



قانون الدخول للبورصة

مطبوعة محكمة موجهة لطلبة السنة أولى ماستر
تخصص: إدارة مالية

إعداد:

سهيلة قطاف

2023/2022 □

-
-

| الصفحة | محتوى المطبوعة |
|--------|--|
| 3 | أهداف التعليم |
| 3 | المعارف المسبقة المطلوبة |
| 4 | مقدمة عامة |
| 7 | المحور الأول: نشأة بورصة الجزائر |
| 24 | المحور الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر |
| 39 | المحور الثالث: قبول المؤسسة الاقتصادية ببورصة الجزائر |
| 44 | المحور الرابع: ملف قبول المؤسسة الاقتصادية ببورصة الجزائر |
| 51 | المحور الخامس: الإجراءات القانونية لقبول المؤسسة الاقتصادية في بورصة الجزائر |
| 57 | المحور السادس: الأوراق والمنتجات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية |
| 71 | المحور السابع: عمليات التسعير والتقييم في البورصة |
| 79 | المحور الثامن: جرائم البورصة |
| 94 | نماذج من امتحانات سابقة |
| 99 | قائمة المراجع المعتمدة |



أهداف التعليم:

يهدف المقياس إلى تعريف الطالب ببورصة الجزائر وهيئتها وأهم القوانين المنظمة لها، والشروط القانونية لدخول المؤسسة للبورصة لعرض أوراقها المالية للتداول (أسهم وسندات)، وأهم الوثائق المالية والقانونية الواجب تقديمها من طرف المؤسسة الاقتصادية لقبولها ببورصة الجزائر.



المعارف المسبقة المطلوبة:

ينبغي على الطالب أن يكون ملما بالمفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية وأهم المتعاملون فيها والأوراق المالية المتداولة كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها.



مقدمة عامة:

معلوم أن انتقال القوة الشرائية (التمويل) بين الوحدات الاقتصادية يعد من أهم محركات الحياة الاقتصادية المعاصرة، وتتم هذه العملية عبر ما يسمى بالأسواق المالية، فالمهمة الرئيسية للأسواق المالية تتمثل في تيسير نقل المال والقوة الشرائية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض (المدخرين) إلى الوحدات ذات العجز (المستثمرين)، ومن هنا فإن وجود الأسواق المالية له أثره الإيجابي على عمل وسير حركة النشاط الاقتصادي ككل.

فمن إيجابيات الأسواق المالية أنها توفر فرص الإقراض والاقتراض والمشاركة بالأسهم وبواسطة مختلف الأوراق المالية والتجارية التي تسهل تداولها، مما يؤدي إلى تشجيع المزيد من الادخار، كما أن المستثمرين الناجحين إذا لم يجدوا مصادر التمويل فإن استثماراتهم ستبقى مجرد أفكار، إذ أن تيسير فرص التمويل ستزيد من فرص الاستثمار أيضا، ومن ناحية أخرى يؤدي غياب التمويل إلى آثار سلبية مدمرة للاقتصاد، ففي ظل غياب الأسواق المالية سوف تتركز الأموال تدريجيا في أيدي الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، وعلى المدى البعيد يؤدي تركز الأموال لدى المكتنزين إلى تدمير الاقتصاد من خلال انخفاض الطلب الفعال، وما لذلك من آثار سلبية على الرفاهية الاقتصادية.

وتعتبر سوق الأوراق المالية كأحد أهم أقسام السوق المالية ذات أهمية كبيرة سواء بالنسبة للاقتصاد الوطني أو المستثمرين أو الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في هذه السوق، وذلك من خلال توفير الأموال للشركات لتكون رأسمالها كمشروعات جديدة، والمساعدة على عمليات النمو والتوسع بالنسبة للشركات القائمة، وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تتجه إليها مدخرات الأفراد والمؤسسات، وتحفز إدارات الشركات على تحسين أدائها وزيادة معدلات الربح، وتشجيع المشروعات ذات الربحية في الاقتصاد الوطني، وإيجاد فرص عمل جديدة تخفف من نسبة البطالة، ورفع مستويات الدخل والإنتاج، وتخفيض معدلات التضخم، وتسريع عجلة النمو الاقتصادي، كما توفر سوق الأوراق المالية للمستثمرين فرصا استثمارية متعددة ومتنوعة تناسب مع رغباتهم وأهدافهم الاستثمارية، وتمكنهم من تقليل مخاطر الاستثمار المالي، كما توفر السيولة لاستثماراتهم، إضافة إلى ذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

غير أن التطور الصناعي والتجاري الكبير الذي مرت به الدول الغربية لتلبية الحاجيات المتزايدة لمجتمعاتها، أدى إلى التوسع في حركة التجارة وأسواق السلع والخدمات، وإنشاء المشاريع الضخمة التي تعجز الموارد المالية الفردية عن توفير الأموال اللازمة لها وحتى الحكومات كذلك، كان من أهم أسباب ظهور شركات

المساهمة، ونتيجة لذلك ظهرت الأوراق المالية، وأصبحت من أهم السلع التي يتداولها السماسرة الأفراد في الأماكن العامة. وكون هؤلاء السماسرة غير مختصين في تداول الأوراق المالية، فقد كانوا يزاولون أنشطة أخرى بالموازاة مع ذلك النشاط، كالمسرة في البضائع والعقارات لندرة الأوراق المالية في بداية ظهورها، وانعدام جهة مكلفة ترخص لهم بذلك، حيث كانوا يستندون في ممارستهم لأعمالهم وإدارتهم لهذه الأسواق إلى ما تمليه عليهم العادات والأعراف التجارية في غياب أي تشريع ينظم أنشطة هذه الأسواق التي اتسمت معاملاتها بالعمومية إلى أن أنشئت لها أسواق خاصة، عرفت بأسواق الأوراق المالية، فكانت البداية ببورصة أمستردام بهولندا، ثم انتشرت في باقي أنحاء العالم.

وقد زاد الاهتمام بالبورصة بعد أن أصبحت تؤدي دوراً حيوياً متعدد الأوجه والجوانب في النظم الاقتصادية الحديثة، يتلخص أساساً في خدمة التنمية بصفة عامة، فاحتلت بذلك المركز الاقتصادي الأول عالمياً بفضل قدرتها على خلق السيولة المالية، عن طريق تداول الأوراق المالية المقيدة فيها، بمعنى تعبئة المدخرات الفردية والجماعية، وتحويلها إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية لتجسيد مشاريع التنمية الاقتصادية، ومن هنا تبرز أهميتها في العديد من جوانب الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجود هذه السوق بمثابة المرآة التي ينعكس عليها اقتصاد الدول، وبالتالي بقدر ما توصف هذه السوق بالثبات والقوة يوصف اقتصاد الدولة بالاستقرار والنشاط تبعاً، وبالمقابل فإن تدهور وانخفاض كفاءة هذه الأسواق يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية ليؤثر سلباً على الاقتصاد ككل.

وتعد الجزائر كغيرها من الدول التي سعت جاهدة إلى إنشاء بورصة قادرة على إحداث نقلة نوعية في الاقتصاد الجزائري بعدما أثبتت فشلها جزاء اتخاذها للنظام الاشتراكي سابقاً. كما أن الحديث على البورصة في الجزائر جديد لأن النظام الاقتصادي الذي سارت عليه منذ الاستقلال إلى أواخر الثمانينات يتعارض تماماً مع النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يقوم على مفاهيم أخرى كالاقتصاد السوق والتنافس وهي مفاهيم تتعايش مع مفهوم النظام المالي للبورصة.

ومن أجل ضبط ومسايرة البورصة في الجزائر استحدثت لأجل ذلك سلطة أطلق عليها "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي كان أول ظهور لها في المرسوم التشريعي رقم 10.93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بموجب قانون 04.03 المؤرخ في 17 فيفري 2003. حيث أنه المادة 20 من المرسوم التشريعي السابق ذكره وبعد أن تم تعديلها جاءت لتؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. بحيث أنه حددت المادة تشكيلة اللجنة وبرنامج عملها ومهامها وصلاحياتها من خلال مجموعة من القوانين والتنظيمات المتعلقة بها ولكن بالرغم من خلق وتأسيس هذه الهيئة التي تتولى تنظيم السوق بكل استقلالية وبمعزل عن السلطة

التنفيذية وتزويدها بالسلطات التي تضمن لها ذلك حيث لا يزال تدخل الحكومة في تسيير السوق المالية مهمنا على عمل اللجنة أدى ذلك إلى ظهور إصلاحات اقتصادية جديدة مست السوق المالية التي تم إعادة النظر فيها بموجب القانون 03/04 والذي أكد صلاحية اللجنة في وضع ما تراه مناسبا من نصوص في سبيل تنظيم قطاعها.

وعلى ضوء هذه المعطيات فالمشروع الجزائري خول للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة سلطة الرقابة و الضبط عن طريق سن الأنظمة و توقيع العقوبات على المخالفين فهي تعتبر الجهاز التشريعي لسوق القيم المنقولة .

كما أكد المشروع الجزائري على خطة تدعيم القواعد التنظيمية الخاصة بالإشراف والرقابة على النشاط المالي خاصة فيما يتعلق بالإجراءات والضمانات للتأكد من ملائمة القطاع لمعطيات ومتطلبات العصرنة والانفتاح نحو التجارة العالمية، وذلك بوضع جزاءات جنائية ضد المخالفين لقواعد السوق المالي عندما تبلغ هذه المخالفات حدا من الجسامة لتوصف بأنها جرائم أوراق مالية وهذا ما سيدرس وفقا لما تقرره الأنظمة التشريعية والتنظيمية.



المحور الأول: نشأة بورصة الجزائر



قبل التطرق إلى نشأة البورصة عامة وبورصة الجزائر خاصة يجب الوقوف على مفهوم البورصة

كمصطلح مستقل.

أولاً: نشأة البورصة

وسط مبان أوروبية تعود للقرن الرابع عشر ميلادي، كان الفندق المملوك لعائلة Van Der Bourse مقصدا للتجار من كل أنحاء أوروبا، لا ليرتاحوا فيه من عناء السفر كباقي الفنادق، ولكن ليلتقوا فيه بالتجار من الدول الأخرى، وليعقدوا فيه الصفقات والاتفاقات بوساطة من العائلة التي تمتلك الفندق والتي احترفت مهنة الوساطة .

وكأغلب سكان مدينة " بروج " البلجيكية التي كانت ملتقى تجار الشمال من ألمانيا وتجار الجنوب من إيطاليا، أصبح أغلب أفراد العائلة يقومون بالوساطة بين التجار دون الدخول في عمليات التجارة بشكل مباشر، وعندما رأى "Ter Bourse" كبير العائلة رواج مهنة الوساطة بين التجار قام بإنشاء الفندق عام 1285، ليكون ملتقى هؤلاء التجار ولتكون عائلته أكبر مستفيد من المناخ التجاري النشط في المنطقة. وبحلول عام 1340، تحوّلت الساحة المقابلة للفندق إلى مكان التقاء يومي لتجار أوروبا كلها لتداول السلع فيما بينهم.

في البداية لم تكن ساعات التداول محدّدة ولم تكن تخضع العمليات لأي رقابة أو قواعد تنظمها، ولم يكن يتم تسجيلها بأي سجلات تحفظ حقوق التجار في حالات النزاع، وكان المسؤولون عن الفندق يضطرون لمنع المتسولين من الوصول إلى الساحة كي لا يعيقوا عمل التجار أو يزعجونهم أثناء ساعات العمل. وظل الأمر على ما هو عليه حتى تم إنشاء أول مبنى للبورصة بمدينة "أنتويرب" البلجيكية عام 1460. واعترافا من العالم بفضل هذه العائلة تم إطلاق كلمة البورصة " Bourse " على هذا المبنى.

وهكذا نشأ الملتقى الذي سيصبح فيما بعد أحد أكبر وأهم المؤسسات الاقتصادية في العالم. فبعد ذلك أخذت البورصات تنتشر في جميع أنحاء العالم، لتصبح مؤسسات اقتصادية كبيرة، أشهرها: بورصة لندن المقامة عام 1773 ، وبورصة نيويورك التي أنشأت عام 1792 ، ثم بدأ نظام عمل البورصات يتطور عاما بعد عام إلى أن وصل إلى ما هو عليه اليوم.

ثانياً: تعريف البورصة

تعتبر البورصة في الاقتصاديات الحديثة أهم مؤشر لقياس مستوى اقتصاد الدول تقدما أو تخلفا، فهي تشكل آلية هامة لجمع الموارد المالية وتوجيهها نحو التمويل وفق القنوات الاستثمارية، لا سيما من خلال

إقبال مختلف الأطراف (المؤسسات والأفراد) على الاكتتاب في القيم المنقولة (الأسهم، السندات...), من هذا المنطلق تعتبر البورصة:

1. "مرآة تعكس الحالة الاقتصادية لأي بلد وتعكس سرعة دوران الأموال والتمويل، فهي تعتبر سوق مثالية مستمرة".
2. " سوق منظمة مستمرة، تقام في مكان معين في مواعيد محدّدة بصفة دورية، غالبا ما تعقد بصفة يومية بقصد تداول صكوك مالية معينة، تتوافر فيها شروط محدّدة، بمقتضى القوانين واللوائح السارية وتبرم فيها الصفقات بواسطة تدخل شركات البورصة (الوسطاء)".
3. " سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين، من أجل بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية، أو المنتجات الصناعية، وتؤدي كلمة البورصة هنا معنيين هما:
 - المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء؛
 - مجموع العمليات التي تنعقد فيه.

عرّف المشرع الجزائري بورصة القيم المنقولة في المادة من المرسوم التشريعي رقم 11/93 المؤرخ في 1993/05/23، المتعلق ببورصة القيم المنقولة بقولها: " تعدّ بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات، فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة أو الأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

ثالثا: وظائف البورصة

تقدم البورصة وظائف مالية واقتصادية عديدة نذكر منها:

1. تعامل عادل إلى حدّ كبير في الأوراق المالية: ذلك يعود لوجود قواعد معيارية تضبط العرض والطلب وتتأكد البورصة من جميع المشاركين المهتمين في السوق أن لهم القدرة على الوصول الفوري للبيانات الخاصة بأوامر البيع والشراء لكي يتم التسعير بشكل شفاف وعادل لكل الأوراق المالية مع المطابقة الفعّالة لأوامر البيع والشراء.
2. الحفاظ على السيولة: على الرغم من أن حصول البائعين للأمن المالي على عدد محدّد يكون خارج السيطرة لسوق الأوراق المالية أو سوق البورصة لذلك يتم التأكد من أن كل المشاركين مؤهلين ومستعدين للمشاركة بشكل حقيقي والتداول مع إمكانية الوصول الفوري لتقديم الطلبات وتحديد السعر.

3. اكتشاف الأسعار: ذلك لأن سوق الأسهم يحتاج دائمًا لآلية دعم فعالة تساعد على اكتشاف الأسعار مع تحديد السعر المناسب لكل سهم من خلال قياس نسب العرض والطلب في الأسواق مع الأخذ بعين الاعتبار العوامل الأخرى التي ترتبط بالمعاملات وغيرها.

4. حماية المستثمرين: خصوصًا أن هذا المجال من السهل جدًا أن يحدث به عمليات النصب والاحتيال لذلك تكون البورصة داعمة لأمن المستثمرين وتسعى باستمرار لحماية ممتلكاتهم. نجد أن هناك نوعين من المستثمرين الكبار والصغار ويكون المستثمرين الكبار غالبًا ما يفكرون باستغلال الصغار لمصلحتهم ومن هنا تأتي أهمية الرقابة والحماية.

