحكم التحكيمي.

### 1- إخطار الغرفة التأديبية والتحكيمية بالنزاع لقائم:

يتم إخطار الغرفة من طرف أشخاص مؤهلين قانونيا ولديهم مصلحة من ذلك، وقد حددهم المشرع في نص المادة 54 من المرسوم التشريعي 93-10 التي سبق ذكرها المتمثلين في كل من:

- اللجنة

- المراقب المذكور في المادة 46 من نفس المرسوم

- الأطراف المذكورة في المادة 52 الذين سبق ذكرهم وهم أنفسهم أطراف النزاع الذين حددهم المشرع على سبيل الحصر.

- كل من له مصلحة يحق له رفع تظلم أما الغرفة التأديبية والتحكيمية.

يتضح لنا من خلال المادة 54 أن المشرع استبعد إمكانية فصل الغرفة في النزاع التقني من تلقاء نفسها، فقد اشترط ضرورة إيداع طلب تدخل من قبل أطراف معينة، كما يلاحظ أنه سمح لأطراف النزاع في حد ذاتهم برفع طلب التدخل وهذا يبرز حرية اختيار الأطراف اللجوء إلى التحكيم لحل النزاع القائم بينهم، كما سمح لكل شخص له مصلحة من حل النزاع برفع تظلم أما

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

الغرفة، وهذا يبين حرص المشرع على تكريس مبدأ شفافية التعامل في البورصة وكذا تعزيز ثقة المتعاملين فيها، حيث يحق لهم رفع تظلم في حالة تضرر مصالحهم من النزاع القائم. غير أنه هناك من يذهب إلى القول أن المشرع لم يحدد الأطراف الذين لهم الحق في إخطار الغرفة بالنزاع القائم، على أساس أن نص المادة 54 تعني المجال التأديبي فقط، وأن الوسيط هو الشخص الوحيد الذي له الحق في إخطار الغرفة التحكيمية ورفع النزاع أمامها خاصة وأن هذه الأخيرة أنشأت خصيصا للفصل في النزاعات التقنية التي تعترض عمل الوسيط<sup>1</sup>، لكنه بالنظر إلى نص المادة نجد المشرع لم يذكر أي عبارة توحى بأن هذه المادة تخص المجال التأديبي فقط، بذلك فهي تطبق على عمل الغرفة سواء في المجال التأديبي أو المجال التحكيمي.

### 2- إصدار القرار التحكيمي:

من خلال استقراء الأحكام القانونية المتعلقة باختصاص اللجنة في المجال التحكيمي، نجد أن المشرع لم يحدد إجراءات فصل الغرفة التأديبية والتحكيمية في النزاع، كما لم يحدد طبيعة الحكم الصادر عنها، وبذلك يتم الرجوع إلى أحكام قانون الإجراءات المدنية والإدارية التي تقضي بأن تكون مداولات المحكمين سرية<sup>2</sup>، وأن تصدر الأحكام بأغلبية الأصوات<sup>3</sup>، ويجب أن تتضمن عرضا موجزا لإدعاءات الأطراف وأوجه دفاعهم، وأن تكون مسببة<sup>4</sup>، وأن يتضمن الحكم مجموعة من البيانات<sup>5</sup>، ويتم توقيع الحكم من طرف المحكمين، وفي حالة امتناع الأقلية عن التوقيع يتم الإشارة إلى ذلك، ويرتب الحكم أثره باعتباره موقعا من جميع المحكمين<sup>6</sup>.

فيما يخص الطعن في القرار التحكيمي الصادر عن الغرفة في المجال التحكيمي، فإن المشرع لم ينص على إمكانية الطعن فيها، فقد اكتفى بالنص في المادة 57 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة والمتممة بموجب المادة 18 من القانون 03-04 سالف الذكر على إمكانية الطعن

<sup>1</sup> نورة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 105.

<sup>2</sup> المادة 1025 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 1026 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 1027 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 1028 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 1029 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

في قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي، ويمكن القول أن السبب في ذلك يعود لكون أن القرار الصادر عن الغرفة في المجال التحكيمي يتضمن تفسير اللوائح والنصوص القانونية التي اختلف أطراف النزاع حول تفسيرها وتعد اللجنة هي المختصة في ذلك نظرا لخصوصية النزاع الذي لا يمكن لأي جهة أخرى الفصل فيه.

### الفصل الثاني: مدى مساهمة هيئات التسيير في ضبط السوق المالي.

أنشأ المشرع الجزائري إلى جانب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هيئات أخرى تتولى مساعدتها في تسيير المعاملات في بورصة القيم المنقولة، وذلك بموجب المادة 2 من القانون 04-03 المعدلة والمتممة للمادة 3 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة سالف الذكر والتي تتمثل في كل من: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والمؤتمن المركزي على السندات.

تعد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة أول هيئة تم إنشائها لممارسة مهمة تسيير وإدارة السوق المالي بموجب المرسوم التشريعي 93-10 حيث كان يطلق عليها تسمية "شركة إدارة بورصة القيم المنقولة"، غير أنه تم تغيير تسميتها بموجب المادة 21 من القانون 04-03 المتعلق بالبورصة، تلعب هذه الشركة دورا فعّالا في سير عمليات الاستثمار في السوق المالي تتولى مهمة التسيير الفعلي اليومي للمعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة المقبولة للتداول في البورصة، كما تسهر على نشر كافة المعلومات الخاصة بها، وتسهل المعاملات بين الوسطاء الماليين من خلال إعداد القواعد التي تحكمها<sup>1</sup>، إلى جانب هذه الهيئة استحدث المشرع الجزائري بموجب تعديل سنة 2003 هيئة أخرى تحت تسمية "المؤتمن المركزي على السندات"، يتولى عملية تسوية المعاملات المبرمة في البورصة بعدما كانت تمارسها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في ظل المرسوم التشريعي 93-10، وهذا خفف العبء عليها نوعا ما، وبذلك تحول نظام تسوية المعاملات إلى نظام الإيداع المركزي وأخذت القيم المنقولة شكل لا مادي، هذا ما سنتطرق إليه من خلال تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

<sup>1</sup> كريمة شليحي، المرجع السابق، ص161.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المبحث الأول: النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة

المبحث الثاني: المركز القانوني للمؤتمن المركزي على السندات في السوق المالي (الجزائر  
للتسوية)

المبحث الأول: النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة

أنشأ المشرع الجزائري شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق بالبورصة تكتسي شكل شركة ذات أسهم، تتمتع بخصوصية تميزها عن باقي الشركات التجارية (المطلب الأول)، تتولى مهمة تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة (المطلب الثاني).

المطلب الأول: خصوصية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

نصت المادة 15 من المرسوم التشريعي 93-10 على أنه: "تتولى شركة لإدارة بورصة القيم المنقولة، تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة بمفهوم المادة 18 أعلاه"، المشرع الجزائري حدد بدقة شكل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وهي بذلك تخضع لأحكام القانون التجاري بصفة عامة (الفرع الأول)، وبصفة خاصة تخضع لأحكام المرسوم التشريعي وأنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (الفرع الثاني).

الفرع الأول: الأحكام العامة المشتركة مع شركة المساهمة المنصوص

عليها ضمن قواعد القانون التجاري.

على اعتبار أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شركة ذات أسهم فهي تخضع لجملة من الأحكام العامة المطبقة على شركة المساهمة المنصوص عليها ضمن أحكام القانون التجاري الجزائري من حيث الطابع النظامي للشركة (أولا)، ومن حيث مسؤولية المساهم المحدودة (ثانيا).

أولا: الطابع النظامي لشركة المساهمة

تعد شركة المساهمة أهم نموذج لشركات الأموال، فهي تقوم على الاعتبار المالي وقد نظم المشرع الجزائري أحكامها ضمن المواد من 592 إلى 795 القانون التجاري، وكذا ضمن المرسوم

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

التنفيذي رقم 95-438 المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات سالف الذكر، بموجب نصوص أمر لاسيما فيما يتعلق بتأسيسها وقواعد تسييرها ومراقبتها، وهذا ما أدى إلى ضعف الفكرة التعاقدية لشركة المساهمة وأصبحت أقرب إلى النظام القانوني<sup>1</sup>.

هذا ما ينطبق على ش.ت.ب.ق.م فقد حدد المشرع موضوعها ومقرها الاجتماعي ولم يترك الحرية لأطراف التعاقد في تحديدها، كما أن وضع القانون الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام للشركة والمسيرين الرئيسيين يخضع لموافقة وزير المالية، حيث يغلب عليها الطابع النظامي أكثر من التعاقدية، السبب في تنظيم أحكامها بموجب نصوص أمر هو أهميتها في تنمية الاقتصاد الوطني وحماية للمدخرين<sup>2</sup>.

### ثانيا: مسؤولية المساهم المحدودة في الشركة

أخذ المشرع الجزائري بمبدأ تحديد المسؤولية وهذا المبدأ يميز شركة المساهمة باعتبارها أهم نموذج من شركات الأموال، ويعد من النظام العام لا يجوز للأطراف الاتفاق على مخالفته<sup>3</sup>، حيث نص في المادة 592 من القانون التجاري على أنه: "شركة المساهمة هي شركة ينقسم رأسمالها إلى حصص، وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصصهم....". فالشركاء في شركة المساهمة يتحملون ديون الشركة في حدود قيمة حصصهم، ولا يتعدى ذلك إلى أموالهم الخاصة، كما أن إفلاس الشركة لا يعني إفلاس الشركاء مثلما هو الحال في شركة التضامن التي تقوم على الاعتبار الشخصي.

<sup>1</sup> منية شوايدية، تأسيس الشركات التجارية في التجارية في التشريع الجزائري، بين الطابع التعاقدية والنظامي، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، المجلد 12، العدد 2، سنة 2020، ص 333.

<sup>2</sup> نذير شني، المرجع السابق، ص 18.

<sup>3</sup> عبد العزيز بوخرص، صبرينة بوعمار، المسؤولية التضامنية في شركة المساهمة، مجلة أبحاث قانونية وسياسية، جامعة جيجل - محمد الصديق بن يحيى، المجلد 7، العدد 1، جوان 2022، ص 691.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

كما أُلزم المشرع الجمعية العامة غير العادية عند تعديلها للقانون الأساسي للشركة، بعدم رفع التزامات المساهمين في الشركة<sup>1</sup>، حيث لا يجوز النص في القانون الأساسي للشركة على زيادة مسؤولية الشركاء فهي محدودة نظمها المشرع بنصوص آمرة لا يجوز مخالفتها<sup>2</sup>. إن تحديد مسؤولية المساهم في شركة المساهمة ساهم بشكل فعال في جذب المستثمرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم نظرا لإمكانيتهم في التنازل عن حصصهم للغير في أي وقت دون اعتراض من باقي الشركاء، وضمان تحمل مسؤولية في حدود ما يملكونه من حصص في الشركة دون أن يتعدى إلى أموالهم الخاصة<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: الأحكام الخاصة بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تختلف أحكام ش.ت.ب.ق.م مع أحكام شركة المساهمة من حيث تحديد قيمة رأسمالها (أولا)، وكذا من حيث مدى خضوعها لقاعدة توزيع الأرباح (ثانيا)، وخضوعها لرقابة خارجية (ثالثا).  
أولا: تحديد رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

بالرجوع إلى أحكام القانون التجاري نجد المشرع التجاري قد حدد الحد الأدنى للرأس المال الاجتماعي لشركة المساهمة بقيمة خمسة ملايين دينار جزائري على الأقل إذا لجأت الشركة إلى علانية الادخار ومليون دينار جزائري على أقل في حالة التأسيس الفوري<sup>4</sup>.  
بالرجوع إلى القوانين الخاصة بالبنوك نجد بنك الجزائر قد حدد الحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية العاملة، حيث نصت المادة 2 من النظام رقم 18-03<sup>5</sup> يتعلق بالحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية المعدل والمتمم على أنه: " يجب على البنوك والمؤسسات

<sup>1</sup> المادة 674 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> منية شوايدية، تأسيس الشركات التجارية في التشريعية الجزائرية، بين الطابع التعاقدية والنظامي، المرجع السابق، ص 334.

<sup>3</sup> نذير شني، المرجع السابق، ص 18.

<sup>4</sup> المادة 594 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>5</sup> نظام بنك الجزائر رقم 18-03 المؤرخ في 4 نوفمبر 2018، يتعلق بالحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر لمعدل والمتمم بموجب النظام رقم 20-08 المؤرخ في 7 ديسمبر 2020، جريدة رسمية العدد 73، الصادرة بتاريخ 9 ديسمبر 2018، ص 22.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المالية، المؤسسة في شكل شركات مساهمة خاضعة للقانون الجزائري، أن تمتلك عند تأسيسها رأسمالا محررا كليا ونقدا يساوي على الأقل:

أ- عشرين مليار دينار (20.000.000.000 دج) بالنسبة للبنوك المنصوص عليهم في المادة 70 من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض.

ب- ستة ملايين وخمسمائة مليون دينار (6.500.000.000 دج) بالنسبة للمؤسسات المالية المحددة في المادة 71 من الأمر 03-11...."

كما نص في المادة 4 المعدلة والمتمم بموجب المادة 2 من النظام رقم 20-08<sup>1</sup> المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات العاملة في الجزائر على أنه " تلزم البنوك والمؤسسات المالية العاملة بالامتثال لأحكام هذا النظام في أجل أقصاه 30 يونيو سنة 2021. يجب أن تمتلك رأسمالا محددًا نقداً يساوي على الأقل:

- خمسة عشرة مليار دينار (15.000.000.000 دج) بالنسبة للبنوك.

- خمسة ملايين دينار (5.000.000.000 دج) بالنسبة للمؤسسات المالية....."

من خلال نص هاتين المادتين يتضح لنا أن مشرع ألزم البنوك عند تأسيسها أن تمتلك رأس مال نقديا محررا كليا على الأقل عشرين (20) مليار ، وبالنسبة للمؤسسات المالية ألزمها بامتلاك حد أدنى من رأس المال يقدر بستة ملايين وخمسمائة مليون دينار على الأقل، أما بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية العاملة والتي حصلت على اعتماد للممارسة نشاطها التي تأسست قبل صدور هذا النظام ألزمها بامتلاك حد أدنى من رأس المال يقدر بخمسة عشرة مليار بالنسبة للبنوك، وخمسة ملايين بالنسبة للمؤسسات المالية في أجل أقصاه 30 يونيو 2021، الملاحظ هنا أن مبلغ رأسمال المشترط للمؤسسات المالية والبنوك العاملة منخفض من رأس المال المحدد للبنوك والمؤسسات المالية التي سيتم تأسيسها حديثا، مقارنة بالمؤسسات والبنوك المؤسسة حديثا، و ربما يعود السبب في ذلك لكون أن المؤسسات العاملة والبنوك لا يمكنها رفع رأسمالها بنسبة كبيرة لأن

<sup>1</sup> نظام بنك الجزائر رقم 20-08 المؤرخ في 7 ديسمبر 2020، يعدل ويتم النظام رقم 18-03 المؤرخ في 4 نوفمبر 2018، المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر، جريدة رسمية عدد 05، الصادرة بتاريخ 20 جانفي 2021، ص 26.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

هذا مرتبط بنسبة الأرباح التي تحققها من ممارستها لنشاطاتها، ويكون المشرع قد عرضها للإفلاس عند محاولتها رفع رأسمالها إلى حد لا يمكنها تحقيقه.

في حين بالرجوع إلى أحكام القوانين المتعلقة بالبورصة نجد المشرع نص على أن رأسمال ش.ت.ب.ق.م يمثل أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة<sup>1</sup>، ولم يحدد الحد الأدنى لرأسمال هذه الشركة، حيث كان رأسمالها عند تأسيسها سنة 1997 يقدر بأربعة وعشرون مليون دينار، ولقد شهد ارتفاعا ملحوظا سنة 2012 حيث أصبحت قيمته تقدر بـ(47.720.000.000 دج) سبعة وأربعون مليار وسبع مئة وعشرون دينار، وذلك بسبب شراء أسهم شركة جازي من طرف BNP بقيمة 200.00.000 دج (مئتان مليون دج)<sup>2</sup>، ويقدر رأسمال ش.ت.ب.ق.م حاليا بثمانية وأربعون مليار وخمس مئة وعشرون دينار جزائري (48.520.000.000 دج)، وهذا ما يدعنا نتساءل على اعتبار أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مؤسسة من طرف بنوك عمومية هل يمكن تطبيق عليها أحكام نظام بنك الجزائر رقم 18-03 المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 20-08 سالف الذكر، أم أنه يطبق عليها أحكام القانون التجاري المتعلقة بالحد الأدنى لرأسمال شركة المساهمة على اعتبار أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تتأسس في شكل شركة مساهمة، وهذا السؤال يبقى مطروح أمام سكوت المشرع عن ذلك، ويمكن يعود السبب لخصوصية هذه الشركة فرأسمالها مرتبط بنسبة نشاطها فكلما زاد نشاط البورصة كلما أدى ذلك لارتفاع رأسمالها.

نود أن نشير إلى أن ل.ت.ع.ب. حددت في نظامها رقم 97-01 في المادة الثالثة منه الحد الأدنى لمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال ش.ت.ب.ق.م بمليوني دينار جزائري ويتم الاحتفاظ برأسمالها بحصص متساوية من طرف الوسطاء ومساهمي الشركة، وفي حالة اعتماد وسيط جديد يتم زيادة رأسمال الشركة من الحصة المقدمة منه، وفي حالة انسحاب أحد الوسطاء فإنه يعاد شراء حصته في رأس المال بحصص متساوية من طرف الوسطاء والمساهمين

<sup>1</sup> المادة 16 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> مصطفى عوادي، منير عوادي، المرجع السابق، ص 583.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

الآخرين في الشركة، وهذا ما يبين لنا أن أسهم ش.ت.ب.ق.م غير قابلة للتداول خارج المساهمين فلا يمكن للغير شراء أسهم أحد الوسطاء المنسحبون.

**ثانياً: مدى خضوع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لقاعدة توزيع الأرباح**

يمثل الربح أحد أهم الأهداف الأساسية لقيام الشركة التجارية بصفة عامة<sup>1</sup>، وبصفة خاصة يمثل أحد الحقوق الأساسية للمساهم في شركة المساهمة ولا يجوز المساس به<sup>2</sup>، فالعقد التأسيسي للشركة هو الذي يبين الكيفية التي يتم بها توزيع الأرباح وتتولى الجمعية العامة تنفيذه وتحديد أنصبة الأرباح<sup>3</sup>، هذا ما نصت عليه المادة 723 من القانون التجاري "تحدد الجمعية العامة بعد الموافقة على الحسابات والتحقق من وجود مبالغ قابلة للتوزيع الحصة الممنوحة للشركاء تحت شكل أرباح وكل ربح يوزع خلافاً لذلك يعد ربحاً صورياً"، أما في حالة لم يبين عقد الشركة نصيب كل واحد من الشركاء، فإنه يحدد نصيبهم في الأرباح أو الخسائر حسب حصته في رأس المال<sup>4</sup>.

يتم تحديد كيفية دفع الأرباح من طرف الجمعية العامة، وفي غياب ذلك يحددها مجلس الإدارة أو القائمون بالإدارة بشرط يجب دفع الأرباح في أجل أقصاه تسعة أشهر، بعد إقفال السنة المالية، ويجوز تمديد هذا الأجل بموجب قرار قضائي<sup>5</sup>.

في حين ش.ت.ب.ق.م التي تعد شركة مساهمة لا تهدف إلى تحقيق الربح خلافاً لشركة المساهمة المنصوص عليها في القانون التجاري، فالغرض من إنشائها هو تسيير العمليات التي تجري في البورصة، وهي لا تحصل أرباح بل تتحصل على عمولات مقابل العمليات التي تقوم بها وهذا تطبيقاً لنص المادة 19 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر بقولها: "تتلقى الشركة عمولات عن العمليات التي تجري في البورصة وتحدد قواعد حسابها في لائحة تصدرها لجنة تنظيم

<sup>1</sup> المادة 416 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع السابق، ص 201.

<sup>3</sup> محمد فريد العريني، محمد السيد الفقي، القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، سنة 2010، ص 630.

<sup>4</sup> المادة 425 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>5</sup> المادة 724 من القانون التجاري الجزائري.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

عمليات البورصة ومراقبتها"، وقد أصدرت اللجنة النظام رقم 03-09<sup>1</sup> الذي يحدد قواعد حساب

العمولات التي تتلقاها ش.ت.ب.ق.م حيث تحدد نسبة العمولة كما يأتي:

- سندات رأس المال 0.15 من مبلغ العملية.

- سندات الدين 0.10 من مبلغ العملية.

ويتم دفع هذه العمولات من طرف المشتري ومن بائع السندات المتداولة في البورصة عن طريق الوسطاء الماليين، واشترطت اللجنة أن لا يقل مبلغ العمولة عن 10 دنانير أو يتجاوز 100.000 دينار جزائري، أما بالنسبة للسندات التي تكون موضوع قبول للتداول في البورصة فإن نسبة العمولة من 2.500.000 دينار جزائري<sup>2</sup>، ويتم تحديد كفاءات تحصيل العمولة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة<sup>3</sup>.

الملاحظ أن ل.ت.ع.ب.م قد حددت نسبة العمولة وتركت لشركة تسيير البورصة تحديد كيفية تحصيلها، غير أنها لم تحدد قاعدة توزيع هذه العمولات على المساهمين في الشركة، وكيفية دفعها وهنا يبقى التساؤل مطروحا هل يتم تحديد ذلك من طرف ل.ت.ع.ب.م باعتبارها الهيئة التي تشرف على مراقبة الشركة، أم يترك الأمر لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة؟

فقد تمّ الإجابة على هذا السؤال من خلال قيامنا بزيارة ميدانية لبورصة الجزائر حيث يتم توزيع العمولات على المساهمين في البورصة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالشكل التالي: الوسيط في عمليات البورصة قبل منح مبلغ العمولات للشركة يحتفظ بنسبة 0.9% ويقدم للشركة نسبة 0.10% من الأسهم ونسبة 0.15% من السندات، وتقوم الشركة بمنح نسبة 15% من هذه العمولات التي تحصلها للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتحتفظ الشركة بالباقي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-09 المؤرخ في 18 نوفمبر 2009، يحدد قواعد حساب العمولات التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجري في البورصة، جريدة رسمية العدد 45، صادرة بتاريخ 08 أوت 2010، ص 12.

<sup>2</sup> المادة 3 من النظام 03-09 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 4 من النظام 03-09 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم، المرجع السابق.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ثالثا: الجهاز الإداري لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

تتخذ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شكل شركة المساهمة كما سبق الإشارة إليه، نظرا لأهمية هذا النوع من الشركات في السوق المالي ولقيامها على الاعتبار المالي بالدرجة الأولى وبذلك فشركة ت.ب.ق.م تتكون من جهاز إداري يشبه نوعا ما شركة المساهمة، غير أنه يتميز بنوع من الخصوصية فهي تتضمن مجلس إدارة مثل شركة المساهمة وتخضع إلى أحكام القانون التجاري فيما يخص صلاحياته أمام سكوت قوانين البورصة عن ذلك ، في حين طريقة تعيين أعضاء مجلس إدارة شركة بورصة القيم المنقولة تختلف عن طريقة تعيينهم في شركات المساهمة بصفة عامة، كما يتضمن جهازها الإداري أيضا لجنة تداول التي تعد هيئة إدارية، لكنه لا يتضمن مجلس مراقبة مثلما هو الحال في شركات المساهمة المنصوص عليها في أحكام القانون التجاري وهذا ما دفعنا لإدراج هذا العنصر ضمن الأحكام الخاصة لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة وذلك لتمتع جهازها الإداري بنوع من الخصوصية.

### أ- مجلس الإدارة:

يتولى تسيير وإدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مجلس إدارة باعتبارها شركة المساهمة، حيث نص المشرع التجاري على تشكيلة مجلس الإدارة في المادة 610 بقولها: " يتولى شركة المساهمة مجلس الإدارة يتألف من ثلاث (3) أعضاء على الأقل ومن إثني عشرة (12) عضوا على الأكثر....." بناءا عليه يتكون مجلس إدارة ش.ت.ب.ق.م من ستة مساهمين من بينهم الرئيس المتمثلين في:

- البنك الوطني الجزائر BNA يمثلته السيد ياسين بوقري وهو رئيس مجلس الإدارة
- البنك الخارجي الجزائري BEA تمثلته السيدة ذهبية أرميش.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك CNEP تمثلته ليديه بوجلي
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR تمثلته السيدة نصيرة بوزيد.
- القرض الشعبي الجزائري CPA يمثلته السيد نور الدين بوغريرة



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- بنك التنمية المحلية BDL يمثلته السيد طارق مالوفي<sup>1</sup>.

تطبيقا لأحكام القانون التجاري فإنه يتم انتخاب الأعضاء القائمين بالإدارة من طرف الجمعية العامة التأسيسية أو العادية وتحدد مدة عضويتهم في القانون الأساسي دون أن تتجاوز 6 سنوات<sup>2</sup>، ويتم انتخاب رئيس المجلس من بين أعضائه<sup>3</sup> لمدة لا تتجاوز مدة نيابته كقائم في الإدارة، ويجوز تجديد مدة نيابته أو إعادة انتخابه<sup>4</sup>، غير أن تعيين أعضاء مجلس إدارة ش.ت.ب.ق.م يخضع لموافقة وزير المالية وهذا تطبيقا لنص المادة 9 من القانون 03-04 التي تستحدث نص المادة 19 مكرر التي تنص على أنه " يجب أن يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

بناء على تقرير معطل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبصفة احتياطية يمكن الوزير المكلف بالمالية، عزل المدير العام و/أو المسيرين الرئيسيين للشركة واستخلافهم، في انتظار تعيين مدير عام جديد و/أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة".

بناء على نص المادة يتضح لنا أن المشرع الجزائري نص على أن تعيين أعضاء مجلس إدارة يخضع لموافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة، وهذا يخالف تعيين أعضاء مجلس إدارة شركة المساهمة المنصوص عليها ضمن أحكام القانون التجاري، وذلك راجع لخصوصية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ودورها الفعّال في السوق المالي، كما منح المشرع لوزير المالية إمكانية عزل الأعضاء بناء على تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هذا يدل على أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تخضع لرقابة هيئتين متمثلتين في كل من وزير المالية ولجنة تنظيم عمليات البورصة وهذا ما سنتناوله بالتفصيل في العنصر الموالي.

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> تمّ التصفح بتاريخ 18-06-2022 على الساعة 18 و30د.

<sup>2</sup> المادة 611 من القانون التجاري الجزائري .

<sup>3</sup> المادة 635 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>4</sup> المادة 637 من القانون التجاري الجزائري.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

في الأخير لابد من الإشارة إلى أن المشرع لم ينص ضمن أحكام قوانين البورصة وأنظمة اللجنة على صلاحيات مجلس إدارة ش.ت.ب.ق.م وعليه يتم الرجوع إلى أحكام القانون التجاري حيث يخول مجلس الإدارة كل السلطات للتصرف في كل الظروف باسم الشركة ويمارس هذه السلطات في نطاق موضوع الشركة، مع مراعاة السلطات المسندة صراحة في قانون جمعيات المساهمين<sup>1</sup>.

### ب- لجنة التداول:

تعد لجنة التداول هيئة إدارية في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة<sup>2</sup>، يتولى رئاستها المدير العام لبورصة القيم المنقولة، تمّ تصنيفها بموجب قرار ش.ت.ب.ق.م رقم 02-98 المعدل والمتمم سنة 2018<sup>3</sup>، حيث نصت المادة 15 منه على تشكيلة اللجنة والتي تتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل أو عدد فردي من الأعضاء يتم تعيينهم من طرف مجلس الإدارة ويختارون من بين الوسطاء في عمليات البورصة، وأعضاء من الشركة وكذا العاملين فيها يحملون صفة "مسؤولي قاعة التداول"، كما يجوز تعيين ممثلين اثنين من اللجنة من نفس البنك الوسيط لكن يكون له الحق في صوت واحد فقط، كما يجوز للمشرف التابع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المشاركة في اجتماعات لجنة التداول بصفته مراقب بناء على طلبه.

تتولى لجنة التفاوض (التداول) بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول تسيير حصص التداول في البورصة وسلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بعملية التداول، وكل الأشخاص الآخرين المرتبطين بهم كموظفين أو من خلال العقد<sup>4</sup>.

تتضمن التشكيلة الجديدة للجنة التداول بعد الاجتماع المنعقد بتاريخ 18 أكتوبر 2018 تسعة (9)

أعضاء ممثلين في كل من:

- القرض الشعبي الجزائري

<sup>1</sup> المادة 622 من القانون التجاري الجزائري المذكور سابقا.

<sup>2</sup> نذير شني، المرجع السابق، ص 51.

<sup>3</sup> Décision SGBV n°02 du 22 mars 1998 modifié et complété au jj mm2018/ version consolidée-9 mai 2018,regels de gestion des seances de negociation a la bourse des valeurs.

<sup>4</sup> Article 16 décision SGBV N°02-98 modifié et complété.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- بنك التنمية المحلية
- البنك الخارجي الجزائري
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط- بنك-
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية
- البنك الوطني الجزائري
- بنك BNB باريبا الجزائر
- سوسيتي جنرال الجزائر
- تل ماركتس<sup>1</sup>.

رابعا: خضوع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للرقابة الخارجية.

بداية لابد من الإشارة إلى أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالرغم من أنها تتخذ شكل شركة المساهمة إلا أنها لا تخضع لرقابة داخلية بمعنى أن جهازها الإداري لا يتضمن مجلس مراقبة مثلما هو الحال بالنسبة لشركات المساهمة المنصوص عليه في المادة 657 من القانون التجاري الجزائري<sup>2</sup>، فهي تخضع لرقابة خارجية فقط من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والوزير المكلف بالمالية.

أ- مظاهر رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على الشركة:

نص المشرع الجزائري صراحة على خضوع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب المادة 18 الفقرة الأخيرة من المرسوم التشريعي 93-10 بقولها: "....تمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة"، فشرية تسيير البورصة تتولى تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة. وبالرجوع إلى نص المادة الأولى من النظام رقم 97-03 المذكور سابقا نجد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة يمكنها في مجال اختصاصاتها تحديد كيفية تطبيق هذا النظام في شكل

<sup>1</sup> الموقع الالكتروني لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> تمّ التصفح بتاريخ 30ماي 2022 على الساعة 15:00.

<sup>2</sup> مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم، المرجع السابق.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

تدبير ذي طابع داخلي أو بلاغات أو مقررات، غير أن هذه المقررات يجب أن يصادق عليها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

تظهر أيضا رقابة اللجنة على الشركة من خلال إلزام الوسطاء في عمليات البورصة بالمساهمة في رأس مال الشركة حسب شروط محددة من طرفها<sup>1</sup>، كما فرض المشرع على الشركة ضرورة إشعار اللجنة بكل إخلال أو مخالفة لقواعد السوق أو اتفاق بين متدخلين اثنين أو أكثر أو أي شذوذ آخر من شأنه المساس بسلامة السوق<sup>2</sup>.

كما تتولى اللجنة ضبط حساب العمولات التي تحصل عليها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ويتم نشرها في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، وتحدد الشركة المصاريف الأخرى وأجور الخدمات المقدمة<sup>3</sup>.

تتولى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عملية إدراج القيم المنقولة في البورصة بعد صدور قرار قبول القيم المنقولة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ففي حالة عدم صدور القرار بالقبول لا يمكنها القيام بعملية إدخال القيم للبورصة، وبذلك فعمل الشركة متوقف على موافقة اللجنة<sup>4</sup>.

كما يعد تدخل مراقب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في عمليات التفاوض مظهر من مظاهر رقابة اللجنة على الشركة تسيير بورصة القيم المنقولة حيث يتدخل بناء على طلبه كمراقب في اجتماعات لجنة التفاوض تطبيقا لنص المادة 15 من قرار الشركة رقم 02-98 المذكور سابقا.

### ب- مراقبة الوزير المكلف بالمالية لشركة تسيير البورصة:

تظهر رقابة الوزير المكلف بالمالية على شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من خلال نص المادة 19 مكرر من القانون 03-04 سالف الذكر، حيث يخضع تعيين المدير العام لشركة تسيير

<sup>1</sup> المادة 16 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 3 من النظام رقم 97-03 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 15 من النظام رقم 97-03 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 50 من النظام رقم 97-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

بورصة القيم المنقولة والمسيرين الرئيسيين إلى موافقة وزير المالية وذلك بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كما أن عزل هؤلاء الأشخاص واستخلافهم يكون بموجب تقرير معلل ترسله لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إلى الوزير المكلف بالمالية، وهذا ما يبرز الطابع الخاص الذي تتمتع به شركة تسيير بورصة القيم المنقولة فهي لا تخضع لأحكام القانون التجاري بصورة مطلقة لأنه هناك نوع من التبعية لوزارة المالية حتى لو كانت بصورة غير مباشرة، وهذا راجع لأهمية الشركة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني<sup>1</sup>.

**خامسا: طبيعة القرارات الصادرة عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.**

لقد خول المشرع الجزائري شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إصدار جملة من القرارات المتعلقة بممارسة مهامها في تسيير بورصة القيم المنقولة، وهذه القرارات قد تكون تنظيمية أو فردية. أ- إصدار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للقرارات التنظيمية:

نصت المادة الأولى من النظام رقم 97-03 المذكور سابقا على أنه "يمكن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة التي تدعى في النص "ش.إ.ب.ق" تحديد في مجال اختصاصاتها كفاءات تطبيق هذا النظام العام في شكل تدبير ذي طابع داخلي أو بلاغات أو مقررات تعرض المقررات للتصديق على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المسماة فيما يأتي "اللجنة".

من خلال نص هذه المادة يتضح لنا أن المشرع سمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة بإصدار قرارات تنظيمية في مجال اختصاصها، لكن هذه القرارات لا تكون قابلة للتنفيذ إلا بعد المصادقة عليها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فبمجرد المصادقة عليها ووضعها تحت تصرف الجمهور أو المعنيين بها حسب الحالة تصبح نافذة في حقهم وهذا في حالة لم يتم تحديد أجل لتنفيذها<sup>2</sup>، ومن بين هذه القرارات نذكر:

<sup>1</sup> نواره حمليل ، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص144.

<sup>2</sup> المادة 2 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- قرار رقم 02-98 المتعلق بتنظيم وتسيير حصص التسعيرة في بورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم<sup>1</sup>.

- القرار رقم 08-99 الذي يتضمن الشروط العامة لتدخل الوسطاء في عمليات البورصة في إطار عقد السيولة<sup>2</sup>.

- قرار رقم 01-98 المتعلق بإجراءات إدخال القيم المنقولة داخل البورصة، الإعلام الواجب نشره<sup>3</sup>.

لا بد من الإشارة إلى أنه لم يتم النص على إمكانية الطعن في هذه القرارات الصادرة عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وبما أن هذه القرارات لا تدخل حيز التنفيذ إلا بعد المصادقة عليها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبالتالي يمكن القول أن الطعن فيها يكون ضد قرار المصادقة وليس ضد قرارات شركة تسيير بورصة القيم لأن هذه الأخيرة تصدرها تحت سلطة ورقابة اللجنة.

في الأخير نود أن نشير إلى أن جميع مقررات وآراء شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تنشر في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة<sup>4</sup>، وتتولى الشركة ضبط شكل ومضمون ودورة النشرة الرسمية<sup>5</sup>.

### ب- إصدار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للقرارات الفردية:

تصدر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة قرارات فردية في مواجهة المتدخلين في السوق المالي أو عملية معنية، أو متعلقة بالقيم المنقولة المدرجة في البورصة<sup>6</sup>، ومن ضمن هذه القرارات:

<sup>1</sup> Décision N°02-98 portant règle de gestion des séances de négociation à la bourse de valeurs modifiée et complétée par la décision N°06-99, puis par la décision N°10-02, puis par la décision N°01-18 .

<sup>2</sup> Décision N°08-99 portant les conditions générales d'intervention des IOB dans le cadre d'un contrat de liquidité.

<sup>3</sup> Décision N°01-98 relatives aux procédures d'introduction de valeurs mobilières en bourse et de diffusion de l'information, modifiée et complétée par la décision N°05-99.

<sup>4</sup> المادة 12 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 13 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>6</sup> نادية بلعباس، ضبط نشاط البورصة في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون

أعمال والملكية الفكرية، كلية الحقوق السعيد حميد، جامعة الجزائر 1 بن يوسف بن خدة، سنة 2020-2021،

ص104.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- قرار توقيف تسعيرة أو تأجيل تداول سند خاص بعد قبول المراقب إذا رأت الشركة أنه من شأن أحداث خطيرة الإضرار بسعر قيمة منقولة أو بالسوق بوجه عام<sup>1</sup>.

- قرار منح رخصة للوسطاء لإجراء المعاملات على السندات المقبولة في البورصة لحسابهم الخاص أو لحساب القصر<sup>2</sup>.

تستمد الشركة سلطة إصدار قرارات فردية من نظامها الداخلي الذي تحرره ويشمل قواعد أخلاقيات المهنة المطبقة على مستخدميها، كما يحدد شروط الالتزام بالمبادئ الأخلاقية وبأي قاعدة أخرى تضبطها الشركة في مجال اختصاصها<sup>3</sup>، ويتالي فإن القرارات الفردية تخضع لقواعد القانون الخاص دون استعمال امتيازات السلطة العامة<sup>4</sup>، وهذا ما ذهبت إليه محكمة التنازع الفرنسية في قرارها الصادر في قضية هازات وشركة فيبور الذي جاء فيه " بما أن شركة أورينكست باريس شركة تجارية تنتمي إلى القانون الخاص يجمعها بشركة فيبور عقد من القانون الخاص، وأن القرار محل الطعن حق تعويض تسعيرة المناداة بالتسعيرة الالكترونية الذي اتخذته شركة السوق لحسابها الخاص بتطوير السوق هو قرار لم تستعمل فيه الشركة امتيازات السلطة العامة لتأدية خدمة عامة، وعليه فإن القضاء العادي هو المختص في هذه القضية"<sup>5</sup>.

### المطلب الثاني: مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

حدد المشرع الجزائري مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم بقولها: " يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة،
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها،
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة،

<sup>1</sup> المادة 5 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 10 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 11 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>4</sup> نادية بلعباس، ضبط نشاط البورصة في الجزائر، المرجع السابق، ص106.

<sup>5</sup> نوارة حمليل ، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص154.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة،
  - تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدتها،
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة،
  - إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.
- تمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة".

من خلال نص المادة سوف نقوم بدراسة مهام الشركة بتقسيمها إلى التنظيم المادي لمعاملات البورصة (الفرع الأول)، التنظيم العملي لإدراج القيم المنقولة في البورصة (الفرع الثاني).

تجدر الإشارة إلى أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالرغم من كونها شركة مساهمة لا يتم تداول أسهمها في البورصة، فهي هيئة تسيير بالدرجة الأولى، وقد ألزم المشرع الوسيطاء في عمليات البورصة بالاكتتاب أو شراء حصص في رأسمال الشركة<sup>1</sup> كما سبق الإشارة إليه.

### الفرع الأول: التنظيم المادي لمعاملات البورصة

تتولى ش.ت.ب.ق.م التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها عن طريق نظام التفاوض (أولاً)، تنظيم حصص التسعيرة (ثانياً)، إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة (ثالثاً)، المقاصة (رابعاً).

### أولاً: تسيير نظام التفاوض في البورصة.

منع المشرع الجزائري الوسيط في عمليات البورصة من إجراء مفاوضات داخل المقصورة بنفسه<sup>2</sup>، حيث يتم إجرائها من طرف أعوان مؤهلين باسمه ولحسابه وتحت إشرافه.

<sup>1</sup> منية شوايدية، محاضرات النظام القانوني بورصة القيم المنقولة في الجزائر، المرجع السابق، ص01.

<sup>2</sup> نواره حمليل ، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص215.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

أ- شروط وإجراءات تعيين الأعوان المؤهلين:

يتم تعيين الأعوان المؤهلين من طرف المسير أو مجلس إدارة الوسطاء في عمليات البورصة من بين مستخدميه<sup>1</sup>، وتحدد قواعد التأهيل بموجب النظام رقم 97-02<sup>2</sup> المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، حيث حدد هذه الشروط بموجب المادة 3 منه المتمثلة في:

- أن يبلغ من العمر 25 سنة على الأقل،

- أن يتمتع بأخلاق حسنة،

- أن يكون حائزا على شهادة في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها،

- أن يكون ناجحا في امتحان الكفاءة المهنية المنظم من طرف اللجنة<sup>3</sup>،

ألزم المشرع الوسطاء بتقديم طلب تسجيل الأعوان المؤهلين تحت مسؤوليتهم لدى ل.ت.ع.ب.م وذلك للقيام بتداول القيم المنقولة تحت سلطتهم<sup>4</sup>، ولقد حددت اللجنة نموذج لهذا الطلب بموجب التعليم رقم 99-03 المذكورة سابقا حيث يتضمن معلومات خاصة بالسيرة الذاتية للمترشح ومؤهلاته العلمية وكفاءته وخبرته المهنية مرفقا بملف الترشيح، بعد إيداع هذه الطلب تقوم اللجنة مباشرة بتعيين لجنة داخلية لتنظيم الامتحان، وتسليم البطاقة المهنية<sup>5</sup> للأشخاص الذين يستوفون شروط التسجيل وتحفظ شركة إدارة البورصة بسجل التسجيل للحائزين على البطاقة المهنية، ويتم تبليغ التسجيل للوسيط الذي يشرف على الأعوان<sup>6</sup>.

أجاز المشرع الجزائري للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سحب البطاقة المهنية من المتداول في أي وقت لمدة معينة أو بصفة نهائية، بموجب قرار معلل يبلغ للوسيط الذي يعمل

<sup>1</sup> المادة 10 من المرسوم التشريعي 93-10 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-02 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، جريدة رسمية عدد 87، صادرة بتاريخ 29 ديسمبر 1997، ص 4.

<sup>3</sup> المادة 3 من النظام 97-02 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 2 من النظام 97-02 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 5 من النظام 97-02 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 4 من النظام 97-02 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

لحسابه وللشخص المعني<sup>1</sup>، كما ألزم الوسيط بإخطار اللجنة فوراً عند توقف الحائزين على البطاقة المهنية من ممارسة وظائفهم<sup>2</sup>، وقد حددت الحالات التي يلزم فيها المتداول بوقف نشاطه المتمثلة في:

1- عندما يغادر الوسيط الذي يعمل لصالحه،

2- في حالة توقيف أو شطب الوسيط،

ويمكن للمتداول الرجوع إلى ممارسة نشاطه عندما يتم تعيينه من طرف وسيط آخر ويقوم هذا الأخير بإخطار اللجنة بذلك، أو عند رفع التوقيف الذي أصدر ضد الوسيط<sup>3</sup>.

### ب- ممارسة نشاط التفاوض:

لضمان شفافية سير عملية التفاوض في البورصة، تم إنشاء لجنة تفاوض التي سبق الإشارة إليها، تتولى هذه اللجنة بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول تسيير حصص التداول في البورصة وسلوك القائمين بالتداول في البورصة، وكل الأشخاص الآخرين المرتبطين بهم كموظفين أو بموجب عقد<sup>4</sup>، وقد حددت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في قرارها رقم 01-18-18 صلاحيات مسؤولي قاعة التداول المتمثلة في<sup>5</sup>:

1- لهم صلاحية تفسير وتسوية المنازعات الناشئة أثناء جلسة التداول وذلك بغرض ضمان الامتثال لقواعد وإجراءات التداول.

2- في حالة كان أحد مسؤولي قاعة التداول هو نفسه متورط في النزاع يتم حل هذا النزاع من طرف مسؤول قاعة التداول.

3- لهم صلاحية حل النزاعات التي تنشأ بين الوسطاء فيما يتعلق بصفقة البورصة بموجب قرار نهائي وملزم لا يمكن الطعن فيه، غير أنه يجوز الطعن في جميع القرارات الأخرى الصادرة عن مسؤولي قاعة التداول أمام لجنة التفاوض.

<sup>1</sup> المادة 6 من النظام 02-97 المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> المادة 7 من النظام 02-97 المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> المادة 8 من النظام 02-97 المذكور سابقاً.

<sup>4</sup> Article 15 Décision N°01-18.

<sup>5</sup> Article 16 Décision N° 01-18.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

4- يجب على مسؤولي قاعة التداول إخطار لجنة التفاوض ومشرف ل.ت.ع.ب.م فوراً بأي انتهاك لقواعد التداول، أو أي إخلال بالقواعد الأخلاقية من طرف أي شخص له الحق في دخول قاعة التداول.

5- يجوز لإثنين من مسؤولي قاعة التداول العمل بالتنسيق على طرد أي شخص يتعارض سلوكه مع سير عمليات التفاوض من قاعة التداول والمباني المجاورة لها.

يتولى مشرف ل.ت.ع.ب.م ضمان الامتثال لأحكام النظام العام، كما يقوم بحل النزاعات الخاصة التي تنشأ أثناء جلسات التداول الناتجة عن تفسير الأحكام التنظيمية التي تحكم سير السوق، كما يجوز له بعد أخذ رأي لجنة التفاوض تعليق تداول ورقة مالية أو أكثر<sup>1</sup>.

يجتمع الأعوان المؤهلين المعتمدين الذين يمثلون الوسطاء في عمليات البورصة في جلسات التفاوض في غرفة مفاوضات تسمى "قاعة التداول"، ويتم تحديد عدد الجلسات التي تعقد في الأسبوع، وكذلك أوقات الافتتاح والإغلاق، وتخضع جميع هذه المعلومات وأي تغييرات عليها لإشعار يتم نشره في النشرة الرسمية للإعلانات، تعقد جلسات التفاوض جلسات وفقاً لترتيب زمني تحدده ش.ت.ب.ق.م<sup>2</sup>، ويجوز لإثنين من مسؤولي قاعة التداول بما في ذلك مسؤول واحد على الأقل من ش.ت.ب.ق.م العمل بالتنسيق بعد الاتفاق مع مشرف اللجنة اتخاذ الإجراءات اللازمة لتأجيل افتتاح جلسة المفاوضات أو إيقاف المفاوضات، بغرض إعادة فتحها بشكل منظم<sup>3</sup>.

يجوز لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة بعد موافقة مشرف ل.ت.ع.ب.م تعليق جلسة التداول الحالية طوال الجلسة أو لعدة جلسات<sup>4</sup>، ويمكنها أيضاً عندما ترى أنه لم يتم الكشف عن معلومات مهمة للجمهور المستثمر، أو عندما يكون الوضع من المحتمل أن يجعل ظروف السوق غير عادلة بعد الحصول على موافقة مشرف ل.ت.ع.ب.م تأجيل أو تعليق أو إيقاف المفاوضات في البورصة لعدد معين من الأوراق المالية المدرجة، ويجب على ش.ت.ب.ق.م إخطار ل.ت.ع.ب.م بذلك فوراً<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Article 20 Décision N° 01-18.

<sup>2</sup> Article 02 Décision N° 01-18.

<sup>3</sup> Article 18 Décision N°01-18.

<sup>4</sup> Article 04 Décision N°01-18.

<sup>5</sup> Article05 Décision N°01-18.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### ثانيا: تنظيم حصص التسعيرة في البورصة

تتولى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تحديد برنامج اجتماعات التسعيرة للسنة المدنية وكذا ساعات فتح وغلق اجتماعات التسعيرة<sup>1</sup>، فأيام عمل ش.ت.ب.ق.م هي من الأحد إلى الخميس، وفي حالة تزامن يوم التداول مع عطلة وطنية يتم فتح قاعة التداول في يوم العمل التالي وقد حددت ش.ت.ب.ق.م في قرارها رقم 01-18 المعدل والمتمم للقرار 02-98 الترتيب الزمني لجلسات التداول<sup>2</sup>.

تعتمد بورصة القيم المنقولة على نظام التسعيرة الثابتة أو المتواصلة كما سبق الإشارة بالنسبة لسندات رأس المال حسب الشروط التي تحددها ش.ت.ب.ق.م وإمكانية تحديد سعر سندات الدين حسب السعر الثابت أو المتواصل<sup>3</sup>، وتتم تسعيرة القيم المنقولة بالاستعانة بالإعلام الآلي أو بطريقة يدوية، وفق الأنماط والالتزامات الخاصة بشركة إدارة بورصة القيم المنقولة<sup>4</sup>، فقد تبنت ش.ت.ب.ق.م نظام التسعيرة الثابتة لتداول القيم المنقولة المدرجة<sup>5</sup>، غير أنه لا يطبق هذا النظام في حالات محددة المتمثلة في:

- 1- في حالة كان السعر المعروض يختلف عن آخر سعر ثابت، وكان حجم الأوراق المالية المتداولة أقل من الكمية التي حددتها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
  - 2- في حالة كان حجم أوامر الشراء أو البيع في السوق لورقة مالية مدرجة أكبر من حجم أوامر البيع أو الشراء لنفس الورقة المالية.
- في هذه الحالات تحتفظ ش.ت.ب.ق.م بإدراج الورقة المالية في البورصة حتى جلسة التداول التالية<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> المادة 78 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> Article 2 Décision N°01-18.

<sup>3</sup> المادة 80 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 81 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>5</sup> Article 31 Décision N°01-18.

<sup>6</sup> Article 33 Décision N°01-18.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

تجدر الإشارة إلى أن عمليات التداول على السندات تتم بسهم واحد، ما لم تقرر ش.ت.ب.ق.م غير ذلك<sup>1</sup>، ويتم تحديد الأسعار نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة على السندات المستعملة للتسعيرة، وذلك أثناء اجتماع التسعيرة تحت رقابة ش.ت.ب.ق.م<sup>2</sup> كما تحدد الشركة الفروق القصوى في جدول الأسعار الذي تقبله حسب طبيعة القيم وشروطها للتداول وكذا التدابير التي هي مؤهلة لأخذها في حالة بلوغ هذه الفروق<sup>3</sup>، كما يجوز لها أن تقرر بأنه لا يبيّن في جدول الأسعار إلا السعر محل العرض أو الطلب بدون معاملة، ويجوز لها أيضا لصق إشارة " غير مسعر " لاسيما إذا كانت الكميات محل التداول لا تبرر الفارق في السعر المتأثر، وفي هذه الحالة لا تتم أية معاملة، ويمكن للبورصة قبول أن تتم تسعير القيمة بسعر وحيد إذا كان نمط التسعيرة يسمح بذلك<sup>4</sup>.

### ثالثا: إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة

إن نشر المعلومات المتعلقة بعمليات البورصة له دور فعّال في تجسيد مبدأ الشفافية في التعامل وبالتالي جذب المستثمرين، لذا ألزمت ل.ت.ع.ب.م شركة تسيير البورصة بنشر جميع مقرراتها وآرائها في نشرة تسمى " النشرة الرسمية لجدول التسعيرة"<sup>5</sup>، فهي وسيلة نشر رسمية تخص كل معلومات السوق، والمعلومات حول القيم ذات السعر القار، وكذا المعلومات الضرورية لحسن سير السوق، يتم ضبط شكل ومضمون ودورة هذه النشرة من طرف ش.ت.ب.ق.م<sup>6</sup>، كما تتضمن هذه النشرة كشفا يوميا ترد فيه المعلومات المتعلقة بسعر تداول كل قيمة عند اجتماع المفاوضات في البورصة لذلك اليوم<sup>7</sup>، وفي حالة وجود أي تعديلات تتعلق بأسعار البورصة

<sup>1</sup> المادة 83 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 82 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 84 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم لمذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 85 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 12 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 13 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>7</sup> المادة 88 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المغفلة أو الملغاة، وكذا الأخطاء المادية في الأسعار، فإنه يتم نشر هذه التعديلات في أجل شهر واحد ابتداء من تاريخ معاينة الخطأ أو الإغفال وفي عنوان بارز في النشرة<sup>1</sup>.

الغرض من إصدار النشرة الرسمية لجدول التسعيرة هو تمكين الجمهور المستثمر من الإطلاع على جميع المعلومات المتعلقة بالقيم المنقولة المدرجة في البورصة، وهذا يساعدهم في دراسة وتقييم عمليات البورصة لتسهيل اتخاذ القرار الاستثماري<sup>2</sup>.

رابعا: تنظيم عملية مقاصة المعاملات في البورصة.

المشرع الجزائري لم يعطي تعريف واضح لعملية المقاصة لكن هناك من عرفها بأنها طريق لانقضاء دينين متقابلين في ذمة شخصين كل منهما دائن ومدين للآخر في نفس الوقت وبقدر أقل منهما<sup>3</sup>، كما أنه لم يحدد أنواع المقاصة ضمن أحكام القانون المدني، بل اكتفى بذكر أحكام المقاصة القانونية فقط فقد حدد شروطها بموجب نص المادة 297/1 من القانون المدني بقولها: "للمدين حق المقاصة بين ما هو مستحق عليه لدائنه وما هو مستحق له تجاهه، ولو اختلف سبب الدينين إذا كان موضوع كل منهما نقودا أو مثليات متحدة في النوع والجودة وكان كل منهما خاليا من النزاع مستحق الأداء وصالا للمطالبة به قضاء"، من خلال نص المادة يتضح لنا أنه هناك خمس شروط للقيام بالمقاصة القانونية المتمثلة في:

1. يجب أن تكون الديون القابلة للمقاصة متقابلة.
2. يجب أن تكون الديون القابلة للمقاصة متماثلة، بحيث يكون موضوعهما نقودا أو مثليات متحدة في النوع وفي درجة الجودة.
3. يجب أن تكون الديون القابلة للمقاصة خالية من أي نزاع.
4. يجب أن تكون الديون مستحقة الأداء فلا يمكن إجراء المقاصة بين الديون التي لم يحل ميعاد استيفائها.

<sup>1</sup> المادة 14 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> نورة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 373.

<sup>3</sup> عبد المجيد قادي، دور المقاصة في انقضاء الالتزام، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة باجي مختار عنابة، المجلد 17، العدد 28، سنة 2011، ص 02.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

5. يجب أن تكون الديون صالحة للمطالبة بها عن طريق القضاء .

تطبيقاً لأحكام قوانين البورصة تتولى ش.ت.ب.ق.م تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات في البورصة ومراقبتها<sup>1</sup>، ويقصد بنظام المقاصة في البورصة تحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عن عمليات التداول<sup>2</sup>، فهي جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركة في الصفقات وفقاً لمبدأ التصفية، الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي إلى تحديد صافي الدائنية أو المديونية لكل المتعاملين في عملية التصفية حيث يترتب على عملية المقاصة تحديد ما إذا كان الوسيط مستلماً للورقة المالية محل التعامل، مع مراعاة حجم الأوراق التي لا يمكن استخدامها في العملية إذا كانت محل قرض أو رهن، ويتم تحديد المبالغ النقدية المترتبة على الصفقة<sup>3</sup>.

يهدف نظام المقاصة إلى نقل ملكية الأوراق المالية المباعة من البائع إلى المشتري بغرض تحديدها في الحقوق والإيداعات والالتزامات، وكذا تسوية المراكز المالية الناشئة عن التداول، وتتم هذه العملية على أساس التسليم مقابل تسديد الثمن، وهذا ما يسهل عملية التسليم والتسوية الدورية للسندات بين الوسطاء في عمليات البورصة<sup>4</sup>.

### الفرع الثاني: التنظيم العملي لإدراج القيم المنقولة في البورصة

تتولى ش.ت.ب.ق.م عملية إدراج القيم المنقولة في البورصة بعد صدور قرار قبول القيم المنقولة من طرف ل.ت.ع.ب.م، وتخضع عملية تداول القيم المنقولة إلى جملة من القواعد والأسس التي من شأنها حماية السوق والمستثمرين، فلا بد من توفر شروط معينة لإدراج هاته القيم في البورصة فهناك شروط تتعلق بالقيم في حد ذاتها، وقد نصّ عليها المشرع أساساً في النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 01-12 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم

<sup>1</sup> المادة 128 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> نذير شني، المرجع السابق، ص 115.

<sup>3</sup> سميرة بوقامة، الإطار التشريعي والتنظيمي لمقاصة وتسوية المعاملات في بورصة القيم المنقولة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور - الجلفة-، المجلد العاشر، العدد الثالث، سنة 2017، ص 250.

<sup>4</sup> نذير شني، المرجع السابق، ص 115.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المنقولة وشروط تتعلق بالشركة المصدرة للقيم المنقولة (أولاً)، وبعد قبول القيم المنقولة في البورصة لابد من إبرام اتفاقية تسجيل مع الشركة المصدرة للقيم المنقولة (ثانياً)، بعد ذلك يتم إدخال هذه القيم إلى التسعيرة وفقاً لإجراءات معينة (ثالثاً)، لابد من الإشارة إلى أن المشرع الجزائري منح ش.ت.ب.ق.م صلاحية شطب القيم المنقولة في حالات معينة (رابعاً).

### أولاً: شروط قبول الشركات والقيم المنقولة في التسعيرة الرسمية:

نقصد بقبول القيم المنقولة إمكانية دخول هذه الأخيرة التسعيرة، وبالتالي إمكانية تداولها في البورصة ولكي يتم هذا القبول لابد من توافر شروط معينة بعضها يتعلق بالشركة بصفة عامة والبعض الآخر يتعلق بالقيم المنقولة في حد ذاتها<sup>1</sup>، وقد نص عليها المشرع الجزائري أساساً في القرار رقم 03-97 المتعلق بالنظام العام للبورصة المعدل والمتمم بالقرار رقم 01-12 المذكور سابقاً.

### أ - شروط قبول الشركة في التسعيرة الرسمية: المتمثلة أساساً في:

- 1- يجب أن تكون الشركة المصدرة للقيم المنقولة في شكل شركة مساهمة، ويتم تأسيسها وفقاً لقواعد وأحكام القانون التجاري.
- 2- يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك<sup>2</sup>.
- 3- يجب على الشركات التي تريد تداول أسهمها في البورصة أن تكون قد نشرت الكشوف المصادق عليها للسنتين السابقتين لطلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك طبقاً للمادة 34 من القرار 03-97 وهذا ما أكدته المادة 9 من تعديل سنة 2012.
- 4- يجب على الشركة التي تكون سندات محل طلب قبول أن تخبر اللجنة بالنتائج عن عناصر الأصول أو التخلي عنها التي حدثت قبل إدخال الطلب<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سماح كحل الراس ، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة طبقاً للتشريع الجزائري، المرجع السابق، ص 290.

<sup>2</sup> المادة 34 من النظام 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> المادة 35 من النظام 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقاً.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- 5- كما يجب على الشركة التي تكون سنداتها محل طلب قبول في التداول أن تبرر وجود هيئة رقابة داخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات، وفي حالة عدم وجود هذه الهيئة يجب عليها تنصيبها خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها في التداول في البورصة<sup>1</sup>.
- 6- يجب على الشركة التي تقدم طلب قبول قيمها المنقولة للتداول في السوق الرئيسية ألا يقل رأسمالها على 500 مليون دج (500.000.000 دج) حسب تعديل 2012 (50 مليار سنتيم).
- 7- يجب كذلك أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20 % على الأقل من رأسمال الشركة، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير<sup>2</sup>.
- 8- يتعين على الشركة كذلك إطلاع الجمهور على تقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير البورصة والمؤتمن المركزي على السندات، وعلى الجهة المصدرة إعلام الجمهور بأي تغير أو حدث هام من شأنه أن يؤثر بشكل كبير على تغير سعر القيم المنقولة، كتغيير رأسمال الشركة سواء بالزيادة أو النقصان، تغيير نشاط الشركة، أوفي حالة إدماج شركتين، وقد جاء المشرع بعقد السيولة وسمح من خلاله للشركات من أجل ضبط أسعار الأسهم (لتدارك الأمر في حالة انخفاض قيمة الأسهم) وذلك بشراء أسهمها بموجب عقد السيولة الذي يوقع بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة والغرض من ذلك هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة على الشركة، وهذا في سبيل تعزيز سيولة القيم المنقولة وانتظام وضبط تسعيرتها<sup>3</sup>.
- 9- اشترط المشرع أن تتم إجراءات الإدراج بواسطة الوسيط بالنيابة عن الشركة المقدمة للطلب<sup>4</sup> ليقلص فيما بعد من دور الوسيط، ليتحول من مشرف على كامل عملية الإدراج إلى مساعد للشركة

<sup>1</sup> المادة 36 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 7 من النظام 12-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> موقع بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz>، تمّ التصفح بتاريخ 26-07-2020 على الساعة 15 و30د.

<sup>4</sup> حيث تنص المادة 17 من النظام 03/97: "يجب على أي شركة تطلب قبول سنداتها في عمليات التداول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمتابعة إجراءات القبول والإدخال".

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

أي أن دوره أصبح توجيهي لا غير، والشركة هي المكلفة بأداء إجراءات القبول والإدخال<sup>1</sup>، كما أكد المشرع على الوسيط وجوب تأكده من توفر جميع شروط القبول في الشركة التي تطلب القبول ومعناه تخلف أي شرط يعرض الوسيط المكلف بالإشراف على عملية الإدخال إلى تحمل المسؤولية<sup>2</sup>.

10- أن تثبت الشركة إيداع سندات لها لدى المؤتمن المركزي على السندات قبل الإدخال في البورصة<sup>3</sup>.

الجدير بالذكر أن هذه الشروط العامة للقيود بالنسبة للشركات المصدرة للقيم المنقولة في السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على حد سواء، غير أن هناك بعض الشروط الخاصة بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دون غيرها، والتي سبق الإشارة إليها بالتفصيل في الفصل الأول من الباب الأول من الأطروحة.

الجدير بالذكر أن هذه الشروط العامة للقيود بالنسبة للشركات المصدرة للقيم المنقولة في السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على حد سواء، غير أن هناك بعض الشروط الخاصة بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دون غيره التي سبق الإشارة إليها<sup>4</sup>.

ب- شروط قبول القيم المنقولة في التسعيرة الرسمية: تتمثل أساسا في:

بالرجوع إلى المادة 30 من النظام 97-03 نجدها تنص على أنه: "لا تقبل في التداول في البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن الشركات بالأسهم طبقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري".

<sup>1</sup> في حين نصت المادة 3 من النظام 12-01 المعدلة والمتممة للمادة السالفة الذكر: "يجب على أي شركة تطلب قبول سنداتها في عمليات التداول في السوق الرئيسية أن تعين وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمساعدة المصدر في إجراءات القبول والإدخال".

<sup>2</sup> منية شوايدية، آسيا عيادي، الإطار القانوني لإدراج الشركات المصدرة للقيم المنقولة في البورصة، مداخلة في ملتقى دولي الموسوم بـ "الشركات التجارية، الحوكمة، قطاع الأعمال"، جامعة بوشعيب بلحاج- عين تيموشنت، بتاريخ 22 أكتوبر 2022، ص 04.

<sup>3</sup> المادة 4 من النظام 12-01 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المذكور سابقا.

<sup>4</sup> لمزيد من التفصيل أنظر الباب الأول- الفصل الأول من الأطروحة- الفرع الثاني من المبحث الثاني بعنوان: الضوابط القانونية لإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة، ص 76.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

بناءً عليه فإن المشرع حصر التداول في بورصة القيم المنقولة على الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة فقط، وعليه أبقى الدولة والجماعات المحلية من إمكانية إدراجهم في البورصة، وهو مخالف لما جاء في نص المادة الأولى من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 المتضمن قانون البورصة، والتي تنص: "...تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة، التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون في القانون العام والشركات ذات الأسهم".

غير أنه تمّ تعديل نص المادة 30 من النظام 97-03 بموجب المادة 6 من النظام رقم 12-01 التي تنص على اعتبار كل من الأسهم وشهادات الاستثمار سندات رأس المال، وبذلك لم ينص المشرع في ظل هذا النظام على أنه يتم قبول القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة فقط وبالتالي هنا يمكن القول أن حتى القيم الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية قابلة للتداول في البورصة وهذا ما أكدته نص المادة 02 من النظام 12-01، حيث سمح بإدراج سندات الدين الصادرة من الدولة والجماعات المحلية وأعفاها من شروط القبول التي تخضع لها شركات المساهمة، عند إصدارها لسندات الدين، فهي تقبل بقوة القانون دون حاجة لإيداع طلب القبول لدى ل.ت.ع.ب.م.

تجدر الإشارة إلى أن المشرع استحدث بموجب القانون 22/09 المعدل والمتمم للأمر 75/59 المتضمن القانون التجاري<sup>1</sup> شكلاً جديداً لشركات الأموال وهو شركة المساهمة البسيطة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم دون أن يحدد المشرع رأسمال أدنى للشركة، وحظر المشرع صراحة على المؤسسين اللجوء إلى أسلوب الادخار العلني لتأسيس الشركة، كما أن المشرع منع الشركة صراحة من إمكانية إدراج أسهمها في البورصة وهو ما جاء في نص المادة 715 مكرر 139 من القانون 22-09: "يحظر على شركة المساهمة البسيطة اللجوء العلني للادخار أو طرح أسهمها في البورصة".

<sup>1</sup> القانون 22-09 المؤرخ في 5 ماي 2022 المعدل والمتمم للأمر 75/59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري جريدة رسمية عدد 32، الصادر في 14 ماي 2022، ص 12.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

وبالتالي فإن القيم المنقولة التي يتم تداولها في البورصة تكون صادرة عن الدولة، الجماعات المحلية أو الشركات ذات الأسهم سواء كانت من أشخاص القانون العام أو الخاص، هذا بالنسبة للجهة المصدرة للأسهم، أما بالنسبة للشروط الواجب توافرها في القيم المنقولة لقبولها الإدراج تتمثل في:

1- يجب أن تكون الأسهم محل الطلب مدفوعة بكاملها تطبيقاً لنص المادة 33 من النظام 97-03 سالف الذكر.

2- يجب أن تكون سندات رأس المال الموزعة على الجمهور على عدد أدناه 150 مساهماً، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير طبقاً للمادة 8 من النظام 12-01 المعدلة لنص المادة 44 من النظام 97-03 سالف الذكر، حيث قلص المشرع من عدد المساهمين بموجب التعديل 2012، ذلك أنه كان يشترط بموجب النظام 97-03 في المادة 44 منه 300 مساهم على الأقل مع اشتراط نسبة 5% على الأكثر لكل مساهم منفرد، وهو ما تراجع عنه بموجب النظام 12-01، بعدم اشتراطه لأي نسبة، ولعل السبب في ذلك تخفيف شروط قبول القيم المنقولة في البورصة لتسهيل عملية إدراج القيم من طرف الشركات المصدرة التي لا يبلغ عدد مساهميها أكثر من 150 مساهم وترغب في تداول قيمها في البورصة.

3- فيما يتعلق بسندات الدين والتي تتكون من سندات الدين التي تصدرها شركات المساهمة الهيئات العمومية والدولة، ومن سوق لكتلة سندات الدين التي تصدرها الدولة والمقصود هنا هو الخزينة العمومية<sup>1</sup>، حيث اشترط المشرع حسب نص المادة 10 من النظام 12-01 على الشركات التي تريد إدراج سندات الدين في البورصة أن تكون قيمتها مساوية على الأقل خمس مئة مليون دينار جزائري وذلك يوم الإدراج، في حين تقبل سندات الخزينة العمومية بقوة القانون دون إمكانية توفر هذا النصاب.