5. دعم المستثمرين المؤهلين: إن إنشاء السوق يتم من خلال مجموعة شاملة لصنائه ومستثمريه إضافة إلى المضاربين والتجار وجميعهم يمتلكون وظائف مختلفة ومتعددة.

6. الحفاظ على أمان المعاملات: على الرغم من أهمية المستثمرين لبقاء العمل واستمراره بشكل فعال ولكن نفس السوق يحتاج إلى أن يضمن أن جميع المشاركين ملتزمين بالقواعد اللازمة بدون أي مجال للتقصير من الأطراف المتقابلة. كما أنه من المهم جدًا ضمان أن الكيانات المرتبطة بالسوق ملتزمة بكل الشروط والقواعد ضمن إطار قانوني محدد من قبل الجهات التنظيمية.

بشكل عام ساعد التطور في الاتصالات والتكنولوجيا في التأثير على طبيعة التداول خلال الأسواق المالية مما أدى إلى تحويل كل هذه العمليات إلى النظام الإلكتروني مما أحدث تغيير كبير في عالم الاستثمارات وبدأ استخدام الأنظمة الحاسوبية من أجل إجراء الصفقات بطرق سهلة لا تحتاج لوقت أو بدون تعقيد.

رابعاً: أنواع البورصات

هناك أنواع عديدة من البورصات تمارس نشاطها في الدول المختلفة ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها ويمكن أن نفرق بين الأنواع التالية:

1. بورصة الأوراق المالية (القيم المنقولة): هي عبارة عن سوق منظمة يتم فيها التداول الأسهم والسندات والمشتقات المالية تتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب، والتي هي عبارة عن ممتلكات للمؤسسات من الأموال الموظفة في مختلف الأصول الثابتة من مباني وأراضي ومختلف معدات إنتاج التي تملكها هذه الشركات. حيث المتعاملون في هذه السوق يلتزمون بتطبيق القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، مع أن هناك هيئة مختصة تقوم بإدارتها والإشراف على مراعاة هذه القوانين واللوائح من طرف المتعاملون في هذه السوق.

إن عملية تداول الأسهم والسندات تكون بصفة عاجلة وذلك بتسليم الأوراق للمشتري ودفع الثمن للبائع. أو بصفة آجلة وهو الاتفاق بين البائع والمشتري في الحين على أن يكون موعد تصفية العملية آجلا حسب ما اتفق عليه الطرفين، ويكون الغرض من هذه العمليات المضاربة، إذ يكون قصد المتعاقدين يقتصر على الاستفادة من تقلبات أسعار هذه الأوراق بين فترة انعقاد العملية إلى عملية التصفية.

2. بورصة البضائع: ويطلق عليها البورصات التجارية للسلع الدولية، أو بورصات العقود النمطية، حيث يجري فيها التعامل على سلع معينة تسمى بالسلع الدولية (القطن، النفط، الخامات المعدنية، السلع الغذائية كالبن والسكر...)، وفيها يرى التاجر عينة من السلعة المتفق عليها من حيث النوع والجودة، ثم يدفع الثمن إلا جزء قليلا منه يدفعه عند تمام التسليم، ويأخذ إذنا باستلامه في نفس اليوم أو في اليوم التالي، وفي بعض الأحيان، يكون الثمن كله مؤجلا إلى مكان بعد التسليم بسعر محدد أو بسعر معلق على السوق غي فترة محدد. وعليه فإنه عند عقد الصفقة يتم الاتفاق على:

– السلعة: نوعيتها، كميتها، وسعر الوحدة؛

– التسليم: التاريخ أو الفترة وطريقة الشحن؛

– الدفع: نقدا أو على دفعات.

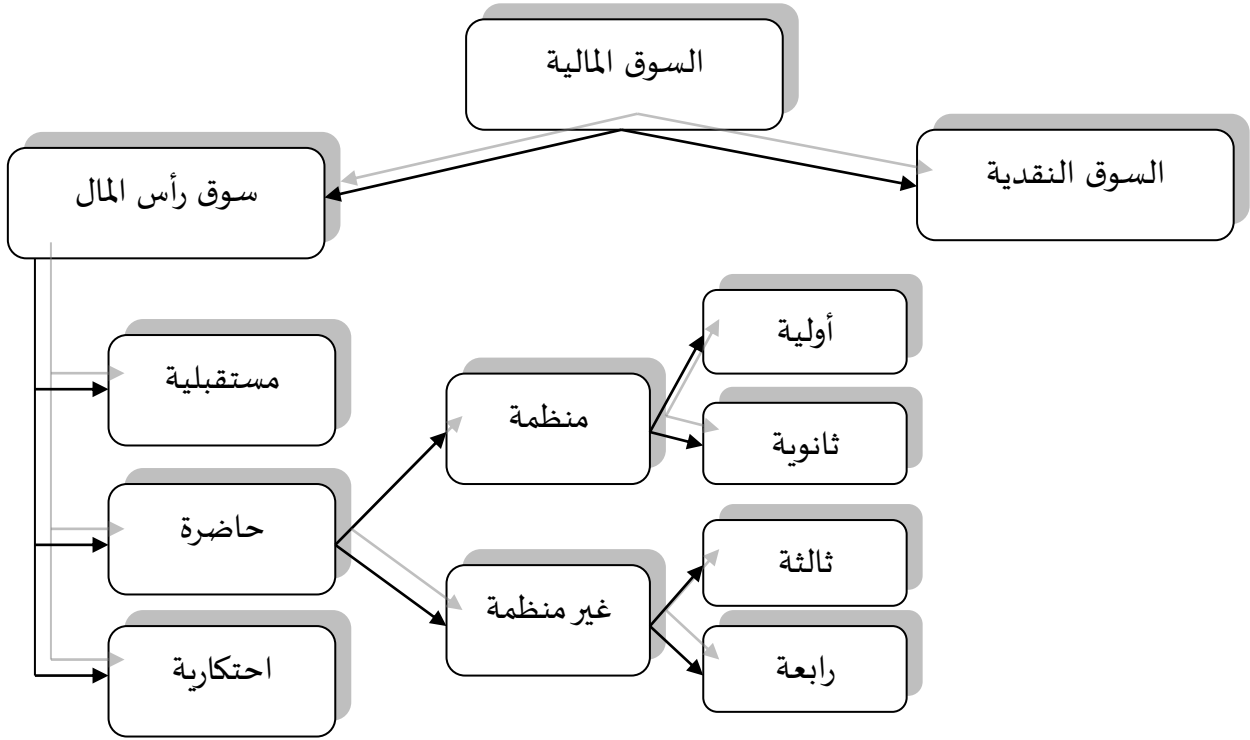
3. بورصة الذهب: وهي البورصة التي يتم فيها التعامل بالمعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاتين وغيرها من المعادن ذات القيمة العالية. كما تختلف أسعار هذه المعادن اختلافا كبيرا بالنسبة لمصدرها (جنوب إفريقيا، أمريكا، روسيا، البرازيل...) بسبب اختلاف طرق الحصول عليها وشحنها والتأمين عليها ونسبة الشوائب فيها.

4. بورصة العملات: وهي التي يتم فيها تبادل العملات أي الصرف، وذلك إما بسعر فوري يتم فيه التبادل حاضرا، وإما بسعر صرف آجل يتم فيه التبادل في فترة لاحقة.

خامسا: أقسام أسواق رأس المال

يمثل سوق رأس المال الفضاء الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للتجارة برؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل، كالأوراق المالية والقروض بأنواعها... وبالتالي فهو الفضاء الذي يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذو العجز المالي والذين هم بحاجة للأموال وذو الفائض الذين يبحثون عن توظيف أموالهم واستثمارها. أو هي السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل بهدف التمويل اللازم لإقامة المشروعات الاستثمارية كالمصانع والمزارع والمرافق... وتنقسم إلى:

الشكل رقم (01): أقسام السوق المالية



تنقسم السوق المالي إلى:

1. السوق النقدي: لقد عرفت السوق النقدية على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين من سماسرة وبنوك تجارية وكذلك من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة، كما عرفت بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيوليات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

ومن هنا يمكن القول أن السوق النقدية بمعناها التقني الضيق هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل، غير محددة بمكان كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات بل تتم المعاملات فيها عن طريق استخدام وسائل الاتصال الحديثة والمتمثلة مثلا في الهاتف، التليكس، الفاكس وكذا نهايات أجهزة الإعلام الآلي وغيرها من وسائل الاتصال.

أ. المتدخلون في السوق النقدي: المشاركون في السوق النقدية بالمعنى العام لسوق الأموال قصيرة الأجل، هم أولئك الأشخاص الذين يعرضون أو يطلبون العملة سواء كانوا من الأفراد أم من المؤسسات، وتشمل التسمية أيضا الجهاز المالي وخزينة الدولة، والمتعاملين معها.

– الأفراد والمؤسسات: يشترك الأفراد مع المؤسسات في خاصيتين أساسيتين، فهم نظرا لعدم قدرتهم على خلق العملة، لا يستطيعون عرض العملة إلا إذا كان لديهم موجودات صندوقية فائضة مؤقتا، ومن جهة أخرى، إذا اقترضوا نقودا فمن أجل الحصول على السلع والخدمات من السوق بصورة أساسية. وكلمة فرد تدل بصورة أساسية على الشخص الطبيعي الذي يقوم بنشاط بشري، فهناك استهلاك أو استعمال للسلع والخدمات لغايات شخصية، وهناك أيضا التوفير الفردي، فنشاط الأفراد، حتى ولو تناول العمليات الاقتصادية الأبسط في الحياة اليومية، يشكل العنصر المحرك لدورات النقود. أما المؤسسات فسواء ظهرت بشكل أشخاص معنوية أو بشكل مشاريع فردية، تلعب دورا اقتصاديا أساسيا في دمج عوامل الإنتاج بقصد إنتاج السلع أو تقديم الخدمات.

– الجهاز النقدي والمالي: في نطاق الأموال ذات الأجل القصير، يضم الجهاز النقدي والمالي البنوك من جهة والوسطاء الماليين الغير مزودين بسلطة خلق العملة من جهة ثانية، وينقسم الجهاز إلى:

- البنوك التجارية: من أبرز المعاملات التي جعلت البنوك التجارية من أهم المتدخلين في السوق النقدية هي قبول الودائع وإدارتها وكذا تمويل التجارة الخارجية، تعبئة الموارد المتاحة في المجتمع من خلال قبول الودائع، ومنح القروض، وشراء الأوراق المالية الحكومية، ونظرا للتطور الذي حدث على مستوى البنوك التجارية من جهة والأهمية البالغة للتجارة الخارجية، ظهرت بنوك متخصصة في تمويل التجارة الخارجية وتسيير عمليات الاستيراد والتصدير، وهي عمليات قصيرة الأجل بطبيعتها، ولقد نشأت هذه البنوك في الدول الصناعية الكبرى، التي يحتل فيها قطاع التصدير مكانة كبيرة، حيث عرفتها فرنسا أولا ثم انتقلت إلى إنجلترا، أمريكا، اليابان وباقي الدول الصناعية الكبرى، أما في دول العالم الثالث فإن هذا النوع من البنوك لم يظهر بعد وإنما تمارس البنوك التجارية نفس نشاط بنوك التجارة الخارجية.

- البنك المركزي: إن مهمة البنك المركزي هي وضع الأوراق المصرفية تحت تصرف الأفراد والمؤسسات أو الإدارة وعلى إثر التطور التاريخي وجهت البنوك المركزية نشاطها الأساسي نحو علاقاتها بغيرها من البنوك، وبالأجهزة المالية المختلفة، ثم نحو الخزينة العامة، وهذا يعني أن البنك المركزي يضع تحت تصرف هذه المؤسسات المختلفة تنظيما يمكنها من إقامة علاقات مالية فيما بينها، وذلك عن طريق خلق سيولة من شأنها أن تؤمن التوازن العام للموجودات الصندوقية، هذا الدور المزدوج والمتمثل في إصدار الأوراق النقدية ووضعها في التداول، إدارة

وخلق السيولة من شأنه أن يؤمن للبنك المركزي سيطرة على تسيير السوق النقدية ذات الأجل القصير. ومن هنا يمكن القول أن البنك المركزي هو تلك المؤسسة التي تقف على قمة النظام المصرفي لأي بلد سواء من ناحية الإصدار النقدي أو من ناحية العمليات المصرفية وتحقيق الرقابة عليها، فهو سلطة الرقابة على باقي البنوك الأخرى، كما أنه يعتبر الأداة الرئيسية التي تتدخل بها الدولة لتنفيذ سياساتها الاقتصادية.

- **الوسطاء غير المزدودين بسلطة إصدار النقود:** إتماما لوصف النظام النقدي والمالي تجدر الإشارة إلى أن المؤسسات التي ليست لها صلاحية خلق العملة كصناديق التوفير والادخار، والمؤسسات المالية التي يمتد دورها فيشمل أسواق الأموال ذات الأجل القصير، كالوسطاء وبيوت الخصم الذين يتدخلون في السوق النقدية تدخلا ضيقا ومحصورا. بالنسبة لصناديق التوفير والادخار فإنها تتولى تقليديا مهمة إدارة التوظيف ذات المبالغ البسيطة، وفي مجال الاستخدام تعتبر صلاحياتها محدودة، حيث يعود إلى صندوق الودائع والتأمينات أمر إدارة الأموال التي تتجمع على يد هذه الصناديق.

أما فيما يخص المؤسسات المالية فإن مواردها تتكون أساسا من رؤوس الأموال الخاصة بها بعض من القروض المستندية، أو المساعدات المتأتية عن البنوك بواسطة الخصم، أو بعد اللجوء إلى السوق المالية، وبالمقابل تستطيع هذه المؤسسات المالية استعمال مواردها في عمليات الإقراض والتسليف، وهي تلعب دورا مهما في تمويل المبيعات بالتقسيط، هذا بالإضافة إلى أنها تقوم بوظائف أخرى خارج نطاق الأجل القصير، كالقيام بعمليات تتعلق بالقيم المنقولة، أو كالقروض لقاء رهن عقاري.

أما الفئة الثانية من المتدخلين في السوق النقدية، والمتمثلة في الوسطاء وبيوت الخصم وإعادة الخصم فهي تعتبر من العناصر المهمة في السوق النقدية، وذلك راجع لكون أن هذه الأخيرة - السوق المالية - تعمل بواسطة شبكة من الوسطاء.