<sup>1</sup> منية شوايدية، آسيا عيادي، الإطار القانوني لإدراج الشركات المصدرة للقيم المنقولة في البورصة، المرجع السابق، ص 6.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ثانيا: إبرام اتفاقية التسجيل.

يجب على الشركة المصدرة للأوراق المالية بعد قبول إدراج قيمها المنقولة في البورصة من طرف ل.ت.ع.ب.م توقيع اتفاقية تسجيل مع ش.ت.ب.ق.م، تتعهد بموجبها بمراعاة لوائح وقواعد إجراءات ش.ت.ب.ق.م<sup>1</sup>، حيث يتم إعداد اتفاقية التسجيل مسبقا من طرف ش.ت.ب.ق.م ويكون على الشركة المصدرة واجب توقيعها فقط دون مناقشة لشروط الاتفاقية فهي لا تخضع لمبدأ "العقد شريعة المتعاقدين" على اعتبار أن أطراف الاتفاق ليسو في نفس المرتبة<sup>2</sup>، بمعنى يمكن القول أنه عقد إذعان الشركة تحدد شروطها والشركة المصدرة ملزمة بالتوقيع فقط وليس لها الحق في الاعتراض على هذه الشروط.

ولقد ميزت ش.ت.ب.ق.م بين نوعين من التسجيل:

أ- التسجيل الأولي: يجب على كل شركة تطلب إدراج قيمها المنقولة في البورصة بـ:

- استيفاء الشروط المتعلقة بقبول القيم المنقولة

- التوقيع على اتفاقية تسجيل الأوراق المالية

- دفع رسوم التسجيل ذات الصلة<sup>3</sup>.

ب- التسجيل الإضافي: ألزمت ش.ت.ب.ق.م الشركة المصدرة التي ترغب في إضافة ورقة مالية جديدة للأوراق المالية المدرجة مسبقا، أو ترغب باستبدال ورقة مالية مدرجة، توقيع اتفاقية تسجيل جديدة وذلك عند قبول إدراج هذه الورقة الجديدة من طرف ل.ت.ع.ب.م<sup>4</sup>.

تحدد ش.ت.ب.ق.م رسوم إدراج القيم المنقولة سواء المتعلقة بالتسجيل الأولي، أو بإدراج أوراق مالية إضافية، أو أي رسوم أخرى<sup>5</sup>، كما تحدد رسوم سنوية للحفاظ على التسجيل التي تكون كل عام بعد سنة من التسجيل الأولي<sup>6</sup>، وقد أصدرت في هذا الصدد قرارها رقم 01-99<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Article 4 Décision N01-98 du 22 Mars 1998 Relative aux procédures d'introduction de valeurs mobilières en Bourse et de diffusion de l'information( texte modifié et complète par décision SGBV N° 05-99).

<sup>2</sup> فتحة بن عزوز، المرجع السابق، ص 397.

<sup>3</sup> Article 2 Décision N 01-98 Modifié et Complète par Décision N° 05-99.

<sup>4</sup> Article 3 Décision N° 01-98 Modifié et Complète par Décision N° 05-99.

<sup>5</sup> Article 5 Décision N° 01-98 Modifié et Complète par Décision N° 05-99.

<sup>6</sup> Article 6 Décision N° 01-98 Modifié et Complète par Décision N° 05-99.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

تجدر الإشارة إلى أن صلاحية ش.ت.ب.ق.م محدودة فهي تقوم بإبرام اتفاقية التسجيل مع الشركة المصدرة، دون أن يكون لها الحق في رفض القيد بعد صدور قرار اللجنة بالقبول على خلاف نظيرتها الفرنسية Euronext<sup>2</sup>.

### ثالثا: إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة.

يتم تحديد إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة من طرف ش.ت.ب.ق.م بالاتفاق مع مصدر القيم المنقولة والوسطاء في عمليات البورصة المسؤولين عن الطرح العام الأولي<sup>3</sup>.  
إدخال القيم المنقولة في التسعيرة يكون وفقا للإجراءات والمراحل التالية:  
أ- افتتاح إدخال القيم المنقولة:

تقوم شركة تسيير البورصة بإعلام السوق المالية عن افتتاح إدخال قيمة منقولة، وذلك عن طريق نشر الإعلان في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة، ويتضمن هذا الإعلان مجموعة من البيانات والمعلومات طبقا للمادة 51 من النظام رقم 03/97 المذكور سابقا نذكر منها:

- هوية الشركة المصدرة

- عدد السندات وطبيعتها

- السعر المقترح من طرف المدخلين

- الوسطاء المكلفون بمتابعة

- إجراءات القبول والإدخال.

ويجب أن يصدر هذا الإعلان أسبوعين على الأقل قبل التاريخ المقرر لأول تسعيرة.

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا نذكر منها:

- رفع رأس المال الشركة و تعزيز الأموال الخاصة.

- تنويع مصادر التمويل

<sup>1</sup> Décision N° 01-99, fixant le montant des frais 'incription et de maintien d'un titre à la cote et des autres frais Spécifiques.

<sup>2</sup> نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 372.

<sup>3</sup> Article 7 Décision N 01-98 Modifie et Complète par Décision N° 05-99.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- توسيع نطاق المساهمين إذ تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها.

- تعزيز الشهرة حيث تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها وشهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي<sup>1</sup>.

### ب- طرق إدخال القيم المنقولة للتسعيرة:

تطبيقا لنص المادة 5 من النظام رقم 97-03 المذكور سابقا يتم إدخال سندات رأس المال التي قررت اللجنة قبولها في البورصة وفق أحد الإجراءات التالية:

1 - الإجراءات العادية

2- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى

3- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود.

### 1- الإجراءات العادية:

عرّفت ل.ت.ع.ب.م الإجراءات العادية في المادة 56 من النظام رقم 97-03 بأنه: الإجراء الذي يمكن ش.ت.ب.ق.م عندما يكون رأس مال الشركة موزعا بين الجمهور بمقدار كاف من تسجيل قيمة في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة في السوق، وذلك ابتداء من سعر إدخال تصادق عليه ش.ت.ب.ق.م بنشر إعلان عند إدخال قيمة يوضح الإجراء المتبع وهو الإجراء العادي تاريخ أول تسعيرة، سعر الإدخال<sup>2</sup>.

يتم استعمال الإجراء العادي لإدخال القيم المنقولة للتسعيرة إذا تعلق الأمر ب:

- القيم المثلية للسندات التي سبق تسعيرتها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسسيين.

- سندات الدين التي تصدرها الدولة أو الجماعات المحلية أو شركات الأسهم<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة طبقا للتشريع الجزائري، المرجع السابق، ص 291.

<sup>2</sup> المادة 58 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 11 من النظام رقم 12-01 المعدلة والمتممة للمادة 57 من النظام 97-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

يكون سعر إدخال القيم المنقولة الجديدة حسب السعر المرجعي وهو السعر المنصوص عليه من طرف المصدرين في طلب قبول القيم المنقولة المقدم للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>1</sup>. تمتنع ش.ت.ب.ق.م من تلقي أوامر بيع أخرى من غير الشركة المدخلة، إذا تعلق الأمر بالإدخال عن طريق الإجراء العادي ومرفق بطرح قيم جديدة بين الجمهور<sup>2</sup>.

### 2- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى:

إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى هو الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر أدنى يقبل به المدخلون للتنازل عنها<sup>3</sup>، عند اختيار إدخال القيم المنقولة حسب هذا الإجراء يتم نشر بيان يعلن فيه ذلك ويحدد هذا البيان:

- شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى ش.ت.ب.ق.م

- عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المدخلين

- السعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء للتنازل عنها

- كميّات توزيع السندات بين الأمرين

- وعند الاقتضاء يحدد شروط الإدخال الخاصة<sup>4</sup>.

يتم إرسال أوامر الشراء من طرف الوسطاء في عمليات البورصة إلى ش.ت.ب.ق.م وفقا للشروط والمواعيد المحددة من قبل هذه الأخيرة<sup>5</sup>، بعد ذلك تقوم ش.ت.ب.ق.م بجمع هذه الأوامر وتتولى عملية الفرز<sup>6</sup>، ويجب أن تكون أوامر الشراء المرسلّة ذات سعر محدد وإلا لا تقبلها ش.ت.ب.ق.م إذا حظي العرض بالاستجابة فإن سعر الإدخال يكون موافقا لحد آخر أمر مدفوع لهذا السعر الوحيد<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Article 10 Décision N° 01-98.

<sup>2</sup> Article 8 Décision N° 01-98.

<sup>3</sup> المادة 59 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 60 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>5</sup> Article 11 Décision N°01-98.

<sup>6</sup> المادة 61 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>7</sup> المادة 62 من النظام رقم 03-97 المعدل والمتمم المذكور سابقا.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

لابد من الإشارة إلى أن ل.ت.ع.ب.م. منحت ش.ت.ب.ق.م صلاحية إلغاء الأوامر التي يبتعد عنها بصورة غير عادية عن العرض الأدنى، وفي هذا الصدد تحدد ش.ت.ب.ق.م بالاتفاق مع المدخل الفارق الأقصى لحدي السعر الذي يتم توزيع الأوامر داخله بعد تطبيق معامل تخفيض عند الاقتضاء<sup>1</sup>.

### 3- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:

يعرّف هذا الإجراء بأنه " الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر قار محدد سلفاً"<sup>2</sup>.

لقد أوردت المادة 65 من النظام رقم 97-03 سالف الذكر البيانات التي يحددها البلاغ المعلن عن الإدخال حسب هذا الإجراء المتمثلة في:

- شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى ش.ت.ب.ق.م

- عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المدخلين

- السعر القار ( الثابت ) المقترح لهذه السندات

- كفاءات توزيع السندات بين الأمرين

- وعند الاقتضاء يحدد الشروط الخاصة بالإدخال

بعد إرسال أوامر الشراء من طرف الوسطاء تقوم ش.ت.ب.ق.م بجمع هذه الأوامر وفرزها

ولا تقبل إلا الأوامر المحصورة في سعر العرض، وإذا حظي العرض بالاستجابة فإن سعر التداول يكون السعر المقترح في العرض<sup>3</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنه يمكن لشركة تسيير البورصة إجراء عرض عمومي بالبيع بسعر اسمي

محدود في حالة طلب ذلك من طرف المدخلون، لاعتماد ذلك لابد أن تكون أوامر الشراء اسمية ولا يجوز إصدار إلا أمر شراء واحد يودع لدى وسيط واحد<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 63 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 64 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 66 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 67 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

كما يمكن للمدخلين بعد الاتفاق مع ش.ت.ب.ق.م النص على أن تكون أوامر الشراء الصادرة ردا على العرض العمومي للبيع بسعر قار موزعة على فئات متفاوتة، ويمكن أن يكون التفاوت بين هذه الفئات تبعا لكمية السندات المطلوبة أو لصفة الآمرين<sup>1</sup>.

### رابعاً: شطب القيم المنقولة.

يتم شطب القيم المنقولة في البورصة في حالة زوال الشركة المصدرة بأي شكل من الأشكال ولأبي سبب، أو عند تخلف شرط من شروط الدخول إلى البورصة، وقد يكون الشطب تلقائياً وذلك عند حلول أجل السندات لاسيما في حالة تسديد الدين<sup>2</sup>.

كما يمكن أن يكون الشطب بقرار من ل.ت.ع.ب.م بناء على طلب ش.ت.ب.ق.م، ويكون قرار الشطب متضمن تاريخ دخول هذا التدبير حيز التنفيذ، وينشر في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة<sup>3</sup>، وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار العناصر التالية:

- المعدل اليومي للمعاملات المعبر عنها بالدينار وبالسندات وكذا عدد أيام التداول مقدرة على السنة التي كانت فيها السندات محل تسعرة،
- دفع الأرباح خلال السنوات المالية الثلاث الأخيرة،
- نسبة رأس المال الموزع على الجمهور<sup>4</sup>.

تحدد ل.ت.ع.ب.م بالاتفاق مع ش.ت.ب.ق.م الحدود الدنيا التي تؤخذ بالاعتبار في تقرير شطب القيمة، وتكون مراجعة الحدود الدنيا محل إعلان ينشر من قبل ش.ت.ب.ق.م<sup>5</sup>.

لابد من الإشارة إلى أن شطب سندات رأس المال يؤدي إلى شطب كل السندات المرتبطة بها أو التي ترجع إليها، مثل سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال، وكذا

<sup>1</sup> المادة 68 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 70 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 69 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 71 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 72 من النظام رقم 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

القوائم والحقوق المتعلقة بهذه السندات مشطوبة هي الأخرى من جدول الأسعار، ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن توصي بشطب خطوط التسعيرة فقط<sup>1</sup>.

أما بالنسبة لسندات الديون فهي تبقى مدرجة في جدول الأسعار سندتات الاستحقاق إلى غاية تسديدها<sup>2</sup>.

يلاحظ أن المشرع الجزائري لم ينص على إمكانية الطعن في قرار اللجنة بشطب القيم المنقولة، في حين نظيره المصري نص على إمكانية الطعن في قرار لجنة القيد الصادر بالشطب أمام مجلس إدارة البورصة وذلك خلال 15 يوما من الإخطار بقرار الشطب، ويفصل المجلس في طلب إعادة النظر في أجل 15 يوم من تاريخ تقديمه، وفي حالة تأييد المجلس لقرار لجنة القيد يجوز تقديم التماس للهيئة العامة للرقابة المالية خلال 15 يوم من تاريخ صدور قرار مجلس إدارة البورصة، وفي حالة رفض الالتماس يحق للشركة التظلم من قرار الهيئة أمام لجنة التظلمات<sup>3</sup> وهذا ما يجب الأخذ به من طرف المشرع الجزائري في إطار حماية الشركات المصدرة للقيم المنقولة.

كما يمكن أن يكون الشطب طواعية بطلب من الشركة المصدرة نفسها، ويتم ذلك عن طريق عرض عمومي للسحب كمايلي:

- يتم تقديم طلبات سحب السندات المسعرة إلى ش.ت.ب.ق.م. للتحقيق، ثم ترسل إلى ل.ت.ع.ب.م. للحصول على التأشير المسبقة،
- تقوم ش.ت.ب.ق.م. بنشر بلاغ فتح عرض عمومي للسحب بمجرد التصريح بقبوله،
- يوضع البلاغ أنه في تاريخ إغلاق العرض العمومي للسحب ومهما كانت النتيجة يتم الإعلان عن شطب مجموع سندات الشركة المعنية والأسهم وغيرها من جدول الأسعار،

<sup>1</sup> المادة 73 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 74 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>3</sup> خالد أحمد سيف الشعراوي، المرجع السابق، ص 176.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- تنشر ش.ت.ب.ق.م عن طريق بيان السعر والشروط التي بموجبها تعرض الشركة خلال ثلاثين (30) يوما على الأقل متتالية إعادة شراء كل السندات التي ستقدم إليها، كما تنشر بيان شطب القيم المنقولة<sup>1</sup>.

من الناحية العملية انتهجت هذه العملية "شركة رياض سطيف" حيث غادرت السوق المالي بتاريخ 6 ديسمبر 2006 على إثر قرار مجلس مساهمات الدولة وذلك بغرض التنازل عنها للقطاع الخاص، وقد وافقت ل.ت.ع.ب.م على هذه العملية أثناء اجتماعها المنعقد بتاريخ 23 ماي 2006<sup>2</sup>.

### المبحث الثاني: المركز القانوني للمؤتمن المركزي على السندات

#### في السوق المالي (الجزائر للتسوية)

استحدثت المشرع الجزائري هيئة جديدة لتنظيم السوق المالي سنة 2003 تحت تسمية "المؤتمن المركزي على السندات" أو كما يطلق عليه "الجزائر للتسوية" *Algérie clearing*، وذلك في إطار استكمال البناء المؤسساتي للسوق المالي وبهدف تحديث نظام تسوية المعاملات التي تقع على السندات داخل البورصة أو خارج التسعيرة<sup>3</sup>، يساهم هذا النظام في إزالة الكيان المادي للقيم المنقول، حيث يتم الحياة المركزية للأوراق المالية وتحولها من صورتها المادية إلى قيود دفترية ليسهل تداولها<sup>4</sup>.

نظرا لأهمية هذه الهيئة ودورها في تسيير السوق المالي سوف نتطرق إلى تحديد الإطار القانوني لها (المطلب الأول)، ودورها في تسيير السوق المالي (المطلب الثاني).

#### المطلب الأول: الإطار القانوني للمؤتمن المركزي على السندات

أنشأ المشرع الجزائري هيئة جديدة تتكفل بتسيير السوق المالي المتمثلة في المؤتمن المركزي على السندات، وذلك بهدف تحقيق المصلحة العامة وحماية للمستثمرين وكذا ضمان شفافية

<sup>1</sup> المادة 75 من النظام 97-03 المعدل والمتمم المذكور سابقا.

<sup>2</sup> نذير شني، المرجع السابق، ص 104.

<sup>3</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر للقيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 175.

<sup>4</sup> نذير شني، المرجع السابق، ص 119.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

المعاملات في البورصة، فقد وضع إطار قانوني يتناسب مع طبيعته الخاصة حيث حدد شروط تأسيسه (الفرع الأول)، كما حدد شروط الانخراط فيه (الفرع الثاني)، وفرض رقابة على هذه الهيئة لضمان ممارستها مهامها بشكل فعال (الفرع الثالث).

### الفرع الأول: تأسيس المؤتمر المركزي على السندات.

تأسس المؤتمر المركزي على السندات "الجزائر للتسوية" بموجب المادة 10 من القانون رقم 03-04 حيث خصص له المشرع الفصل الثاني من الباب الثاني من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم، وقد نصت المادة 19 مكرر 2 بأنه عبارة عن هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم يخضع لأحكام القانون التجاري، بالإضافة إلى الأحكام الخاصة بالمنظمة له حيث يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي ل.ت.ع.ب.م، كما يمكن للوزير المكلف بالمالية عزل المدير العام للمؤتمن أو المسيرين الرئيسيين واستخلافهم بناء على تقرير معلل من طرف ل.ت.ع.ب.م.

يقدر رأسمال المؤتمر المركزي بخمسة وستون مليون دينار من مساهمات مؤسسيه<sup>1</sup>، تحدد المساهمة الدنيا في الرأسمال الاجتماعي لشركة "الجزائر للتسوية" بمليوني دينار جزائري<sup>2</sup>، ويبلغ رأسمالها حاليا 240 مليون دينار جزائري، ويساهم فيه شركتان عموميتان هما:

1- مؤسسة التسيير الفندقية "شركة فندق الأوراسي"،

2- مجمع الصناعات الصيدلانية "مجمع صيدال"

بالإضافة إلى البنوك العمومية المتمثلة في:

1- بنك الجزائر الخارجي

2- القرض الشعبي الجزائري

<sup>1</sup> المادة 19 مكرر 3/ف1 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 2 من النظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-05 المؤرخ في 18 مارس 2003، المنعلق بالمساهمات في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، جريدة رسمية عدد 73، الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، ص 27.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

3- البنك الوطني الجزائري

4- بنك الفلاحة والتنمية الريفية

5- بنك التنمية المحلية

6- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط<sup>1</sup>.

بالرجوع إلى نص المادة 19 مكرر 3 من القانون 03-04 نجد المشرع نص على هؤلاء المؤسسين لكن ما يلاحظ أنه لا يوجد في التشكيلة السابقة مؤسسة الرياض سطيف فقد حل محلها بنك التنمية المحلية بالرغم لم يتم ذكره في النص القانوني، وهذا يفسر أن المشرع لم يحدد المؤسسين على سبيل الحصر وإنما على سبيل المثال، وإلا لا يمكن مخالفة نص قانوني وإدراج هيئة لم ينص عليها قانونا.

نصت المادة 19 مكرر 3 فقرة 2 ومايليها على أنه " لا يفتح رأسمال الشركة إلا لـ:

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة،

- الشركات المصدرة للسندات،

- الوسطاء في عمليات البورصة.

تعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في رأس المال بحكم القانون، ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما.

يخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال المؤتمر المركزي على السندات، إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمر المركزي على السندات".

يتضح لنا من نص هذه المادة أن المشرع الجزائري حدد الجهات التي يفتح لها رأسمال المؤتمر المركزي في حالة زيادته المتمثلين في كل من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الشركات المصدرة للسندات والوسطاء في عمليات البورصة ، وبذلك لا يمكن لمؤسسي المؤتمر المركزي اللذين سبق الإشارة إليهم المشاركة في زيادة رأس المال.

<sup>1</sup> موقع الجزائر للتسوية <https://www.Algerieclearing.dz> تمّ التصفح بتاريخ 2022/6/3 على الساعة 12:00.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

كما يلاحظ أيضا أن المشرع اعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في رأسمال المؤتمن المركزي بقوة القانون ، يعود السبب في اعتبار الخزينة العامة بقوة القانون من بين مساهمين إلى أنها شخص من أشخاص القانون العام تتمتع بامتيازات السلطة العامة في تعاملها مع الغير لذا فرض المشرع وجودها في المؤتمن المركزي، وبالنسبة لبنك الجزائر فهو الذي يعد السياسة النقدية العامة للبنوك<sup>1</sup>، وهذا ما تأكده المادة 36 من النظام رقم 03-01 المتعلق بالمؤتمن المركزي على السندات سالف الذكر بقولها " يقوم بنك الجزائر بالتسييد النقدي تكون مشاركة بنك الجزائر في نظام التسوية والتسليم محل اتفاقية مع المؤتمن المركزي"، كما نصت المادة 48 الفقرة الأخيرة من نفس النظام على أن المؤتمن المركزي يقوم بتوزيع قائمة العمليات المعالجة ومنها العمليات المتعلقة بتدخلات السياسة النقدية التي يحددها بنك الجزائر. لا بد من الإشارة إلى أنه في حالة قبول مساهم جديد يزداد الرأسمال الاجتماعي بمقدار الحصة التي يقدمها هذا المساهم الجديد، وفي حالة انسحاب مساهم يعاد شراء حصته من طرف المساهمين وتحدد كفاءات إعادة الشراء في القانون الأساسي للمؤتمن المركزي<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: الانخراط في المؤتمن المركزي على السندات.

حددت ل.ت.ع.ب.م الأشخاص المؤهلين للانخراط في المؤتمن المركزي على السندات بموجب النظام رقم 03-01 سالف الذكر المتمثلين أساسا في:

- البنوك والمؤسسات المالية
- الوسطاء في عمليات البورصة
- المتخصصون في قيم الخزينة العامة المرخص لهم بممارسة النشاطات المتعلقة بتنفيذ الأوامر لحساب الغير، وبالتداول لحسابهم الخاص وبالتوظيف والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة وكذا مسك الحسابات والمقاصة وحفظ السندات وإدارتها،
- الأشخاص المعنويين المصدرون سندات مقبولة في عمليات المؤتمن المركزي،
- المؤتمنون المركزيون الأجانب على السندات،

<sup>1</sup> فتيحة بن عزوز، المرجع السابق، ص408.

<sup>2</sup> المادة 3 من النظام رقم 03-05 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- جميع المؤسسات الأخرى الجزائرية أو الأجنبية التي تشبه نشاطاتها النشاطات التي تمارسها المؤسسات التي سبق ذكرها<sup>1</sup>.

هذا ما أكدته النظام العام للمؤتمن المركزي بموجب البند رقم 6 منه، حيث جاء فيه أنه تفتح العضوية لكل من:

- أمناء الحفظ مثل: البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من طرف ل.ت.ع.ب.م لتوفير خدمات إدارة وحفظ الأوراق المالية.

- المفاوضون مثل: الوسطاء المعتمدين من طرف المديرية العامة للمالية لإدارة القيم المالية أو المخولة من طرف ل.ت.ع.ب.م للمفاوضة ببورصة الجزائر.

- الشركات التي تصدر أوراق مالية مدرجة في عمليات المؤتمن المركزي.

- كل هيئة تعمل في مجال السندات والأوراق المالية بالإضافة إلى كل شركات المقاصة الأجنبية<sup>2</sup>.

الملاحظ من خلال ما سبق أن ل.ت.ع.ب.م وكذا النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات سمح للأشخاص المعنوية فقط بالانخراط في شركة الجزائر للتسوية دون الشخص الطبيعي، ولعل السبب في ذلك راجع لعدم قدرة الذمة المالية للشخص الطبيعي على مواجهة نشاطات المؤتمن التي تحتاج إلى الملاءة والسيولة الدائمة، على خلاف المشرع المصري الذي سمح للأشخاص الطبيعيين أن يكون أعضاء في شركة الإيداع المركزي طبقا لنص المادة 18 من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع المركزي، كما سمح للمنخرطين امتلاك جزء من رأسمال الشركة بشرط أن لا يتجاوز مجموع حصص الأعضاء مجتمعة 5% من رأسمال الشركة<sup>3</sup>.

يشترط للانخراط في المؤتمن المركزي تقديم ملف إداري يتضمن أساسا:

- طلب القبول،

- أسماء الأشخاص المؤهلين للتعامل مع المؤتمن المركزي،

<sup>1</sup> المادة 6 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> موقع الجزائر للتسوية <https://www.algerieclearing.dz>، تم التصفح بتاريخ 2022/06/30 على الساعة 15.00.

<sup>3</sup> نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 162.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- نسخة معينة من القانون الأساسي<sup>1</sup>،
- نسخة من شهادة قبول أو ترخيص من طرف ل.ت.ع.ب.م،
- ترخيص من طرف المؤتمن المركزي من أجل القيام بتنزيل أو خصم في حساب المنخرط على مستوى بنك الجزائر ( في حالة انخراط أمناء الحفظ)،
- تعيين شخصين معتمدين لإمضاء الوثائق ( التعليمات، الرسائل، الفاكسات... إلخ)، ويجب أن يكون ضمانا للمنخرط،
- نموذج إمضاء المرخصين من طرف المنخرط،
- بيانات الحساب البنكي للمنخرط ( في حالة شركة مسجلة عند المؤتمن المركزي)،
- الصلاحية الممنوحة للمؤتمن المركزي لإرسال الحسابات لبنك الجزائر التي يجب دفعها للحساب النقدي،
- تفويض شخصين لاستعمال نظام المعلوماتية للمؤتمن المركزي،
- السجل القانوني للشركة،
- التقرير السنوي للسنتين الأخيرتين،
- نسخة من السجل التجاري،
- نسخة من بطاقة الهوية المصرفية<sup>2</sup>.

بعد إيداع الملف الإداري المطلوب يقوم المؤتمن المركزي بدراسته في أجل شهرين من تاريخ استلام مجموع المستندات المكونة للملف، ويكون قراره إما بقبول العضوية أو بالرفض<sup>3</sup>، غير أنه الملاحظ هنا أن اللجنة لم تنص في نظامها على إمكانية الطعن في قرار رفض العضوية. يلاحظ أن المشرع الجزائري منح المؤتمن المركزي سلطة تقديرية لقبول العضوية أو رفضها بمجرد توفر شروط العضوية دون تدخل أي سلطة أخرى، على عكس نظيره الفرنسي فشرية الإيداع المركزي لا تتمتع بأي استقلالية، في حين المشرع المصري يشترط على الجهات

<sup>1</sup> المادة 7 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> موقع الجزائر للتسوية <https://www.algerieclearing.dz> بتاريخ 2022/06/30 على الساعة 15 و30 دقيقة.

<sup>3</sup> المادة 8 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

والأشخاص التي ترغب في عضوية الإيداع المركزي تقديم طلب مرفق بترخيص من السلطة المعنية:

- فإذا كان طالب العضوية أحد البنوك أو فروع البنوك الأجنبية المسجلة لدى البنك المركزي المصري يجب أن يحصل على موافقة البنك المركزي المصري.
- أما إذا كان طالب العضوية إحدى الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية فهذا يجب الحصول على ترخيص من هيئة سوق المال.
- وبالنسبة للشركات والجهات الأجنبية التي تمارس نشاط الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية يجب أن ترفق طلبها بشهادة من هيئة سوق المال تفيد خضوعها للرقابة وفقا للقواعد التي يحددها مجلس إدارة الهيئة<sup>1</sup>.

يكون قبول منخرط ما موضوع اتفاقية انخراط تربطه بالمؤتمن، وتحدد هذه الاتفاقية على وجه الخصوص واجبات ومسؤوليات كل من أطراف الاتفاقية (المؤتمن والمنخرط)، وكذا تعريفات الخدمات وكيفية التسديد<sup>2</sup>، كما تحدد القواعد المسيرة للأسواق وغرف المقاصة والمؤتمنين المركزيين الأجانب من جهة أخرى<sup>3</sup>، ويلزم المنخرط في المؤتمن المركزي بتسديد حق الانخراط سنويا<sup>4</sup>.

لابد من الإشارة إلى أنه يجوز شطب المنخرط من المؤتمن المركزي في الحالات التالية:

- بناء على طلب المنخرط نفسه إما أن يتخلى عن النشاطات التي انخرط فيها من أجلها في المؤتمن، وإما باعتباره ماسك حسابات - حافظ - هنا يقرر توكيل ماسك حسابات آخر للقيام بكل المهام المتصلة بنشاط الحفظ أو جزء من هذه المهام، وإما باعتباره مصدرا فالقيم التي أصدرها قد تم شطبها من المؤتمن المركزي.

<sup>1</sup> عصام أحمد البهجي، النظام القانوني لشركات القيد والإيداع والحفظ المركزي والسمسة وصناديق الاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2014، ص 59.

<sup>2</sup> المادة 3 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 4 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 58 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- بموجب عريضة من كل سلطة منحت الاعتماد، عندما يصبح المنخرط غير مستوف لشروط التأهيل المطلوبة لممارسة نشاطاته<sup>1</sup>.

يجب على المنخرط في المؤتمر المركزي عند توقفه عن ممارسة نشاطه، أو باعتباره ماسك حسابات إعلام المؤتمر المركزي بإعطائه توكيل إلى ماسك حسابات آخر للقيام بمهامه أو جزء منها بموجب رسالة موصى عليها مع وصل استلام في أقصر الآجال<sup>2</sup>.

بعد إنهاء نشاط المنخرط يقوم المؤتمر المركزي بإقفال حساباته الجارية بمجرد أن تصل هذه الحسابات إلى درجة الرصيد اللاغي (لا قيمة له)<sup>3</sup>.

الملاحظ أنه في حالة شطب المنخرط من المؤتمر المركزي لا يجوز له الطعن في قرار الشطب وذلك لعدم وجود نص قانوني يجيز ذلك، في حين المشرع المصري منح إمكانية رفع العضو تظلم أمام هيئة سوق المال خلال أسبوع من تاريخ إخطاره بالقرار<sup>4</sup>، كان من الأخرى منح مثل هذا الإجراء في القانون الجزائري ضمانا لحقوق المنخرط في المؤتمر المركزي.

الملاحظ أيضا أن سلطة المؤتمر المركزي في شطب المنخرط فيه مقيدة بموجب طلب من المنخرط في حد ذاته أو من طرف السلطة المانحة للاعتماد، هذا ما يفسر عدم قدرة المؤتمر على إصدار قرار فردي بشطب المنخرط في حالة إخلاله بالتزاماته أو إخلاله لقواعد وأخلاقيات المهنة المحددة في النظام الداخلي، وهذا ما يظهر رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة على المؤتمر المركزي على السندات<sup>5</sup>.

الجدير بالذكر أنه منذ تأسيس المؤتمر المركزي للسندات أخذت القيم المتداولة في السوق شكل لامادي، فكل عملية ممثلة بتسجيل حساب للأوراق المالية التي يمتلكها الزبون لدى ماسك الحساب والأوراق المالية لدى الوسطاء الماليين المخولين من طرف اللجنة لممارسة هذا النشاط أما فيما يخص الأوراق المالية التي تم إصدارها قبل نشأة المؤتمر المركزي والممثلة بشهادة أسهم

<sup>1</sup> المادة 9 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 10 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 11 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> عصام أحمد بهجي، المرجع السابق، ص64.

<sup>5</sup> نادية بلعباس، ضبط نشاط البورصة في الجزائر، المرجع السابق، ص115.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

مادية، فيجب على مالكيها أن يتقدموا أولاً من الوسطاء لطلب تسجيلها في حساب للأوراق المالية قبل أن يتمكن من تداولها في السوق<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: الرقابة المفروضة على المؤتمن المركزي على السندات.

يخضع المؤتمن المركزي على السندات إلى رقابة خارجية مثلما هو الحال بالنسبة لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حيث يتم ممارسة هذه الرقابة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والوزير المكلف بالمالية، بالرغم من أنه يتخذ شكل شركة مساهمة إلا أنه يتميز بنوع من الخصوصية وخضوعه لرقابة ل.ت.ع.ب.م يبرز ذلك، لذا تمّ التطرق لهذا العنصر في المبحث المتعلق بالمركز القانوني للمؤتمن المركزي بدل تناوله بالتفصيل في الفصل الخاص باللجنة.

### أولاً- خضوع المؤتمن المركزي لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها :

نص المشرع الجزائري في المادة 19 مكرر 4 على أنه " تمارس أنشطة المؤتمن المركزي على السندات المذكورة في المادة 19 مكرر 2 أعلاه تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"

بناءً عليه يتضح لنا أنه بالرغم من الخصوصية التي يتمتع بها المؤتمن المركزي على السندات إلا أنه يمارس مهامه تحت رقابة سلطة الضبط، فيظهر ذلك جلياً من خلال إصدار اللجنة للأنظمة المتعلقة به المتمثلة في:

- النظام رقم 03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات الذي يحدد حسب المادة الأولى من القواعد المتعلقة بـ:

\* علاقات المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته،

\* حفظ السندات وتسيير الحسابات الجارية للسندات وإدارتها،

\* تسيير نظام تسوية السندات وتسليمها،

<sup>1</sup> بدون مؤلف، أسئلة متكررة، تمّ التصفح عبر الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB ، <https://www.cosob.org>، بتاريخ 2022/11/10، على الساعة 17 و56د.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- النظام رقم 03-02 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات سالف الذكر، فقد اشترطت اللجنة حصول ماسك الحسابات على اعتماد من طرفها للانخراط في المؤتمر المركزي على السندات، كما حدد الأشخاص المؤهلين للانخراط في المؤتمر المركزي.

- كما أصدرت اللجنة النظام رقم 03-05 المتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات.

تظهر رقابة اللجنة على المؤتمر المركزي أيضا من خلال خضوع نظامه الداخلي إلى تأشيرة مسبقة للجنة، ويخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسماله إلى موافقة اللجنة بناء على اقتراح من مجلس الإدارة، ويتم تحديد الشروط المتعلقة بالمساهمة في رأسمال الشركة بموجب لائحة تعدها اللجنة<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنه يمكن للجنة الاستعانة بالمؤتمن المركزي على السندات لممارسة مهمة الرقابة على ماسك الحسابات ومدى احترامه لقواعد نظام اللجنة وتعليماتها التطبيقية<sup>2</sup>، فإن استعانة اللجنة بالمؤتمن المركزي لممارسة الرقابة يسهل عليها هذه المهمة وذلك لسببين هما:

- السبب الأول: هو أن ماسك الحسابات عضو منخرط في المؤتمر المركزي وله الحق في مراقبته في أي وقت.

- السبب الثاني: هو أن نشاط ماسك الحسابات وحفظ السندات يمارس من خلال المؤتمر الذي يملك حسابات بهذه الأنشطة<sup>3</sup>.

### ثانيا - خضوع المؤتمر المركزي لرقابة الوزير المكلف بالمالية:

نصت المادة 19 مكرر 2 من القانون 03-04 سالف الذكر على أنه " يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للمؤتمن المركزي على السندات إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

<sup>1</sup> المادة 19 مكرر 3 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 23 من النظام رقم 03-02 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> نوارة حمليل ، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص186.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

بناء على تقرير معلل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبصفة احتياطية، يمكن الوزير المكلف بالمالية، عزل المدير العام للمؤتمن المركزي على السندات أو المسيرين الرئيسيين واستخلافهم في انتظار تعيين مدير عام جديد أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة".

يتضح لنا من خلال نص هذه المادة أن المشرع أخضع المؤتمن المركزي على السندات لرقابة الوزير المكلف بالمالية، مثلما فعل بالنسبة لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والملاحظ أنه أعاد نفس صياغة المادة 19 مكرر المتعلق بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة كان من الأفضل وضع نص قانوني واحد يضم الهيئتين معا بما أنهما يخضعان لنفس جهة الرقابة.

فرغم اتخاذ المؤتمن المركزي على السندات شكل شركة مساهمة إلا أن وضع قانونه الأساسي أو التعديلات التي تطرأ عليه أو تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين يخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وهذا يبرز رغبة الحكومة في وضع يدها على هذه الهيئة<sup>1</sup>، وليس هذا فقط فإن وزير المالية له سلطة عزل المدير العام أو المسيرين الرئيسيين واستخلافهم بعد تلقيه لتقرير معلل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

فلا يمكن للمؤتمن المركزي ممارسة نشاطاته إلا بعد موافقة الوزير على قانونه الأساسي، وبالتالي فإن رقابة وزير المالية هي رقابة قبلية تسبق ممارسة النشاط على عكس رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تمارسها أثناء أدائه نشاطاته.

### المطلب الثاني: مهام المؤتمن المركزي على السندات

يلعب المؤتمن المركزي على السندات دورا مهما في تنظيم وتسيير السوق المالي، وذلك يظهر جليا من خلال المهام الموكلة إليه التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي المتمثلة على وجه الخصوص في<sup>2</sup>:

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح الحسابات باسم المتدخلين المعتمدين،
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر،

<sup>1</sup> نوارة حمليل ، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص171.

<sup>2</sup> المادة 19 مكرر/2 ف 4 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها،

- الترقيم القانوني للسندات،

- نشر المعلومات المتعلقة بالسندات،

لدراسة مهام المؤتمر المركزي في البورصة سنتطرق إلى العمليات المتعلقة بالسندات (الفرع الأول)  
ونظام تسوية السندات وتسليمها (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: العمليات المتعلقة بالسندات.

تتمثل العمليات المتعلقة بالسندات التي يتولى المؤتمر المركزي القيام بها في كل من عملية  
حفظ السندات، وتسيير الحسابات سواء الجارية أو الاسمية، وإدارة الحسابات الجارية والاسمية.

#### أولاً: حفظ السندات

بداية لابد من الإشارة إلى أنه يتم تنفيذ جميع العمليات المتعلقة بالسندات من حفظ السندات  
وتسيير الحسابات وإدارتها من طرف أشخاص مؤهلين، يتم اعتمادهم من طرف ل.ت.ع.ب.م.  
تحت تسمية ماسك الحسابات - حافظ السندات.

#### أ- ماسك الحسابات - حافظ السندات -

حددت ل.ت.ع.ب.م الأشخاص المؤهلين لممارسة نشاط مسك الحسابات - حفظ السندات

المتتمثلين في:

- البنوك والمؤسسات المالية

- الوسطاء في عمليات البورصة

- المؤسسات المرخص لها بالقيام بعمليات البنوك المنصوص عليها في الأحكام التشريعية

والتنظيمية التي تحكمها

- الأشخاص المعنويين المصدرين من أجل مسك الحسابات - حفظ السندات التي يصدرونها<sup>1</sup>.

#### 1- شروط تأهيل ماسك الحسابات:

ألزمت اللجنة المؤسسات التي ترغب في التأهيل بصفة ماسك حسابات - حافظ السندات أن:

<sup>1</sup> المادة 3 من النظام رقم 03-02 المذكور سابقاً.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- تقدم طلب تأهيل إلى اللجنة
- أن تلتزم باحترام دفتر الشروط
- الالتزام باحترام قواعد مسك الحسابات- الحفظ المحددة من طرف اللجنة
- تعيين مسؤول مكلف بنشاط مسك الحسابات- حفظ السندات حائز على شهادة في التعليم العالي، ويتوفر على تجربة مهنية كافية<sup>1</sup>.
- يرفق طلب التأهيل المقدم للجنة بملف حددته التعليمية رقم 03-01<sup>2</sup> في المادة الثانية المتمثل في:

- استمارة تملئ وفقا للنموذج الذي أعدته اللجنة في الملحق رقم 5 لهذه التعليمات وتوقع من طرف الشخص المسؤول عن نشاط حفظ السندات ومسك الحسابات لدى المؤسسة الطالبة للتأهيل،
- خطاب ضمان وفقا للنموذج الذي أعدته اللجنة في الملحق رقم 3 من هذه التعليمات موقع من طرف مسير المؤسسة،
- بيان موقع من طرف مسير أو مسيري المؤسسة يحدد الشخص أو الأشخاص المسؤولين عن نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات،
- نسخة من القانون الأساسي للمؤسسة مصادق عليه،
- وثائق خاصة بالشخص أو الأشخاص المسؤولين عن نشاط مسك الحسابات وحفظ السندات المتمثلة أساسا في:

\* نسخة من سجلات شهادة الميلاد

\* نسخة من صحيفة السوابق العدلية رقم 3

\* نسخة مطابقة للأصل من الشهادات المكتسبة

\* شهادة تثبت الخبرة المهنية

\* أربعة صور شمسية حديثة

<sup>1</sup> المادة 5 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> Instruction COSOB N° 03-01 du 21 Décembre 2003, Fixant les modalités d'habitation des teneurs de comptes- conservateurs de titres.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

\* ملئ وتوقيع الاستمارة التي أعدتها اللجنة طبقا للملحق رقم 6 من هذه التعليمات.

لابد من الإشارة إلى أن ل.ت.ع.ب.م قد ميزت في التعليمات رقم 03-01 بين طلب التأهيل لممارسة نشاط مسك الحسابات - حفظ السندات، وبين طلب رخصة ممارسة هذا النشاط، حيث أعدت نموذجا مختلفا لطلب الرخصة في الملحق رقم 6 من التعليمات يتم إرفاقه بكتاب ضمان وفقا للملحق رقم 4 من التعليمات، وكذا بيان وصفي للظروف التي يمارس فيها هذا النشاط<sup>1</sup>.

### 2- إجراءات تأهيل ماسك الحسابات :

تفصل ل.ت.ع.ب.م في طلب التأهيل في أجل شهرين بعد إيداع الملف، وتأخذ بعين الاعتبار على الخصوص تنظيم وسائله التقنية والمالية وكفاءة المسيرين ونزاهتهم، ويمكن تعليق أجل دراسة الملف إلى غاية استلام العناصر التكميلية الضرورية لدراسة الملف وبعد دراستها للملف تصدر قرارها إما بالقبول أو الرفض مبررا ويتم تبليغه للمعني بالأمر<sup>2</sup>.

تجدر الإشارة إلى أن ل.ت.ع.ب.م بعد منح التأهيل لماسك الحسابات يمكنها سحبه بناءا على طلب المؤسسة، أو تلقائيا إذا أصبحت المؤسسة غير مستوفية لشروط التأهيل، وكذا في حالة لم يمارس التأهيل في أجل 12 شهرا، أو لم يمارس نشاطه لمدة 6 أشهر على الأقل، أو إذا كان مواصلة ممارسة نشاطه يؤدي إلى الإضرار بمصالح الزبائن<sup>3</sup>.

تمثل الوسائل والإجراءات التي يجب أن تتوفر لدى ماسك الحسابات - حافظ السندات في "دفتر الشروط"، والذي يشمل جميع الوسائل والإجراءات المتعلقة بالموارد البشرية والمعلوماتية والمحاسبية، وترتيبات حماية الزبائن وترتيب المراقبة الداخلية<sup>4</sup>.

وقد حددت ل.ت.ع.ب.م دفتر الشروط بموجب التعليمات رقم 03-02<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Article 3 de l'instruction N°03-01 émise par la COSOB.

<sup>2</sup> المادة 7 من النظام رقم 03-02 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 24 من النظام رقم 03-02 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 8 من النظام رقم 03-02 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> Instruction COSOB N° 03-02 du 21 Décembre 2003 Portant cahier des charges du teneur de compte-conservateur de titres.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### 3- مهام ماسك الحسابات - حافظ السندات:

يتولى ماسك الحسابات- حافظ السندات:

- حفظ وإدارة السندات التي يعهد لها باسم أصحابها
  - ينفذ التعليمات التي يستلمها ( التداول، الرهن، النقل، التحويل....)
  - يطبق العمليات على السندات ( دفع الأجر والفوائد ونقل الحقوق....)<sup>1</sup>.
- تجدر الإشارة إلى أنه قبل القيام بعملية إدراج السندات في دفاتر الحسابات، يعد ماسك الحسابات اتفاقية فتح الحساب مع مصدر الأوامر، تحدد هذه الاتفاقية مبادئ سير حسابات سندات الزبائن وتتضمن البنود الآتية:
- هوية الشخص أو الأشخاص مع من تمّ إعداد الاتفاقية والتوقيع عليها، فإذا تعلق الأمر بشخص معنوي تتضمن الاتفاقية كفاءات إعلام المكلف بأداء الخدمة باسم الشخص أو الأشخاص المؤهلين للتصرف باسم هذا الشخص المعنوي، أما إذا تعلق الأمر بشخص طبيعي، تتضمن هوية الشخص وعند الاقتضاء الشخص أو الأشخاص المؤهلين للتصرف باسم هذا الشخص الطبيعي،
  - الخدمات موضوع الاتفاقية وكذا أصناف السندات التي تنصب عليها الخدمات،
  - تحديد أسعار الخدمات التي يقدمها المكلف بأداء الخدمة المؤهل،
  - مدة صلاحية الاتفاقية،
  - الالتزامات السرية من طرف المكلف بأداء الخدمة المؤهل طبقاً للقوانين والتنظيمات المعمول بها والمتعلقة بالسر المهني،
  - خصائص الأوامر من شأنها أن ترسل إلى المكلف بأداء الخدمة المؤهل، وطريقة إرسالها وكذا محتوى وكفاءات إعلام مصدر الأوامر بشروط تنفيذها،
  - الكفاءات التي تتم بموجبها موافاة المعني بالأمر بالمعلومة المتعلقة بحركات السندات والنقود المقيدة في حساباته من جهة، وبالكشف عن الحافظة من جهة أخرى، وكذا المعلومات المنصوص عليها والمتعلقة بمسك الحسابات- الحفظ،

<sup>1</sup> موقع سلطة ضبط السوق المالي <https://www.COSOB>، تمّ التصفح بتاريخ 2022/07/04 على الساعة 10 و15 دقيقة.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

-كما توضح اتفاقية فتح الحساب المبرمة بين الوطاء في عمليات البورصة وزبائنهم كيفية تنفيذ تعليمات التسديد، وكذا التغطية النقدية للأوامر المستلمة واسم المؤسسة البنكية المكلفة بمسك الحساب النقدي<sup>1</sup>.

لقد حددت ل.ت.ع.ب.م نموذج اتفاقية فتح الحساب بموجب التعليمات رقم 03-03<sup>2</sup>.

### ب- ممارسة عملية حفظ السندات:

يتولى المؤتمن المركزي مهمة حفظ وإيداع السندات، فبمجرد إيداع القيم المنقولة لديه تتحول إلى قيود محاسبية تتم بموجبها تسوية ومقاصة معاملات الاستثمار المالي<sup>3</sup>، فقد حددت ل.ت.ع.ب.م القيم المنقولة المقبولة في عمليات المؤتمن المركزي المتمثلة أساسا في كل من:

1- الأسهم وغيرها من السندات التي تتيح أو يمكن أن تتيح الوصول مباشرة أو غير مباشرة إلى الرأسمال أو إلى حقوق التصويت والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في الحساب أو المناولة باليد،

2- سندات الدين المستحق التي تمثل كل منها حق الدائنية على الشخص المعنوي الذي يصدرها والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في حساب أو المناولة باليد باستثناء الأوراق التجارية وسندات الصندوق،

3- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة،

4- السندات من نفس الطابع المصدرة على أساس الحقوق الأجنبية،

يشترط أن تكون هذه السندات موافقة لسير الحسابات الجارية<sup>4</sup> كما سنبينها لاحقا.

يتم قبول السندات بقوة القانون عندما تكون مسجلة في سوق مقننة جزائرية، ولا تكون قابلة للتحويل إلا عن طريق التسجيل في حسابات بموجب القانون أو الأحكام القانونية الأساسية أو عقد

<sup>1</sup> المادة 9 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> Instruction COSOB N° 03-03 du 21 Décembre 2003 Relative au modèle de Convention d'ouverture de Compte conclue entre les teneurs de compte- conservateurs habilités et leurs clients.

<sup>3</sup> كريمة شليحي، المرجع السابق، ص 186.

<sup>4</sup> المادة 12 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

الإصدار<sup>1</sup>، يتولى المؤتمر المركزي توضيح كفاءات العملية لقبول مختلف أصناف السندات، كما يحدد على وجه الخصوص واجبات المصدرين إزاء المؤتمر المركزي فيما يخص العمليات الخاصة بالسندات<sup>2</sup>.

كما يقوم بحفظ جميع الأوراق المالية المدرجة في البورصة، ويضمن فعالية وأمن النظام المحاسبي الذي يديره في أي وقت ولكل قيمة مدرجة تمثل كمية الأوراق المالية المسجلة في حساب خاص والمسمى بـ " حساب الإصدار"، وتمثل جميع الأوراق المالية المسجلة في الحساب الجاري والمفتوح لمنخرطي المؤتمر المركزي كأمناء الحفظ، الوسطاء، الجهات المصدرة للأوراق المالية والمنسقون، تدعم ببنية محاسبائية تضمن حفظ ملكية الأوراق المالية لجميع المستثمرين المسجلون لدى أمناء الحفظ ( وسطاء مخولين أو أشخاص معنوية مصدرين للأوراق المالية) جميع أمناء الحفظ المسجلون لدى المؤتمر المركزي<sup>3</sup>.

يتكفل المؤتمر المركزي في محركاته الحسابية ضمن حساب الإصدار بمجموع السندات التي يتألف منها كل إصدار لسندات كتابية مقبولة في عملياته<sup>4</sup>، ويتولى ماسك الحسابات بإدراج في دفاتر الحسابات السندات والنقود التي يستلمها لحساب مصدر للأوامر في حسابات مفتوحة باسم مصدر الأوامر هذا<sup>5</sup>.

يتأكد المؤتمر المركزي بصورة دائمة من أن مبلغ حساب الإصدار يساوي في كل وقت مبلغ السندات المبيّنة في الحسابات الجارية للمنخرطين فيه، مع مراعاة السندات الموجودة قيد التخصيص والمسجلة مؤقتة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> المادة 13 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 14 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> موقع الجزائر للتسوية <https://www.algerieclearing.dz>، تمّ التصفح بتاريخ 2022/07/04 على الساعة 11 و30 دقيقة.

<sup>4</sup> المادة 15 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 9/فقرة 1 من النظام رقم 03-02 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 16 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

في حالة كان إصدار السندات المقبولة في عمليات المؤتمن المركزي ليس كتابيا، يقوم المؤتمن المركزي بالاحتفاظ بهذه السندات ماديا في خزائنه، وإذا كانت هذه السندات اسمية فقط فإنها تسجل باسم المؤتمن الذي يتصرف في هذه الحالة كوكيل لمالكيها الحقيقيين<sup>1</sup>.

وفي حالة كان إصدار السندات المقبولة في عمليات المؤتمن المركزي إصدار أجنبيا، يحتفظ المؤتمن بالسندات حسب طريقة تداولها، إما ماديا في خزائنه، وإما في حساب مفتوح باسمه لدى مؤتمن مركزي أو مؤسسة بنكية أجنبية، وإذا كانت هذه السندات اسمية فقط فإنه يتم تسجيلها مباشرة باسم المؤتمن المركزي الذي يتصرف في هذه الحالة كوكيل أو مؤسسة بنكية يفوضها المؤتمن لهذا الغرض، ويوضع المؤتمن فيما يخص كل إصدارات السندات الأجنبية المقبولة الشكليات الواجب القيام بها لكي تقيّد في جانب الدائن لحساب جار لسندات مكتسبة في سوق أجنبية<sup>2</sup>.

يتأكد المؤتمن المركزي بصفة مستمرة فيما يخص كل إصدار للسندات غير الكتابية والسندات الأجنبية المقبول في عملياته، من أن مجموع السندات التي يحوزها في خزائنه أو في حساب لدى هيئة أجنبية تساوي مجموع الأرصدة التي يحوزها المنخرطون لديه في حساباتهم، كما يقوم بعمليات التدقيق الدورية في خزائنه ورقابة المستندات المحاسبية المستلمة من الهيئات المؤتمنة<sup>3</sup>.

### ثانيا: سير حسابات معاملات البورصة

يتولى المؤتمن المركزي على السندات تسيير الحسابات الجارية في السوق المالي من جهة ومن جهة أخرى تسيير حسابات السندات الاسمية.

<sup>1</sup> المادة 17 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 18 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 19 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### أ- سير الحسابات الجارية:

إن نظام تسيير الحسابات الجارية له أهمية كبيرة في السوق المالي فهو من ناحية يسهل إتمام عمليات البيع والشراء في فترة قصيرة مع إتباع إجراءات بسيطة، ومن ناحية أخرى يوفر مزايا كبيرة خاصة للمساهمين في الشركات المقيدة في بورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>.

حيث يقوم المؤتمن المركزي بفتح حساب جاري أو أكثر من السندات لكل مؤسسة قبل انخراطها، يرمز إلى كل حساب جار برمز المنخرط المخصص له<sup>2</sup>، وقبل فتح الحساب يتحقق ماسك الحسابات- الحافظ - بالنسبة للشخص الطبيعي من هويته وعنوانه، ويتأكد من امتلاكه الأهلية القانونية والصفة المطلوبتين للقيام بجميع العمليات التي يسندها إليه، وبالنسبة لفتح حساب للسندات باسم شخص معنوي يتحقق من صلاحية السلطة التي يستفيد منها ممثل هذا الشخص المعنوي، ولهذا الغرض يطلب استظهار أي وثيقة تسمح له بالتأكد من تأهيل الممثل، ويجب أن يبين حساب السندات عناصر تحديد هوية الأشخاص الذين فتح باسمهم الحساب والخصوصيات المحتملة التي تؤثر في ممارسة حقوقهم<sup>3</sup>.

يتم تجزئة الحساب الجاري للمنخرط إلى حسابات منفصلة فيما يخص كل قيمة من القيم المحازة، أما في حالة حيازة المنخرط لسندات جزء منها لحاملها وجزء منها اسمية يتم تجزئة الحساب إلى حساب سندات لحاملها، وحساب سندات اسمية، تقيد الأرصدة من السندات الاسمية في الحسابات الجارية للمصدرين إذا أسندت مهمة إدارتها إلى المصدر نفسه، وتقيد الأرصدة من السندات لحاملها والسندات الاسمية في الحسابات الجارية لماسكي الحسابات- الحافظين- إذا أسندت مهمة إدارتها إلى ماسك الحسابات<sup>4</sup>، والهدف من تجزئة الحسابات الجارية هو ضمان تسيير الحسابات بشكل فعال.

<sup>1</sup> نادية بلعباس، ضبط نشاط البورصة في الجزائر، المرجع السابق، ص118.

<sup>2</sup> المادة 20/ ف 1 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 10 من النظام رقم 03-02 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 20 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

يشترط أن تكون أرصدة المنخرطين المدرجة في دفاتر المؤتمن المركزي متميزة بحسب مختلف فئات الحائزين التي تحددها ل.ت.ع.ب.م ويتم هذا التمييز عن طريق تجزئة الحساب الجاري للمنخرط إلى عدة جلسات<sup>1</sup>.

يجوز للمصدرين أو وكلائهم المتصرفين بصفة المركز أو الموطن تقديم طلب فتح حسابات خاصة قصد تسهيل العمليات على السندات التي يصدرونها أو أصدرها، ويتعلق الأمر أساسا ب:  
- إما حسابات رصيد السندات الجديدة التي يجب وضعها لدى ماسكي الحسابات  
- إما حسابات تستقبل سندات يجب إلغاؤها<sup>2</sup>.

تكون أوامر التحويل من حساب إلى حساب حسب الحالة:

- إما مصدرة مباشرة من صاحب الحساب المدين  
- إما متأتية آليا من نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره المؤتمن المركزي حسب الشروط المحددة.

- وإما مصدرة من المؤتمن المركزي في إطار معالجة العمليات على السندات التي قررها المصدرون<sup>3</sup>.

يتم تقييد في الجانب الدائن لحسابات السندات المخولة لفائدة المنخرط صاحب الحساب أو التي يودعها هذا الأخير لدى المؤتمن المركزي، أما الحسابات التي يخولها المنخرط لفائدة منخرط آخر أو يسحبها بناء على طلبه تقييد في الجانب المدين<sup>4</sup>.

لابد من الإشارة إلى أن المؤتمن المركزي يقوم بتبليغ يوميا كشف العمليات المدرجة في دفاتر المحررات على حساباته الجارية إلى المنخرط، يبين الكشف فيما يخص كل حساب متحرك الرصيد القديم ومواصفات الحركات المسجلة على حسابه الدائن أو المدين والرصيد الجديد الناتج عن ذلك<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> المادة 21 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 22 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 24 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 23 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 25 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

ب- سير حسابات السندات الاسمية:

خصصت ل.ت.ع.ب.م الفصل الرابع من نظامها رقم 03-01 سالف الذكر للسندات الكتابية الخاضعة للقانون الجزائري إذا كانت اسمية وأسند صاحبها مهمة إدارتها إلى ماسك حسابات- حافظ، ويدرج هذا الوسيط في دفاتر الحسابات الأرصدة المطابقة للسندات المقيدة لدى المصدر في حسابات فردية مماثلة للحسابات التي يمسكها المصدر<sup>1</sup>.

في إطار تسير حسابات هذا النوع من السندات يتولى المؤتمر المركزي إرسال المعلومات الاسمية المتعلقة بأصحاب السندات بين الوسطاء القائمين بالإدارة والمصدرين، ويوضح كيفية إرسال جداول المراجع الاسمية<sup>2</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنه في حالة تغيير صاحب السندات الاسمية المسيرة بالإدارة يقوم الوسيط القائم بالإدارة عن طريق المؤتمر المركزي بإرسال المراجع المتعلقة بصاحب السندات السابق والمراجع المتعلقة بصاحبها الجديد، واسم ماسك الحسابات- الحافظ وكذا الشكل الذي يريد من خلاله الحصول على السندات، ويقوم المصدر بمجرد قبوله جدول الإرسال بالضبط اليومي لمحاسبته<sup>3</sup>، وعند حدوث أي تغيير يقوم الوسيط المكلف بإدارة السندات الاسمية بتبليغه إلى المصدر عن طريق المؤتمر المركزي<sup>4</sup>.

في حالة ما إذا كانت السندات الاسمية المسيرة إداريا موضوع تحويل إلى حاملها أو العكس فإن الوسيط القائم بالإدارة يصيها في حساب المصدر، ويبلغه عن طريق المؤتمر المركزي بالمراجع المتعلقة بصاحبها والشكل الجديد الذي يعتزم هذا الأخير من خلاله حيازة سنداته، وذلك بواسطة جدول إرسال للمراجع الاسمية<sup>5</sup>.

كما لا بد أن نشير إلى أن ل.ت.ع.ب.م أجازت لماسك الحسابات الاستعانة بوكيل لتمثيله في كل المهام المتصلة بنشاطه في الحفظ أو جزء منها، وإذا لم يكن ماسك الحسابات الذي يلجأ

<sup>1</sup> المادة 26 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 27 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 28 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 30 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 29 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

إلى الوكيل شخصا معنويا كما حددته المادة 3 من النظام رقم 02-03 سألقة الذكر، فإن هذا الوكيل يكون ماسك آخر للحسابات، يوضح التوكيل بالحفظ أساسا مايلي:

- المهام المسندة إلى الوكيل

- مسؤوليات الوكيل والموكل

- الإجراءات التي يطبقها الموكل لضمان رقابة العمليات التي يقوم بها الوكيل.

يلزم الوكيل باتخاذ التدابير اللازمة لكي يتم التمييز في دفاتر المؤتمن المركزي أو المؤتمنين المركزيين الذين انخرط لديهم، بين أرصدة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي أؤتمن عليها الوكيل، وأرصدة الزبائن الآخرين، وأرصدة الموكل الخاصة به، كما يمكن أن يكلف ماسك الحسابات شخصا آخر بوضع وسائل تقنية تحت تصرفه، وذلك في آن واحد مع التوكيل بالحفظ أو بمعزل عنه<sup>1</sup>.

عندما يلجأ ماسك الحسابات إلى وكيل أو شخص آخر فإنه يقوم بتقييم الوسائل المستعملة والإجراءات المطبقة والأخطار المتوقعة، ويجعل هذا التقييم تحت تصرف اللجنة، ولا تتأثر مسؤولية ماسك الحسابات إزاء صاحب حساب السندات بسبب توكيله ماسك حسابات آخر أو بسبب وضع شخص آخر وسائل تقنية تحت تصرفه، وكاستثناء عن ذلك في حالة احتفاظ ماسك الحسابات سندات صدرت على أساس قانون أجنبي لحساب المستثمر يتمتع بالكفاءة المهنية أو بخبرة خاصة في مجال الاستثمار، ويمكنه أن يتفق على تقاسم المسؤوليات على هذا المستثمر<sup>2</sup>.

### ثالثا: إدارة حسابات معاملات البورصة

يتم إدارة الحسابات من طرف ماسك الحسابات- حافظ السندات، وتختلف طريقة إدارة الحسابات الجارية عن إدارة حسابات السندات الاسمية كما سنوضح.

#### أ- إدارة الحسابات الجارية:

سمحت ل.ت.ع.ب.م للمؤتمن المركزي أن يحصل في حساب مفتوح لدى مؤسسة بنكية مباشرة من المصدر أو من وكيله لحساب المنخرطين لديه المبالغ المستحقة لهم بعنوان القيام بدفع

<sup>1</sup> المادة 16 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 17 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

حصة أرباح أو فوائد، أو سداد دين مستحق لهم أو أي منتج آخر يتصل بالأرصدة التي يحوزونها في حساب جار، كما يجوز له أن يفتح للمنخرطين لديه حسابات قسائم لحصص أرباح أو فوائد، أو حسابات سداد دين مستحق لهم أو أي منتج آخر يتصل بالأرصدة التي يحوزونها في حساب جار<sup>1</sup>.

عند القيام بعمليات على السندات يتلخص موضوعها في توزيع سندات مجانا أو لا، أو في تبادل سندات، حيث تتم ممارسة الحقوق المتصلة بالسندات المدفوعة في حساب جار من خلال الاستظهار بالحقوق لدى المصدر أو مؤسسة مفوضة لذلك بموجب أوامر بالتحويل مسجلة في محاسبة المؤتمن المركزي، ويجوز للمؤتمن ممارسة الحقوق بصفة آلية دون تدخل من المنخرطين لديه في حالة سمحت الكيفيات المتعلقة بهذه العمليات بذلك<sup>2</sup>.

يجوز للشركات المصدرة التي قررت قانونا أحقية القيام في كل وقت بتعريف حائزي سندات التي تخول عاجلا أو آجلا الحق في التصويت في جمعية المساهمين أن تطلب من المؤتمن المركزي جمع هذه المعلومات لدى المنخرطين لديه من ماسكي الحسابات، وتحدد شروط تنفيذ هذا التعريف من طرف المؤتمن المركزي، حيث يوضح على وجه الخصوص عناصر التعريف الواجب تقديمها والآجال الواجب احترامها<sup>3</sup>.

لابد من الإشارة إلى أن ل.ت.ع.ب.م خولت المؤتمن المركزي صلاحية إصدار شهادات تمثيل الحقوق المتصلة بالسندات المدفوعة في حساب جار، ولهذه الشهادات المرقمة قيمة استظهار السندات ويترتب عنها إعداد قائمة تلميحية إجمالية موجهة إلى المصدر وإلى وكيله قصد الكتابة على الهامش عند الحاجة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 31 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 32 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 33 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 34 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### ب- إدارة حسابات السندات الاسمية:

- يتولى ماسك الحسابات- الحافظ- حراسة وإدارة السندات التي يعهد إليه بها باسم أصحابها ويمارس نشاطه بعناية وإخلال، مع الحرص على إعطاء الأولوية لزيائنه ويلتزم بـ:
- ببذل كل جهده وعنايته لحفظ السندات، والسهر على قيدها في دفاتر الحسابات وعلى حركاتها مع احترام الإجراءات المعمول بها، وتسهيل ممارسة الحقوق المرتبطة بهذه السندات
  - لا يجوز أن يستخدم السندات المقيدة في الحسابات والحقوق المرتبطة بها، ولا يجوز له أيضا تحويل ملكيتها دون موافقة صريحة من صاحبها، وينظم إجراءاته الداخلية بكيفيات تضمن أن كل حركة تطرأ على حفظ السندات لحساب الغير المكلف بها تكون مبررة بواسطة عملية مسجلة بانتظام في حساب صاحبها.
  - يلزم بإعادة السندات التي يعهد له بها، وفي حالة لم يكن لهذه السندات سند آخر إلا الكتابة فإن ماسك الحسابات المسؤول عن قيدها يقوم بتحويلها إلى ماسك حسابات آخر يعينه صاحب السندات، ويتم التحويل في أقصر الآجال شريطة أن يكون صاحب الحساب قد استوفى الالتزامات الخاصة به<sup>1</sup>.

كما يلزم بتبليغ في أقصر الآجال كل صاحب حساب:

- كل تنفيذ للعمليات وكل الحركات التي تشمل السندات والنقود المقيدة باسمه
- العمليات الجارية على السندات التي تقررها الكيانات المصدرة والتي تتطلب ردا من صاحبها
- الأحداث التي تعدل حقوق صاحب السندات على السندات المحفوظة، عندما يفوض ماسك الحسابات بالتفكير في أن صاحب السندات لم يبلغ بذلك
- العناصر الضرورية لإعداد تصريحه الجبائي<sup>2</sup>.

يقوم ماسك الحسابات بتسليم لكل صاحب حساب للسندات إذا طلب ذلك، شهادة توضح طبيعة السندات المقيدة في حسابه وعددها، وكذا البيانات المذكورة فيه ويرسل إليه هذا الكشف

<sup>1</sup> المادة 11 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 12 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

دوريا مرة في السنة على الأقل<sup>1</sup>، كما يتأكد من أن كل حركة للسندات تشمل حساب صاحبها قد أنجزت فقط بناء على تعليمة من هذا الأخير أو من ممثله، أو في حالة نقل ملكيتها من طرف آخر مؤهل بذلك، ويتم تسجيل كل عملية من طبيعتها استحداث حقوق لصاحب الحساب أو تعديلها بمجرد معاينة الحق، إذا كانت العملية تشمل حركة للنقود أو الحقوق من جهة، وحركة مطابقة للسندات من جهة أخرى، فإن هذه الحركات تدرج في دفاتر الحسابات بصفة متلازمة<sup>2</sup>.

يصف ماسك الحسابات تنظيمه المحاسبي في وثيقة مناسبة، وتمسك حسابات السندات قصد معاينة حقوق أصحابها ومتابعتها حسب قواعد المحاسبة ذات القيد المزدوج، وتعتبر الحقوق المرتبطة بالسندات كأنها سندات في نظر المحاسبة الخاصة بالسندات، حيث تبين قائمة حسابات السندات وقواعد تسييرها في دفتر الشروط ماسك الحسابات، تهدف هذه القائمة إلى تصنيف سندات هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وسندات الزبائن الآخرين والسندات التي بيد ماسك الحسابات في أصناف متميزة بغرض إخضاعها للمراقبة<sup>3</sup>.