2. **سوق رأس المال:** هو السوق الذي يتم فيها تداول الأصول المالية المتوسطة وطويلة الأجل، فهو الإطار الذي تلتقي من خلاله وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة ومن خلال الاكتتاب الأسهم والسندات التي تعدّ من أهم الأوراق المتداولة في هذا السوق. وتتسم سوق رأس المال بالمخاطر لطول آجالها على عكس سوق النقد الذي تنخفض فيه المخاطر، لذلك فإن المستثمر يضع في أولوياته العائد المرتفع قياسا بذلك العائد الموجود في سوق النقد، كما

تتسم أيضا بكبر الصفقات المنفذة به من قبل المتخصصين و المتعاملين فيه قياسا بالسوق النقدي. فسوق رأس المال تؤدي دورا حيويا في تطوير وتمويل خطط التنمية الاقتصادية، ويمكن حصر أهمية هذه السوق فيما يلي:

— تعد الوسيلة الأساسية التي تمكن المدخرين من توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة؛

— يساعد وجود سوق رأس المال على تلافي الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقود؛

— منح القروض بتكلفة مناسبة مقارنة بالاقتراض الخارجي؛

— تؤدي دورا حيويا في تطوير منشآت الأعمال ونموها كونها تمثل قناة تدفق الأموال، التي تمثل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل في هذه السوق؛

— إضفاء صفة العمق والاتساع للورقة والمرونة في تسييلها، لأن تنظيمها يزيد من سرعة تداول الورقة المالية. كما أن سوق رأس المال ينقسم بدوره إلى:

أ. السوق المستقبلية (الأجلة): هي عقود تتم بين طرفين على أن يشتري أحدهما أصلا من الطرف الآخر بسعر محدد الآن على أن يتم التسديد والتسليم في فترة قادمة متفق عليها في العقد وتتميز بأنها ملزمة للطرفين.

ب. السوق الحاضرة (الفورية): هي تلك الأسواق التي يتم فيها التسليم والاستلام فور إتمام الصفقة وتنقسم بدورها إلى:

— الأسواق المنظمة: وهي أسواق يتم فيها التعامل بأسلوب المزاد العلني لها شروطها وحدودها (تخضع للقوانين والتشريعات) تسودها المنافسة التامة وتنقسم بدورها إلى:

• السوق الأولية: هي جزء من السوق المالية، أين يتم فيها إصدار الأوراق المالية، لهذا تعرف بسوق الإصدارات، وبمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة، تنتقل للسوق الثانوية. الهدف من الإصدار في هذا السوق هو تمويل العجز.

• السوق الثانوية: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولى، وتسمى بسوق التداول وهي السوق التي توفّر السيولة. وهي السوق التي تمثل البورصة.

– السوق غير المنظمة: هي أسواق يتم التعامل فيها في أماكن غير مؤكدة، بمعنى لا تخضع للتنظيمات والقوانين، ويتم التعامل فيها بيعا وشراء من قبل تجار أفراد يعمل كل منهم في شكل مستقل عن الآخر أو وسطاء، وذلك من خلال الاستعانة بشبكة كبيرة من أجهزة الاتصال، ونمیز فيها قسمين:

• السوق الثالثة: سوق غير منظم يجري التعامل فيها بأوراق مالية مقبّدة في السوق المنظمة وذلك نتيجة للكميات الكبيرة للأوراق المالية محل الصفقة.

• السوق الرابعة: تتعامل بأوراق مالية غير مقبّدة في الأسواق المنظمة وتتم المعاملات من خلال الاتصال المباشر بين المتعاملين الماليين ومن خلال التفاوض على الأسعار.

ج. السوق الاحتكارية: تتمثل في وزارة المالية أو البنك المركزي في دولة ما، والهيئات المثلثة لها، بحيث يحتكران التعامل بأوراق مالية معينة تصدرها الدولة.

سادسا: أهمية البورصة ودورها في النشاط الاقتصادي

تكمن أهمية ودور البورصة في الاقتصاد فيما يلي:

- توفير الموارد والأموال للمشروعات؛
- جذب الفوائض المالية غير المعبأة وتوظيف الموال بفعالية؛
- زيادة حيوية المشروعات الاقتصادية والاستثمارية؛
- توجيه مجالات الاستثمار وترشيد الإنفاق الاستثماري؛
- تعتبر أداة تحذير وتنبيه للمخاطر كما تعتبر أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد؛
- أداة إشباع للمستثمر؛
- توفير قنوات سليمة للاستثمار؛
- تحسين كفاءة الإدارة.

سابعا: عمليات البورصة

يتم بيع وشراء الأوراق المالية بشكل منظم وقانوني حتى لا تضيع حقوق المتعاملين. وتتم جميع عمليات البيع والشراء عادة عن طريق شركات الوساطة المالية المرخص لها من قبل الجهة المشرفة على السوق وهي إدارة السوق المالية.

تتنوع عمليات البورصة بين عمليات عاجلة وأخرى آجلة وأخرى مركبة.

1. العمليات الآجلة: هي نوع من أنواع العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية، وهي عقود بيع، يتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة، وعددها، وثمرتها، عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق، يسمى يوم التصفية. ومن هنا فإنه يمكن تعريفها تعلق أنها بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل. وبهذا تختلف عن المعاملات الآجلة عن البيع بأجل، وهو البيع الذي يحصل فيه تسليم الأوراق وقت العقد، وتأجيل دفع الثمن إلى أجل أو آجال محددة.

كما تعرف على أنها العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ مقبل معين يجري التسلم والتسليم فيه، عدا الحالات التي يتفق الطرفان على تأجيلها وتعويضها. وتنوع العمليات الآجلة إلى:

أ. عمليات باقة (قطعية): وهي التي يلتزم المتعاقدان فيها بموعد ثابت يسمى بيوم التصفية، يلتزمان فيه بدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية محل الصفقة، وليس لهما الحق الرجوع عنها، إلا أنه يمكن تأجيل التصفية إلى موعد لاحق.

ب. العمليات الشرطية: ولها ثلاث صور:

- صورة العمليات البسيطة: وهي التي يخير فيها المشتري بين استلام الصكوك وتسليم الثمن أو عدم إتمام العملية في مقابل تعويض يقوم بدفعه عند عدم التنفيذ.
- صورة العمليات المركبة: وهي التي يخير المضارب فيها بين أن يكون بائعا أو مشتريا أو أن يفسخ العقد حسب مصلحته.
- صورة العمليات المضاعفة: حيث يحق للمضارب فيها مضاعفة كمية السلعة المتعاقد عليها لمضاعفة الربح، مقابل تعويض يدفعه من يرغب في المضاعفة.

ج. التعامل بالمؤشرات: حيث يتم التعامل بطريق التعاقد بيعة وشراء على عقود بعينها في المؤشر على اعتبار أنه سلعة من السلع يتم تحقيق الربح فيه للمشتري عند ارتفاع المؤشر، وبانخفاضه يتعرض للخسارة، على عكس البائع، وشراء المؤشر أو بيعه يختلف عن شراء وبيع الأسهم المعدة في حساب المتعامل.

2. العمليات العاجلة: هي العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة.

وفي هذا النوع من العمليات يقوم مالك الأسهم الراغب في البيع بتسليم الأسهم إلى الوسيط إما عند إصدار الأمر أو يقبل تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة وهو ما تشترطه بعض أسواق الأسهم، وإما بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة وفي كلتا الحالتين: عمل الترتيبات اللازمة من قبل إدارة السوق كي يقوم وسيط

البائع بتسليم الأسهم المباعة إلى وسيط المشتري ليقوم بدوره بتسليمها إلى المشتري ومثل هذا يقال بالنسبة لتسليم الثمن.

وتتنوع العمليات العاجلة إلى:

أ. الشراء بكامل الثمن: هو نوع من أنواع العمليات العاجلة ويراد بها أن يقوم المشتري بدفع ثمن الأوراق المالية المشتراة من خالص ماله. وذلك أن المشتري قد يدفع جزء من الأوراق المالية التي يرغب في شرائها من خالص ماله وجزءا منه من مال يقترضه من السمسار أو من غيره.

ب. الشراء بجزء من الثمن (الشراء بالهامش): ويراد به أن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة ويحصل المشتري على القرض إما من أحد المصارف أو غيره من المؤسسات التمويلية أو أحد بيوت السمسرة وهنا في هذه الحالة الأخيرة يتم ذلك عن طريق اتفاق خاص يعقده المشتري مع أحد بيوت السمسرة وتقوم هذه الأخيرة بإقراضه جزءا من ثمن الأسهم التي يريد شراءها على أن تسجل الأسهم المشتراة باسم بيت السمسرة بدلا من المشتري، والغرض من ذلك أن يتمكن بيت السمسرة من اقتراض المبلغ من أحد المصارف ورهن الأسهم لديه في مقابل ذلك، حيث أن بيت السمسرة يقوم في العادة باقتراض المبلغ الذي يريد إقراضه للمشتري بفائدة أعلى. ويطلق الهامش على المبلغ النقدي الذي يدفعه المستثمر من أمواله الخاصة ويسمى هذا المبلغ الهامش المبدئي لكونه يدفع عند الشراء غير أنه يوجد نوع آخر يسمى هامش الوقاية أو هامش الصيانة يتم دفعه بعد ذلك عند اقتضاء الأمر.

3. العمليات المركبة: وفقا لمجرى الأحداث بإمكان المضارب نفسه أن يقوم بعمليات عدّة تتناول أسهم شركة واحدة وللتصفية نفسها مثلا: يمكن القيام بدور الشاري لعدد آخر من أسهم الشركة نفسها مضاعفا بذلك إمكانية تحقيق الأرباح أو بإمكان المضارب الذي يقوم بدور الشاري في حال لاح الهبوط في الأفق أن يتحول بسرعة إلى بائع فيحدّ بذلك من خسارته. هذه العمليات المركبة يمكن أن تشمل العديد من الصور وهي:

- شراء عاجل مقترن ببيع مؤجل بشرط التعويض؛
- شراء بات مؤجل مقترن ببيع مؤجل بشرط التعويض؛
- شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.

ثامنا: بورصة الجزائر

لقد انتهجت الجزائر نهج العديد من الدول فاعتمدت منذ التسعينات مسعى شاملا ومتكاملا لتنمية القطاع المالي والمصرفي وفق حاجات انفتاح اقتصادنا الوطني ومن ضمنه بورصة القيم المنقولة والتي تم

تعليق آمالا الكثير من المستثمرين ومن صناع القرار في إحداث التغيير الجذري المرجو منها على الصعيدين الاقتصادي والمالي.

1. نشأة بورصة الجزائر: في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 ظهرت فكرة إنشاء هذه البورصة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990 ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

أ. المرحلة التقريرية (1990 - 1992): نصّ المرسوم التنفيذي 101/90 المؤرخ في 17/03/1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى. وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء "شركة القيم المتداولة"، وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر بـ 320000 دج موزّع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية. وفي سنة 1992 ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى 932000000 دج كما غير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية" كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 170/91 الذي يحدّد أنواع القيم والذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والرسوم رقم 91 المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

ب. المرحلة الابتدائية (1993 - 1996): بموجب المرسوم التنفيذي رقم 08/93 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

ج. مرحلة الانطلاق الفعلي (1996 - 1999): مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والمتمثلة في القرض السندي لشركة سوناطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاثة شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها.

2. المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر: أعلنت البورصة بمرسوم تشريعي سنة 1993، ولكن بدأت الأشغال فيها فعليا في 25 ماي 1999، أما بداية التسعيرات كانت بتاريخ 13 سبتمبر 1999 وإلى جانب كل هذا أقيم إطار قانوني مناسب للبورصة حتى يمكنها من ممارسة دورها كأية

بورصة عادية، وحتى تتدخل الجزائر إلى اقتصاد السوق كان لا بد من ذلك إدخال المؤسسات ذات الأداء المتطور فيها، وعليه سوف يتم التطرق إلى هذه المؤسسات حتى هذا الحين.

أ. مؤسسة الأوراسي: تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة خمس نجوم بتاريخ 2 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام وضمن إطار عملية إعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أفريل 1983).

وعُدّل الفندق، في أفريل 1991 من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وأصبح اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

وفي عام 1995، وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

لكن، وتماشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فيفيري 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي جوان 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20% من رأس المال الاجتماعي. في 14 فيفري 2000، وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية (وقدر مبلغ الإدراج بـ 400 دينار جزائري).

ب. شركة أوم أنفست: هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية.

كما تشارك مع المراكز الدولية الأخرى للتنمية وتميّر الوجهات في تطوير الدراسات لبناء الوجهات السياحية بامتياز ولتطوير القطاع السياحي في الجزائر.

- أنشئت في عام 2011، مع الحافز وتصميم على المشاركة في تطوير قطاع السياحة ، وقد شرعت ابتداء من عام 2013 بتحول، الذي يعدّ مرحلة تاريخية لمجموعة أوم أنفست.
- من خلال فتح رأس مالها في صندوق ولاية معسكر التي يديرها البنك الوطني الجزائري لتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة فنادق المجموعة من منتجج بوحنيفة الصحي بولاية معسكر.
- ج. أليانس للتأمينات: هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في جويلية 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للدخار ومكّنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2011 المعدّل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 المتعلق بالحدّ الأدنى لرأسمال شركات التأمين
- في نوفمبر 2010، شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب، وانصّب مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.
- في مارس 2011، بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011، وقدّر سعر الإدراج بـ 830 دينار جزائري.
- د. المجمع الصناعي صيدال: تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي بيوتيك (BIOTIC) و فارمال (PHARMAL).
- وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 82/161 الصادر في أبريل 1982.
- وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.
- هـ. مؤسسة بيوفارم: هي مؤسسة ناشطة في المجال الصيدلاني

3. عوامل ضعف بورصة الجزائر: لم تستطع بورصة الجزائر بعد مرور سنوات على إنشائها تحقيق الأهداف المرجوة التي كانت منتظرة منها، ولم تشهد تطورا مقارنة بالتطورات التي شهدتها بورصات البلدان المجاورة (المغرب، وتونس).

ف نجد من أهم الأسباب التي كانت وراء عدم تطوّر بورصة الجزائر ما يلي:

أ. التضخم: إن الارتفاع في معدّلات التضخم يؤثر سلبا على حجم العمليات المالية، وعلى قيمة النقد، ومن ثم على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية، كما يضاف إلى ذلك التأثير السلبي على القدرة الشرائية للأفراد الذين يوجهون اهتماماتهم إلى ارتفاع الأسعار عوض التوظيف في السوق المالي. وقد عرفت الجزائر في بداية التسعينات ارتفاعا حادا في معدّلات التضخم والذي كان من بين الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور بورصة الجزائر.

ب. هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري: إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشيا مع تبني لخيار اقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، لكن في الواقع بقي القطاع العام يهيمن على الاقتصاد الجزائري بنسبة كبيرة مقارنة بالقطاع الخاص، كما تأخرت السلطات الجزائرية في تطبيق عمليات الخصخصة للمؤسسات التي كان بعوّل عليها كثيرا في تنشيط البورصة الأمر الذي زاد من عرقلة نموها وتطورها. وبالرغم من أن قوانين البورصة في الجزائر تشترط أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة المدرجة فيها هو شركة بالأسهم (SPA)، تبقى أغلب المؤسسات الخاصة في الجزائر مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة.

ج. عدم تنوع الأوراق المالية: والذي يعود بالدرجة الأولى إلى قلة الشركات المدرجة في البورصة، كما أن حيازة الأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين في بورصة الجزائر محدّد بسقف معيّن من هذه الأوراق.

د. غياب الشفافية وضعف النظام المعلوماتي: لا يمكن لبورصة الجزائر أن تنمو في مناخ لا تسوده الشفافية التامة، كما أن الصعوبات التي يتلقاها المستثمر في الأوراق المالية للحصول على المعلومات التي تخص كل الشركات المدرجة في البورصة تؤثر عليه سلبا في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، ذلك لأن المعلومات التي يتحصل عليها تكون عموما غير واضحة، غير دقيقة وبطيئة.