لا بد من الإشارة إلى أنه عند إدارة السندات الكتابية للكيانات الجزائرية للقانون الجزائري وكانت هذه السندات اسمية وأسند صاحبها إدارتها إلى ماسك حسابات في إطار توكيل، يقوم الوسيط بإدراج في دفاتر حسابات الأرصدة المطابقة للسندات المسجلة لدى المصدر في حسابات فردية مماثلة للحسابات التي يمسكها المصدر، ويجب أن يكون التوكيل المسند لماسك الحسابات بإدارة السندات الاسمية مطابقا للنموذج المحدد بموجب التعليمة الصادرة عن اللجنة، ويتم تبليغ هذا التوكيل من الوسيط إلى الشخص المعنوي المصدر، وعند إنهاء مهام هذا التوكيل بالإدارة الممنوح إلى وسيط مؤهل يعلم هذا الوسيط الشخص المعنوي المصدر بذلك<sup>4</sup>.

يتولى الأشخاص المعنويين المصدرون إمساك محاسبة خاصة بكل قيمة من القيم التي يصدرونها وتفيد هذه المحاسبة بشكل متميز السندات الاسمية التي أسندت إدارتها إلى وسيط

<sup>1</sup> المادة 13 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 14 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 15 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 18 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

مؤهل، يبين دفتر يومي عام "إصدار السندات الاسمية" مفتوح لكل قيمة، في جانبه المدين مجموع السندات الاسمية المسجلة لدى المصدر، ويظهر جانبه المقابل الدائن في حسابات الفردية لأصحاب السندات الذين أسندوا إدارة سنداتهم إلى المصدر نفسه من جهة، والذين أسندوا إدارة سنداتهم إلى وسيط مؤهل من جهة أخرى، وكذا في الحسابات المختلفة للسندات الاسمية التي توجد قيد التخصيص<sup>1</sup>.

يتم الاعتراف لفائدة أصحاب السندات بالحقوق المنفصلة عن سندات اسمية حصرا:

- لدى ماسكي الحسابات المؤهلين عندما يتعلق الأمر بسندات اسمية أسندت إليهم إدارتها  
- لدى الأشخاص المعنويين المصدرين عندما يتعلق الأمر بسندات اسمية أسندت إليهم إدارتها  
تأخذ هذه الحقوق شكل لحاملها لدى ماسكي الحسابات، والشكل الاسمي لدى المصدرين ويتم تداولها في شكل لحاملها مهما كان شكلها<sup>2</sup>.

تبين الحسابات الجارية للمصدرين لدى المؤتمر المركزي لإصدار أرصدة المصدر من السندات الاسمية التي أسندت إليه إدارتها، في حين الحسابات الجارية لماسكي الحسابات لدى المؤتمر المركزي للإصدار تميز في تقييدها ببيان أرصدة أصحاب السندات التي تكون حيازتها في شكل لحاملها وفي شكل اسمي فيما يخص السندات التي أسندت إليهم إدارتها<sup>3</sup>.

في حالة تم تغيير صاحب السندات الاسمية التي يديرها وسيط مالي مؤهل أو تغيير في طريقة إدارة الحساب يقوم ماسك الحسابات المعني بـ:

- إعداد جدول بالمراجع الاسمية لصاحب السندات الواجب تسجيله أو شطبه، ويرسله عن طريق المؤتمر المركزي إلى الشخص المعنوي المصدر الذي يتعين عليه عند موافقته على الجدول تحيين محاسبته،

- وعند الاقتضاء يقوم بعمليات تسوية الدفع نقدا وتسليم السندات المتفق عليها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المادة 19 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 20 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 21 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 22 من النظام رقم 02-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### الفرع الثاني: نظام تسوية السندات وتسليمها.

لقد تبنت معظم التشريعات المقارنة نظام لحفظ الأوراق المالية تحت تسمية: " نظام الإيداع والقيد المركزي"، حيث يقصد بنشاط الإيداع المركزي بأنه: كل نشاط يتناول إيداع وحفظ الأوراق المالية وإجراء المقاصة وتسوية المراكز المالية الناشئة عن عمليات التداول ونقل ملكية الأوراق المالية عن طريق القيد الدفترية.

### أولاً- نظام الإيداع والقيد المركزي في التشريعات المقارنة:

لقد تبنت مختلف التشريعات نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية لما له من مزايا لجميع أطراف سوق التداول في البورصة خاصة المساهمين، حيث يساعدهم في تسهيل إتمام عمليات البيع والشراء في أجل قصير، كما يساهم في حماية المساهم من المخاطر الناتجة عن سرقة الورقة المالية أو تلفها أو فقدانها، وكذا زيادة سرعة دوران الورقة المالية في البورصة، كما يحقق هذا النظام جملة من المزايا لشركات الوساطة منها: إتمام التسويات المالية في أوقات ثابتة وبأسلوب محدد، تقليل المخاطر التي تصاحب عملية نقل الأسهم من مكان لآخر، تقليل المخاطر الناجمة عن العمليات المباشرة مع شركة الوساطة<sup>1</sup>.

### أ- نظام الإيداع والقيد المركزي في التشريع المصري:

أصدر المشرع المصري قانون يتعلق بالإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية رقم 93 سنة 2000، تبنى فيه توصيات منظمة هيئات أسواق المال الدولية ( IOSCO )، ولجنة نظام الدفع والتسويات المنبثقة عن مجموعة العشرين ( G2 ) فيما يتعلق بتحويل الأوراق المالية من صورتها المادية كصكوك إلى قيود دفترية بأسماء مالكيها، وقامت الهيئة العامة لسوق المال المصرية بالاتفاق والتعاون مع بورصة باريس والصندوق المركزي للإيداع وتحويل الأوراق المالية، وشركة المقاصة الفرنسية "سيكوفام" بتطبيق الإيداع المركزي والمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية عن طريق شركة مصر للمقاصة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عصام أحمد البهجي، المرجع السابق، ص19، ص40.

<sup>2</sup> خالد أحمد سيف الشعراوي، المرجع السابق، ص183-184.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

يهدف المشرع المصري من خلال تبنيه هذا النظام إلى إلغاء المخاطر الناتجة عن التعامل المادي بالأوراق المالية في السوق المالي مثل تعرضها للتلف أو التزوير أو فقدان، تحقيق الحيادة المركزية للأوراق المالية وذلك من خلال السحب التدريجي للأوراق المالية المادية المتداولة في السوق، تسهيل حركة التداول بالبورصة نتيجة التعامل على الأرصدة وقيود دفترية بدلا من الأوراق المالية المادية، سرعة دوران رأس المال لإتمام عملية نقل الملكية في أوقات ثابتة، زيادة ثقة المستثمرين نتيجة لإتباع المعايير العالمية في التسوية، إعفاء الجهات المصدرة للأوراق المالية من التكلفة والجهد والوقت الذي تستغرقه عملية طباعة الصكوك لرأس المال والاكتفاء بصك واحد إجمالي قيمة وكمية الأسهم المصدرة<sup>1</sup>.

### ب- نظام الإيداع المركزي في التشريع الفرنسي:

اعتمد المشرع الفرنسي نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية بموجب قانون 18 جوان 1941، وأنشأ الصندوق المركزي للودائع والتحويلات المالية بموجب قانون 18 جويلية 1941 يتولى عملية الإيداع المركزي للأوراق المالية بشكل الكتروني، غير أنه لم يتم بوظيفته بشكل فعال لذا تمّ حله وإنشاء شركة مقاصة للأوراق المالية بين الوسطاء وماسكي الحسابات société interprofessionnelle de compensation des valeurs mobilières (S.I.Co.V.A.M) في محله بموجب المرسوم المؤرخ في 6 فيفري 1950، وكان نظام القيد المركزي يتم بصورة اختيارية<sup>2</sup>. غير أنه بصدور قانون 30 ديسمبر 1981 أصبح نظام الإيداع المركزي إجباريا بالنسبة للأوراق المالية الصادرة في فرنسا، في حين أنه لم يستبعد إمكانية إصدار أوراق مالية بشكل مادي للتداول خارج فرنسا<sup>3</sup>.

في سنة 2001 تمّ شراء نظام الإيداع المركزي من طرف مجموعة Euroclear الذي يعد أكبر نظام لتسوية وتسليم الأوراق المالية في العالم للمعاملات المحلية والدولية على السندات

<sup>1</sup> شركة مصر للمقاصة والإيداع المركزي، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني: <https://www.mcsd.com.eg> ، بتاريخ

30/02/2023 على الساعة 11 و30د.

<sup>2</sup> Dabin Véon, " Dématérialisation circulation scripture des valeurs mobilières dans le cadre des marchés financiers", Revue internationale du droit économique, N°3, 1997,p293.

<sup>3</sup> S.A, chapitre 12, les dépositaires centraux de titres, mis à jour le 30 septembre 2020, <https://publications.banques-france.fr>, consulté le 30/03/2023, à 13h 00m.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

والأسهم، فهو يجمع بين الودائع المركزية الانجليزية والبلجيكية والهولندية والسويدية إلى مركز الإيداع المركزي Euroclear Bank، وفي سنة 2008 تم إطلاق منصة الإيداع والتسوية المركزية Euroclear France, Euroclear settlement of Euronext -zone Securities (ESSES) تستخدمه كل من Euroclear Belgium, Euroclear Nederland<sup>1</sup>.

### ثانياً - نظام الإيداع والقيود المركزي في التشريع الجزائري:

إن المشرع الجزائري كغيره من المشرعين أخذ بنظام الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية لكن تحت تسمية " نظام تسوية السندات وتسليمها"، وقد خصص له الباب الثالث من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 03-01 سالف الذكر وأوكل مهمة تسوية السندات وتسليمها للمؤتمن المركزي على السندات بموجب تعديل سنة 2003<sup>2</sup>، بعدما كانت تمارسها ش.ت.ب.ق.م في ظل المرسوم التشريعي رقم 93-10 سالف الذكر، حيث يسمح هذا النظام الذي يسيره المؤتمن المركزي بالانجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات من جهة، ومن جهة أخرى يهدف إلى حماية السوق عن طريق ضمان أمن المعاملات<sup>3</sup>.

يمكن تعريف التسوية بأنها: " مجموعة الإجراءات التي علق القانون على إتمامها نقل ملكية الأوراق المالية محل التداول في بورصات الأوراق المالية"، فإجراءات التسوية إلزامية تنجز بسرعة وتكتمل بموجبها عملية التداول والتعامل وتستقر المراكز القانونية لأطرافها<sup>4</sup>.

كما يسمح نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره المؤتمن المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين المؤهلين وتسليمها تكون مشاركة بنك الجزائر في هذا النظام محل اتفاقية مع المؤتمن المركزي<sup>5</sup>، ويقوم بالتسديد النقدي<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> S.A, Dépositaire central, <https://epargne.ooreka.fr>, consulté le 30/03/2023, à 12h 30m

<sup>2</sup> المادة 19 مكرر 1 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> نوارة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 404.

<sup>4</sup> آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، المرجع السابق، ص 192.

<sup>5</sup> المادة 35 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقاً.

<sup>6</sup> المادة 36 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقاً.



## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

يعالج النظام عمليات تسوية السندات المتداولة في سوق منظمة قانونا وتسليمها هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعالج عمليات التسوية والتسليم التي لا يكون مصدرها المباشر تداولاً في سوق منظمة قانوناً<sup>1</sup>، يرتكز هذا النظام على وظيفتين أساسيتين:

- التصديق على العمليات،

- قيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمن المركزي وفي حسابات جارية نقداً في بنك الجزائر،

يتم إنجاز هاتين الوظيفتين بواسطة نظامين فرعيين للتصديق على العمليات هما: النظام الفرعي لضبط الأوامر بين المتداولين والوسطاء المؤهلين مصدري الأوامر، والنظام الفرعي للقرن بين طرفي الصفقة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تتجزأ بواسطة النظام الفرعي لحل العمليات<sup>2</sup>.

في حين عمليات التسوية والتسليم التي ترسل بين المتداولين المتدخلين في أسواق منظمة قانوناً إلى المؤتمن المركزي في شكل حركات مصدق عليها يتم التكفل بها مباشرة من خلال النظام الفرعي لحل العمليات<sup>3</sup>، بدلا من النظام الفرعي لضبط الأوامر الذي سبق الإشارة إليه.

تجدر الإشارة إلى أن نظام تسوية السندات وتسليمها يعمل في كل أيام فتح المؤتمن المركزي<sup>4</sup>، ويجوز للمنخرطين في المؤتمن المركزي المشاركة في كلا النظامين الفرعيين للتصديق المطابق لنشاطاتهم<sup>5</sup>، ويلزم المنخرطين الذين يفوضون مشاركا آخر لتسليم سنداتهم أو تسيير نقودهم توقيع اتفاقية لهذا الغرض مع المنخرطين المفوضين، ويجب تبليغها إلى المؤتمن المركزي<sup>6</sup>.

تتم عملية تسوية السندات وتسليمها وفقا لإحدى الأنظمة الثلاث التي تبناها المؤتمن المركزي على السندات المتمثلة في:

<sup>1</sup> المادة 37 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 38 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 39 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 40 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

<sup>5</sup> المادة 41 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

<sup>6</sup> المادة 42 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

أ- النظام الفرعي لضبط الأوامر.

يسمح هذا النظام للوسطاء جامعي الأوامر والمتداولين بالاتفاق على الأوامر المنفذة في الأسواق المنظمة قانوناً<sup>1</sup>، يقوم المتداول فيما يخص كل عملية تداول إرسال إشعار بالتنفيذ إلى الوسيط جامع الأوامر الذي يجيب برسالة موافقة أو رفض، ويلزم الوسيط تقديم رده في أجل مضبوط قانوناً، ويكون أقل من أجل التسليم المعمول به، وفي حالة عدم الرد في حدود الأجل القانوني يتم التصديق على الإشعار بالتنفيذ بفعل الواقع بواسطة هذا النظام<sup>2</sup>.

وتطبيقاً لنص المادة 44 من النظام رقم 03-01 سالف الذكر يتولى المؤتمر المركزي إخطار المتداولين يومياً بوضعية إشعارهم بالتنفيذ إذا كان مقبول أو قيد للتصديق أو مرفوضاً من طرف جامعي الأوامر، في حالة الموافقة على الإشعار بالتنفيذ يتم تسجيل ذلك في النظام، وتصبح غير قابلة للرجوع عنها ويترتب عن ذلك إصدار النظام بحساب الطرفين المعنيين أمراً بالتسليم مقابل الدفع ويتم إرسال هذه الأوامر إلى النظام الفرعي لحل العمليات بمجرد إصدارها.

نصت ل.ت.ع.ب.م في المادة 45 من النظام 03-01 على أنه إذا فوض منخرط عضو في السوق منخرطاً آخر بالوكالة للقيام بحل عملياته فإن النظام الفرعي لضبط الأوامر يضع محله آلياً وكيلاً كطرف مقابل للمشاركة جامع الأوامر لحل عملياته، ويبلغ هذا النظام إلى الوكيل الإشعارات بالتنفيذ المصدق عليها التي سبق إصدارها من طرف الموكل لإعلامه بحركات السندات والنقود التي تؤثر على حساباته، ونفس الأمر إذا فوض منخرط جامع للأوامر وماسك للحسابات منخرطاً آخر بالوكالة لحفظ سندات واختار أن يشارك في النظام قصد ضبط عملياته بنفسه، فإن النظام الفرعي يضع محله آلياً الوكيل كطرف مقابل للمشاركة ويقوم بتبليغه بالإشعارات بالتنفيذ التي صادق عليها المشارك تحت وكالة الحفظ وذلك بغرض إعلامه بحركات السندات والنقود التي تؤثر على حساباته<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 43 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> المادة 44 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> المادة 46 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقاً.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### ب- النظام الفرعي للقرن.

يقصد بهذا النظام القيام بربط أو إيصال تعليمات التسوية والتسليم بين أطراف العمليات المتعلقة بالبورصة.

يسمح هذا النظام بتقريب التعليمات للتسوية والتسليم المتعلقة بالعمليات المبرمة بين طرفين خارج السوق المنظمة قانوناً، ولا يتعين على المؤتمن المركزي التأكد من الطابع النظامي لمضمون التعليمات، ولا التأكد من قدرة المشاركين على إنجاز العمليات التي تمّ إبلاغه بشأنها بواسطة تعليمات<sup>1</sup>.

يقر النظام الفرعي للقرن صنفين من العمليات المتمثلين في:

**1- عمليات جارية بالتراضي بين المشاركين وهي:** عمليات السوق الأولي، الاكتتاب في أسهم وحصص من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وإعادة شرائها، شراء سندات أو بيعها، التنازل المؤقت عن السندات، إعادة تسليم السندات على إثر المفاوضات.

**2- عمليات خاصة تمّ إنجازها مع بنك الجزائر وهي:** عمليات تتعلق بتدخلات السياسة النقدية طلبات للسيولة خلال اليوم.

يتولى المؤتمن المركزي بتوزيع قائمة العمليات المعالجة، ومنها العمليات المتعلقة بتدخلات السياسة النقدية التي يحددها بنك الجزائر<sup>2</sup>.

يجب أن تكون التعليمات المتعلقة بالتسوية والتسليم حاملة لتاريخ حل العمليات المتفق عليه بين الأطراف، وتحمل تاريخاً مرجعياً يعتبره النظام الفرعي لحل العمليات كتاريخ لعملية من أجل تسويات ناجمة عن عمليات أجريت على السندات<sup>3</sup>.

يجوز أن يقرن النظام الفرعي بين التعليمات للتسوية والتسليم تشتمل على فرق في المبلغ الواجب دفعه، ويحدد المؤتمن المركزي أقصى فارق يمكن قبوله حسب صنف العمليات<sup>4</sup>، كما

<sup>1</sup> المادة 47 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقاً.

<sup>2</sup> المادة 48 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> المادة 49 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقاً.

<sup>4</sup> المادة 50 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقاً.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

يمكن لمشارك ما في النظام الفرعي للقرن أن يبطل من طرف واحد تعليمة لم يتم قرننها بعد، ويتم رفض تعليمات التسوية والتسليم غير مقرونة بانقضاء الأجل المحدد من طرف المؤتمر المركزي<sup>1</sup>. يترتب عن قرن تعليمتين للتسوية والتسليم إصدار النظام أمرا بالتسليم مقابل الدفع لحساب الطرفين المعنيين، ويتم إرسال الأوامر بالتسليم مقابل الدفع إلى نظام فرعي لحل العمليات بمجرد إصدارها<sup>2</sup>. يتم إعلام المنخرطين المشاركين في هذا النظام بوضعية تعليماتهم يوميا إذا كانت مقرونة أو قيد القرن أو مرفوضة، هذه المعلومات تسمح لهم بتحديد حاجاتهم التقديرية إلى السندات والسيولة النقدية<sup>3</sup>.

### ج- النظام الفرعي لحل العمليات.

تطبيقا لنص المادة 54 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا يتلقى النظام الفرعي لحل العمليات أوامر التسليم مقابل الدفع التي تسلمها إليه الأسواق المنظمة قانونا، ومن جهة أخرى النظم الفرعية للتصديق التي يسيرها المؤتمر المركزي، يأخذ في الحسبان مباشرة أوامر تحويل السندات غير مقيدة بشرط الدفع نقدا مثل أوامر التحويل الخالصة من النقود بين المشاركين أو أوامر التحويل التي يصدرها المؤتمر المركزي في إطار معالجة العمليات على السندات التي تقررها الكيانات المصدرة.

يتولى النظام الفرعي لحل العمليات جميع التسويات الضرورية بالسندات والنقود لأوامر التسليم مقابل نقود الدفع المستلمة من النظم الفرعية للتصديق، كما يقوم بتسوية أوامر التحويل الخاصة من النقود وذلك في حالة إجراء عمليات على سندات بعد تاريخ القيام بالمعالجة التعليمية وإلى غاية حلّ العمليات، ويتم تحديد شروط التسوية من طرف المؤتمر المركزي<sup>4</sup>.

يعالج هذا النظام يوميا الحركات التي يحلّ تاريخ الخصم الحسابي لها بواسطة أطوار متتالية تتم من خلال دراسة عمليات التسوية والتسليم سطرًا سطرًا.

<sup>1</sup> المادة 51 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 52 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>3</sup> المادة 53 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

<sup>4</sup> المادة 55 من النظام رقم 03-01 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

- يتمثل كل طور في التصديق على حلّ العمليات التي عاين النظام بشأنها وجود رصيد كاف في شكل سندات فيما يخص المسلم وفي شكل نقود فيما يخص المستلم.
  - وتتمثل مراكز السندات المرجعية في أرصدة الحسابات الجارية للسندات التي تمّ إقفالها عقب الطور الأخير.
  - تتمثل مراكز النقود المرجعية في المبالغ التي أرسلها بنك الجزائر.
- تجدر الإشارة أنه في حالة عدم كفاية الرصيد من السندات أو النقود تبقى العمليات معلقة في انتظار طور المعالجة الموالي<sup>1</sup>.
- تعد العمليات التي خضع اختتامها للتصديق مختتمة نهائيا بموجب النظام على إثر كل طور ينجزه النظام الفرعي لحل العمليات، وكنتيجة لذلك يقوم المؤتمر المركزي بتبليغ بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين لكي يتم القيام بصفة متلازمة يقيد ما يأتي من دفاتر الحسابات:
- عمليات التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين وهي الحسابات التي يديرها المؤتمر المركزي،
  - حركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين، وهي الحسابات التي يديرها بنك الجزائر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المادة 56 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> المادة 57 من النظام رقم 01-03 المذكور سابقا.

## الباب الثاني: ضبط المتدخلين للسوق المالي: الإطار الهيكلي المكرس لعمل المتدخلين في ضبط بورصة القيم المنقولة

### خاتمة الباب الثاني:

في الأخير توصلنا إلى أن لجنة تنظيم عمليات البورصة تعد من أهم الآليات التي اعتمد عليها المشرع الجزائري في إطار إرسائه لقواعد السوق، حيث منحها السلطات اللازمة للقيام بالمهام الموكلة إليها المتمثلة في كل من: السلطة الرقابية، السلطة القانونية، السلطة التأديبية والتحكيمية ، فقد اعتبرها المشرع سلطة ضبط مستقلة، غير أنه من خلال دراستنا وتحليلنا للأحكام القانونية المتعلقة بها توصلنا إلى أنها سلطة إدارية مستقلة استقلالاً نسبياً فهي تخضع للرقابة القضائية على القرارات التي تصدرها وتخضع أيضاً للسلطة تنفيذية من حيث تعيين أعضائها هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإنه بالرغم من اعتبارها سلطة ضبط للسوق المالي إلا أن هذا لا يعني أنها السلطة الوحيدة المحتكرة لسلطة رقابة السوق المالي، فهناك هيئات إدارية أخرى تمارس سلطة الرقابة التي تتمثل في كل من اللجنة المصرفية عند مراقبتها للبنوك والمؤسسات المالية، ومجلس المنافسة الذي يتكفل بحماية المنافسة من أي ممارسات مقيدة لها، فالمشرع الجزائري فرض على اللجنة ضرورة التعاون مع هاته الهيئات لضبط السوق المالي بشكل فعال.

الجدير بالذكر أيضاً أن ل.ت.ع.ب.م ليست الهيئة الوحيدة التي تتكفل بمهمة تسيير السوق المالي، فقد أنشأ المشرع إلى جانبها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي أولاهها أهمية كبيرة حيث منحها سلطة إصدار قرارات تنظيمية وفردية في إطار ممارستها مهمة تسيير وإدارة بورصة القيم المنقولة بشكل فعال، إلا أنها رقابة تخضع لرقابة اللجنة عند إصدارها هذه القرارات، فلا بد من الرجوع للجنة للموافقة على أي عملية تقوم بها، وهذا يحد من فعالية ممارستها لمهامها نوعاً ما، كما أنشأ المشرع الجزائري المؤتمر المركزي على السندات وذلك في إطار استحداث نظام جديد لتسيير السوق المالي من جهة ، ومن جهة أخرى تخفيف عبء تسيير البورصة على الشركة، فقد اعتمد نظام جديد لتسوية المعاملات، حيث أخذت القيم المتداولة في السوق شكل لامادي بعدما كانت عملية التسوية تتم بشكل ملموس، فالمشرع كان صائب في إنشاء مثل هذه الهيئة في السوق المالي فهي تساهم في تقليل مخاطر الاستثمار وتسهل عملية تسوية السندات، فالمؤتمن المركزي على السندات يعتبر بمثابة موثق عمومي لجميع عمليات البورصة فليده جميع المعلومات المتعلقة بكل شركة مدرجة في البورصة سواء ما تعلق منها بعمليات البيع أو شراء للقيم المنقولة في البورصة.

---

خاتمة

---

### خاتمة:

نظرا للمكانة الهامة التي تحتلها بورصة القيم المنقولة في النظم الاقتصادية المعاصرة، وما تقوم به خاصة في مجال تمويل المؤسسات والمشاريع الاقتصادية، سعى المشرع الجزائري كغيره من المشرعين إلى وضع نظام قانوني فعّال لتنظيمها بصفة عامة، وتنظيم عمل المتدخلين فيها بشكل يضمن تنشيط وضبط السوق المالي بصفة خاصة.

في الواقع بورصة القيم المنقولة هي أداة لاستثمار الأموال وتوسيع قاعدة الملكية الشعبية، من خلال اقتناء الأسهم والسندات، غير أن هذه العملية لا يمكن أن تتم إلا في إطار قانوني محدد، حيث تكون هناك هيئات تنظمها وتراقبها، لذا يمكن تقسيمها إلى هيئات التعامل المتمثلة أساسا في كل من الوسطاء في عمليات البورصة ومراقبتها والمستثمرين فيها الذين يساهمون في تنشيط السوق المالي، وهيئات التسيير والرقابة المتمثلة في كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والمؤتمن المركزي على السندات.

وضع المشرع ضوابط قانونية تنظم عمل الوسيط في عمليات البورصة الذي يعد المنشط الرئيسي للبورصة من خلال دوره في تداول القيم المنقولة في البورصة، حيث يبرز هذا الدور من خلال تحديد التسعيرة وتنفيذ الأوامر الصادرة عن المتعاملين ثم التأكد من تسويتها، فهو يتمتع بمركز قانوني يمكنه من أداء مهامه بشكل فعّال، وفي ظل تعديل سنة 2012 منحه المشرع مركز قانوني جديد كراعي رسمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث يتولى مساعدتها للدخول إلى السوق المالي، وكنتيجة لممارسة مهامه رتب له المشرع جملة من الحقوق المتمثلة أساسا في حق احتكار عمليات البورصة بموجب عقد وساطة مبرم مع العملاء غير أن هذا الحق ليس مطلق بل ترد عليه استثناءات، فبالرجوع إلى نص المادة 2 من النظام رقم 04-02 المتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة، نجد المشرع نص على إمكانية تداول السندات المسعرة في البورصة وفقا لإجراءات التراضي من طرف البنوك والمؤسسات المالية الغير مرخص لها بممارسة مهنة الوساطة متى توفرت فيها شروط معينة حددتها المادة 3 من نفس النظام، كما له حق الحصول على عمولة مقابل قيامه بعملية البيع والشراء بموجب المادة 37 من النظام 15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، وفي المقابل ألقى



## خاتمة

المشروع على عاتق الوسيط جملة من الالتزامات حماية للمستثمرين المتعاملين في البورصة، من بينها ضرورة دفع مساهمة في صندوق ضمان الزبائن وتأمين الأموال في حالة تعرض المستثمر لمخاطر الاستثمار بسبب الوسيط، غير أنه لم يتم تفعيل العمل بهذا الصندوق منذ إنشاء البورصة إلى يومنا هذا، وفي إطار تشجيع الاستثمار في البورصة منح المشروع للمستثمرين آليات قانونية لتسهيل عملية الاستثمار ومنحهم ضمانات قانونية تكفل حمايتهم من المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها في السوق المالي، غير أنه من خلال دراستنا لاحظنا ركود كبير في عملية الاستثمار في البورصة وهذا ما أدى إلى ضعف نشاطها ولعل السبب في ذلك راجع لنقص ثقافة الاستثمار فيها.

الملاحظ أيضا أنه رغم الجهود التي بذلها المشروع لوضع أحكام قانونية تضبط المتدخلين الذين يساهمون في تنشيط السوق المالي إلا أنه هناك نقص كبير في هاته الأحكام، ولعل هذا ما يفسر نقص نشاط المعاملات في البورصة وعدم ارتقائها إلى مصف الأسواق المالية العالمية. في إطار ضبط السوق المالي أنشأ المشروع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتولى مهمة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فقد أحاطها بضوابط قانونية خاصة بها، ومنحها السلطات الثلاث (الرقابية، التنظيمية، التأديبية والتحكيمية) لأداء مهمة الضبط بشكل فعال، فهذه السلطات تضمن لها ممارسة مهامها بكل استقلالية، غير أن المشروع لم يترك للجنة ممارسة هذه السلطات باستقلالية تامة بل قيدها بجملة من الضوابط، وبذلك يمكننا القول أن ل.ت.ع.ب.م هي سلطة ضبط ليست مستقلة استقلالاً مطلقاً، كما أنه هناك هيئات أخرى تتدخل في ضبط السوق المالي المتمثلة في كل من اللجنة لمصرفية ومجلس المنافسة كل في مجال تخصصه وبذلك فإن حق احتكار سلطة الضبط للجنة ليس مطلقاً بل هو مقيد.

كما أنشأ المشروع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ووضع إطار قانوني يضمن لها ممارسة دورها في تسيير السوق المالي بشكل فعال، وأخضعها لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من جهة، ومن جهة أخرى أخضعها إلى رقابة الوزير المكلف بالمالية.

استحدث المشروع أيضا في إطار مواكبة التطورات الحاصلة في الأسواق المالية هيئة أخرى سنة 2003 المتمثلة في المؤتمر المركزي للسندات الذي يطلق عليه تسمية " الجزائر للتسوية"،

## خاتمة

حيث منذ إنشائه تمّ اعتماد نظام إيداع مركزي للأوراق المالي وهذا أدى إلى تسهيل عملية تداول الأوراق المالية.

من خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا إلى جملة من النتائج التي توضح النقص الكبير في الأحكام القانونية التي تؤطر عمل المتدخلين في البورصة بما يسمح بضبط سيرها من جهة وتنشيط عملها من جهة أخرى المتمثلة أساسا في:

➤ لم ينص المشرع الجزائري على شكل معين للشركات التجارية الممارسة لمهنة الوساطة المالية، فقد اكتفى بالنص على جملة من الشروط الواجب توفرها لمنح الاعتماد حتى تستطيع ممارسة هذه المهنة، فكان من الأحرى إبقاء النص القديم الذي يشترط شكل شركة مساهمة نظرا للدور الفعال الذي تقوم به.

➤ لم يحدد المشرع الجزائري آجال قانونية لدراسة ملف الاعتماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

➤ نظم المشرع عملية تداول القيم المنقولة حيث وضع جملة من شروط منها ما هو متعلق بالشركة ومنها ما هو متعلق بالقيم المنقولة في حد ذاتها، كما فرض ضرورة إتباع إجراءات معينة للقيام بهذه العملية.

➤ في ظل نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 كانت القيم المنقولة القابلة للتداول الأسهم والسندات الصادرة عن شركة المساهمة، وفي ظل تعديل سنة 2012 أضاف قيم منقولة أخرى وعدل في شروط إدراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أضاف منتوجات مالية أخرى يمكن تداولها في البورصة دون تحديد ما هي هذه المنتوجات.

➤ إن ممارسة البنوك الالكترونية لمهنة الوساطة في عمليات البورصة يساهم بشكل كبير في تطوير المعاملات المالية، وتنشيط عملية التداول بصفة خاصة والسوق المالي بصفة عامة، غير أن المشرع منع إقامة مثل هذه البنوك وكذا التعامل مع المؤسسات الأجنبية التي تسمح باستخدام حساباتها من طرف مصارف ليس لها وجود مادي، حيث لم يضع أي نصوص قانونية تنظم عمل هذه البنوك سواء في قانون النقد والقرض أو القوانين ذات الصلة، حتى ولو

## خاتمة

- سمح القانون بالتعامل مع مثل هذه البنوك فإن بورصة الجزائر لا ترقى إلى مثل هذه التعاملات فهي من الناحية الفعلية نشاطها ضئيل وليس لديها الإمكانيات الكافية سواء البشرية أو التقنية.
- بورصة الجزائر لا تزال إلى يومنا هذا لم تفتح البوابة الالكترونية للتداول الالكتروني للقيم المنقولة بالرغم من أهمية هذا النظام في تطوير نشاط البورصة وتسهيل عمليات التداول.
- لم يدرج المشرع شروط لإدارة الوساطة المالية بالرغم من أهمية ذلك في تسيير الشركة ونجاح عملها .
- للبنوك الإسلامية دور فعّال في تنشيط السوق المالي، فهي تؤدي دور الوسيط المالي مثل البنوك التقليدية، غير أنه لا يوجد بنوك إسلامية جزائرية فهناك ما يعرف بشباك الصيرفة الإسلامية الذي يمكنه ممارسة مهمة الوساطة المالية إذا عهد إليه ذلك البنك الذي يوجد فيه.
- لم يتضمن القانون المصرفي الجزائري ولا نظام الصيرفة الإسلامية رقم 20-02 تعريف للصكوك الإسلامية وإمكانية تداولها في البورصة بالرغم من أهميتها في تنشيط السوق المالي، غير أن مدير بورصة الجزائر تدارك الأمر وصرح بأنه سيتم إطلاق أسهم تشاركية في السوق، كما أن المجلس الإسلامي الأعلى يدرس إمكانية إطلاق صكوك مالية إسلامية تباع من طرف صناديق الاستثمار التي تعتمد صيغ مطابقة للشريعة الإسلامية، لكن مزال مجرد حبر على ورق فلم يتم تطبيق ذلك لحد الآن.
- يعد المستثمرين في البورصة من أهم المتعاملين حيث يساهمون بشكل فعّال في زيادة نشاط السوق المالي، وقد وضع المشرع إطار قانوني يضبط تعاملهم في البورصة سواء عن طريق التسيير الفردي أو التسيير الجماعي لحافضة القيم المنقولة، ووضع أحكام قانونية تكفل حمايتهم من مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرضوا لها.
- أنشأ المشرع الجزائري سلطة ضبط بورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم، ووضع أحكام قانونية خاصة بها، كما عمد إلى وضع تشكيلة قانونية تساعدها في القيام بمهامها بشكل فعّال.

## خاتمة

- لم يحدد المشرع الجزائري الطبيعة القانونية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بشكل صريح، لكن من خلال النصوص القانونية المتعلقة بالبورصة يستشف أنها سلطة إدارية تتمتع بنوع من الاستقلالية تمارس مهمة الضبط في المجال الاقتصادي.
- المشرع الجزائري لم يتطرق إلى توضيح مدى دستورية التنظيمات الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ولم يصدر أي قرار من المجلس الدستوري بخصوص ذلك، فقد اكتفى بمنح هذه الصلاحية للجنة بموجب نص قانوني صريح وهو الأمر الذي يدل على دستورتها.
- كما لم يحدد المشرع الجهة القضائية التي يتم الطعن أمامها في اللوائح الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ولا الأشخاص الذين لهم الحق في رفع الطعن، كما أنه لم يفسر ما إذا كان الطعن يكون ضد اللائحة الصادرة عن اللجنة أو ضد قرار الموافقة على اللائحة الصادر عن الوزير المكلف بالمالية.
- حدد المشرع الأشخاص الذين تمارس عليهم اللجنة سلطة التحقيق، وبذلك فإنها لا يمكنها إجراء تحقيق مع أي شخص خارج هذا النطاق وهذا يحد من فعالية سلطة التحقيق.
- حصر المشرع مجال ممارسة السلطة التأديبية على الوسطاء في عمليات البورصة فقط دون ذكر باقي المتدخلين منهم : شركات الاستثمار، وصناديق التوظيف المشتركة.
- لم ينص المشرع على إمكانية الطعن في القرار التحكيمي الصادر عن الغرفة التأديبية والتحكيمية، فقد اكتفى بالنص على إمكانية الطعن في قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي فقط.
- أنشأ المشرع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي 93-10 واشترط أن تتخذ شكل شركة مساهمة، غير أنه خصها بمزايا تميزها عن باقي الشركات التجارية، فهي تخضع أيضا لقوانين وأنظمة البورصة، فالغرض من إنشائها تسيير معاملات البورصة.
- أنشأ المشرع بموجب تعديل سنة 2003 المؤتمر المركزي على السندات يتولى تسيير المعاملات في البورصة، وحدد له إطار قانوني يضمن ممارسته مهامه بفعالية، فمنذ تأسيسه

## خاتمة

أخذت القيم المنقولة المتداولة في السوق شكل لا مادي على خلاف ما كانت في ظل المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر.

من خلال هذه النتائج توصلنا إلى جملة من التوصيات والاقتراحات المتمثلة أساسا في:

✓ ضرورة تفعيل النصوص القانونية المتعلقة بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وذلك بالتكريس الفعلي لطبيعتها القانونية باعتبارها سلطة إدارية مستقلة.

✓ ضرورة تعديل نص المادة 3 من المرسوم التشريعي 93-10 حتى تتضمن النص على إمكانية إنهاء مهام أعضاء اللجنة قبل انقضاء عهدهم في حالة ارتكابهم لجرائم معينة مثلما هو الحال بالنسبة لرئيس اللجنة، وتتضمن النص على إمكانية تجديد عهدة رئيس اللجنة.

✓ فيما يتعلق بالسلطة التأديبية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لا بد من توسيع مجالها دون حصر الأشخاص الذين تمارس عليهم حتى تشمل جميع المتدخلين في عمليات البورصة، وكذا توسيع سلطة التحقيق لتشمل كل من له يد في ارتكاب جرائم البورصة.

✓ ضرورة تفعيل النصوص القانونية المتعلقة بالطعن في القرارات الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وذلك بتحديد آجال الطعن والجهة القضائية وعدم ترك المال لتطبيق القواعد العامة نظرا لخصوصية هذه القرارات.

✓ تحفيز صغار وكبار المدخرين على استثمار أموالهم في بورصة القيم المنقولة وذلك بتعزيز ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية وإنشاء تحفيزات لاستقطاب المستثمرين.

✓ إضافة شرط ضرورة تلاءم شكل الشركة مع مهنة الوساطة كما فعل نظيره الفرنسي، وعدم ترك المجال مفتوحا لشركات الوساطة في اختيار أي شكل من الأشكال المنصوص عليها ضمن قواعد القانون التجاري، نظرا لأهمية دور هذه الشركات في تنشيط السوق المالي.

✓ إتمام نص المادة 5 من النظام رقم 15-01 سالف الذكر وذلك بإضافة فقرة تنص على ضرورة الرجوع إلى أحكام القانون التجاري فيما يتعلق بشروط إدارة الشركة.

✓ إعادة صياغة المادة 10 من النظام رقم 15-01 وذلك بإضافة آجال دراسة الملف من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وعدم ترك المجال مفتوحا وذلك مثلما كان في نص المادة 11 من النظام 96-03 الملغى.

## خاتمة

- ✓ العمل على تسهيل ممارسة مهنة الوساطة في عمليات البورصة من طرف الوسطاء (الشركات التجارية، البنوك والمؤسسات المالية)، وضرورة التوازن بين ضمان حماية حقوقهم من جهة، ومن جهة أخرى حماية حقوق المستثمرين.
- ✓ ضرورة تفعيل عمل بورصة القيم المنقولة حتى يتم استقطاب عدد أكبر من المستثمرين وذلك نظرا للدور الفعال الذي يمكن أن تلعبه البورصة في تنشيط الاقتصاد الوطني.
- ✓ ضرورة تفعيل العمل بصناديق ضمان الزبائن وتأمين الأموال في إطار حماية حقوق المستثمرين في البورصة.
- ✓ تفعيل النصوص القانونية المتعلقة بالنظام المصرفي في الجزائر حتى تتضمن التعريف بالبنوك الالكترونية وكذا مواكبة التطورات التكنولوجية.
- ✓ العمل على تسريع تجسيد مشروع إنشاء البوابة الالكترونية للتداول الالكتروني للقيم المنقولة، لتسهيل التعامل مع البورصة وجذب الاستثمار، مع تعزيز ثقافة المستثمرين بمزايا ومخاطر استخدام نظام التداول الالكتروني.
- ✓ الرفع من كفاءة النظام المصرفي الجزائري الذي يعتبر جوهر الوساطة المالية في الأسواق المالية، من خلال تحديثه واستخدامه لتكنولوجيا المعلومات في معاملاته.
- ✓ ضرورة تفعيل النصوص القانونية حتى تتضمن قواعد تنظم وتضبط التعامل بالصكوك الإسلامية.
- ✓ ضرورة تفعيل العمل بالصكوك الإسلامية في البورصة، وذلك لما لها من أهمية في تنشيط السوق المالي من خلال جذب عدد أكبر من المستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم طبقا للشريعة الإسلامية.
- ✓ تعديل احكام قوانين البورصة فيما يتعلق بالطعن بالالغاء في قرارات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها حتى تتماشى مع أحكام تعديل قانون الإجراءات المدنية والإدارية 2022.
- من خلال دراستنا لموضوع النظام القانوني للمتدخلين في البورصة والبحث عن مدى فعالية الأحكام القانونية التي تؤطر عمل المتدخلين في البورصة توصلنا إلى أن المشرع الجزائري حاول وضع إطار قانوني محكم ينظم سير بورصة القيم المنقولة من جهة وينشط عملها من جهة أخرى،

## خاتمة

غير أنه بالرغم من هذه الجهود المبذولة إلا أنه هناك بعض النقائص التي أدت إلى عدم تناسب المنظومة القانونية مع الواقع العملي للبورصة ، مما أدى إلى نقص النشاط فيها وعدم ارتقائها إلى مصف البورصات العالمية، وهذا يظهر جليا من خلال قلة عدد الشركات المدرجة في البورصة الذي يبلغ خمس شركات فقط، فقد أصبحت البورصة لا تعد وسيلة فعّالة في تمويل المؤسسات بمختلف أشكالها، لذا لا بد من تغيير استراتيجية التفكير من أجل زيادة نشاطها، فيمكن مثلا فتح المجال للاستثمار الأجنبي في البورصة وذلك بسن نصوص قانونية تسمح بإدراج مؤسسات مالية أجنبية في بورصة الجزائر مما يزيد من نشاط السوق المالي، ولا بد من تعزيز ثقافة الاستثمار فيها من خلال منح تحفيزات و ضمانات تجذب المستثمرين، فيمكن القول أنه إذا تمّ الاستمرار بهذه الطريقة وعدم البحث عن إيجاد حلول أخرى لتفعيل نشاط البورصة، فإن الأمر يمكن أن يصل إلى غلق بورصة الجزائر لأن وجودها أو عدمه لا يفيد الاقتصاد الوطني.

---

## قائمة المصادر و المراجع

---



## قائمة المصادر والمراجع

### قائمة المصادر والمراجع

#### المصادر والمراجع باللغة العربية:

##### قائمة المصادر

##### أولاً: النصوص القانونية

##### أ- الدستور:

- دستور الجزائر لسنة 1996، المؤرخ في 08 ديسمبر 1996، جريدة رسمية عدد 76، الصادرة بتاريخ 08 ديسمبر 1996، بموجب المرسوم الرئاسي رقم 96-438، المؤرخ في 07 ديسمبر 1996، جريدة رسمية رقم 76، المعدل والمتمم بموجب المرسوم الرئاسي رقم 20-442 المؤرخ في 30 ديسمبر 2020، يتعلق بإصدار التعديل الدستوري، جريدة رسمية العدد 82، الصادرة بتاريخ 30 ديسمبر 2020، ص 3.

##### ب- النصوص التشريعي:

##### 1- القوانين:

- القانون العضوي رقم 12-05 المؤرخ في 12 جانفي 2012، يتعلق بالإعلام، جريدة رسمية العدد 2، الصادرة بتاريخ 12 جانفي 2012، ص 21.

- القانون رقم 85-05 المؤرخ في 16 فيفري 1985، يتعلق بحماية الصحة وترقيتها، المعدل والمتمم بموجب القانون رقم 08-13 المؤرخ في 20 جويلية 2008، جريدة رسمية العدد 8، الصادرة بتاريخ 13 فيفري 1985، ص 176.

- القانون رقم 88-03 المؤرخ في 12-01-1988، والمتعلق بصناديق المساهمة، جريدة رسمية عدد 02، الصادرة بتاريخ 13 يناير 1988، ص 44.

- القانون رقم 90-07 المؤرخ في 03 أفريل 1990، يتعلق بالإعلام، جريدة رسمية العدد 14، الصادرة بتاريخ 4 أفريل 1990، ص 459.

- القانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990، المتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 16، الصادرة بتاريخ 18 أبريل 1990، ص 520.

- القانون رقم 2000-03 المؤرخ في 5 أوت 2000، يحدد القواعد العامة المتعلقة بالبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، جريدة رسمية عدد 48، الصادرة بتاريخ 6 أوت 2000، ص 3.

## قائمة المصادر والمراجع

- القانون 01-10 المؤرخ في 3 جويلية 2001، يتضمن قانون المناجم، جريدة رسمية العدد 35، الصادرة بتاريخ 4 جويلية 2001، ص 3.
- القانون رقم 02-01 المؤرخ في 5 فيفري 2002، يتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، جريدة رسمية العدد 8، الصادرة بتاريخ 6 فيفري 2002، ص 4.
- القانون رقم 02-11 المؤرخ في 24 ديسمبر 2002، المتضمن قانون المالية لسنة 2003، جريدة رسمية العدد 86، الصادرة بتاريخ 25 ديسمبر 2002، ص 3.
- قانون رقم 03-04، مؤرخ في 17 فبراير 2003 يعدل و يتم المرسوم التشريعي 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 11، الصادرة بتاريخ 13 فبراير 2003. ص 20.
- القانون رقم 05-07 تم تصويبها يوم 13 نوفمبر 2005، جريدة المجاهد ليوم 14 نوفمبر 2005.
- القانون رقم 05-12 المؤرخ في 4 أوت 2005، المتعلق بالمياه، جريدة رسمية العدد 60، الصادرة بتاريخ 4 سبتمبر 2005، ص 3.
- قانون رقم 06-01 المعدل والمتمم مؤرخ في 20 فيفري 2006، متعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته، جريدة رسمية عدد 14، صادرة بتاريخ 8 مارس 2006، ص 4.
- القانون رقم 06-04 المؤرخ في 20 فيفري 2006 المعدل والمتمم للأمر 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995، المتعلق بالتأمينات، جريدة رسمية العدد 15، الصادرة بتاريخ 12 مارس 2006، ص 3.
- قانون رقم 06-11 مؤرخ في 24 يونيو 2006، يتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري، جريدة رسمية عدد 42، مؤرخة في 25 يونيو 2006، ص 03.
- القانون رقم 08-09 المؤرخ في 25-02-2008 المتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية، جريدة رسمية عدد 21، صادرة بتاريخ 23-04-2008، ص 03.
- القانون رقم 08-12 مؤرخ في 25 يونيو 2008، يعدل ويتم الأمر 03-03 المؤرخ في 19 يوليو 2003 والمتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية العدد 36، الصادرة بتاريخ 2 يوليو 2008، ص 11.
- القانون رقم 17-02 المؤرخ في 10 يناير 2017، المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جريدة رسمية العدد 2 المؤرخة في 11 يناير 2017، ص 4.
- قانون رقم 18-18 مؤرخ في 27 ديسمبر 2018، يتضمن قانون المالية لسنة 2019، جريدة رسمية عدد 79، صادرة بتاريخ 30 ديسمبر 2018، ص 17.

## قائمة المصادر والمراجع

- قانون رقم 20-16 المؤرخ في 3 ديسمبر 2020، يتضمن قانون المالية سنة 2021، جريدة رسمية عدد 83، الصادرة بتاريخ 3 ديسمبر 2020، ص 46.
- القانون 22-09 المؤرخ في 5 ماي 2022 المعدل والمتمم للأمر 59/75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري جريدة رسمية عدد 32، الصادر في 14 ماي 2022، ص 12.
- قانون رقم 22-13 المؤرخ في 12 يوليو 2022، يعدل ويتمم القانون رقم 08-09 المؤرخ في 25 فبراير 2008، والمتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية، جريدة رسمية عدد 48، الصادرة بتاريخ 17 يوليو 2022، ص 3.
- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري الجزائري، جريدة رسمية العدد 27، صادرة بتاريخ 27 أبريل 1993.
- المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم جريدة رسمية عدد 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993، ص 04.
- 2- الأوامر:**
- الأمر 66-156 المؤرخ في 8 يونيو 1966، الذي يتضمن قانون العقوبات، المعدل والمتمم، جريدة رسمية العدد 49، الصادرة بتاريخ 11 يونيو 1966، ص 702.
- الأمر 75-58، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون المدني، المعدل والمتمم بقانون 07-05، المؤرخ 13 مايو 2007، جريدة رسمية عدد 31، الصادرة بتاريخ 13-05-2007. ص 03.
- الأمر 75-59، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، الذي يتضمن القانون التجاري المعدل و المتمم ، جريدة رسمية العدد 101، المؤرخة في 19 ديسمبر 1975، ص 1306.
- الأمر رقم 95-06 (الملغى بموجب الأمر 03-03) المؤرخ في 25 جانفي 1995، المتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية العدد 9، الصادرة بتاريخ 22 فيفري 1995، ص 13.
- الأمر 96-08 المؤرخ في 10 يناير 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ، جريدة رسمية عدد 3، الصادرة بتاريخ 14 يناير 1996، ص 3.
- الأمر 96-10، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 03، صادرة بتاريخ 14 جانفي 1996. ص 34.

## قائمة المصادر والمراجع

- الأمر 01-04 المؤرخ في 20 أوت 2001، المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصصتها، جريدة رسمية عدد 11، الصادرة بتاريخ 22 أوت 2001، ص 09.
- الأمر 03-03 المؤرخ في 19 يوليو 2003 المتعلق بالمنافسة، جريدة رسمية عدد 43، المؤرخ في 20 جويلية 2008، ص 25.
- الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، يتعلق بالنقد والقرض، جريدة رسمية عدد 52، مؤرخة في 27 أوت 2003، ص 14.
- الأمر 07-01 المؤرخ في 01 مارس 2007، يتعلق بحالات التنافي والالتزامات الخاصة ببعض المناصب والوظائف، جريدة رسمية عدد 16، الصادرة بتاريخ 07 مارس 2007، ص 3.
- ج- النصوص التنظيمية:**
- 1- المرسوم الرئاسي:**
- المرسوم الرئاسي رقم 93-252 المؤرخ في 26 أكتوبر 1993، يتعلق بالمجلس الأعلى للإعلام، جريدة رسمية العدد 69، الصادرة بتاريخ 27 أكتوبر 1993، ص 5.
- 2- المراسيم التنفيذية:**
- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 (ملغى) المؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، جريدة رسمية العدد 26، صادرة بتاريخ 1 جانفي 1991.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 (ملغى) المؤرخ في 28 ماي 1991، الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات الأموال لها، جريدة رسمية العدد 26، صادرة بتاريخ 1 جوان 1991، ص 939.
- المرسوم التنفيذي 91-171 المؤرخ في 28 ماي 1991، المتعلق بلجنة البورصة، جريدة رسمية عدد 26، صادرة بتاريخ 1 جوان 1991، ص 944.
- المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المواد 21 و 22 و 29 من المرسوم التشريعي 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 41 صادرة بتاريخ 26 جوان 1994، ص 8.
- المرسوم التنفيذي رقم 95-438 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995، يتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات، جريدة رسمية عدد 80، المؤرخة في 24 ديسمبر 1995، ص 03.

## قائمة المصادر والمراجع

- المرسوم التنفيذي 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996 يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 18، صادرة بتاريخ 20 مارس 1996، ص 10.
- المرسوم التنفيذي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996، يتعلق بتطبيق المادتين 8 و 23 من الأمر 96-08 المؤرخ في 10 يناير 1996، والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، جريدة رسمية عدد 84، الصادرة بتاريخ 29 ديسمبر 1996، ص 7.
- المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المؤرخ في 20 ماي 1998 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية عدد 70، الصادرة بتاريخ 20 سبتمبر 1998، ص 30
- المرسوم التنفيذي 08-56 المؤرخ في 11 فيفري 2008، يتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري، جريدة رسمية عدد 09، الصادرة بتاريخ 24 فيفري 2008، ص 07.
- المرسوم التنفيذي رقم 16-205 المؤرخ في 25 يوليو 2016، يتعلق بكيفيات إنشاء وتسيير وممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار، جريدة رسمية عدد 45، الصادرة بتاريخ 31 يوليو 2016، ص 9.
- 3- القرارات والمنشورات الوزارية:**
- قرار مؤرخ في 27 ديسمبر 1995، يتضمن تعيين أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية صادرة بتاريخ 5 يونيو 1996، عدد 34، ص 21.
- قرار وزير المالية المؤرخ في 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق القيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، جريدة رسمية عدد 15، الصادرة بتاريخ 18 مارس 1998، (ص 21)، المعدل والمتمم بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001، جريدة رسمية عدد 45، الصادرة بتاريخ 12 أوت 2001، ص 20.
- القرار المؤرخ في 2 أوت 1998 المتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، جريدة رسمية عدد 70، الصادرة بتاريخ 20 سبتمبر 1998، ص 30.
- قرار مؤرخ في 13 غشت 1998، المتضمن تطبيق المادة 36 من الأمر 96-08 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) و (ص.م.ت)، جريدة رسمية عدد 70، الصادرة بتاريخ 20-سبتمبر 1998، ص 31.

## قائمة المصادر والمراجع

- القرار الصادر عن وزير المالية المؤرخ في 9 جوان 1999، المتضمن كفاءات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، جريدة رسمية عدد 23، الصادرة بتاريخ 5 جويلية 1999، المعدل والمتمم بالقرار المؤرخ في 10 أفريل 2000، جريدة رسمية عدد 23، الصادرة بتاريخ 23 أفريل 2000، ص 37.

- قرار وزاري مؤرخ في 19 فبراير 2017، يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-16، المؤرخ في 1 سبتمبر 2016، المتعلق بالضمانات التي يجب على شركة تسيير صناديق الاستثمار وتقديمها فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية والمهارات الفنية، جريدة رسمية العدد 25، المؤرخة في 19 أبريل 2017، ص 20.

### 4- الأنظمة والتعليمات:

- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-96 المؤرخ في 22 جوان 1996، المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ إلى علانية الادخار عند إصدارها قيما منقولة، جريدة رسمية العدد 36، الصادرة بتاريخ 1 جوان 1997، ص 27.

- النظام 03-96 (الملغى بموجب النظام رقم 01-15) المؤرخ في 3 جوان 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، جريدة رسمية عدد 36، الصادرة بتاريخ 1 جوان 1997، ص 21.

- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة، جريدة رسمية عدد 87، صادرة بتاريخ 29 ديسمبر 1997، ص 4.

- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 01-12، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 87 مؤرخة في ديسمبر 1997، ص 06.

- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-97 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، جريدة رسمية عدد 87، الصادرة بتاريخ 29-12-1997، ص 19.

- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-2000 المؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمتها مسعرة في البورصة، جريدة رسمية العدد 50، الصادرة بتاريخ 16 أوت 2000، ص 16.

## قائمة المصادر والمراجع

- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على سندات، جريدة رسمية عدد 73، صادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، ص 12.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-02 المؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، جريدة رسمية العدد 73، الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، ص 19.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-04 المؤرخ في 18 مارس 2003 المعدل والمتمم لنظام اللجنة رقم 97-01 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 73، صادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، ص 25.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-05 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالمساهمات في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، جريدة رسمية عدد 73، الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، ص 27.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-01 المؤرخ في 8 جويلية 2004 الذي يعدل ويتمم النظام 96-02 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، جريدة رسمية العدد 22، الصادرة بتاريخ 27 مارس 2005، ص 13.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 09-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 2009، يحدد قواعد حساب العمولات التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجري في البورصة، جريدة رسمية العدد 45، صادرة بتاريخ 08 أوت 2010، ص 12.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير 2012، الذي يعدل ويتمم النظام رقم 97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 41 مؤرخة في 15 يوليو 2012، ص 18.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15-01، المؤرخ في 15 أبريل 2015، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتها ومراقبتهم. جريدة رسمية عدد 55، صادرة بتاريخ 21 أكتوبر 2015، ص 19.

## قائمة المصادر والمراجع

- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-16، المؤرخ في 25 أكتوبر 2016، المتعلق بقواعد الأخلاقيات الأساسية التي يجب أن تلتزم بها شركة تسيير صناديق الاستثمار، جريدة رسمية العدد 25، الصادرة بتاريخ 19 أبريل 2017، ص 22.
- نظام بنك الجزائر رقم 03-18 المؤرخ في 4 نوفمبر 2018، يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال البنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر لمعدل والمتمم بموجب النظام رقم 08-20 المؤرخ في 7 ديسمبر 2020، جريدة رسمية العدد 73، الصادرة بتاريخ 9 ديسمبر 2018، ص 22.
- نظام بنك الجزائر رقم 02-20، المؤرخ في 15 مارس 2020، يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية، جريدة رسمية عدد 16، مؤرخة في 24 مارس 2020. ص 32.
- نظام بنك الجزائر رقم 08-20 المؤرخ في 7 ديسمبر 2020، يعدل ويتم النظام رقم 03-18 المؤرخ في 4 نوفمبر 2018، المتعلق بالحد الأدنى لرأس المال البنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر، جريدة رسمية عدد 05، الصادرة بتاريخ 20 جانفي 2021، ص 26.
- تعليمة رقم 01-99، المؤرخة في 3 مارس 1999، تتعلق بنموذج اتفاقية الحساب، تمّ التصحح عبر موقع بورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz>، بتاريخ 1 مارس 2020، على الساعة 11 و 30 د.

### قائمة المراجع:

#### أولاً: المؤلفات.

- أبوبكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية المعاصرة (دراسة موضوعية في واقع المالية العالمية)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، سنة 2015.
- أحمد محمد لطفي، الاستثمار في عقود المشاركة في المصارف الإسلامية، دار الفكر والقانون، المنصورة، دون سنة نشر.
- أحمد مخلوف، المطول في شرح قانون التجارة المصري الجديد والبورصة المصرية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة 2004-2005.
- أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، سنة 2014.



## قائمة المصادر والمراجع

- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2005.
- المولودة العماري فتيحة يوسف، أحكام الشركات التجارية وفقا للنصوص التشريعية والمراسيم التنفيذية الحديثة، الطبعة الثانية، دار الغرب للنشر والتوزيع، وهران - الجزائر -، سنة 2007.
- حسين بلعجوز، الجودي صاطوي، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2013.
- حميد عبد الحميد عبد القادر، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، دون سنة نشر.
- خالد أحمد سيف الشعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، سنة 2015.
- خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظة المالية، الطبعة الأولى، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، الأردن - عمان -، سنة 2016.
- ريان هاشم حمدون، التنظيم القانوني لتداول الالكتروني للأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، سنة 2013.
- رنا سمير اللحام، السلطات الإدارية المستقلة، الطبعة الأولى، دار المنشورات الحلبي الحقوقية، بيروت - لبنان -، سنة 2015.
- ريزان حسين مولود، النظام القانوني لشركة الوساطة في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المنشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، سنة 2015.
- دريد كمال آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن - عمان -، سنة 2009.
- عباس حلمي المنزلاوي، القانون التجاري: الشركات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1984.
- عبد الله الطاني، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، منشورات زين الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت - لبنان -، سنة 2015 .
- عزيز العكلي، الوسيط في الشركات التجارية، دراسة فقهية قضائية، مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن -، سنة 2016.

## قائمة المصادر والمراجع

- عصام أحمد البهجي، النظام القانوني لشركات القيد والإيداع والحفظ المركزي والسمسرة وصناديق الاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2014.
- عصران جلال عصران، الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، سنة 2012.
- علي سيد إسماعيل، مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، سنة 2020،
- علي عصام غصن، السمسرة دراسة مقارنة، دار التنفيذ الطباعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، سنة 2014.
- عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، دار الكتب القانونية، مصر، سنة 2008.
- فؤاد بن حدو، البنوك الإسلامية والأزمة المالية العالمية، الطبعة الأولى، منشورات ألفا للوثائق، الجزائر، سنة 2018.
- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن -، سنة 2012.
- محمد فريد العربي، محمد السيد الفقي، القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، سنة 2010
- محمود سليم خشفه، الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار المركز العربي للنشر والتوزيع، القاهرة - مصر -، سنة 2018.
- مرتضى حسين إبراهيم السعدي، النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي دراسة تحليلية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت - لبنان -، سنة 2011.
- منية شوايدية، خوصصة المؤسسات العامة في التشريع الجزائري والمقارن، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، سنة 2018.
- منير إبراهيم هندی، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، سنة 1999.
- منير الجنيهي، البنوك الالكترونية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2006
- موسى بن منصور، إدارة المحافظ المالية، دار الباحث للنشر والتوزيع، برج بوعرييج - الجزائر -، سنة 2022.

## قائمة المصادر والمراجع

- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، سنة 1995.
- نادية فوضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، سنة 2007.
- طيب سعيدة، قداري أحمد، الصكوك الإسلامية كآلية لتحقيق التوزيع الاقتصادي في الجزائر، كتاب المؤتمر الدولي المغاربي الأول لمستجدات التنمية المستدامة" الواقع والمأمول"، الجزء الثاني، دار الكتب الوطنية- بنغازي- ليبيا-، مارس 2021.
- يوسف حسن يوسف، البنوك الالكترونية، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى، القاهرة-مصر-، سنة 2012.
- يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، الاستثمار- الصناديق الاستثمارية الأوراق المالية التجارية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، سنة 2014.
- ثانيا: الرسائل والمذكرات**
- أ- الرسائل:**
- إلهام خرشي، السلطات الإدارية المستقلة في ظل الدولة الضابطة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون عام، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة سطيف2، سنة 2014-2015.
- إلياس غقال، تقييم الدور التمويلي للشركة الأورو جزائرية في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة (2000-2014)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص نقود وتمويل، كلية الحقوق وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، سنة 2016-2017.
- أمينة بديار ، فعالية التنويع الاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر للفترة 2008-2016، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص تطبيقات الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم-، سنة 2018-2019.

## قائمة المصادر والمراجع

- آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري- تيزي وزو-، سنة 2012.
- بلعمري عسري، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في دعم التنمية المستدامة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون المؤسسة والتنمية المستدامة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الحميد بن باديس- مستغانم-، سنة 2019-2020.
- بهية هوادف، انعكاس انضمام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون الخاص، كلية الحقوق سعيد حمدين، جامعة بن يوسف بن خدة- الجزائر-، سنة 2014-2015.
- تقار مختار، تراجع الدور القضائي في مجال الضبط الاقتصادي في ظل التشريع الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في القانون العام، تخصص قانون عام اقتصادي، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة غرداية، سنة 2019-2020.
- حاتم مولود، النظام القانوني لعقد تسيير محفظة القيم المنقولة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري- تيزي وزو-، 17 فيفري 2019.
- داود منصور، الآليات القانونية لضبط النشاط الاقتصادي في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر- بسكرة، سنة 2015-2016.
- رزيقة تغريبت، النظام القانوني للقيم المنقولة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في القانون، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو-، بتاريخ 6 فيفري 2019.
- سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- مع الإشارة لحالة الجزائر-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي- أم البواقي-، سنة 2013-2014.

## قائمة المصادر والمراجع

- صبرينة سليمان، جرائم البورصة- دراسة مقارنة-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري-تيزي وزو-، بتاريخ 23 ماي 2018.
- صليح بونفلة ، النظام القانوني للعمليات المصرفية الالكترونية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8ماي 1945- قالمة-، سنة 2019/2020.
- كريمة شليحي، البورصة كآلية قانونية في الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة البليدة-02-، سنة 2019-2020.
- منيرة رقطي، النظام القانوني لسلطة الضبط السمعي البصري في التشريع الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8ماي 1945- قالمة-، سنة 2020-2021.
- فتيحة بن عزوز، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أوبكر بلقايد- تلمسان-، سنة 2015-2016.
- نادية بلعباس، ضبط نشاط البورصة في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الطور الثالث تخصص قانون أعمال والملكية الفكرية، كلية الحقوق السعيد حميدن، جامعة الجزائر 1 بن يوسف بن خدة، سنة 2020-2021.
- نادية هلاله، سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون خاص ، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين سطيف 2، سنة 2019-2020.
- نوارة حمليل ، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري- تيزي وزو، السنة الجامعية 2014 - 2017.

## قائمة المصادر والمراجع

- يمينة حجاج، البنك الوسيط في عمليات البورصة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص علوم قانونية فرع قانون البنوك، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة جيلالي ليابس 19 مارس 1962- سيدي بلعباس-، سنة 2018-2019.

### ب- المذكرات:

- الوليد قحيوش، الرقابة على أعمال السلطات الإدارية المستقلة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، فرع الدولة والمؤسسات، كلية الحقوق سعيد حميدن، جامعة الجزائر 1، سنة 2016-2017.

- بهية مخلوف، الاختصاص التحكيمي للسلطات الإدارية المستقلة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، سنة 2010.

- حسن سلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سنة 2000-2009.

- خوجلي عثمان نور الدين بابكر، دور تكنولوجيا المعلومات على الأسواق المالية ( بالتطبيق على سوق الخرطوم للأوراق المالية) (سنة 2010-2017)، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في الاقتصاد، مجلس الدراسات الاقتصادية والاجتماعية والإنسانية، أكاديمية السودان للعلوم، سنة 2018.

- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة- دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، سنة 2010-2011.

- سليمة عبد الله، دور تسويق الخدمات المصرفية الالكترونية في تفعيل النشاط البنكي دراسة حالة القرض الشعبي الجزائري بباتنة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص تسويق، كلية العلوم الاقتصادية والسياسية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، سنة 2008-2009.

- سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، سنة 2013-2014.

## قائمة المصادر والمراجع

- سمير حدري، السلطات الإدارية المستقلة الفاصلة في المواد الاقتصادية والمالية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة- بومرداس-، سنة2006.
- سميرة بوفامة، شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في الحقوق، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة منتوري- قسنطينة-، سنة2004-2005.
- سميرة محمدي، منازعات سلطات الضبط الإدارية في المجال الاقتصادي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، فرع المنازعات الإدارية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، سنة2014.
- عائشة بوخلال، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيقي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص قانون أعمال، معهد الحقوق والعلوم الإدارية بن عكنون، جامعة الجزائر، سنة2001-2002.
- عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة ، سنة2011-2012.
- فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر -واقع وآفاق-، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة2002-2003.
- فدوى بوحناش، شركة الرأسمال الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، فرع قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 1، سنة2011-2012.
- قوراري مجدوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات أنموذجين، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في قانون العام، كلية الحقوق، جامعة أبوبكر بلقايد- تلمسان-، سنة2009-2010.
- كريمة بن شعلال، السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، تخصص القانون العام للأعمال ، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، سنة2012.