ه. عدم ملائمة التشريعات القانونية: لا تزال التشريعات القانونية تمنح كل الصلاحيات لوزير المالية في تعيين وعزل واستخلاف المديرين العامين والمسيرين في الهيئات المكونة للبورصة، وفي استبعاد الممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء. كما أن الاعتماد على السندات دون غيرها من الأوراق المالية في التداول تبين رغبة السلطات الجزائرية المستمرة في المحافظة على الملكية العامة



للشركات العمومية، فلو يفسح المجال أمام رأس المال الخاص (المحلي أو الأجنبي) كموّل للشركات العمومية ومراقب لأنشطتها سيضمن هذا عليها المزيد من الديناميكية والفعالية بين مختلف القطاعات الاقتصادية، كما سيضمن هذا درجة التطور التي يفترض أن تطلع بها بورصة الجزائر أمام نظيراتها في المغرب وتونس.

و. غياب ثقافة البورصة في المجتمع الجزائري: يقل إقبال الجمهور الجزائري على الاستثمار في بورصة الجزائر، وهذا راجع إلى عدم تعامل المجتمع الجزائري مسبقا مع هذا النوع من الأسواق المالية، فالمجتمع الجزائري يفتقر تماما إلى ثقافة البورصة، الأمر الذي يفسر عدم ثقته في مصداقية وفعالية هذا السوق.

ز. العامل الديني: إن المجتمعات الإسلامية ومنها المجتمع الجزائري يرفض ويعارض بشدة فكرة الاستثمار في السندات التي تدّر عائدا محددا مسبقا بمعدّل فائدة معين، وعليه يستوجب تقديم أوراق مالية بديلة لهذه السندات تكون متناسبة مع خصائص المجتمعات الإسلامية.



المحور الثاني:

الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر



إن العمليات التي تتم على مستوى السوق المالي الجزائري تتطلب تنظيم ورقابة لضمان سير العمليات بواسطة هيئات منظمة للبورصة. ووفقا للمادة 03 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 يتغلق ببورصة القيم المنقولة، عرّف فيها بورصة الجزائر، وأقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المنقولة ومقرها العاصمة... كما أقر بتبعية الهيئتين التاليتين:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.
- 1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)*

لقد تم إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993. بالرغم من أن اللّجنة تأسست في ماي 1993 إلا أنه لم يتم تعيين أول أعضائها إلا في 27 ديسمبر 1993، ولم تنصّب حتى عام 1996. ومنذ ذلك التزمت بوظيفة ثابتة. بالإضافة إلى القانون الداخلي للجنة الذي تم وضعه عام 1996 فقد تم وضع قانونين نشرا في 28 ديسمبر 1996 بموجب قرار إداري لوزارة المالي، الأول مرتبط بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، أما الثاني فيخص المعلومات القابلة للنشر من طرف الشركات والتنظيمات التي تحقّز على الادخار.

يمكن تعريف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بأنها سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي والقانوني، أنشئت بموجب المرسوم رقم 10/93 المؤرخ في 23/10/1993 والمتعلق بالقيم المنقولة وبدأت النشاط الفعلي في فيفري 1996.

أولا: خصائص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

من أهم الخصائص التي تميّز هذه الهيئة مايلي:

1. خاصية الاستقلالية: إذ تعتبر الاستقلالية عنصرا واضحا من تعريفها، وهي المبرر الرئيسي من إنشائها حيث يجب أن تأخذ استقلالية هذه السلطات شكلين استقلال عضوي ويعني إيجاد ضمان بالتركيب البشرية لهذه الهيئات حيث أن ضمان تعدّد وتنوّع هذه التشكيلة هو ما يحقق مداولة جماعية، أما الاستقلال الوظيفي فيعني الاستقلال المالي للجنة وهو ما اعترف به المشرّع الجزائري باعتباره أهم عناصره وذلك في المادة 20 من تعديل سنة 2003 لقانون بورصة القيم المنقولة، وذلك بصفة صريحة وتعتبر هذه الأخيرة السلطة الإدارية المستقلة الأكثر استقلالية في جانبها المالي مقارنة بالسلطات الأخرى.

* COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Operations de Bourse.

2. خاصية السلطة: إن السلطة أحد أهم الأركان لتكوين أي دولة، وفقا لقواعد القانون الدولي، كما أن السلطة في أي دولة تتولاها الحكومة (السلطة التنفيذية) والبرلمان (السلطة التشريعية) والقضاء (السلطة القضائية) هي المكلفة باتخاذ القرارات كل في مجال اختصاصه، لقد اختلف شراح القانون الإداري ولا سيما الفرنسيين منهم في تحديد مدلول هذه السلطة التي منحت للهيئات الإدارية المستقلة.

3. خاصية الطبيعة الإدارية: ترتب عن الاعتراف بالطابع الإداري للهيئات الإدارية المستقلة، إقصاء فكرة أنها أجهزة قضائية على اعتبار أن التصرفات المتخذة من طرف السلطات الإدارية المستقلة لا تتمتع بحجة الشيء المقضي فيه، وبالمقابل نجد أن المشرع الجزائري لم يضيف الطابع الإداري لبعض السلطات في المجال الاقتصادي ولإثبات ذلك يجب الوقوف على معيارين:

- أ. المعيار الموضوعي: تسهر هذه الهيئات على تطبيق القانون في المجال الذي تضبطه وبالنسبة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فهي تختص بإصدار أنظمة وبالمقابل تسهر على تنفيذها.
- ب. معيار الرقابة القضائية: إن القرارات الإدارية الصادرة عن سلطات الضبط في المجال الاقتصادي قابلة للتنازع بشأنها أمام القاضي الإداري وبالنسبة لقرارات الغرفة التأديبية والتحكيمية على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي يطعن في قراراتها، أمام مجلس الدولة.

ثانيا: أعضاء اللجنة

نصّت المادة 20 من القانون رقم 04.03 على أنه تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وتتكون من رئيس وستة أعضاء"

أ. الرئيس: يعين الرئيس بموجب مرسوم تنفيذي يتخذ في مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية، لمدة نيابية تدوم 4 سنوات، يقوم بممارسة مهامه كامل الوقت، ولا يجوز له ممارسة مهن أخرى كالوظيفة الحكومية أو الوظيفة العمومية، وتنتهي مهامه بنفس الطريقة.

من مهامه أنه يضمن متابعة وتنسيق اللجنة، يحضّر الوثائق والمستندات الضرورية التي تطلبها اللجنة، كما يسهر على تنفيذ القرارات التي تتخذها اللجنة، وعلى احترام وتطبيق النظام الداخلي للجنة.

ب. الأعضاء: أعضاء يعينون لمباشرة عملهم لنفس المدة 4 سنوات حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا لتوزيع الأتي:

– عضو يقترحه وزير العدل؛

– عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛



- أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي والبحث العلمي؛
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
- عضو يختار من بين المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة؛
- عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

ثالثا: مهام اللجنة

تتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛
- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.

رابعا: سلطات اللجنة

لقد زوّد المشرّع اللجنة لتمكينها من القيام بمهامها بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق

وتشمل:

1. السلطة التنظيمية: تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية بإعداد أنظمة تخضع إلى

موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلّق الأنظمة التي تم سنّها على الخصوص بما يأتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عملية البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وعلى ماسكي الحسابات-حافظي السندات؛
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية؛

– تسيير حافظة القيم المنقولة؛

– قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات؛

– القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛

– القواعد المتعلقة بمسك الحسابات – حفظ الحسابات؛

– القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات؛

– شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة

2. سلطة الاعتماد والتأهيل: تعتمد اللجنة

– الوسيطاء في عملية البورصة؛

– شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغيّر وصناديق التوظيف المشترك؛

– تأهيل ماسكي الحسابات – حافظي الحسابات.

3. سلطة المراقبة والحراسة والتحقق: تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا من:

– احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق؛

– امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛

– إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات؛

– حسن سير السوق؛

تؤهل اللجنة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة لإجراء التحقيقات لدى شركات أو

مؤسسات مالية معينة بعملية على القيم المنقولة.

خامسا: وظائف اللجنة:

تقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدّمها الشركات ضمّانا للشفافية، وإعطاء تأشيرة القبول بعد استيفاء شروط الدخول للبورصة وهي لجنة مستقلة (اللجنة كانت مجردة من الشخصية المعنوية في ظل القانون المنشأ لها لكن المشرع من خلال القانون 03-04 خوّل لها هذه الشخصية القانونية مما يضمن استقلاليتها الوظيفية ويدعم سلطاتها كحق التقاضي)، لها مصداقيتها، مهمتها إرساء الإطار القانوني والمؤسّساتي للسوق المالية. ومن الوظائف الأساسية التي تقوم بأدائها هذه اللجنة هي:

1. الوظيفة التنظيمية: وتتجسد أساسا في نشاطات البورصة خاصة المتعلقة بشروط تحقيق عمليات

البورصة، من حقوق والتزامات خاصة بالأشخاص المتدخلين في هذه العملية هذا من جهة، كما

تقوم بحماية المستثمرين في القيم المنقولة من جهة أخرى. ومن أجل القيام بذلك فهي تقوم بإصدار

مجموعة من القوانين التنظيمية التي تتطلب أولا موافقة وزارة المالية حتى تصبح سارية المفعول ولها

القوة القانونية، ويمكن نشرها بالجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. ومن بين هذه القوانين نذكر:

– قوانين المهنة المطبقة على الوسيطاء في عمليات البورصة IOB؛

– ضرورة الإعلام وقت إصدار القيم المنقولة عن طريق اللجوء العلني للادخار؛

– شروط دخول وتداول القيم المنقولة في البورصة؛

2. وظيفة الرقابة والتحقق: تسمح اللجنة بالتأكد خصوصا من:

- مدى احترام المتدخلين للأحكام القانونية والتنظيمية؛
 - أن التصويبات قد أدرجت في حالة حدوث مخالفات؛
 - الشركات التي تلجأ للدخار العلني تمثل لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛
 - إجراء التحقيقات لدى الشركات أو المؤسسات المالية المعنية بعملية ما تخص بالقيم المنقولة.
3. الوظيفة التأديبية: حيث نجد أن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بها غرفة تحكيمية تأديبية تتكون من 5 أعضائها:

- رئيس؛
 - عضوان منتخبان من طرف أعضاء اللجنة COSOB؛
 - قاضيان معينان من طرف وزارة العدالة.
- تتمثل أهم الصلاحيات الموكّلة لهذه الغرفة في تقويم كل خلاف تقني ناتج عن العمل بالقوانين والتنظيمات التي تحكم سير عملية البورصة، ومن بين هذه الخلافات نجد:
- الخلاف الناجم بين الوسطاء في عمليات البورصة فيما بينهم؛
 - الخلاف بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم؛
 - الخلاف بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.
- فالمجال هنا يتعلق بالإخلال بالواجبات المهنية والأدبية من جانب الوسطاء، أو مخالفة الأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

II. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)*

أين جدّد نفس التنظيم السابق 10/93 مهام تسيير هذه البورصة حيث اعتبرها المشرف على العمليات والصفقات التي تتم في البورصة، وهي ثان جهاز في البورصة تتولى أساسا القيام بالتسيير المادي لبورصة القيم.

تؤسس لدى بورصة الجزائر شركة تسمى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، تتخذ شكل شركة ذات أسهم تتولى تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، يمثل رأسمالها الاجتماعي أسهم مخصصة ليكتتب فيها الوسطاء في عمليات البورصة، بحيث لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فعلياً إلا بعد أن يقتني أو يكتتب في قسط من رأسمال هذه الشركة أن الاعتماد الفعلي لهؤلاء الوسطاء مشروط بالاكتتاب في جزء من رأسمال الشركة وهكذا يصبحون الأعضاء المؤسسين لها.

* SGBV : La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières.

رأسمال هذه الشركة مفتوح وقابل للزيادة في حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة. أما في حالة انسحاب أحد الوسطاء فتعاد شراء حصته بحصص متساوية من طرف الوسطاء والمساهمين الآخرين في الشركة.

ويتكون مجلس إدارة الشركة من ممثلي الهيئات المالية التالية: البنك الخارجي الجزائري (BEA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، بنك الجزائر (BA)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)، بنك التنمية المحلية (BDL)، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAT)، الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، الشركة الوطنية للتعاون الفلاحي (CNMA)، الصندوق الوطني للتقاعد (CNR)، والبنك المتحد (UB).

أولاً: مهام الشركة

تمارس مجموعة من المهام التي بيّنها المرسوم التشريعي 10/93 في نص المادة 18:

- التنظيم المالي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها؛
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها؛
- تنظيم سير عمليات مقاصة المتعاملات حول القيم المنقولة؛
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة؛
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- تمارس مهام الشركة تحت رقابة COSOB، وتتلقى عمولات من العمليات التي تجري في البورصة. وتضبط اللجنة قواعد حساب هذه العمولات وتنشرها في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

ثانياً: القرارات التي تصدرها شركة تسيير بورصة القيم

تمارس شركة تسيير بورصة القيم مهامها عن طريق إصدار قرارات طبقاً للمادة الأولى من النظام

03/97. ويجب التمييز بين نوعين من القرارات:

1. قرارات تنظيمية: وهي قرارات موجهة لتنظيم السوق بشكل عام، تسري على كل المتدخلين في السوق دون استثناء. تخص هذه القرارات إجراءات إدخال القيم المنقولة داخل البورصة، الإعلام الواجب نشره، قواعد سير حصص التداول داخل بورصة القيم، قواعد المقاصة وتسوية العمليات داخل البورصة، قواعد تعليق أو قطع حصص التداول والشطب من التسعيرة الرسمية للقيم المقيدة في البورصة، قواعد

تتعلق بتدخل الوسطاء في عمليات البورصة في إطار عقد السيولة، قواعد تحدّد مصاريف التسجيل والإبقاء على التسجيل في التسعيرة الرسمية ومصاريف أخرى خاصة. يجب أن تعرض القرارات السالفة الذكر على لجنة البورصة للمصادقة عليها من أجل دخولها حيّز النفاذ، نظرا لاتصافها بطابع العمومية والشمولية في تنظيم السوق، وعليه فإن الطعن يكون في قرار المصادقة من طرف اللجنة أمام القضاء الإداري (مجلس الدولة).

2. قرارات فردية: وهي القرارات التي تتخذها الشركة في مواجهة أحد المتدخلين في السوق أو بشأن أحد العمليات أو القيم المنقولة، منها قرار رفض تسجيل أو قيد أو إعادة تسجيل قيمة منقولة داخل البورصة، قرار شطب قيمة منقولة من التسعيرة الرسمية، قرار قطع حصة تداول أو تأجيل سنة خاصة، أو قرار رفض منح الترخيص لأحد الوسطاء بإجراء معاملات لحسابه الخاص أو لحساب ذويه.

تصدر شركة تسيير البورصة هذه القرارات استنادا على نظامها الخاص الذي وافق عليه كل أعضائها، أما في مواجهة باقي المتدخلين من مصدريين ومستثمرين، فهم ملزمين به استنادا للاتفاقية المبرمة معهم للاستفادة من خدمات الشركة، ومنه فإن هذه القرارات تخضع لقواعد القانون الخاص، وبالتالي يتم المنازعة فيها أمام جهات القضاء العادي.