## قائمة المصادر والمراجع

- ليلية عبديش، اختصاص منح الاعتماد لدى السلطات الإدارية المستقلة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، فرع تحولات الدولة، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري- تيزي وزو-، سنة2010.
- ليندة قاوة، النظام القانوني لشركة الرأسمال الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون، فرع إدارة مالية، كلية الحقوق، جامعة محمد بوقرة بومرداس، سنة2009-2010.
- موسى رحموني، الرقابة القضائية على سلطات الضبط المستقلة في التشريع الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص قانون إداري وإدارة عامة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الحاج لخضر- باتنة-، سنة2012-2013.
- نادية مطلاوي، النظام القانوني لحرية تداول القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة8ماي1945- قالمة-، سنة2015-2016.
- نذير شني، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين- سطيف2-، السنة2016-2017.
- نصيرة شوب، الإدارة البنكية الالكترونية في الجزائر دراسة ميدانية حول أنظمة النقد الآلي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم الإعلام والاتصال، تخصص مجتمع معلومات، كلية العلوم السياسية، جامعة الجزائر 3، سنة2012-2013.
- نعيمة العربي، وظيفة الوساطة المالية و دورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، مذكرة شهادة ماجستير في علوم تسيير، فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة-الجزائر-، سنة2008-2009.
- وليد بوجملين ، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في الحقوق، فرع الدولة والمؤسسات العمومية، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر، سنة2006-2007.
- يوسف منصوري ، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق، جامعة بن يوسف بن خدة -الجزائر1-، سنة2018-2019.



## قائمة المصادر والمراجع

### ثالثاً: المقالات.

- أحلام براحلية، زوبير عياش، أثر العائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودية خلال الفترة 2012-2016، مجلة حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة 8ماي 1945-قلمة-، المجلد11، العدد2، جوان2017، ص377- 402.
- أحمد بوراس ، الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري- قسنطينة، المجلد10، العدد1، جوان 1999، ص181- 194.
- العرابي غويني، عادل مستوي، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- حالة بورصة الجزائر-، مجلة المناجر، المدرسة العليا للتسيير والاقتصاد الرقمي، المجلد1، العدد1، سنة2014، ص105- 130.
- أمال بن فلامي، حميدة أوكيل، متطلبات اعتماد الصكوك الإسلامية في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، جامعة البويرة، المجلد7، العدد1، جوان2022، ص70- 80.
- آيت وازو زاينة، دراسة نقدية في سلطات الضبط المستقلة: في شرعية سلطات الضبط المستقلة، مجلة المحكمة الدستوري مجلس الدولة، المجلد6، العدد2، سنة2018، ص11- 28.
- بشير محمودي، دور شركة الرأسمال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، جامعة عبد الرحمان ميرة -بجاية-، المجلد12، العدد1(الخاص)، جوان2021، ص241- 256.
- جمال بن خمة، الاختصاص الاستشاري والتحكيمي للسلطات الإدارية المستقلة، مجلة أبحاث قانونية وسياسية، جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل-، المجلد 1، العدد2، سنة2016، ص145- 156.
- جميلة الجوزي، صفية العمري، تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية، دراسة حالة بورصة (الإمارات، السعودية، الكويت)، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد8، العدد2، سنة 2017، ص117- 132.
- حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، المجلد2، العدد2، ديسمبر 2013، ص123- 136.

## قائمة المصادر والمراجع

- حسان طاهر الشريف، محمد تقرورت، رضوان أنساعد، دور نظام التداول الالكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، المجلد 15، العدد 1، مارس 2019، ص 119-136.
- حفوطة الأمير عبد القادر، زيدي البشير، استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربتي السودان وماليزيا نموذجا)، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة مسيلة، مجلد 2، عدد 4، جوان 2016، ص 66-85.
- حليلة عطية، بن سماعيل حياة، صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية- حالة سوق الأسهم السعودية-، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زياني عشور - الجلفة-، المجلد 11، العدد 1، ماي 2020، ص 95-114.
- حورية سويقي، التسيير الفردي والجماعي لحافظة القيم المنقولة على مستوى البورصة، مجلة دائرة البحوث والدراسات القانونية والسياسية، المركز الجامعي - تيبازة-، المجلد 5، العدد 2، جوان 2021، ص 408-427.
- خديجة قشي، أحمد بولمكاحل، الاختصاص التحكيمي للسلطات الإدارية المستقلة: كصلاحية بديلة لتسوية النزاعات، مجلة الرسالة للدراسات والبحوث الإنسانية، جامعة العربي التبسي، تبسة، المجلد 7، العدد 1، فيفري 2022، ص 39-52.
- داود منصور، الاختصاصات التحكيمية لسلطات ضبط النشاط الاقتصادي، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور الجلفة، المجلد 5، العدد 1، سنة 2012، ص 18.
- دعاء نعمان الحسيني، عدنان سالم قاسم، أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تطبيقية على عينية من أسهم الشركات المسجلة في سوق المال السعودي للفترة 2002/2003، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة تكريت - العراق - المجلد 7، العدد 21، سنة 2011، ص 51-70.
- دلال بن سمية، جهاد بوضياف، دور صندوق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال فترة (2004-2005)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة بن زيان عاشور - الجلفة-، المجلد 3، العدد 1، أبريل 2017، ص 213-232.

## قائمة المصادر والمراجع

- رزاق محمد، نصيرة يحيواوي ، واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال الاستثماري في الجزائر - دراسة حالة شركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة-، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيدر - بسكرة-، المجلد14، العدد3، جوان2020، ص01-20.
- رزيقة تغريبت، ضمان المساواة في المعلومة المالية بين المتدخلين في سوق الأوراق المالية، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني ، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، المجلد8، العدد2، سنة2017، ص270-286.
- ريان عثمان، واقع البنوك الالكترونية في العالم العربي، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، المجلد2، العدد1، جوان2019، ص08-27.
- زايد بوالقرارة، دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في ضبط والإشراف على السوق المالية، المجلة الشاملة للحقوق، جامعة باجي مختار عنابة، مجلد1، العدد1، جوان2021، ص30-39.
- ساكر نويري، سماح طلحي، دور الرأسمال الاستثماري في إعادة بعث المشاريع المتوقفة دراسة حالة الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM ، مجلة المعيار، جامعة العلوم الإسلامية الأمير عبد القادر-قسنطينة- ، المجلد25، العدد4، جوان2021، ص922-944.
- سامية العايب، النظام القانوني للسلطات الإدارية المستقلة في القانون المقارن، مجلة الحقوق، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، مجلد43 ، العدد2، سنة2019، ص297-347.
- سماح طلحي، نسرين عوام، بعلول نوفل، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة تونس، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري قسنطينة ، المجلد31، العدد2، جوان2012، ص511-526.
- سماح كحل الراس، منية شوايدية، النظام القانوني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مجلة الحقوق والحريات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، المجلد9، العدد2، سنة2021، ص1653-1671.
- سماح كحل الراس ، منية شوايدية، ممارسة الشخص المعنوي لمهنة الوساطة في عمليات البورصة، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية، جامعة بن يوسف بن خدة- الجزائر-، المجلد58، العدد3، 6 جوان2021، ص299-303.

## قائمة المصادر والمراجع

- سماح كحل الراس، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة طبقا للتشريع الجزائري، مجلة دفاتر السياسة والقانون، جامعة ورقلة، مجلد13، العدد1، سنة2021، ص283-296.
- سميرة بوفامة، الإطار التشريعي والتنظيمي لمقاصة وتسوية المعاملات في بورصة القيم المنقولة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور- الجلفة-، المجلد العاشر، العدد الثالث، سنة2017، ص248-260.
- سميرة بوفامة، أي ضمان لحقوق الدفاع والمبادئ الدستورية في مواجهة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية؟، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري- قسنطينة-، المجلد28، العدد3، ديسمبر2017، ص295-313.
- سميرة لطرش، دور شركات رأس المال الاستثماري في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة شركة الجزائر استثمار، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة قسنطينة2، المجلد6، العدد1، جويلية2020، ص76-97.
- سهام صديق، مظاهر استقلالية السلطات الإدارية المستقلة في الجزائر، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، معهد العلوم القانونية والإدارية، جامعة تيسمسيلت، المجلد2، العدد2، ديسمبر2017.
- سهيلة بن عمران، مدى مشروعية السلطة القمعية المخولة للسلطات الإدارية المستقلة، مجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة خنشلة، مجلد7، العدد2، جوان2020، ص193-206.
- سي الطيب محمد أمين، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في القانون الجزائري، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي تيسمسيلت، المجلد2، العدد2، ديسمبر2017، ص331-341.
- شافية جلاب، الجرائم الماسة بشفافية المعلومة في البورصة وفق التشريع الجزائري، المجلة الأكاديمية للبحوث القانونية والسياسية، جامعة عمار تلجي- الأغواط-، المجلد2، العدد1، سنة2018.
- شافية كتاف، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف-، المجلد14، العدد14، سنة2014، ص314-325.

## قائمة المصادر والمراجع

- شوقي جباري، مصطفى قمان، السوق المالية البديلة كآلية فعّالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- مع الإشارة إلى حالة الجزائر-، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر، المجلد3، العدد1، جانفي2014، ص101- 118.
- صورية شواحي، ناصر المهدي، دور سوق الأوراق المالية في جذب الادخار- واقع وآفاق بورصة الجزائر-، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد8، العدد2، سنة2017، ص203-212.
- عبد العزيز بوخرص، صبرينة بوعمار، المسؤولية التضامنية في شركة المساهمة، مجلة أبحاث قانونية وسياسية، جامعة جيجل- محمد الصديق بن يحي-، المجلد7، العدد1، جوان2022، ص690- 707.
- عبد المجيد قادري، دور المقاصة في انقضاء الالتزام، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة باجي مختار عنابة، المجلد17، العدد28، سنة2011، ص130- 150.
- عبد الناصر طلب الزيود، محمد خير سليم أبوزيد، أثر الانترنت في الأسواق المالية" دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد23، العدد الأول، سنة2007، ص73- 97.
- عبد الهادي بن زيطة، نطاق اختصاص السلطات الإدارية المستقلة دراسة حالة لجنة تنظيم عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات السلكية واللاسلكية، مجلة دراسات قانونية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، المجلد1، العدد1، السنة2008، ص21- 48.
- عمر حططاش، سلطات الضبط المستقلة ظاهرة قانونية جديدة لضبط السوق صلاحيتها القمعية والغير قمعية نموذج للعقوبات الإدارية، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، جامعة مسيلة، المجلد الثاني، العدد8، ديسمبر2017، ص688- 708.
- عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، مجلد 9، عدد2، جوان2017، ص49- 57.

## قائمة المصادر والمراجع

- غنية بوربيعة، بشير كشرود ، نحو إدراج الصكوك الإسلامية لإعادة تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر - قراءة في التجربة الماليزية-، مجلة المؤسسة، جامعة الجزائر 3، المجلد9، العدد1، سنة2020، ص409- 423.
- فاطمة الزهراء بدي، الوظيفة التنظيمية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ودورها في ضبط السوق المالي، مجلة نوميروس الأكاديمية، المركز الجامعي لمغنية، المجلد1، العدد2، جوان2020، ص176- 195.
- فايزة بوشناف، نعيمة بارك ، وهيبة بن داودية ، الصكوك الإسلامية كبدائل لتمويل العجز الموازي في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، المجلد17، العدد2، سنة2021، ص251- 268.
- فخر الدين حداد، علي بالموشي، أثر الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية- دراسة استشرافية للسوق المالية الجزائرية-، مجلة المعيار، جامعة العلوم الإسلامية الأمير عبد القادر قسنطينة، المجلد 26، العدد1، سنة 2022، ص79- 116.
- فريد زقموط، دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في ترقية الاستثمار في المجال البورصي، المجلة الأكاديمية للبحوث القانونية، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، المجلد5، العدد1، سنة 2014، ص287- 303.
- فيروز حدادة، مفهوم شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية والاقتصادية، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، المجلد56، العدد2، سنة2019، ص122- 146.
- قمان مصطفى، سالمى ياسين، صناديق الاستثمار الأخلاقية كآلية لتنشيط الأسواق المالية النامية، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، جامعة فرحات عباس -سطيف- ، المجلد1، العدد2، ديسمبر 2011، ص172- 190.
- كريمة بوطابت، الطبيعة القانونية للسلطات الإدارية المستقلة في الجزائر والأنظمة المقارنة، مجلة العلوم القانونية والسياسية، جامعة الوادي، المجلد10، العدد01، سنة2019، ص1150- 1177.
- لافي درادكة، وليث الشيخ، مسؤولية الوسيط المالي في بورصة الأوراق المالية، مجلة أبحاث اليرموك " سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، جامعة اليرموك- الأردن-، المجلد 27، العدد 2، سنة2011، ص1436- 1451.

## قائمة المصادر والمراجع

- لخضر زرارة، علي سعودي، سلطات الضبط الاقتصادي ومهامها، مجلة الدراسات القانونية والسياسية، جامعة عمار تلجي - الأغواط- المجلد3، العدد2، جوان 2017، ص24- 39.
- لعور ريم رفيعة، الإطار القانوني لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، جامعة المسيلة، المجلد5، العدد1، سنة2020، ص303- 321.
- محمد الهلالي مبارك عبد القادر ، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق أهداف التنمية المستدامة- تجربة السودان- ، مجلة الحكمة للدراسات الاجتماعية، مركز الحكمة للبحوث والدراسات- الجزائر-، المجلد9، العدد1، سنة2021، ص95- 115 .
- محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات وخدمات التعلم ، المجلد6، العدد2، سنة2006، ص25- 44.
- محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، جامعة محمد خيدر - بسكرة-، المجلد4، العدد1، ديسمبر2016، ص201- 232.
- محفوظ جبار ، سامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة فرنسا، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، جامعة فرحات عباس سطيف، المجلد2، العدد1، سنة2016، ص27- 53.
- مسعود صدوقي، خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة- نموذج بورصة النيل المصرية وبورصة ألتز نكست الفرنسي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، المجلد 4، العدد1، سنة2011، ص01- 40.
- مصطفى عوادي، منير عوادي، أساسيات حول بورصة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية، جامعة بن يوسف بن خدة الجزائر، المجلد59، العدد2، سنة2022، ص573- 592.
- مصطفى فواوي آمال فراح ، عيسى نجاة، فعالية التداول الإلكتروني في تحسين مؤشرات كفاءة الأوراق المالية العربية (دراسة حالة سوق فلسطين للأوراق المالية)، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، المجلد12، العدد 2، ماي2018، ص281- 294.

## قائمة المصادر والمراجع

- مكاوي الحبيب، كريمة بابا حامد ، البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة مسيلة، المجلد 1 ، العدد2، سبتمبر2017، ص196-210.
- ملاك سلوى، بوخاري لحو، المتطلبات القانونية والتنظيمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في الجزائر، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، جامعة المسيلة، المجلد6، العدد1، سنة2021، ص261-282.
- ملاك سلوى، بوخاري لحو، تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في الجزائر في ظل نظام الصيرفة الإسلامية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، جامعة مسيلة، المجلد6، العدد1، سنة2021، ص159-179 .
- مليكة صديقي، عبد القادر بسبع، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (الأسواق المالية البديلة): التجارب الدولية والعربية، مجلة إدارة، المدرسة الوطنية للإدارة- حيدرة- الجزائر، المجلد 23، العدد2، سنة2016، ص07-34.
- منية شوايدية، تأسيس الشركات التجارية في التجارية في التشريع الجزائري، بين الطابع التعاقدية والنظامي، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، المجلد12، العدد2، سنة 2020، ص327-335.
- نادية بلعباس، علاقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالسلطات التقليدية للدولة ( السلطة التنفيذية والسلطة القضائية)، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، جامعة المسيلة، المجلد3، العدد3، سبتمبر2018، ص296-330.
- نصيرة تواتي، الالتزام بالإعلام آلية لضمان مبدأ الشفافية في بورصة الأوراق المالية الجزائرية، حوليات جامعة الجزائر، جامعة بن يوسف بن خدة- الجزائر-، المجلد34، العدد4، سنة2020، ص60-72.
- نصيرة تواتي، عن خصوصية ضبط المجال المالي في القانون الجزائري: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نموذجا، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، جامعة عبد الرحمن ميرة- بجاية-، المجلد11، العدد4، سنة2020، ص186-201.
- نعيمة حدادي، خصوصية السلطة العقابية للسلطات الإدارية المستقلة، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، جامعة عبد الرحمن ميرة بجاية، المجلد12، العدد02، سنة2021، ص234-262.



## قائمة المصادر والمراجع

- نغم حسين نعمة، هبة مهدي صالح، التداول الالكتروني في سوق العراق للأوراق المالية الواقع والطموح، مجلة أريد الدولية للعلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة العراق، المجلد الثاني، العدد الخاص، سنة 2020، ص 166- 197.
- نوارة حمليل، جنحة استغلال معلومات امتيازية في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري - تيزي وزو، -، المجلد 2، العدد 2، سنة 2007، ص 11- 160.
- نوارة حمليل، بورصة القيم المنقولة مجال حيوي للاستثمار، مجلة السياسة العالمية، جامعة امحمد بوقرة- بومرداس-، المجلد 1، العدد 2، ديسمبر 2017، ص 72- 97.
- نوارة حمليل، في دستورية السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مجلة المحكمة الدستورية، المجلس الدستوري، مجلد 9، العدد 1، سنة 2021، ص 51- 82.
- نوال ايرابن، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كآلية لتفعيل السوق المالية، مجلة دفاتر البحوث العالمية، المركز الجامعي بتيبازة، المجلد 2، العدد 2، السنة 2014، ص 109- 126.
- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين-، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، مجلد 9، عدد 9، سنة 2011، ص 253- 264.
- نوال بن لكحل، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 6، العدد 2، سنة 2015، ص 151- 168.
- نور الدين كروش ، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة بورصة الجزائر، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، المجلد 6، العدد 1، جانفي 2014، ص 60- 67.
- نور الدين كروش ، مريم سرارمة ، علي جلابة ، واقع تمويل السوق المالي الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية ، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي تيسمسيلت، المجلد 2، العدد 1، مارس 2018، ص 90- 103.
- هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين، نظام التداول الالكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية- دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 22، العدد 92، سنة 2016، ص 251- 265.

## قائمة المصادر والمراجع

- وفاء أحمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية- بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي-، مجلة الأستاذ، كلية التربية للعلوم الإنسانية جامعة بغداد، المجلد 2012، العدد 201، يناير 2012، ص 833- 847.
- وهيبة بوتيرة، دور البنوك في تطوير السوق المالية الجزائرية للفترة 2004-2013، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة بليدة2، مجلد6، العدد1، سنة2015، ص 9- 26.
- يوسف تبزي، الصكوك الإسلامية، مخاطرها وآليات معالجتها، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 6، العدد2، سنة2015، ص 317- 330.
- يسمينة ريحاني، بورصة القيم المنقولة آلية لتمويل المؤسسات الاقتصادية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية والاقتصادية، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، المجلد57، العدد02، سنة2020، ص 346-362.

### رابعاً: المداخلات

- براحلية بدر الدين، مداخلة بعنوان: إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية بعنوان: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية بتاريخ 8 و9 ديسمبر 2013، بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر.
- عصام نجاح، مداخلة بعنوان: السلطات الإدارية المستقلة في فرنسا، الملتقى وطني حول " السلطات الإدارية المستقلة في الجزائر"، المنظم من طرف كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945-قالمة-، بتاريخ 13-14 نوفمبر 2012.
- غرداين حسام، حفوطة الأمير عبد القادر، شبورو سليم، مداخلة بعنوان: آليات دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الوطني حول: إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الشهيد حمة لخضر- الوادي- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بتاريخ 6/7 ديسمبر 2017.
- منية شوايدية، آسيا عيادي، الإطار القانوني لإدراج الشركات المصدرة للقيم المنقولة في البورصة، مداخلة في ملتقى دولي الموسوم بـ " الشركات التجارية، الحوكمة، قطاع الأعمال"، جامعة بوشعيب بلحاج- عين تيموشنت-، بتاريخ 22 أكتوبر 2022

## قائمة المصادر والمراجع

### خامسا: المواقع الالكترونية.

- إيمان كيموش، صناديق الاستثمار بصكوك إسلامية للجزائريين قريبا، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني لقناة الشروق: <http://www.echoroukonline.com> ، بتاريخ 04-12-2022، على الساعة 13 و47د.
- إذاعة الجزائر، بورصة الجزائر: إطلاق أرضية جديدة للتداول الالكتروني قريبا، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني: <https://www.radioalgerie.dz> ، بتاريخ 2-03-2020، على الساعة 12 و30دقيقة.
- بدون مؤلف، دليل المستثمر لبورصة باريس- يورونكست باريس، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني: <https://www.lopratedforexbokers.com> ، بتاريخ 10-10-2021، على الساعة 1 و30 دقيقة.
- بورصة عمان، تعليمات إدراج صكوك التمويل الإسلامي في بورصة عمان، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني: [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo) ، بتاريخ: 5-9-2021، على الساعة 17:30.
- بدون مؤلف، بورصة الجزائر تطلق "أسهم" مطابقة للتعاملات الإسلامية قريبا، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني: [www.elhayatarabia.net](http://www.elhayatarabia.net) ، بتاريخ: 30-04-2021، على الساعة 15:00.
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عبر الموقع الالكتروني لبورصة الجزائر: <https://www.sgbv.com> ، ص 15، بتاريخ 29-10-2021 ، على الساعة 15:30.
- موقع بورصة تونس، <http://www.bvmt.com.Tn> ، تمّ الإطلاع بتاريخ 14-11-2021 ، على الساعة 1 و53د.
- دليل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سنة 2010، ص 2، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني: <https://www.cosob.org> ، بتاريخ 08-02-2022، على الساعة 14 و30د.
- دليل القيم المنقولة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سنة 2004، ص 8، منشور عبر الموقع الالكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها <https://www.cosob.org> ، بتاريخ 22-12-2022، على الساعة 12 و30د.
- الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، هيئة الأسواق المالية للمملكة العربية السعودية، ص 18، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني <http://www.cma.org.sa> ، بتاريخ 21/02/2022، على الساعة 13 و30د.

## قائمة المصادر والمراجع

- موقع بورصة الأسهم السعودية والعملات الفوركس، مخاطر الأسهم، <http://www.bursaa.com> ، بتاريخ 2022/02/21، على الساعة 13 و 00د.
- سلطة ضبط السوق المالي cosob، أسئلة متكررة، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني <https://www.cosob.org> ، بتاريخ 2022-12-25 على الساعة 14 و 30د.
- بورصة تونس، حماية المستثمر، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني: <http://www.bvmt.com> ، بتاريخ 2022-12-25، على الساعة 13 و 50د.
- موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، [http //www.cosob.org](http://www.cosob.org) ، تمّ الإطلاع بتاريخ 2021/12/26، على الساعة 12 و 30 دقيقة.
- الموقع الالكتروني لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> تمّ التصفح بتاريخ 2022-06-18 على الساعة 18 و 30د.
- موقع سلطة ضبط السوق المالي <https://www.COSOB>، تمّ التصفح بتاريخ 2022/07/04 على الساعة 10 و 15 دقيقة.
- موقع الجزائر للتسوية <https://www.algerieclearing.dz> ، تمّ التصفح بتاريخ 2022/07/04 على الساعة 11 و 30 دقيقة.
- شركة مصر للمقاصة والإيداع المركزي، تمّ التصفح عبر الموقع الالكتروني: <https://www.mcsd.com.eg> ، بتاريخ 3023/02/30 على الساعة 11 و 30د.

### سادسا: المطبوعات

- عصام نجاح، محاضرات قانون الضبط الاقتصادي والمنافسة ( غير منشورة)، أقيمت على طلبه الدكتوراه سنة أولى تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة 8ماي 1945، سنة 2019-2020.
- منية شوايدية، محاضرات في مقياس النظام القانوني لبورصة القيم المنقولة في الجزائر، السنة أولى ماستر (تخصص قانون أعمال)، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة 08ماي 1945- قالمة-، سنة 2019-2020، منشورة بالموقع الالكتروني [elearning.univ-guelma.dz](http://elearning.univ-guelma.dz).
- منية شوايدية، محاضرات في مقياس الشركات التجارية ، أقيمت على طلبه سنة ثالثة قانون خاص، سنة 2020-2021، منشورة بالموقع الالكتروني <http://dispace.univ-guelma.dz>

## قائمة المصادر والمراجع

سابعاً: المقابلات.

- مقابلة مع السيد بطوش بلقاسم، نائب مدير بورصة الجزائر للدراسات، في مقر بورصة الجزائر، بتاريخ 28 ديسمبر 2022، على الساعة 10 و30 د .
  - مقابلة مع السيد بولحدور نيزام، مستشار تقني، بمقر بورصة الجزائر (شركة تسيير بورصة الجزائر)، بتاريخ 28-12-2022، على الساعة 10:00.
- المصادر والمراجع باللغة الأجنبية:

### 1- Instruction et Décision :

- Décision N°01-98 relatives aux procédures d'introduction de valeurs mobilières eu bourse et de diffusion de l'information, modifiée et complétée par la décision N°05-99.
- Décision N°02-98 portant règle de gestion des séance de négociation à la bourse de valeurs modifiée et complétée par la décision N°06-99, puis par la décision N°10-02, puis par la décision N°01-18 .
- Décision N° 01-99,fixant le montant des frais et de maintien d'un titre à la cote et des autres frais Spécifiques.
- Décision N°08-99 portant les condition générales d'intervention des IOB dans le cadre d'un contrat de liquidité.
- Instruction COSOB N° 03-01 du 21 Décembre 2003, Fixant les modalités d'habitation des teneurs de comptes- conservateurs de titres.
- Instruction COSOB N° 03-02 du 21 Décombres 2003 Portant cahier des charges du teneur de compte- conservateur de titres.
- Instruction COSOB N° 03-03 du 21 Décombres 2003 Relative au modèle de Convention d'ouverture de Compte conclue entre les teneur de compte- conservateurs habilités et leurs clients.
- Décision SGBV N°02/2012, règles de négociation des titre de capital cotés au niveau du Marché des PME de la bourse d'Alger.
- Instruction COSOB N°01-2013 du 9 juin2013 relative ou conditions et procédure d'inxription des promoteurs en bourse consulté le21/09/2021 à18:34.
- Instruction COSOB n°02/2013 du9 juin2013 relative au modèle de convention conclue entre les sociétés candidates à l'admission sur le compartiment PME et les promoteurs ou Bourse.
- Instruction de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse(COSOB)16-01 du 24février2016 relative aux condition de qualification que doivent remplir le dirigeant assumant la direction générale de l'Intermédiaire en Opérations de Bourse –société commerciale et le

## قائمة المصادر والمراجع

---

responsable de la structure « Intermédiaire en Opérations de Bourse » au sein des banques et des établissements financiers. [www.cosob.org](http://www.cosob.org). Consulté le 23/03/2020 à 11h30

- Instruction COSOB n°16-03 du 18 Avril 2016 fixant les éléments constituant le dossier joint à la demande d'agrément en qualité d'intermédiaire en opérations de Bourse. [www.cosob.org](http://www.cosob.org). Consulté le 24/04/2020 à 10h30.
- Instruction de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) n°16-04 du 18 décembre 2016 portant sur les fonctions et les conditions de qualification et d'inscription du responsable de la conformité. [www.cosob.org](http://www.cosob.org). Consulté le 25/04/2020 à 12h00.

### 2- Ouvrages:

- Avenel jean\_ David, l'essentiel des marchés financiers aux Etats\_ unis, Editions Gualino, paris, 2011, p80.
- GUIRAMANS France, Droit des sociétés, 4ème édition dunod , paris , 2011 .
- Jean- François Faustinelli, 2h pour découvrir la bourse quand on n'y connaît rien, Copyright, 2010.
- Nicolas Danglade, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, 6 édition, Bréal, 2018.
- Paul-jacques Lehmann, Bourse et Marchés Financiers, 3 édition , Dunod, Paris, 2008
- Sandy Campart Jean- marc moulin, L'introduction en bourse, édition afnor, 2015.
- Zouaimia Rachid, "les autorités administratives indépendantes et la régulation économique", en Alger, 2005.

### 3- thèse:

- Fatiha Atmani, la protection de l'investissement dans la bourse des valeurs mobilières, thèse de doctorat , faculté :droit et sciences politiques, université Abderrahmane mira de Bejaia, année universitaire 2021-2022.
  - Hamid Hamidi, "Transfert de technologie et développement. Application du concept de dépendance dans le cas algérien", Thèse Doctorat d'etat en droit, université Parise , panthéon.sorbonne, septembre 1992.
- 3- Teyssier David, la régulation des marché financiers, Thèse de doctorat en droit, université de paris, panthéon Sorbonne, 2008.

### 4- Articles:

- Allen Franklin, James Mcandrews, Philips Strahan, "E- Finance: An introduction", journal of Financial services Research, vol 22, N°1, October2001, pp5-27.
- Brad M. Barber an Terrance Odem, " the Internet and the investor", journal of economic perspective, vol 15.N° 01. 2001, pp41-54.
- Dabin Véon, " Dématérialisation circulation scripture des valeurs mobilières dans le cadre des marchés financiers", Revue internationale du droit économique, N°3, 1997, pp291-317.
- Fadoua Anairi, Saïd Radi, Sources de Financement des Petites et Moyennes entreprises ( PME) et Contraintes de survie, European scientifique journal, Vol 13, N°25, septembre 2017, pp318- 338.
- Peltier Frédéric, "Le risque hégémonique de la protection de l'épargne dans la fusion cob-cmf", Revue de droit bancaire et financier, N° o3, 2003, pp184-185.
- Rachid khelloufi, les institutions de régulation en droit algérien, Revue Idara , école nationale d'administration -Hydra- Algérie , Vol 14, N°2, 2004, pp69-121.
- Rachid Zouaimia, Les Autorités administratives indépendantes et la régulation économique, Revue Idara, Ecole nationale d'administration- Hydra- Algérie , vo 14, N°2, 2004, pp5-50.
- Rachid Zouaimia, " les fonction répressives des autorités administrative indépendante statuant en matière économique, Revue Idara, Ecole national d'administration- Hydra- Algérie, , vol 14, N°2, 2004, pp123-165.
- Rachid Zouaimia, "de L'Etat interventionniste à l'etat, l'exemple Algérien", Revue critique de droit et sciences politiques, université mouloud maamri de tizi ouzou, vol 3, N°1, 2008, pp 7-41.
- S.A, Bourse des crédits ,Gendarme de la bourse, <https://www.boursedescredits.com>, consulté le 19/06/2021 à12h30m.
- S. A, le gendarme de la bourse prend des mesures fortes pour limiter les stress des marchés, [https://www. la tribune . fr](https://www.la tribune . fr), consulté le 29/06/2021 à 11h10m.
- S. A, La sec, le gendarme de la bourse américaine, Veut adapter la régulation des marchés financiers à l'ère numérique, <https://latribue.fr>, consulté le 29/06/2021 à18h15m
- S.A, historiques de la bourse, <https://www.la finance pour tous.com>, consulté le 16/03/2023 à 14h30m.
- S.A, création de première bourse, <https://www.citeco.fr>, consulté le 16/03/2023 à15h00m.

## قائمة المصادر والمراجع

---

- S.A, les 10 plus grandes bourses de monde, <https://www.ig.com>, consulté le 16/03/2023 à 15h15m
- S.A, chapitre 12, les dépositaires centraux de titres, mis à jour le 30 septembre 2020, <https://publications.banques-france.fr>, consulté le 30/03/2023, à 13h00m.
- S.A, Dépositaire central, <https://epargne.ooreka.fr>, consulté le 30/03/2023, à 12h30m.



---

# فهرس المحتويات

---

## فهرس المحتويات

### فهرس المحتويات

- 1.....مقدمة:
- الباب الأول: تنشيط المتدخلين للسوق المالي: الإطار القانوني لنشاط المتدخلين في بورصة القيم المنقولة.....11
- 12.....الفصل الأول: دور الوسيط في عمليات البورصة في تنشيط السوق المالي
- 14.....المبحث الأول: المركز القانوني للوسيط في السوق الرئيسية
- 15.....المطلب الأول: أشكال ممارسة مهنة الوساطة المالية
- 16.....الفرع الأول: الشركات التجارية الممارسة لمهنة الوساطة في عمليات البورصة
- 17.....أولاً: شروط اعتماد شركة الوساطة المالية
- 20.....ثانياً: مكانة الشركات التجارية في السوق المالي
- 22.....الفرع الثاني: ممارسة البنوك والمؤسسات المالية مهنة الوساطة في عمليات البورصة
- أولاً: شروط منح الاعتماد للبنوك والمؤسسات المالية من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.....23
- 25.....ثانياً: دور البنوك في تنشيط السوق المالي
- 25.....أ- دور البنوك التقليدية في تنشيط السوق المالي:
- 27.....ب- دور البنوك الالكترونية في تنشيط السوق المالي:
- 27.....1- مفهوم البنوك الالكترونية:
- 28.....2- تمييز البنوك الالكترونية عن البنوك التقليدية:
- 29.....3- الأحكام القانونية المتعلقة بالبنوك الالكترونية:
- 31.....ج- دور البنوك الإسلامية في تنشيط السوق المالي:
- 31.....1- مفهوم البنوك الإسلامية:
- 32.....2- ممارسة البنوك الإسلامية مهنة الوساطة المالية في البورصة:
- 33.....المطلب الثاني: نظام تداول القيم المنقولة في البورصة
- 34.....الفرع الأول: دور الوسيط في تداول القيم المنقولة في البورصة
- 34.....أولاً- تحديد التسعيرة في البورصة:

## فهرس المحتويات

34	أ- التسعيرة بالتثبیت:
35	ب- التسعیر بالتواصل:
35	ثانيا: تنفيذ الأوامر:
36	أ- شروط تنفيذ أوامر البورصة:
37	1- الشروط المتعلقة بالحدود:
38	2- الشروط المتعلقة بمدة الصلاحية:
38	3- الشروط المتعلقة بالأجوبة الجزئية:
39	ب- كيفية إرسال أوامر البورصة:
40	الفرع الثاني: مساهمة التداول الإلكتروني للقيم المنقولة في تطوير السوق المالي
40	أولاً- مفهوم نظام التداول الإلكتروني:
44	ثانيا- مزايا ومخاطر التداول الإلكتروني:
46	ثالثاً- قواعد التداول الإلكتروني للقيم المنقولة.
48	رابعاً: أثر استخدام نظام التداول الإلكتروني على الوساطة المالية.
49	الفرع الثالث: كيفية تداول الصكوك المالية الإسلامية في البورصة
49	أولاً- مفهوم الصكوك المالية الإسلامية:
49	أ- تعريف الصكوك الإسلامية:
51	ب- خصائص الصكوك المالية الإسلامية:
52	ج- مقارنة بين الصكوك المالية الإسلامية والقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة:
53	1- الصكوك المالية الإسلامية تستوعب الأسهم:
54	2- الصكوك الإسلامية تستوعب السندات:
56	د- أنواع الصكوك المالية الإسلامية:
56	1 - الصكوك المصدرة بغرض التمويل:
59	2- الصكوك المصدرة بغرض الاستثمار:
60	هـ- أهداف وأهمية الصكوك المالية الإسلامية:
60	1- أهمية الصكوك المالية الإسلامية:
61	2- الهدف من التعامل بالصكوك المالية الإسلامية:

## فهرس المحتويات

- ثانيا- أسس وقواعد تداول الصكوك المالية الإسلامية: 61.....
- أ- تداول الأموال مقصد شرعي: 62.....
- ب- المبادئ الشرعية صالحة لإنتاج أدوات مالية: 63.....
- ج- تحريم الربا والغرر والمغامرة: 63.....
- د- منع الاحتكار والمضاربة: 63.....
- هـ- الإفصاح عن قواعد توزيع العائد: 64.....
- ثالثا- مساهمة الصكوك المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالي: 64.....
- المبحث الثاني: المركز القانوني للوسيط المالي في السوق الثانوية على ضوء تعديل سنة 2012.. 68..
- المطلب الأول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة 69.....
- الفرع الأول: نشأة السوق المالية الثانوية 72.....
- أولاً: نشأة السوق المالية الثانوية في بعض الدول الأجنبية 72.....
- ثانيا- نشأة السوق المالية الثانوية في بعض الدول العربية: 74.....
- الفرع الثاني: الضوابط القانونية لإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق الثانوية. 76.....
- المطلب الثاني: دور الوسيط في عمليات البورصة كراعي رسمي في السوق الثانوية 81.....
- الفرع الأول: الضوابط القانونية للراعي الرسمي في السوق الثانوية 83.....
- أولاً: شروط وإجراءات تسجيل الراعي في السوق الثانوية 83.....
- ثانيا: إبرام اتفاقية بين المؤسسة الصغيرة والمتوسطة والراعي الرسمي في السوق الثانوية 84.....
- الفرع الثاني: تداول الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة 86.....
- الفصل الثاني: مدى مساهمة المستثمرين في تنشيط السوق المالي 89.....
- المبحث الأول: المركز القانوني للمستثمرين في البورصة 90.....
- المطلب الأول: أصناف المستثمرين في البورصة 90.....
- الفرع الأول: الأشخاص المؤهلين للاستثمار في البورصة 90.....
- أولاً- أنواع المستثمرين في البورصة: 91.....
- ثانيا- مبادئ الاستثمار في البورصة: 92.....
- الفرع الثاني: محل الاستثمار في بورصة القيم المنقولة. 93.....

## فهرس المحتويات

أولاً- القيم المنقولة في ظل نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة:	95
أ- الأسهم:	96
1 - خصائص الأسهم:	96
2- أنواع الأسهم:	98
ب- السندات:	101
1- خصائص السندات:	102
2- كيفية إصدار السندات:	103
3 - آثار إصدار السندات:	103
4- أنواع السندات:	104
ج- القيم الصادرة عن الخزينة العمومية:	106
1- قيم الخزينة:	106
2- سندات الخزينة:	106
ثانياً- القيم المنقولة في ظل نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 12-01 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة:	107
أ- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:	108
ب- سندات الاستحقاق:	110
ج- سندات المساهمة:	112
د- شهادات الاستثمار:	114
المطلب الثاني: مدى فاعلية الاستثمار في القيم المنقولة.	116
الفرع الأول: فوائد الاستثمار في القيم المنقولة.	116
أولاً: فوائد الاستثمار بالنسبة للمستثمر.	116
أ- فوائد الاستثمار في الأسهم العادية:	117
1- الحق في توزيعات أرباح الشركة:	117
2- زيادة المدخرات تحسين الدخل:	118
ب- فوائد الاستثمار في الأسهم الممتازة:	118

## فهرس المحتويات

119.....	ج- فوائد الاستثمار في السندات:
120.....	ثانيا: فوائد الاستثمار بالنسبة للشركة المصدرة للقيم المنقولة.
120.....	أ- الامتيازات الضريبية:
122.....	ب- ارتفاع درجة السيولة:
123.....	ثالثا: فوائد الاستثمار بالنسبة للاقتصاد الوطني (الدولة):
123.....	أ- توسيع قاعدة الملكية الشعبية:
124.....	ب- مصدر من مصادر التمويل:
124.....	الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في القيم المنقولة
124.....	أولا: أنواع مخاطر الاستثمار.
125.....	أ- المخاطر المنتظمة:
125.....	ب- المخاطر غير المنتظمة:
125.....	ج- مخاطر الاستثمار المتعلقة بالأسهم.
126.....	1- مخاطر السوق:
126.....	2- مخاطر الإدارة:
127.....	3- مخاطر الأعمال:
127.....	د- مخاطر الاستثمار في السندات.
127.....	1- مخاطر سعر الفائدة:
128.....	2- مخاطر السيولة:
128.....	3- مخاطر التضخم:
128.....	ثانيا- حماية المستثمرين من مخاطر الاستثمار.
131.....	المبحث الثاني: الآليات القانونية للاستثمار في بورصة القيم المنقولة.
131.....	المطلب الأول: الإطار القانوني لشركة الرأسمال الاستثماري.
131.....	الفرع الأول: ماهية شركة الرأسمال الاستثماري.
133.....	أولا: شروط تأسيس شركة الرأسمال الاستثماري.
133.....	أ- الشكل القانوني لشركة رأس المال الاستثماري:
135.....	ب- الشروط المتعلقة بالحد الأدنى لرأسمال شركات رأس المال الاستثماري:

## فهرس المحتويات

137.....	ثانيا: شروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري.
137.....	أ- شروط منح الرخصة للشركة لممارسة نشاطها الاستثماري:
140.....	ب- الشروط المتعلقة بالمسيرين والمؤسسين:
142.....	الفرع الثاني: مجال ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري
143.....	أولا: تمويل المؤسسات عن طريق شركة رأس المال الاستثماري.
143.....	أ- التدخل عن طريق رأس مال المخاطرة:
144.....	ب- التدخل عن طريق رأسمال النمو:
144.....	ج- التدخل عن طريق رأسمال التحويل:
145.....	د- التدخل عن طريق استرجاع مساهمات و/أو حصص يحوزها صاحب رأسمال استثماري آخر:
148.....	ثانيا: ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار.
148.....	أ- مفهوم صناديق الاستثمار:
150.....	ب- شروط ممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار:
151.....	1- الأشخاص المؤهلين لتسيير شركة صناديق الاستثمار:
153.....	2- الشروط المتعلقة بالتنظيم والوسائل التقنية والمالية والمهارات الفنية:
154.....	3- الشروط المتعلقة بالقواعد الأخلاقية الملزمة لشركة تسيير صناديق الاستثمار:
157.....	المطلب الثاني: الإطار القانوني لهيئات التوظيف الجماعي
158.....	الفرع الأول: الاستثمار عن طريق شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير
158.....	أولا: الضوابط القانونية لشركات الاستثمار ذات رأس مال متغير.
158.....	أ- قواعد تأسيس شركة رأس مال المتغير:
159.....	1- شكل شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير:
160.....	2- شروط منح الاعتماد لشركة الاستثمار ذات رأس مال متغير:
163.....	ب- قواعد تسيير شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير.
165.....	ثانيا: أهمية استثمار القيم المنقولة عن طريق شركة رأس مال متغير.
165.....	أ- خصوصية شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير:
167.....	ب- دور شركات الاستثمار في تنشيط السوق المالي:
168.....	1- مفهوم حافظة القيم المنقولة:

## فهرس المحتويات

169.....	2- تكوين محفظة القيم المنقولة:
171.....	الفرع الثاني: الاستثمار عن طريق الصناديق المشتركة للتوظيف.
172.....	أولاً: الضوابط القانونية لتأسيس الصناديق المشتركة للتوظيف.
173.....	أ- شروط تأسيس صناديق التوظيف المشتركة:
173.....	ب- إجراءات تأسيس صناديق التوظيف المشتركة:
174.....	1- إعداد مشروع نظام الصندوق المشترك للتوظيف:
175.....	2- إيداع طلب منح الاعتماد لمشروع نظام الصندوق المشترك للتوظيف:
176.....	ثانياً: الضوابط القانونية لتسيير صناديق المشتركة للتوظيف
176.....	أ- الشروط المتعلقة بمسير الصندوق المشترك للتوظيف:
178.....	ب- الإطار القانوني للمؤسسة المؤتمنة:
179.....	1- المهمة الرقابية:
180.....	2- المهمة التنفيذية:
181.....	خاتمة الباب الأول:
	الفصل الأول: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: مدى احتكار اللجنة لسلطة ضبط السوق
186.....	المالي؟
	المبحث الأول: التكريس القانوني لدور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في ضبط السوق المالي
187.....	
187.....	المطلب الأول: مدى اعتبار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سلطة إدارية مستقلة
187.....	الفرع الأول: ماهية السلطات الإدارية المستقلة
188.....	أولاً: نشأة وتطور السلطات الإدارية المستقلة.
188.....	أ- السلطات الإدارية المستقلة في التشريع المقارن:
188.....	1 - النموذج الأمريكي:
189.....	2 - النموذج البريطاني:
190.....	3- النموذج الفرنسي:
191.....	ب- السلطات الإدارية المستقلة في التشريع الجزائري:
194.....	ثانياً: تحديد مفهوم السلطات الإدارية المستقلة.



## فهرس المحتويات

195.....	أ- تمتع السلطات الإدارية بالسلطة ( معيار السلطة):
197.....	ب- تمتع السلطات الإدارية بالاستقلالية ( معيار الاستقلالية):
198.....	ج- تمتع السلطات الإدارية بالطابع الإداري ( معيار الطابع الإداري):
199.....	الفرع الثاني: أساس اعتبار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سلطة إدارية مستقلة
199.....	أولاً: معايير تحديد الطابع الإداري للجنة.
199.....	أ- تحديد الطابع الإداري للجنة من خلال التشكيلة:
200.....	1- تعيين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:
201.....	2- تعيين أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:
203.....	ب- معيار الطعن في قرارات اللجنة:
205.....	ثانياً: تحديد مدى استقلالية اللجنة.
206.....	أ- حدود استقلالية اللجنة من الناحية العضوية:
206.....	1- نظام التنافي:
207.....	2- الطابع الجماعي للتشكيلة:
207.....	3- تعيين أعضاء اللجنة:
208.....	ب- حدود الاستقلالية من الناحية الوظيفية:
208.....	1- إعداد اللجنة للنظام الداخلي:
208.....	2- الاستقلال المالي للجنة:
210.....	3- استقلالية اللجنة عن السلطة الرئاسية أو الوصائية:
211.....	المطلب الثاني: ممارسة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسلطة ضبط السوق المالي.
211.....	الفرع الأول: ضمان الشفافية وحماية الادخار
212.....	أولاً: التزام الشركات المصدرة للقيم المنقولة بإعلام الجمهور
215.....	أ- المذكرة الإعلامية:
217.....	ب- البيان الإعلامي:
218.....	ج- تقديم التقارير السنوية والسادسية:
218.....	1- التقارير السنوية:
220.....	2- التقارير السادسة:

## فهرس المحتويات

221.....	ثانيا: الجزاء المترتب عن الإخلال بالالتزام بالإعلام.
221.....	أ- الجرائم التي تمس المعلومات:
221.....	1- جريمة نشر معلومات خاطئة أو مغالطة:
222.....	2- جريمة استغلال معلومات امتيازية:
227.....	ب- العقوبة المقررة للإخلال بالالتزام بالإعلام:
228.....	الفرع الثاني: دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في تسيير السوق المالي.
228.....	أولا: منح الاعتماد للوسطاء في عمليات البورصة.
228.....	أ- إيداع ملف الاعتماد لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:
229.....	ب- دراسة اللجنة للملف و إصدار القرار:
229.....	1- الموافقة على منح الاعتماد:
231.....	2- رفض منح الاعتماد:
231.....	3- تعديل الاعتماد:
232.....	ثانيا: اعتماد القوانين الأساسية ومشاريع الأنظمة لهيئات التوظيف الجماعي.
232.....	ثالثا: قبول القيم المنقولة في البورصة.
233.....	رابعا: مراقبة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
233.....	خامسا: مراقبة المؤتمن المركزي على السندات.
233.....	سادسا: مراقبة مندوب الحسابات.
	المبحث الثاني: الآليات القانونية الممنوحة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لضبط السوق المالي.
234.....	المطلب الأول: ممارسة لجنة تنظيم عمليات البورصة.
235.....	ومراقبتها السلطة التنظيمية (السلطة القانونية).
235.....	الفرع الأول: الاختصاص التنظيمي للجنة.
235.....	أولا: مدى دستورية ممارسة اللجنة للسلطة التنظيمية؟
238.....	ثانيا: صور ممارسة اللجنة للسلطة التنظيمية.
238.....	أ- الاختصاص التنظيمي العام:
240.....	ب- الاختصاص التنظيمي الفردي:

## فهرس المحتويات

240.....	1- منح التأشيرة:
241.....	2 - منح الاعتماد:
241.....	الفرع الثاني: الاختصاص شبه التنظيمي للجنة.....
242.....	أولاً: إصدار اللجنة للتعليمات.....
242.....	ثانياً: إصدار اللجنة للتوصيات.....
243.....	ثالثاً: إصدار الآراء والاقتراحات من طرف اللجنة.....
243.....	المطلب الثاني: ممارسة اللجنة للسلطات غير التنظيمية: السلطة الرقابية، السلطة التأديبية والتحكيمية
243.....	.....
244.....	الفرع الأول: مدى احتكار اللجنة للسلطة الرقابية؟.....
244.....	أولاً: صور السلطة الرقابية للجنة.....
244.....	أ- ممارسة اللجنة لسلطة التحقيق:
247.....	ب- ممارسة اللجنة لسلطة الأمر:
247.....	1- سلطة الأمر المباشرة:
247.....	2- سلطة الأمر غير المباشرة (الأمر القضائي):.....
249.....	ثانياً: الهيئات المتدخلة في السلطة الرقابية للجنة على السوق المالي.....
249.....	أ- دور اللجنة المصرفية في مراقبة السوق المالي:
251.....	ب- ممارسة مجلس المنافسة سلطة الرقابة على السوق المالي:
252.....	1- مراقبة مدى مساواة المتعاملين في السوق أمام المعلومة:
252.....	2- التعسف الناتج عن وضعية الهيمنة على السوق أو احتكار لها أو على جزء منها:
253.....	الفرع الثاني: ممارسة اللجنة لمهمة الضبط عن طريق السلطة التأديبية.....
254.....	أولاً: أساس منح السلطة التأديبية للجنة ضبط السوق المالي.....
256.....	ثانياً: ما مدى دستورية السلطة التأديبية للجنة؟.....
259.....	ثالثاً: مجال السلطة التأديبية للجنة.....
261.....	رابعاً: العقوبات التي تفرضها الغرفة التأديبية والتحكيمية.....
261.....	أ- العقوبات غير المالية:
261.....	1- الإنذار والتوبيخ:

## فهرس المحتويات

261.....	2- حظر النشاط كله أو جزء منه بصفة مؤقتة أو نهائية:
262.....	3- سحب الاعتماد:
263.....	ب- العقوبات المالية:
265.....	الفرع الثالث: ممارسة اللجنة لمهمة الضبط عن طريق السلطة التحكيمية.
265.....	أولاً: أوجه المقارنة بين التحكيم التقليدي والتحكيم الذي تمارسه سلطات الضبط الاقتصادي.
266.....	أ- من حيث اشتراط إبرام اتفاقية التحكيم:
266.....	ب- من حيث طريقة تعيين المحكمين:
266.....	ج- من حيث تنفيذ قرار التحكيم:
267.....	د- من حيث الاستمرارية:
267.....	هـ- من حيث طرق الطعن في القرار التحكيمي:
267.....	ثانياً: خصوصية السلطة التحكيمية للجنة:
268.....	أ- تشكيلة الغرفة التأديبية والتحكيمية:
269.....	ب- شروط ممارسة الاختصاص التحكيمي للجنة:
269.....	1- الشروط المتعلقة بموضوع النزاع:
270.....	2- الشروط المتعلقة بأطراف النزاع:
271.....	ج- إجراءات ممارسة الاختصاص التحكيمي للجنة:
271.....	1- إخطار الغرفة التأديبية والتحكيمية بالنزاع لقائم:
272.....	2- إصدار القرار التحكيمي:
273.....	الفصل الثاني: مدى مساهمة هيئات التسيير في ضبط السوق المالي.
274.....	المبحث الأول: النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
274.....	المطلب الأول: خصوصية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
274.....	الفرع الأول: الأحكام العامة المشتركة مع شركة المساهمة المنصوص
274.....	عليها ضمن قواعد القانون التجاري.
274.....	أولاً: الطابع النظامي لشركة المساهمة.
275.....	ثانياً: مسؤولية المساهم المحدودة في الشركة.
276.....	الفرع الثاني: الأحكام الخاصة بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

## فهرس المحتويات

276.....	أولاً: تحديد رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
279.....	ثانياً: مدى خضوع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لقاعدة توزيع الأرباح.
281.....	ثالثاً: الجهاز الإداري لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
281.....	أ- مجلس الإدارة:
283.....	ب- لجنة التداول:
284.....	رابعاً: خضوع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للرقابة الخارجية.
284.....	أ- مظاهر رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على الشركة:
285.....	ب- مراقبة الوزير المكلف بالمالية لشركة تسيير البورصة:
286.....	خامساً: طبيعة القرارات الصادرة عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
286.....	أ- إصدار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للقرارات التنظيمية:
287.....	ب- إصدار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للقرارات الفردية:
288.....	المطلب الثاني: مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
289.....	الفرع الأول: التنظيم المادي لمعاملات البورصة.
289.....	أولاً: تسيير نظام التفاوض في البورصة.
290.....	أ- شروط وإجراءات تعيين الأعوان المؤهلين:
291.....	ب- ممارسة نشاط التفاوض:
293.....	ثانياً: تنظيم حصص التسعيرة في البورصة.
294.....	ثالثاً: إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
295.....	رابعاً: تنظيم عملية مقاصة المعاملات في البورصة.
296.....	الفرع الثاني: التنظيم العملي لإدراج القيم المنقولة في البورصة.
297.....	أولاً: شروط قبول الشركات والقيم المنقولة في التسعيرة الرسمية:
297.....	أ- شروط قبول الشركة في التسعيرة الرسمية:
299.....	ب- شروط قبول القيم المنقولة في التسعيرة الرسمية:
302.....	ثانياً: إبرام اتفاقية التسجيل.
302.....	أ- التسجيل الأولي:
302.....	ب- التسجيل الإضافي:

## فهرس المحتويات

303.....	ثالثا: إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة.
303.....	أ- افتتاح إدخال القيم المنقولة:
304.....	ب- طرق إدخال القيم المنقولة للتسعيرة:
304.....	1- الإجراء العادي:
305.....	2- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى:
306.....	3- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:
307.....	رابعا: شطب القيم المنقولة.
	المبحث الثاني: المركز القانوني للمؤتمن المركزي على السندات في السوق المالي (الجزائر للتسوية)
309.....	
309.....	المطلب الأول: الإطار القانوني للمؤتمن المركزي على السندات
310.....	الفرع الأول: تأسيس المؤتمن المركزي على السندات.
312.....	الفرع الثاني: الانخراط في المؤتمن المركزي على السندات.
317.....	الفرع الثالث: الرقابة المفروضة على المؤتمن المركزي على السندات.
317.....	أولا- خضوع المؤتمن المركزي لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:
318.....	ثانيا- خضوع المؤتمن المركزي لرقابة الوزير المكلف بالمالية:
319.....	المطلب الثاني: مهام المؤتمن المركزي على السندات
320.....	الفرع الأول: العمليات المتعلقة بالسندات.
320.....	أولا: حفظ السندات
320.....	أ- ماسك الحسابات - حافظ السندات -
320.....	1- شروط تأهيل ماسك الحسابات:
322.....	2- إجراءات تأهيل ماسك الحسابات:
323.....	3- مهام ماسك الحسابات - حافظ السندات:
324.....	ب- ممارسة عملية حفظ السندات:
326.....	ثانيا: سير حسابات معاملات البورصة
327.....	أ- سير الحسابات الجارية:
329.....	ب- سير حسابات السندات الاسمية:

## فهرس المحتويات

330.....	ثالثا: إدارة حسابات معاملات البورصة
330.....	أ- إدارة الحسابات الجارية:
332.....	ب- إدارة حسابات السندات الاسمية:
335.....	الفرع الثاني: نظام تسوية السندات وتسليمها
335.....	أولا- نظام الإيداع والقيد المركزي في التشريعات المقارنة:
335.....	أ- نظام الإيداع والقيد المركزي في التشريع المصري:
336.....	ب- نظام الإيداع المركزي في التشريع الفرنسي:
337.....	ثانيا- نظام الإيداع والقيد المركزي في التشريع الجزائري:
339.....	أ- النظام الفرعي لضبط الأوامر
340.....	ب- النظام الفرعي للقرن
340.....	1- عمليات جارية بالتراضي بين المشاركين:
340.....	2- عمليات خاصة تم إنجازها مع بنك الجزائر:
341.....	ج- النظام الفرعي لحل العمليات
343.....	خاتمة الباب الثاني:
344.....	خاتمة:
353.....	قائمة المصادر والمراجع
386.....	فهرس المحتويات
415.....	ملخص:

---

الملاحق

---



---

**الملحق رقم 01**

---

# النشرة الرسمية للتسعير



Bulletin Numéro : 33 / 2021

## Indicateurs de la bourse d'Alger

DZAIRINDEX (Base=1000)	Clôture	Variation		Clôture précédente
		En valeur	%	
Base au 03 janvier 2008	1 699,95	0,00	0,00	1 699,95

Capitalisation boursière DA	43 562 641 085
Encours global des obligations DA	-
Encours global des OAT DA	501 903 000 000

## Activité globale

Activités	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre de transactions
Marché principal	77 933	19 872 915	2
Marché PME	-	-	-
Marché des obligations	-	-	-
Marché des OAT	80	72 759 200	1
Droits	-	-	-

## Marché principal: 16/03/2021

Titre	Cours A	Cours V	Clôture	Volume	Valeur	Nbre Trans.	Cours précéd.	Variation%	Dernier dividende	
									Montant	Date
ALL			255	77 933	19 872 915	2	255	-	50,00	27/07/2020
AUR		549	NC	-	-	-	549	-	30,00	01/07/2019
BIO			NC	-	-	-	1 250	-	115,00	31/08/2020
SAI	543,00		NC	-	-	-	543	-	25,00	04/08/2020

## Droits: 16/03/2021

Titre	Cours A	Cours V	Clôture	Volume	Valeur	Nbre Trans.	Cours précéd.	Variation%	Date de radiation
DALL	172,00		NC	-	-	-	153	-	28/02/2021

## Marché PME : 16/03/2021

Titre	Cours A	Cours V	Clôture	Volume	Valeur	Nbre Trans.	Cours précéd.	Variation%	Dernier dividende	
									Montant	Date
AOM			NC	-	-	-	490	-		

## Marché des OAT: 07/03/2021

Titre	Code ISIN	Clôture %	Volume	Valeur	Nbre Trans.	Cours précéd.%	Variation%	Coupon d'intérêt	
								C.C %	Dernier détachement
O070727	DZ0000700496	90,949	80	72 759 200	1	90,926	0,023	3,36	05/07/2020

---

# الملحق رقم 02

---





---

# الملحق رقم 03

---

# شهادة أسهم

رقم الشهادة  
0002402



## شهادة أسهم

القيمة الاسمية للسهم : ما تان و خمسون دينار جزائري.

اسم المساهم : BENMOHAMED BOUALEM

الجنسية : Algérienne

العنوان : Tipaza

يملك أسهم عددها :

بالارقام : 50

مرقمة من

8 213 365

الى 8 213 414

بالأحرف : Cinquante Actions

مدفوعة بتاريخ : 15/02/99

و كل سهم من هذه الأسهم يدخل رقبا مينا على هذه الشهادة التي تدول له حق التمتع الكامل بها وفقا للقانون.

الرئيس المدير العام

عضو مجلس الإدارة

مجمع صيدال شركة مساهمة برأس مال قدره 2.500.000.000 دج. رقم الترخيص في السجل التجاري : 2 000 B 64  
المقر الاجتماعي: طريق الوفاة رقم 11، الدار البيضاء، منطقة الزاوية الكبرى.

---

# الملحق رقم 04

---



## جدول تداول الأسهم

تاريخ التحويل		تسمية حساب الأرباح		جدول الأسهم المتضمنة في هذه الشاملة											
المدة التي تتعلق بها التحويل	تاريخ التحويل من إلى	تاريخ تحويل الأرباح	تسمية حساب الأرباح	العدد	أرقام الأسهم من إلى	العدد	أرقام الأسهم من إلى								
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td>Date</td> <td>16/09/14</td> </tr> <tr> <td>Agence</td> <td>135 Cherchell</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>2009</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>175900</td> </tr> </table>	Date	16/09/14	Agence	135 Cherchell	DIVIDENDES Payés	2009	DIVIDENDES Payés	175900	14.10.09	26/11/01	B.D.L AG 135				
Date	16/09/14														
Agence	135 Cherchell														
DIVIDENDES Payés	2009														
DIVIDENDES Payés	175900														
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td>Date</td> <td>16/09/14</td> </tr> <tr> <td>Agence</td> <td>135 Cherchell</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>2010</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>175900</td> </tr> </table>	Date	16/09/14	Agence	135 Cherchell	DIVIDENDES Payés	2010	DIVIDENDES Payés	175900	14.10.09	26/11/01	B.D.L AG 135				
Date	16/09/14														
Agence	135 Cherchell														
DIVIDENDES Payés	2010														
DIVIDENDES Payés	175900														
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td>Date</td> <td>16/09/14</td> </tr> <tr> <td>Agence</td> <td>135 Cherchell</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>2011</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>175900</td> </tr> </table>	Date	16/09/14	Agence	135 Cherchell	DIVIDENDES Payés	2011	DIVIDENDES Payés	175900	14.10.09	26/11/01	B.D.L AG 135				
Date	16/09/14														
Agence	135 Cherchell														
DIVIDENDES Payés	2011														
DIVIDENDES Payés	175900														
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td>Date</td> <td>16/09/14</td> </tr> <tr> <td>Agence</td> <td>135 Cherchell</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>2012</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>2000,00</td> </tr> </table>	Date	16/09/14	Agence	135 Cherchell	DIVIDENDES Payés	2012	DIVIDENDES Payés	2000,00	14.10.09	26/11/01	B.D.L AG 135				
Date	16/09/14														
Agence	135 Cherchell														
DIVIDENDES Payés	2012														
DIVIDENDES Payés	2000,00														
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td>Date</td> <td>16/09/14</td> </tr> <tr> <td>Agence</td> <td>135 Cherchell</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>2013</td> </tr> <tr> <td>DIVIDENDES Payés</td> <td>2000,00</td> </tr> </table>	Date	16/09/14	Agence	135 Cherchell	DIVIDENDES Payés	2013	DIVIDENDES Payés	2000,00	14.10.09	26/11/01	B.D.L AG 135				
Date	16/09/14														
Agence	135 Cherchell														
DIVIDENDES Payés	2013														
DIVIDENDES Payés	2000,00														

## فهرس الملاحق

- 405 ..... الملحق رقم 01: النشرة الرسمية للتسعير
- الملحق رقم 02: نماذج عن أوامر البورصة
- 407 ..... أ- أمر مجمع صيدال بشراء أسهم
- 408 ..... ب- أمر بشراء اتسهم م.ت.ف الأوراسي
- 410 ..... الملحق رقم 03: شهادة أسهم
- 412 ..... الملحق رقم 04: جدول تداول الأسهم

---

# ملخص

---

## ملخص:

تعد البورصة من أهم الأسواق المالية نظرا لكثرة وضخامة العمليات التي تتم فيها، إذ يعتمد عليها المستثمرون لتبادل مختلف الثروات، وقد لجأت معظم الدول العربية بما فيها الجزائر إلى إنشاء وتنشيط أسواق الأوراق المالية بهدف تنمية وتطوير اقتصادها.

إن بورصة الجزائر حديثة النشأة مقارنة بباقي البورصات في العالم، تمّ إنشائها في التسعينات نتيجة للإصلاحات الاقتصادية في نهاية الثمانينات، حيث قام المشرع بإصدار جملة من النصوص القانونية تنظمها، كما سعى لوضع أطر قانونية فعّالة تنظم عمل المتدخلين فيها، سيما الشركات المصدرة للقيم المنقولة، والمستثمرين أو المدخرين الذين يملكون فوائض مالية يرغبون في استثمارها قصد الحصول على عوائد، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة الذين يعدون حلقة وصل بين عارضي وطالبي الأموال في البورصة، حيث يتولون تنظيم عمليات تداول القيم المنقولة.

وفي إطار توفير الضمانات القانونية الكافية لحماية ادخار المستثمر أنشأ المشرع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم بموجب القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، التي تعد سلطة ضبط الرئيسية للسوق المالي. إلى جانب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أنشأ المشرع أجهزة أخرى تتولى إدارة وتسيير عمليات البورصة، وتساعد اللجنة في ضبط السوق المالي المتمثلة في كل من "شركة تسيير بورصة القيم المنقولة" التي تلعب دورا هاما في تسيير السوق، و "المؤتمن المركزي على السندات" الذي أوكل له مهمة تسوية العمليات المنجزة داخل البورصة.

فقد حاول المشرع وضع نظام قانوني محكم ينظم عمل المتدخلين في البورصة بشكل يضمن تنشيط السوق المالي من جهة، ويضبطه من جهة أخرى.

## Résumé :

La Bourse est l'un des marchés financiers les plus importants en raison du grand nombre et de l'ampleur des opérations qui s'y déroulent, d'où les investisseurs la prend comme moyen pour échanger diverses richesses. La plupart des pays arabes, dont l'Algérie, ont eu recours à la création et à la revitalisation des marchés boursiers afin de progresser et développer leur économie.

La Bourse d'Alger est une création récente par rapport au reste des bourses du monde, elle a été créée dans les années 90 à la suite des réformes économiques mise dans la fin des années 80, le législateur ayant promulgué plusieurs textes de loi pour la règlementer, et a également cherché à établir des cadres juridiques efficaces qui réglementent le travail des opérateurs, en particulier les sociétés qui émettent des valeurs mobilières, les investisseurs et les épargnants qui disposent d'excédents financiers qu'ils souhaitent investir pour obtenir des rendements, ainsi que les intermédiaires en opérations de bourse (IOB) qui sont considérés comme un lien entre les offrants et les demandeurs de fonds en bourse, car ils sont chargé de réglementer le commerce des valeurs mobilières.

Dans le cadre d'offrir des garanties légales adéquates pour protéger l'épargne de l'investisseur, le législateur a créé la Commission de Régulation et de Surveillance des opérations de bourse (COSOB) en vertu du décret législatif 93-10 modifié et complété par la loi 03-04 relative à la Bourse, qui est la principale autorité de contrôle du marché financier.

Outre la Commission de régulation et de Surveillance des opérations de bourse, le législateur a créé d'autres organismes chargés de gérer et de conduire les opérations boursières, et assister la commission à la régulation du marché financier représenté par la « Société de Gestion de la Bourse des valeurs mobilières » (SGBV), qui joue un rôle important dans la gestion du marché, et le « fiduciaire central des obligations », qui est chargé de la tâche de réguler les transactions effectuées au sein de la Bourse. Le législateur a essayé d'établir un système juridique strict qui réglemente le travail des opérateurs de la bourse de manière à garantir la revitalisation du marché financier d'une part et à le contrôler d'autre part.

## **Abstract**

The Stock Exchange is one of the most important financial markets due to the large number and magnitude of the operations that take place in it, as investors rely on it to exchange various wealth. Most Arab countries, including Algeria, have resorted to establishing and revitalizing stock markets in order to progress and develop their economy.

The Algiers Stock Exchange is newly created compared to the rest of the stock exchanges in the world. It was created in the nineties as a result of the economic reforms at the end of the eighties, where the legislator issued a many of legal texts regulating it, and also sought to establish effective legal frameworks that regulate the work of the operators in it, especially companies that issue movable values and Investors or savers who have financial surpluses that they wish to invest them in order to obtain returns, as well as brokers in stock exchange operations who are considered a link between supplier and demanders of funds on the stock exchange, Where they undertake the regulation of movable values.

Within the framework of providing adequate legal guarantees to protect the investor's savings, the legislator created the Stock Exchange operations regulatory and monitoring Committee it by virtue of Legislative Decree 93-10 amended and supplemented by Law 03-04 related to the Stock Exchange, which is the main control authority for the financial market.

In addition to the Stock Exchange Operations Regulatory and Monitoring Committee, the legislator has created other agencies to manage and conduct stock exchange operations, and assist the committee in regulating the financial market represented by the "the movable values stock exchange management company", which plays an important role in the management of the market, and the "Central Trustee of Bonds", which was assigned to him the task of settling the transactions carried out within the stock exchange.

The legislator tried to establish a tight legal system that regulates the work of those involved in the stock exchange in a way that guarantees the activation of the financial market on the one hand, and controls it on the other hand.