III. المؤتمر المركزي على السندات

يعتبر المؤتمر المركزي على السندات واحد من الأجهزة الداخلية للبورصة، حيث قام المشرع بإدراج هذا الجهاز من أجل تطوير عملية تسوية المعاملات المنجزة على السندات داخل البورصة، ولقد تم إنشاؤه بموجب القانون رقم 04-03 المعدّل والمتمّم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 وذلك استجابة لمتطلبات تطوير البورصة ومحاكاة للقواعد المعمول بها في البورصات العالمية.

أولاً: مفهوم المؤتمر المركزي على السندات

يعتبر شركة مساهمة ذات طابع مهني خاص لأنه يختلف عن شركات المساهمة العادية من حيث تدخل المشرع في تحديد غرضه ومنحه مقرا وهو الجزائر وله تسمية خاصة وهي الجزائر للتسوية والمساهمة الدنيا في رأس ماله هي 02 مليون دينار جزائري، إلى جانب أنه يتولى إدارة المؤتمر المركزي للسندات مجلس إدارة يخضع تعيين مديره العام ومساعديه إلى وزير المالية، ويمكن عزلهم بناء على تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وأخيرا كونه يخضع في مهامه ودوره إلى رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. ويعدّ منخرطا فيه كل الأطراف المستفيدة من خدماته، وذلك على ضوء النظام رقم 03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، حيث ورد في المادة 03 منه أن المؤتمر المركزي للسندات

يقبل الانخراط لديه من خلال إبرام اتفاقية بينه وبين المنخرط، حيث تحدّد هذه الاتفاقية مجمل الواجبات والمسؤوليات الملقاة على كلا الطرفين، وكذا مصاريف الخدمات وكيفية تسديدها. ويتم الانخراط من خلال تقديم ملف يتضمن طلبا للانخراط مرفقا بوثيقة تحمل أسماء الأشخاص المؤهلين للتعامل مع المؤتمر المركزي ونسخة من القانون الأساسي وكذا أي وثيقة أخرى يمكن أن يحددها المؤتمر المركزي على السندات.

ثانيا: العمليات التي يقوم بها المؤتمر المركزي على السندات

يعنى المؤتمر بالعمليات التالية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات المتدخلين؛
- مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...);
- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقا للمعايير الدولية (ISIN: الرقم الدولي للتعريف بالأوراق المالية)؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ثالثا: مهام المؤتمر المركزي على السندات

إن الهدف الأساسي من إنشاء المؤتمر المركزي هو تبسيط إجراءات التسوية ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة، وعلى هذا الأساس فإن المشرع لم يحدّد مهام هذه الهيئة على سبيل الحصر وإنما عددها على سبيل المثال، وعلى العموم يمكن إجمال مهام المؤتمر المركزي على السندات في نشاط حفظ السندات، إدارة وتسيير الحسابات الجارية للسندات، وتسوية وتسليم السندات.

1. مهمة حفظ السندات : إن نشاط المؤتمر المركزي على السندات يبدأ بإيداع القيم المنقولة لديه بغرض إزالة الكيان المادي للأوراق المالية وتحويلها إلى قيود حسابية، وقد حدّدت اللجنة في نظامها رقم 01-03 القيم المنقولة التي يمكن أن يقبلها المؤتمر المركزي في عملياته، إذ ليس كل القيم تشكل محل قبول من طرفه. يتم قيد السندات في حسابات خاصة، يتولى مسكها وسطاء مؤهلين لهذا الغرض من طرف اللجنة، ويطلق عليهم "ماسكي الحسابات -حافضي السندات".

2. مهمة إدارة وتسيير الحسابات الجارية: إن نظام تسيير الحسابات الجارية من طرف المؤتمن المركزي يحقق مزايا كبيرة خصوصا المساهمين في الشركات المقيدة في البورصة، حيث يحقق هذا النظام سهولة إتمام عمليات البيع والشراء في ظرف قصير مع إتباع إجراءات بسيطة.

يقوم المؤتمن المركزي بفتح حساب أو عدة حسابات جارية لكل هيئة تم قبول انخراطها ويتم إلحاق كل حساب جاري برمز انخراط خاص به، وتتم تجزئة الحساب الجاري لكل منخرط إلى حسابات منفصلة، يتعلق كل حساب بقيمة من القيم التي بحوزتها، والهدف هو ضمان التسيير الجيد لهذه الحسابات، ففي حال ما إذا كان المنخرط يحوز على سندات اسمية وسندات لحاملها، فإن حسابه يقسم إلى حساب خاص بالسندات الاسمية، وحساب خاص بالسندات لحاملها.

والجدير بالإشارة هو الحالة التي يكون فيها مصدر القيم المنقولة هو نفسه الذي أوكلت له مهمة إدارتها فالأرصدة من السندات الاسمية تقيد في الحسابات الجارية لهذا المصدر، أما إذا أسند مسك الحسابات وحفظ الحسابات لماسك الحسابات- الحافظ ففي هذه الحالة تسجل الحسابات الجارية لأرصدة السندات لحاملها، والسندات الاسمية باسمه.

3. مهمة تسوية السندات وتسليمها: تعتبر التسوية آخر عملية لازمة من أجل اكتمال تداول القيم المنقولة وانتقال ملكيتها وحصول أطراف العمليات على حقوقهم.

IV. المتعاملون في بورصة الجزائر المنقولة

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

أولاً: المستثمرون (Investisseurs)

يتمثل المستثمرون في مؤسسات الاستثمار مثل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، صناديق التقاعد وشركات التأمين...، يمتلكون رؤوس أموال هامة يمكن استثمارها في الأسواق المالية. ولتحفيز هؤلاء على الدخول إلى البورصة والتعامل في مجال القيم المنقولة، لا بد من منحهم امتيازات وتسهيلات.

1. هيئات التوظيف الجماعي والقيم المنقولة (OPCVM)*: هي هيئات تقوم بتوظيف الأموال جماعيا في الأوراق المالية وهي مأخوذة على النظام الفرنسي وتتكون من SICAV، FCP حيث بدأت لأول مرة إنشاء هذه الهيئات عام 1957 وأعطى الحق لإنشاء SICAV أولا بينما بقيت FCP إلى سنة 1967.

* OPCVM : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

أ. شركات استثمار برأس مال متغير (SICAV)*: تعرف في المشرق بصناديق الاستثمار وأعيد إصلاحها بعد إصلاحات 1988 في فرنسا، واعتبرت شركات خفية غير معرفة الاسم وحدد لها وظيفة تسيير الحوافظ المالية، وهي تصدر الأسهم، كما أنها تجمع الأموال من المدخرين وتوظفها في الأوراق المالية. بالنسبة للجزائر ووفقا للتنظيم 94/04 الصادر في 1997/11/25 في المادة (11) فإنه يجب أن تحتوي القوانين الأساسية لهذه الشركات على الأقل على المعلومات التالية:

- الشكل القانوني؛
- عرض الشركة؛
- التسمية؛
- مبلغ رأس مال أولي؛
- الحد الأدنى للمبلغ الذي يجب أن تتوقف عنده عملية إعادة شراء الأسهم؛
- شروط الإصدار وإعادة شراء الأسهم؛
- طرق ودورية حساب القيمة التصفوية؛
- نوعية الأسهم: اسمية أو لحاملها؛
- طرق تقييم القيم المسجلة ضمن الأصول أو المسجلة ضمن المحفظة المالية؛
- الحقوق والواجبات المتعلقة بالأسهم؛
- طرق تخصيص وتوزيع الأرباح؛
- تواريخ غلق وفتح الحسابات العمومية؛
- العملات المقبولة عند الاكتتاب وإعادة شراء الأسهم؛
- طرق إصدار وإعادة شراء الأسهم؛
- شروط تأجيل التسجيل؛
- طرق وشروط التصفية؛
- ألقاب، أسماء، عناوين، السير الذاتية للمستثمرين؛
- تقييم المساهمات العينية من طرف مندوب الحسابات؛
- العدد الأدنى من الإداريين أو أعضاء المجلس المسيّر ومجلس المراقبة؛
- العدد الأدنى من الأسهم لكل إداري؛ فترة وكالة الإداريين؛

* SICAV : Société d'Investissement à Capital Variable.

- صلاحيات إدارية، أعضاء مجلس المراقبة؛
- شروط استدعاء ومداولات الجمعية العامة للمساهمين؛
- طبيعة وعدد مرات تقديم المعلومات للمساهمين؛
- محافظ الحسابات بما في ذلك طرق تعيينه وعزل حقوقه وواجباته؛
- اسم المؤسسة وهدفها والمقر الاجتماعي لها.

بعد وضع كل هذه المعلومات في القانون الأساسي يشترط في المؤسسة إصدار مذكرة إعلامية ملخصة حتى يتطّلع الجمهور على الشركة التي تصدر الأسهم وتوظّف أموالها فيها ولنشرها الملخص يشترط ما يلي:

- الاسم والمقر الاجتماعي؛
- رأسمال اجتماعي أولي؛
- هدف الشركة؛
- رقم الاعتماد وتاريخ الحصول عليه من اللجنة؛
- تواريخ فتح وغلق الاكتتاب؛
- اسم ومقر الهيئة المؤتمنة.

وطبقا لذلك هناك أنواع محدّدة من SICAV:

- شركات الاستثمار برأس مال متغيّر منوعة: الاستثمار أو التوظيف في الأسهم والسندات وغيرها حفاظا على الادخار الوطني قد تشترط السلطات توفير نسبة معينة من السندات ونسبة أخرى في باقي الأدوات المالية، لأن السندات لها نسب ضئيلة من الخطر.
- شركات الاستثمار برأس مال متغيّر مرسمة: هي تلك الهيئات التي تقوم بالتوظيف الجماعي للأموال والتي تقوم بإعادة استثمار عوائد السندات والعائد يكون أثناء البيع.
- شركات الاستثمار برأس مال متغيّر للخزينة: متخصصة في توظيف الأموال المجتمعة لديها في الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تتداول في السوق النقدية لا سيما سندات الخزينة، تمتاز هذه الشركات بأنّها تصدر أسهمها، بحيث أعطى لها المشرّع إمكانية إعادة شرائها من السوق بقيمتها التصفوية.

$$\text{القيمة التصفوية} = \frac{\text{الديون} - \text{الأصول}}{\text{عدد الأسهم (الحصص) المصدرة}}$$

وكل مساهم يقوم ببيع أسهمه وبالتالي يتم تعيين هذه القيمة لذا نحسب القيمة التصفوية بصورة أسبوعية أو شهرية أو نصف شهرية.

ب. صناديق التوظيف الجماعي (FCP)*: أنشئت لأول مرة سنة 1967 في فرنسا وذلك لتجميع الأموال من المدخرين وتوظيفها في القيم المنقولة، تقوم بإصدار حصص وليس أسهم (الأسهم يمكن تداولها أما الحصص فلا يمكن تداولها). أعطى المشرع الحق للصناديق بإعادة شراء حصصها من السوق بطلب من المساهمين وذلك بالقيمة التصفوية، كما أجريت على هذه الصناديق إصلاحات 1988 شأنها شأن كافة هياكل ومظاهر البورصة الفرنسية، ثم انتقلت بعد ذلك بصورة شبه كلية إلى البورصات المغاربية (تونس، المغرب، الجزائر). بالنسبة للجزائر يجب أن يحتوي نظام هذه الصناديق على المعلومات التالية والتي حدّدت في نفس التنظيم السابق والمتمثلة في:

- اسم المسير والهيئة المؤتمنة؛
- سياسة التوظيف؛
- طرق دورية، حساب القيمة التصفوية؛
- طرق تقييم القيمة المسجلة؛
- رأس مال أولي؛
- الحد الأدنى لرأس المال؛
- الحد الأقصى للعمولات؛
- تواريخ افتتاح وغلق السنة المالية؛
- طبيعة ودورية المعلومات المسلمة لحماية الحصص؛
- كيفية الإصدار وإعادة الشراء؛
- فيما يتعلق بالمسير والهيئة المؤتمنة (طرق التعيين والعزل، الحقوق والواجبات)
- فيما يتعلق بمحافظ الحسابات (طريقة المكافئ، طريقة التعيين والعزل، الحقوق والواجبات)؛
- طرق تخصيص المكافآت والنجاحات؛
- طرق تعديل النظام الداخلي؛
- كيفية حل وتصفية وتحويل الصندوق؛

* FCP : Fonds Commun de Placement.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن لصناديق التوظيف الجماعي من مباشرة أنشطتها إلا بعد الحصول على الاعتماد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ثانيا: المصدرون (Emetteurs)

وهم أشخاص معنويون، يتدخلون في البورصة من خلال عملية إصدار القيم المنقولة، الهدف من التدخل هو استقطاب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتهم المتعددة وذلك عن طريق اللجوء علنا للادخار العمومي، تتمثل هذه الأشخاص المعنوية في:

- الدولة، وتأتي في المرتبة الأولى من حيث طلب الحصول على الأموال، وتتدخل الدولة في السوق المالي، بهدف تمويل العجز المالي الناتج عن عدم كفاية الإيرادات الجبائية، والموارد الأخرى لتغطية التكاليف، أو كذلك من أجل تحقيق تمويل المشاريع ذات الطابع العام والمنفعة العامة مثل بناء الهياكل القاعدية، المدارس، المستشفيات...؛
- الهيئات العمومية والخاصة التي تهدف إلى رفع رأس مالها أو إلى تمويل احتياجاتها في مجال الاستثمار أو الاستغلال، كما يمكن أن يكون الهدف من وراء هذا التدخل لتمويل مشاريع الإنعاش الاقتصادي.

ثالثا: الوسطاء في عملية البورصة (IOB)*

تلعب هذه الفئة دور أساسي في التعامل في كافة البورصات في العالم وكذا تنشيطها، إذ يعتبرون بمثابة الوسيلة التي تجمع ما بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز وذلك بجمع أوامر البيع والشراء ومحاولة تنفيذها في البورصة. إذ نجد هناك نوعين من الوسطاء:

- الوسيط الذي يقوم بالوساطة البسيطة بين المشتري والباعة للأوراق المالية؛

- الوسيط الذي يستطيع شراء وبيع الأوراق المالية لصالح المستثمر.

على الرغم من أن القانون يعطي الحق للوسيط الأفراد (الطبيعيون) لممارسة نشاط الوساطة فإنه في أغلب بلدان العالم أخذ الوسطاء شكل لشركات المساهمة (شركات الوساطة) فأصبحت تسمى شركات الوساطة.

من ناحية الوسطاء في الجزائر باستثناء الوسيط الخاص فإنه تعتبر شركات الوساطة عبارة عن مساهمات البنوك وشركات للتأمين وعددها خمسة:

1. أنشطة الوسطاء: نشاط الوسطاء يقتصر على الوسيط بين الفائض والعجز إلا أنّ مهامه أصبحت كما يلي:

يلي:

* IOB : Les Intermédiaires en Operations de Bourse.

– التعامل بالأوراق المحلية للصالح الخاص؛

– التعامل في المنتجات المشتقة؛

– تسيير الحوافظ المالية؛

– التدخل في سندات الخزينة؛

– تقديم النصائح والإرشادات للمستثمرين.

2. أهمية الوسطاء: أخذت أهميتها من:

– تعدد المنتجات المالية؛

– دقة التقنيات العلمية؛

كما أن هناك أسباب أخرى أدت بالمستثمر باللجوء أكثر فأكثر إلى فئة الوسطاء وهي:

أ. تكلفة المعلومات: إن المستثمر العادي يعجز عن الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة المسجلة بتكلفة معقولة، لهذا يلجأ إلى الوسيط مقابل عمولة فالمستثمر مثلا يجهل تقنيات التحليل المالي مثل التنبؤ إلى غيرها من المعلومات المالية والتقنية.

ب. تكلفة المعاملات: المستثمر في الجزائر يدفع 1.5% من مبالغ الصفقة بيعا وشراء. أي تتوقف تكاليف المعاملات على حجم المبالغ المتاحة لتلك الصفقات، فكلما كانت المبالغ عالية كلما قلت تكلفتها، لهذا يقوم الوسطاء في الدول المتقدمة بتجميع الأوامر بالمبالغ الصغيرة (القليلة) والقيام بالصفقة.

ج. عجز المستثمرين عن شراء بعض الأوراق المالية: لأنها غالية الثمن وبذلك إتباع ما يسمى الأسهم غير المباشرة، يحقق الوسطاء أوراق غير مباشرة ممثلة لتلك الورقة الغالية الثمن وتوزيعها على المساهمين وبذلك لا يمكن تداولها في البورصة (لأنها تصبح غير مباشرة) وبالتالي يتم اللجوء إلى الوسطاء.



المحور الثالث:

قبول المؤسسة الاقتصادية ببورصة الجزائر

إن تسجيل المؤسسة بالبورصة له شروط وإجراءات ينبغي توافرها لضمان السوق منها ما يتعلق بالسوق وعدد المساهمين، ومنها ما يتعلق بالقيم محل طلب إدراج المؤسسات سواء من القطاع العام والخاص. ويجب أن تتوفر في المؤسسات التي يمكن قبول قيمتها المنقولة في التسعيرة الرسمية للبورصة شروط مسبقة تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وإجراءات تنظيمية لإدخال هذه القيم، ومن بالمقابل يمكن شطب المنقولة المسعرة بالبورصة.

أولاً: مبررات دخول المؤسسات الاقتصادية ببورصة الجزائر

1. الأسباب: هناك عدّة أسباب يمكن أن تؤدي إلى أن مؤسسة ما تسجل في البورصة، ويمكن أن نذكر منها، ما يلي:

- الرغبة في تغيير رأسمالها الاجتماعي (خاصة المؤسسات العمومية المرشحة للخصوصية الجزئية)؛
- اكتساب التسعيرة والتقييم بالبورصة يشكل ازدهار المؤسسة، وينوّع مالكيها، ويحسن صورتها ثم يضمن لها إشهاراً مجانياً؛
- استغلال إمكانية التوسّع الدولي؛
- تحسين القابلية للمنافسة.

إذن فمزايا القبول بالبورصة متعدّدة. ويمكن أن نذكر منها ما يلي:

1. يسمح القبول بالبورصة للمؤسسة من التفتح على الخارج بفضل الدعوة العمومية للادخار ويمكن كذلك من دعم شهرتها، ذلك أن القبول بالبورصة يعزّز مصداقيتها في مواجهة الغير مما يجعلها معروفة من قبل شريحة عريضة من الجمهور؛
 2. يمكن القبول بالبورصة من تمويل الوضع للمؤسسة، فالدعوة العمومية للادخار يمكن أن يعوض الاستدانة المصرفية على المدى الطويل، ومن ثمة يضاعف الموارد المستقرة للمؤسسة لتعزيز رأسمالها وتمكينها من تمويل برامجها الاستثمارية الأكثر طموحاً؛
 3. القبول بالبورصة يمكن من تنمية سيولة الأوراق النقدية للمؤسسة، وذلك بفضل سهولة المبادلات والمفاوضات التي تقع على هذه الأوراق، فسيولة هذه الأخيرة تتنامى بفضل تضاعف عدد المكتسبين، كما تنشط التنافس بينهم.
- وبالمقابل، فإن بعض المؤسسات يمكن أن تفشل في بداية الأمر جراء شكليات القبول وقيمة الدخل والتخوّف من ضياع الرقابة على المؤسسة، وأسباب أخرى مثل:
- نقص التحفيز لدى المسيرين؛

– التردد لإعطاء المعلومات؛

– نقص الرؤية أو الاستراتيجية ذات المدى البعيد، وبالنتيجة غياب ضبط الاحتياجات من رأس المال.

2. عملية الإدراج بالبورصة: تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:

أ. مرحلة ما قبل الإدراج: هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب

أن يتبعها المصدر مهما كان شكله قبل عملية الإدراج وتتضمن المراحل التالية:

– القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للمؤسسة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار

قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس

الإدارة الجماعية إلى الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية؛

– الإعداد القانوني للمؤسسة والأسهم: إن إدراج أي مؤسسة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على

المستوى القانوني (يجب أن تكون مؤسسة مساهمة)، وذلك لأنّ الشركة كثيرا ما تلزم بإجراء

تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال حيث يجب أن يكون مدفوع بقيمة

دنيا تساوي خمسة ملايين دينار جزائري وكل هذا بهدف تلبية متطلبات القبول في التسعيرة؛

– تقييم المؤسسة: يجب على المؤسسة أن تسعى لتقييم أصولها (أسهم وسندات) من خلال عضو في

الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات المؤسسة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة

بتقييمه، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة؛

– اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقى البوصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة

والمتوسطة حيث تتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية

الادخار. ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة

الأخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معا نقابة التوظيف التي تتيح انتشارا

أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية؛

– إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة

تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة

الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل

القانوني...):

– إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم

عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أفريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة

للتداول في البورصة، على:

- طلب القبول؛
 - محضر الجهة المخولة التي قرّرت أو صرّحت بالإصدار؛
 - مشروع المذكرة الإعلامية؛
 - معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛
 - معلومات عن التمويل؛
 - معلومات اقتصادية ومالية؛
 - الوثائق القانونية؛
 - تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.
- تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: تملك اللجنة أجل شهرين اثنين لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة؛
- الانضمام إلى المؤتمر المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعيّن على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات؛
- حملة التسويق: سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف؛
- بيع السندات: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، والأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة؛
- كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة حيث يجب تقديم كشوف ثلاث سنوات سابقة وتكون النتائج إيجابية، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة؛
- تسوية العملية: يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.
- ب. مرحلة الإدراج: وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعير، وذلك بعد أن تحصل المؤسسة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلانا في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند. كما تنشر نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة. ج. مرحلة ما بعد الإدراج: وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق:

— عقد السيولة: يسمح للمؤسسات، من أجل ضبط أسعار الأسهم بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد سيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرها:

— نشر المعلومات: ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه إن كان معروفا التأثير بشكل كبير على سعر السندات.

ثانيا: شروط قبول المؤسسات ببورصة الجزائر

هناك شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج وأخرى يجب أن تتوفر في المؤسسة موضوع طلب الإدراج.

1. الشروط الخاصة بالقيم موضوع طلب القبول: وتشمل:

- أن تكون القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة مساهمة؛
- أن تتم تحديد قيمة كل سهم؛
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات، إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة؛
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد المكتتبين.

2. شروط خاصة بالمؤسسة موضوع طلب الإدراج: وتمثل في:

- الحد الأدنى لرأس مال للمؤسسة 100000000 دينار جزائري؛
- إصدار 20% على الأقل من رأس مالها في شكل قيم منقولة؛
- نشر الوضعية المالية لسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول؛
- أن تكون حققت أرباحا خلال السنة المالية السابقة لتاريخ إيداع الطلب؛
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها البورصة؛



- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي معتمد؛
- أن تقدم تبريرا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي.

المحور الرابع:

ملف قبول المؤسسة الاقتصادية ببورصة الجزائر



إن المؤسسة التي ترغب أن يتم قبولها في البورصة أن تقدم للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة معلومات تتضمن وثائق حول المؤسسة وأخرى متعلقة برأس المال ثم وثائق مالية وقانونية يمكن إدراجها كما يلي:

أولاً: وثائق عامة حول المؤسسة

يشترط النظام العام للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB من كل شركة طالبة للإنضمام للبورصة أن تعدّ الوثائق التالية:

— رسالة تطلب من خلالها المؤسسة قبول أسهمها وتداولها للتفاوض في البورصة وتتضمن هذه الرسالة ما يلي:

- الاسم والنظام الداخلي للمؤسسة التي تطلب القبول؛
- تاريخ التسجيل في السجل التجاري؛
- رقم الإثبات الجبائي؛
- المكان الذي يتم فيه مسك سجلات المساهمين؛
- تاريخ طلب قبول المؤسسة في البورصة؛
- مبلغ وعدد وصنف السندات التي تودّ المؤسسة إدراجها في البورصة.

— وصف عام لأنشطة المؤسسة وفروعها؛

— قائمة أعضاء مجلس الإدارة ومجلس المراقبة بالإضافة إلى أسهم مسيري المؤسسة مع الإشارة إلى الوظائف التي يمارسونها هؤلاء الأفراد خارج المؤسسة؛

— يجب أن تكشف المؤسسة عن كل نزاع قيد المحاكمة للجنة COSOB تكون هي أو أحد فرعها فيه إضافة إلى الأثر الذي قد يكون لهذه النزاعات على عوائد المؤسسة؛

— نسخة عن النشرة الرسمية للإعلانات القانونية للمؤسسة.

ثانياً: ملف متعلق برأس المال

تتمثل هذه الوثائق في ما يلي:

— يجب على المؤسسة التي تطلب القبول في البورصة أن تقدم وثيقة توضّح فيها تطوّر رأسمالها منذ تأسيسها بالإضافة إلى جدول يصف رأسمالها لحظة الطلب مشيراً لكل صنف من الأسهم وقيمتها الاسمية. هذه الوثائق يجب أن تتضمن المعلومات التي تتعلق بالأسهم التي تم إصدارها خلال ثلاثة السنوات الأخيرة التي تسبق الطلب وتتمثل هذه المعلومات في:

- العدد الإجمالي للأسهم المصدرة (القيمة الاسمية* عدد الأسهم المصدرة)
- المبلغ الكلي للإصدار؛
- تاريخ إصدار الأسهم؛
- المبلغ الصافي للأموال المحصّلة من طرف المؤسسة عند الإصدار.
- الأنشطة التي تم تمويلها من المبلغ المحصّل عليه من الإصدار بالتدقيق؛
- الإشارة إلى معدّل الإصدار للأسهم والسندات وقابليتها للتفاوض؛
- عدد المساهمين في صنف السهم موضوع طلب القبول للتفاوض في البورصة؛
- توضيح المساهمين المهمين الذين يمتلكون أكثر من 5% من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة والعدد بالترتيب للأسهم التي يمتلكونها؛
- توضيح رأسمال الأسهم الواقع تحت أيدي كل إداري ومسيري المؤسسة؛
- قرار الحقوق والمزايا المأخوذة من النصوص القانونية لكل فئات المساهمين؛
- شهادة توزيع قانونية ومصادق عليها من طرف أحد مسيري المؤسسة تبين توزيع الأرباح؛
- توضيح قائمة لكل المؤسسات الحائزة على حصة من رأسمال المؤسسة 10% أو أكثر ويجب أن توضح هذه القائمة ما يلي:
 - اسم المؤسسة؛
 - البيانات الخاصة بنشاطات المؤسسة؛
 - رأسمال سهم المؤسسة.
- على المؤسسة التي تطلب القبول في البورصة أن تقدّم المعلومات المتعلقة بدفع الحصص أو الأرباح وتتمثل هذه المعلومات في:
 - عدد السنوات المتتالية التي تم من خلالها دفع الأرباح أو عوائد للأسهم؛
 - مبلغ العائد لكل سهم وكذا المبلغ الإجمالي التي قامت المؤسسة بدفعه خلال الخمس سنوات التي تسبق طلب اعتمادها أو منذ تاريخ تكوينها إذا لم تتجاوز الخمس سنوات؛
 - وتيرة توزيع العوائد (كل ثلاثي، كل نصف سنة...)
 - تاريخ غلق سجل الأسهم من اجل توزيع العوائد وتاريخ الإعلان عن العوائد وتاريخ توزيعها.

ثالثا: الوثائق القانونية والمالية

يمكن التمييز بين:

1. الوثائق القانونية: وتتمثل في:

- نسختين من القوانين الأساسية لآخر وضعية لها، وكذا نسختين من شهادة السجل التجاري؛
- محاضر الجمعيات العامة التأسيسية وكل الجمعيات العامة التي قرّرت وصادقت على الزيادة في رأس المال وكذا مداولات مجلس الإدارة؛
- نسختين من قرار مجلس الغدارة للمؤسسة الذي يسمح لها بإجراء طلب القبول للانضمام للبورصة؛
- وثيقة واحدة لكل العقود الهامة والتي تكون المؤسسة طرفا فيها من غير التي تتعلق بنشاطها العادي؛
- نسختان من الوثائق التي تشهد بأن المؤسسة خاضعة للطلبات الإلزامية لصندوق التقاعد وصندوق الضمان الاجتماعي بالإضافة إلى نسختين لوثيقة تشهد أن المؤسسة قد سدّدت الضرائب المستحقة وفي حالة عدم تقديم أي وثيقة تشهد بأن المؤسسة غير معنية بذلك (غير خاضعة للضريبة) فإنها تقوم بتقديم وثيقة توضّح ذلك وشرح سبب الإعفاء، فتقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالتأكد من مطابقة الوضعية القانونية للمؤسسة.

2. الوثائق المالية (الملف الإداري): والذي يجب أن يتوفر على:

- حوصلة حول نشاطاتها الصناعية والتجارية والتي تحدّد تطور المؤسسة منذ نشأتها، مواقعها (الورشات والبنيات)، تطوّر الإنتاج والمبيعات حسب كل نشاط فرعي وحسب كل فئة من الزبائن، نشاط البحث بالإضافة إلى مستوى منافسة المؤسسة؛
- نسختان من جدول حساب النتيجة، تقارير محافظ الحسابات، الحلول المتبناة، محضر اجتماع الجمعيات العامة العادية المتعلقة بخمس سنوات الأخيرة؛
- جدول توزيع الأرباح؛
- نسختان من تقديرات الأرباح والتدفقات النقدية للمؤسسة للسنة اللاحقة أين يتم توضيح الفرضيات التي على أساسها استندت تلك التقديرات، أما إذا تمت صياغة تلك التقديرات من طرف البنوك ومؤسسات مالية أخرى فيجب الإشارة إلى ذلك؛

- في حالة ما إذا كانت المؤسسة الطالبة للانضمام أو أحد فروعها تقوم بدفع أو قبض إتاوات معتبرة فإنه يتعين على المؤسسة تقديم تفاصيل عن الاتفاقيات المتعلقة بهذه الإتاوات وتتضمن ما يلي:
 - مبلغ الإتاوة المقبوضة أو المدفوعة؛
 - الكيفية التي تسمح بإلغاء اتفاقية ما إذا قام أحد الطرفين بالإخلال بالاتفاق.
- معلومات تحدّد شروط إصدار أو منح القروض التي تقدم عليها المؤسسة والقروض المصرفية الممنوحة للمؤسسة وفي حالات أخرى تقدّم الامتيازات الجبائية التي تستفيد منها المؤسسة والضمانات الممنوحة؛
- يتعين على المؤسسة المصدرة للسندات طويلة الأجل أن تقدّم المعلومات التالية قبل الانضمام:
 - سعر الفائدة وميعاد الاستحقاق؛
 - مبلغ سندات الديون التي تم تسديدها وكذا السندات التي تم تحويلها إلى أسهم عند الاقتضاء؛
 - قيمة السندات المطروحة للاكتتاب؛
 - سعر الإصدار؛
 - تاريخ تسديد الفوائد؛
 - تاريخ الاستحقاق وظروف الاهتلاك (ثلاثي، سداسي، سنوي).
- الجداول الجبائية للسنوات الثلاثة الأخيرة؛
- مذكرة حول المشاريع المستقبلية للمؤسسة وكيفية تمويلها؛
- الامتيازات الممنوحة للعمال والمسيرين؛
- طرق المحاسبة المعتمدة في التقييم وتوضيح كل التغيرات إن وجدت.

رابعاً: إشهار قبول المؤسسة بالبورصة

إذا ما تحصّلت المؤسسة على ردّ إيجابي حول عملية التسجيل في البورصة عندئذ تقوم السلطات المعنية بالبورصة لا سيما SGBV بإشهار الكتيب وهو نموذج توفره سلطات البورصة ويحتوي على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة المصدرة ومعلومات تتعلق بالإصدار، حيث تؤكد في المادة (51) من التنظيم 03/97 على أن SGBV تعلن للجمهور عن افتتاح عملية التسجيل وتقييد الأسهم وذلك بنشرها في النشرة الرسمية للبورصة حيث يتضمن الإعلام الوارد في هذه المؤسسة كافة المعلومات سواء تعلق الأمر بالمؤسسة أو الإصدار والمتمثلة في:

— هوية الشركة المصدرة؛

— الوسيط أو الوسطاء المكلفين بالتقييد؛

— عدد وطبيعة وخصائص الأوراق المالية المسجلة؛

— السعر المقترح من المصدر؛

— الإجراءات المقررة لإتمام التسعيرة الأولى.

تنشر هذه المعلومات وغيرها أسبوعين على الأقل قبل تاريخ الحصة من الاكتتاب. بعدها تأتي المرحلة الثانية والمتمثلة في طبع وثائق الاكتتاب والمتعلقة بأوامر الشراء وأوامر البيع وهي تطبع عن بطاقات المساهمين أيضا، كما يجب طبع هذه الوثائق بالشكل الكافي.

إدخال المؤسسات إلى البورصة يجب مراعاة فيه المدّة التي تقيّد فيها بصفة مستمرة. وبذلك يجب تفادي الوقت الذي تقيّد فيه المؤسسات من نفس القطاع هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى يجب أن تحدّد المؤسسة طبيعة الادخار أي ادخار طويل، متوسط الأجل ومتى يكون متوقّراً في السوق. فإذا سبقها إصدار طويل الأجل فإن الوقت الذي يليه يكون فيه الادخار طويل الأجل.

بعدها تأتي مرحلة الحملة الإشهارية قبل دخول المؤسسة إلى البورصة وفي هذه الحالة تستعمل المؤسسة كافة عمليات الإشهار (سمعية، بصرية، عقد لقاءات مع الجمهور مباشرة...).

تم يتم توزيع الشهادات وتشمل كل الأوراق المالية المادية، عند هذه المرحلة تكون المؤسسة المرشحة للدخول قد قطعت كافة المراحل وحصلت على الأموال المطلوبة للتحسين أو التوسيع، وما بقي عليها إلا إتمام الصفقات، وسمّاها المشرّع حسن إتمام الصفقة وهذا ما يعرف لتسويق المنتجات المالية إلى المشتري بعدها تكون الشركات قد حصلت على المقابل لذلك.

إن عملية تسجيل المؤسسات ينجر عنه العديد من التكاليف أي أنها ليست مجانية فالرسوم التي تدفع للتسجيل في السوق الأولى تختلف عن تلك التي تدفع للتسجيل في المرة الثانية والثالثة وهكذا... لكن على العموم هناك العديد من التكاليف المتمثلة في:

— المصاريف القانونية والإدارية وهي خاصة بتغيير الشكل القانوني أو إعادة الهيكلة؛

— مصاريف الإشهار والتسجيل بما في ذلك المطبوعات، الملصقات...؛

— مصاريف الوسطاء والبنوك؛

— مصاريف عقود السيولة والتوظيف...؛

وهناك مصاريف أخرى بعد التقييد تتمثل في:



- مصاريف الإعلام؛
- مصاريف مراجعة ومراقبة الحسابات وهذا تماشيا مع ما تتطلبه التشريعات حماية لحقوق المساهمين من الضياع.



المحور الخامس:

الإجراءات القانونية لقبول المؤسسة ببورصة الجزائر

لقد تم تكييف المؤسسة للدخول إلى البورصة وأصبح شكلها القانوني شكل شركة أسهم تم تعيين اسمها... وتم إعطاؤها التأشيرة، أي تم إعدادها من كافة الجوانب وتقدمت بطلب للبورصة فقبلت. (قبل الطلب) عندئذ تختار الطريقة التي يجب أن تقيّد بها هذه الشركة.

يتم إدخال القيم المنقولة التي قرّرت اللّجنة قبولها وفقا لأحد الإجراءات التي يعتدها النظام العام "لبورصة الجزائر" وهي الإجراءات العادية، إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، وأخيرا إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، وقد استحدثت اللّجنة بمناسبة تعديل النظام 03-97 بالنظام 01-12 إجراء رابع وهو الإجراء العادي بسعر مرجعي إرشادي ويخص هذا الإجراء السندات الشبيهة للخزينة.

أولا: قرار اللجنة بعد استلام الملف

بعد استلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لطلبات الإدراج الواردة إليها، تتولى النظر فيما إذا كانت تتوفر على شروط قبول القيم المنقولة في عمليات التداول أم لا، على أن تتخذ اللجنة قرارها بالقبول أو الرفض خلال 60 يوما من تاريخ استلام ملف طلب القبول، وهذا خلافا لما هو معمول به في التشريع المقارن. ويضاف للأجل السابق في التشريع الجزائري مهلة 30 يوما في حال ما إذا طلبت اللجنة معلومات تكميلية على أن تكون مدة صلاحية قرار القبول 4 أشهر.

الملاحظ بشأن مدّة النظر في الطلب من قبل اللجنة أنها طويلة مقارنة بما تقتضيه المشاريع التجارية والصناعية من سرعة في إبرام الصفقات وتنفيذها حتى لا تفوت فرص تحصيل مداخيل إضافية على الشركات، وكذلك بالمقارنة مع محدودية المتعاملين في البورصة الجزائرية ونشاطاتها ما يعكس وجود أعضاء اللجنة في عطلا دائمة هذا إذا ما قارناه بالبورصات النشطة حقا.

أما بخصوص الطعن في قرار رفض طلب الإدراج فقد أغفل النظام 03/97 هذه القضية والشيء نفسه بالنسبة للمرسوم التشريعي 10/93.

استنادا إلى أحكام المادتين 52 و53 من المرسوم التشريعي 10/93 فإن الغرفة التحكيمية والتأديبية للجنة غير مختصة بالنظر في مثل هذا النوع من الطعون، وبالتالي في هذه الحالة وحسب نص المادة 52، التي حدّدت مجال اختصاص الغرفة وهو النزاعات التقنية الناتجة عن تفسير اللوائح والقوانين السارية على البورصة، وأن يكون أحد الأطراف فيها وسيطا، فإنه يتوجب على الشركة الطاعنة طبقا لأحكام المادة 9 اللجوء إلى الهيئات القضائية، وإن كان هذا النص يتعلق بقرار رفض اعتماد الوسطاء ومع ذلك يمكن الاحتكام إليه، وهذا مبدأ من المبادئ الدستورية حسب نص المادة 161 من الدستور الجزائري وفقا لتعديل

2016، قصد فرض الرقابة على السلطات الإدارية المستقلة، خصوصا وأن الطعن في هذه الحالة لا يتعلق بالأمور التقنية حسب نص المادة 53.

إن صدور قرار من اللجنة بقبول طلب الإدراج لا يفسح الباب مباشرة للشركة بتداول أوراقها المالية في البورصة، بل تعقبه مرحلة مهمة تتمثل في إبرام اتفاقية التسجيل أو القيد بين الشركة الطالبة للإدراج وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حيث تحدد هذه الاتفاقية كل ما يتعلق بعملية إدخال القيم المنقولة من تاريخ الإدخال، السعر، الإجراء المناسب للإدخال، وكذلك حقوق والتزامات كل منهما بما في ذلك الالتزامات المالية التي يتعين على الجهة طالبة القيد سدادها للبورصة، في حال مخالفتها قواعد وإجراءات القيد أو نصوص العقد.

وقد حدّدت شركة تسيير البورصة بموجب القرار 01/98 شروط وإجراءات التسجيل، حيث ميزت بين نوعين من التسجيلات، تسجيل أولى خاص بالشركات التي ترغب في إدراج قيمها في البورصة لأول مرة، وتسجيل إضافي خاص بالشركات التي سبق لها أن أدرجت أوراقا مالية في البورصة من قبل، وتتلقى شركة تسيير البورصة لقاء تسجيل الشركات أتاوى تختلف قيمتها حسب نوع التسجيل بالإضافة إلى أتاوى تدفع عند نهاية كل سنة.

بعد إبرام اتفاقية التسجيل يتم إدخال الأوراق المالية المعنية بالإدراج وفقا لإحدى الإجراءات المتفق عليها والمناسبة للشركة والمتمثلة في إجراءات العرض العمومي السابقة الذكر، وهي إجراءات تقنية بحتة

ثانيا: الإجراء العادي لإدخال القيم المنقولة في البورصة

هو ذلك الإجراء الذي يمكن شركة بورصة القيم من تسجيل قيمة الأوراق المالية في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة في السوق، وذلك ابتداء من سعر إدخال تصادق عليه شركة تسيير بورصة القيم على أساس ظروف السوق، ويقوم هذا الإجراء على شرط توزيع رأسمال الشركة بقدر كافي بين الجمهور، ويتم اللجوء إلى الإجراء للإدخال في ثلاثة حالات حدّتها اللجنة وهي:

- إدخال قيم مثيلة للسندات التي سبق تحديد سعرها؛
- إدخال سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية وشركات الأسهم؛
- القيم المثيلة للسندات التي سبق تسعيرها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسساتيين.

وعند إتباع هذا الإجراء تضع شركة تسيير بورصة القيم إعلان توضح فيه الإجراء المتبّع وهو الإجراء العادي، تاريخ أول تسعيرة، وسعر الإدخال.

ثالثا: عرض البيع بسعر أدنى

يتمثل هذا الإجراء في قيام شركة تسيير بورصة القيم بوضع تحت تصرّف الجمهور يوم الإدخال عدد من السندات بسعر أدنى يقبل به المدخلون التنازل عن سنداتهم هذه، وتحدّد في البيان الذي أعلنت فيه عن الإدخال باستعمال إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، السياسات المتعلقة بعملية الإدخال.

وفي إطار تحقيق العرض العمومي بسعر أدنى، تقوم شركة تسيير بورصة القيم بجمع كل أوامر الشراء المرسلة من طرف الوسطاء في عملية البورصة، وتقوم بفرزها آخذة فقط بعين الاعتبار أوامر الشراء ذات السعر المحدّد دون غيرها، وإذا حظي العرض بالاستجابة فإنّ سعر الإدخال يكون موافقا لحدّ آخر أمر مدفوع، ويكون هذا السعر هو السعر الوحيد، ولشركة تسيير بورصة القيم كل الحق في إلغاء الأوامر التي يتعدّد حدّها بصورة غير عادية عن الحد الأدنى للعرض، وتقوم في هذه الحالة وبالاتفاق مع المدخل بتحديد الفارق الأقصى لحدي السعر الذي يتم توزيع الأوامر داخله بعد تطبيق معامل تخفيض عند الاقتضاء.

رابعا: عرض البيع بسعر ثابت

يقوم الإجراء على وضع تحت تصرّف الجمهور عدد معين من السندات بسعر ثابت ومحدّد سلفا وتحدّد شركة تسيير بورصة القيم في البيان الذي أعلنت فيه عن الإدخال باستعمال هذا الإجراء كل البيانات المتعلقة بالعملية.

تقوم شركة تسيير بورصة القيم بجمع أوامر الشراء المرسلة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة مع الأخذ بعين الاعتبار هنا أيضا أوامر الشراء المحصورة في سعر العرض فقط، وإذا حظي العرض بالاستجابة فإنّ سعر التداول يكون السعر المقترح في العرض.

ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم إجراء عرض عمومي بالبيع بسعر اسمي محدود إذا طلبه المدخلون، وتكون أوامر الشراء في هذه الحالة اسمية، ولا يجوز لأيّ مشتري تقديم أكثر من أمر واحد بالشراء يودع لدى وسيط واحد، بمعنى أنه لا يمكن أن تتعدّد أوامر الشراء، ولا يمكن أن يتعدّد الوسطاء.

خامسا: إجراءات شطب القيم المنقولة

عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بصياغة قواعد شطب للقيم المنقولة من جدول الأسعار إما مؤقتا أو نهائيا، إذا استدعى الأمر ذلك بهدف حماية المستثمرين ويمكن أن تشطب القيمة من الجدول الرسمي لتسعيرة البورصة وفقا لثلاثة حالات:

1. شطب القيم المنقولة بطلب من شركة تسيير البورصة: بعد تدقيق شركة تسيير البورصة وتحليلها لسوق القيم ومصالح الحاملين وتقدير العناصر الآتية:

– المعدّل اليومي للمعدلات المعبر عنها بالدينار والسندات وكذا عدد أيام التداول مقدرة على السندات التي كانت في السندات محل تسعيره؛

– دفع الأرباح خلال السنوات المالية الثلاث الأخيرة؛

– نسبة رأس المال الموزع على الجمهور بالاتفاق مع شركة تسيير القيم المنقولة تحدّد اللجنة الحد الأدنى الذي على أساسه يقدر شطب القيمة، وتكون مراجعة هذا الحد محل إعلان ينشر من طرف شركة القيم المنقولة؛

إن شطب سند رأس المال يعني أن كل السندات المرتبطة به أو التي ترجع إليه مثل سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال، إضافة إلى الحقوق المتعلقة بهذا السند، إلا أن سندات الديون فتبقى في جدول أسعار سندات الاستحقاق إلى غاية تسديدها ويمكن لشركة تسيير البورصة أن تقصى بشطب بعض التسعيرة فقط

2. شطب القيم المنقولة تلقائيا: يتم شطب القيم المنقولة تلقائيا عند حلول أجل السند كما في حالة تسديد سندات الدين أو بمناسبة زوال الشركة المصدرة كما هو الحال على مستوى شركة الخطوط الجوية التي حل أجل استحقاقها في سنة 2009.

3. شطب القيم المنقولة اختياريا: يتم هذا الشطب من طرف المصدر عن طريق عرض عمومي للسحب وهو الأسلوب الذي اتخذته رياض سطيف عند مغادرتها لسوق البورصة سنة 2006، وتتم العملية بالطريقة التالية:

– تقوم شركة تسيير البورصة بنشر بلاغ فتح العرض بمجرد أن يتم التصريح بقبوله؛

– يبيّن هذا البلاغ أنه يتم الإعلان عن شطب مجموع سندات وأسهم الشركة المعنية من جدول الأسعار وبالنتيجة إغلاق العرض للسحب؛

– تقوم شركة تسيير القيم بنشر السعر والشروط التي من خلالها تعرض الشركة خلال 30 يوما على الأقل إعادة شراء كل من السندات التي ستقدم إليها؛



- نشر بيان الشطب من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛
- ينشر قرار اللجنة في الجريدة الرسمية لجدول التسعيرة.



المحور السادس:

الأوراق والمنتجات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية

تعدّ الأوراق المالية من أهم الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالي، فهي تمثل السلعة الرئيسية يتم تداولها داخل هذه الأسواق، وتمثّل الورقة دينا أو صكا يعطي لحامله الحق في الحصول على ربح أو جزء من عائد، أو الحقين معا، لذلك يمكن التمييز بين أوراق مالية تمثّل صك ملكية مثل الأسهم، وأوراق مالية تمثّل صك مديونية مثل السندات، وهناك أوراق مالية مختلطة. إضافة إلى هذا، هناك أوراق مالية جديدة تم استحداثها لزيادة حجم المعاملات وتقديم تغطية جيدة ضد المخاطر والمتمثلة في المشتقات المالية، ولا يقتصر استخدامها بغرض التحوّط فحسب بل يمتد إلى المضاربة من أجل تحقيق الأرباح والاستفادة من فروقات الأسعار.

أولا: الأسهم

تعتبر الأسهم إحدى المصادر التمويلية طويلة الأجل، وهي عبارة عن مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، حيث القيمة الاسمية هي القيمة المدونة على السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، في بعض الأحيان لها حد أدنى، أما القيمة الدفترية تتمثل في مقدار الأموال الخاصة مقسوما على عدد الأسهم. بينما القيمة السوقية تتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وتحدّد عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب، وعوامل أخرى

1. تعريف السهم: يذهب البعض من الفقهاء في تحديد المقصود بالأسهم على أنّها: "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها وتحوّل له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لا سيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها".

وعرّفه المشرّع الجزائري في المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري على أنّه: "سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها"

2. خصائص السهم: من خلال التعريفات السابقة تتضح أهم خاصية قانونية للسهم وهي قابليته للتداول لإضافة إلى خصائص أخرى تتمثل في:

أ. قابلية السهم للتداول: السهم قابل للتداول أي التنازل عنه بطريق القيد في سجل الشركة إذا كان اسميا أو بطريق التسليم إذا كان لحامله. وقابلية السهم للتداول هي الصفة الجوهرية له والتي تميّزه عن حصة الشريك في شركات الأشخاص، لأن هذه الأخيرة غير قابلة للتنازل إلى إذا نص عقد الشركة على ذلك وعادة ما يكون بإجماع الشركاء.

المشرّع الجزائري اشترط في المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري والتي نصّت على ما يلي: "لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري".

إذن فتداول السهم لا يتم إلا بعد قيد الشركة في السجل التجاري أي بعد أن تكتسب الشخصية المعنوية ويكون لها وجود قانوني. يعتبر تداول السهم حق للمساهم لا يجوز حرمانه منه لأنه يتعلق بالنظام العام وإلا تفقد الشركة شكلها كشركة مساهمة.

ب. الأسهم متساوية القيمة: والتساوي في قيمة الأسهم مبناه الحرص على المساواة بين المساهمين في الأرباح، والحق في التصويت وتوزيع موجودات الشركة، وفائض التصفية بعد حل الشركة. كذلك فإن تساوي الأسهم في القيمة، يسهل تداولها ويسهل حساب النصاب والأغلبية في اجتماعات الجمعية العمومية للشركة.

ومجموع الأسهم النقدية والعينية يكون رأسمال الشركة المساهمة، ولم يضع المشرع حدًا أدنى أو حد أقصى لقيمة السهم، بل ترك الأمر لتقدير المؤسستين. وقد كان القانون التجاري عند صدوره يضع حداً أدنى لقيمة السهم وهو لا تقل القيمة الاسمية للسهم عن 100 دينار جزائري أما الآن وقد انتهجت الجزائر نظاماً اقتصادياً جديداً فإن مقتضياته تتطلب تبني قواعد قانونية واقتصادية مغايرة، بدليل ما جاء في حكم المادة 715 مكرر 50 من القانون التجاري والتي نصّت بقولها: "تحدّد القيمة الاسمية للأسهم عن طريق القانون الأساسي".

وقد ترك المشرع بحكمه هذا تقدير قيمة السهم للظروف التي تنشأ فيها الشركة من جهة، وظروف السوق من خلال تقلبات الأسعار فيه والتي تخضع لقاعدة العرض والطلب، وهكذا أصبحت المساواة لا تتعلق بالقيمة الاسمية للسهم بقدر ما تتعلق بالحقوق والواجبات التي تمنحها الأسهم للمساهمين في الشركة، غير أن هذا الأصل لا يتعلق بالنظام العام فيجوز مخالفته بإصدار أسهم تمنح أصحابها مزايا خاصة، كنصيب أكبر في الربح أو في فائض تصفية الشركة أو يكون لها أكثر من صوت في الجمعيات العامة، ويطلق على هذا السهم "أسهم الامتياز" فليس المقصود بالمساواة أن تتساوى جميع الأسهم في الحقوق التي تمنحها إذ من الجائز أن تكون هناك أسهم عادية، وأخرى ممتازة وإنما المهم أن تتساوى جميع الأسهم التي تنتمي إلى طائفة واحدة، في الحقوق التي تمنحها لأصحابها وفي الواجبات التي تفرضها عليهم.

ج. عدم قابلية السهم للتجزئة: بمعنى أن السهم الواحد يكون مملوكاً لشخص واحد، ولكن لو انتقل السهم إلى عدة أشخاص بالإرث مثلاً، في هذه الحالة لا يجوز تجزئة السهم بعدد الورثة وإنما يكون مملوكاً للورثة على الشيوع وعلى هؤلاء أن يتفقوا فيما بينهم على من يمثلهم أمام الشركة، ويمارس الحقوق التي يخولها السهم لمالكه.

وهو ما جاء به نص المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري الجزائري التي تنص على ما يلي: "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع".

د. الأسهم تحدّد مسؤولية المساهم عن ديون الشركة: من الخصائص المهمة في شركات الأموال أن الشريك فيها تكون مسؤوليته بقدر مساهمته في تكوين رأس مالها، وبما أن هذه المساهمة تتحدّد بقيمة الأسهم التي يملكها فإن مجموع قيمة الأسهم تحدّد مسؤوليته في ضمان ديون والتزامات الشركة.

المشعر الجزائري نص على ذلك من خلال المادة 592 من القانون التجاري عند تعريفه لشركة المساهمة حيث نص على أن الشركات المساهمة هي شركات مكونة من شركاء لا يتحملون المشعر الجزائري نص على ذلك من خلال المادة 592 من القانون التجاري عند تعريفه لشركة المساهمة حيث نص على أن شركات المساهمة هي شركات مكونة من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بمقدار حصتهم. وعليه لا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم، وهذا المبدأ يتعلق بالنظام العام فلا يجوز للجمعية العمومية اتخاذ أي قرار يتعلق بتعديله لجهة تشديد مسؤولية المساهم.

3. أنواع الأسهم: لقد تعدّدت تقسيمات الأسهم من وجهات نظر مختلفة من حيث الشكل، الحصة التي يدفعها المساهم، الحقوق التي يتمتع بها صاحبها، إلا أنّها تنصب في وجود نوعين من أهم الأسهم المتداولة في الشركات وهي:

أ. الأسهم العادية: هي أدوات ملكية فمن اشترى مجموعة من الأسهم فإنه يمتلك مقدار من ملكية الشركة بقدر ما يحمله من أسهم وهي تمثل أموال خاصة دائمة تسجّل في الحساب رقم 10 في جانب الخصوم. لكن الأسهم من جهة أخرى هي شهادات مرقمة تسلسليا تحتوي كافة المعلومات على الجهة المصدرة بالإضافة إلى كافة المعلومات المتعلقة بالإصدار وتنقسم إلى:

- أسهم لحاملها: لا يكتب فيها اسم المساهم وهي بالتالي أوراق نقدية.
- أسهم اسمية: يكتب فيها اسم المساهم

وكلاهما لا يحتوي على تاريخ استحقاق وهي صالحة ما دامت الشركة قائمة.

— خصائص الأسهم العادية: تتمثل في:

- عدد الأسهم العادية محدّد في القانون الأساسي للشركة المعنية؛
- للسهم العادي عدّة قيم أهمها: الاسمية، الدفترية، السوقية، فالقيمة الاسمية هي تلك التي تظهر على السهم، أما القيمة السوقية هي تلك السعر الذي يحدّد وفق العرض والطلب. أما الدفترية هي حاصل جمع كافة أصول الشركة مطروحا منها الديون مقسومة على عدد الأسهم العادية؛

- الأسهم العادية غير محدّدة العمر ولا الأرباح وبالتالي عادة ما يقال أن الأرباح الموزعة غير محدّدة مسبقا والجمعية العامة هي التي تحدّد نسبتها.

– حقوق المساهمين العاديين: إن الحقوق التي سيتمتع بها المساهمون موضحة في القانون الأساسي للشركة، من أهم هذه الحقوق:

- الحق في الأرباح الموزعة: باعتبار أن المساهمين هم الملاك إذن الأرباح تخضع لأراء الجمعية العامة، تمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة من جهة، كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا من جهة أخرى، فقد تحتفظ بجزء أو كل الأرباح المحققة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القانون يجبر الشركات على الاحتفاظ بنسبة معينة من أرباحها كاحتياطي قانوني، ففي الجزائر مثلا يجب اقتطاع 5% من الأرباح بالنسبة للشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات المساهمة.

- الأولوية بالاككتاب والتوزيع: من أهم الحقوق التي ينفرد بها المساهم:

حق الاككتاب: للمساهمين العاديين حق الاككتاب في إصدار جديد أو أوراق مالية بقدر ما يملكونه من أسهم قديمة؛

حق التوزيع: هذه حالة خاصة، تحدث حقوق التوزيع من خلال عملية رفع رأس المال بضم الاحتياطيات؛

- حق بيع الأسهم: من أهم حقوق المساهم، حيث قد يحتاج إلى أمواله المستثمرة في أية لحظة لشراء عقارات، استعمال شخصي... فالهيئات الخاصة تسمح له ببيع الأسهم إلى مساهمين جدد وبالتالي إعادة استثمارها مرة أخرى.

- حق التصويت: هذا الحق مضمون في تشريعات الشركات المساهمة وذلك أن حق التصويت وحضور الجمعيات العامة للمساهمين يهدف إلى إدارة الشركة عن طريق الجمعية والتصويت، وتهدف لكون أن كافة قرارات الشركة بما في ذلك مناصب المديرين وأراء توسيع الشركة وقرارات شرائها من قبل فروع أخرى...كلها ترجع للجمعية ويتخذ القرار عن طريق التصويت لهذا تعتبر هذه الجمعية من طرق المساهمة في إدارة الشركة. وبالتالي التصويت موزون بعدد الأسهم.

- حق المساهمين في موجودات الشركة بعد التصفية: تصفى الشركات لعدّة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها، عندئذ تقوم ببيع أصولها وتسديد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حلة الأسهم الممتازة وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين. كما أنه إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فإن حملة الأسهم لا

يحصلون على أية شيء، ولكن في أسوأ الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهماتهم في تلك الشركة لأن مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.

• **حق الاطلاع على وثائق الشركة:** أي أن كل مساهم يستطيع الاطلاع على وثائق شركتهم متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا مثل: شراء شركات أخرى، شراء فروع... وإذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن للمساهمين طلب ذلك عن طريق المحكمة، حيث يشهد التاريخ الاقتصادي أنه أثناء الستينات وبالضبط عام 1966 حينما طلبت الشركة Genesco Inc من إدارة شركة Julien Garfinkel and Co تسليمها قائمة المساهمين بغرض شراء الأسهم منهم والسيطرة على الشركة فرفضت هذه الأخيرة، فتقدمت شركة Genesco للعدالة وتحصلت على حق الاطلاع على قائمة المساهمين واشترت 10% فقط من تلك الأسهم.

ب. **الأسهم الممتازة:** هي أوراق ملكية تمثل بالنسبة للشركة أموال خاصة دائمة، لا تملك تاريخ استحقاق، لها قيمة اسمية وأخرى سوقية لكن إلى حد الآن فهي تشبه العادية.

يختلف المساهم العادي عن الممتاز في كون أن لهذا الأخير الأولوية في الحصول على الأرباح المقررة للتوزيع وكذا الأسبقية في استرجاع أمواله المستثمرة عند تصفية الشركة وأيضا له الحق في أرباح سنوية تحدّد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم.

نظرا لما تتمتع به الأسهم الممتازة من أسبقية على الأسهم العادية، فإنها عادة ما تحرم من حق التصويت. ففي بعض الدول الحديثة أصبحت تسمى الأسهم ذات الأولوية بالتوزيع.

— خصائص الأسهم الممتازة: تتمثل في:

- تجميع الادخار؛
- إمكانية التسديد والاستدعاء: فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة وليس لها تاريخ استحقاق إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية إذا ما رغبوا في ذلك. والاستدعاء هو دعوة حملة الأوراق من قبل الشركة أي يجب أن يظهر في قانون الإصدار أي أن المساهم يعلم أنه هناك إمكانية الاستدعاء، لكن بتطور الحياة المالية فإن المساهمون هم مستثمرون على أمد طويل، وأصبح المساهمون يذهبون لشركات التأمين للتأمين من الاستدعاء؛
- ممتاز بالأولوية للحصول على الأرباح عن الأسهم العادية ولكنه مع ذلك تأتي بعد تسديد الدائنين؛

- تمتاز هذه الأسهم بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

ثانياً: السندات

السند هو صك مديونية يمثل جزء من قرض تصدره شركة أو هيئة عامة أو حكومية، وهو قابل للتداول ويتضمن علاقة ذاتية ومديونية تربط بين الجهة المصدرة له (المدين) وصاحب السند (الدائن)، ويتعهد المقترض بأن يسدد لصاحبها قيمتها عند تاريخ الاستحقاق، كما يدفع له أيضا فائدة دورية ثابتة أو متغيرة لا ترتبط بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر.

1. خصائص السندات: تتميز السندات بمجموعة من الخصائص منها:

- يمثل السند دنيا في ذمة الجهة التي أصدرته، وحامله يكون دائما لتلك الجهة؛
- يحصل حامل السند على عائد دوري ثابت أو متغير يمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، وبغض النظر عن النتيجة التي تحققها الشركة، ربحا أو خسارة؛
- قابلية السند للتداول؛
- السندات صكوك ذات قيمة متساوية، وإما أن تصدر بقيمة مساوية لقيمتها الاسمية، أو أكبر أو أقل منها، والسندات لا تقبل التجزئة أما الجهة المصدرة لها، ويأتي أصحابها في المرتبة الأولى قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية في استيفاء حقوقهم (الفوائد والقيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، أو عند التصفية)؛
- لا يتدخل صاحب السند في الشؤون الإدارية للشركة، وليس له الحق الترشح والانتخاب؛
- السندات لها آجال استحقاق، قد تكون طويلة، متوسطة أو قصيرة.

2. أنواع السندات: إذا كانت الأسهم محدودة العدد فإن السندات كثيرة العدد، وأهمها والأكثر استعمالا:

- السندات العادية: وهي أبسط أنواع السندات وأكثرها استعمالا، عبارة عن أوراق مالية مرتبة تصاعديا وتحمل كل البيانات اللازمة بالإصدار بالإضافة إلى عمر السند، تاريخ بداية الاستفادة من هذا السند، وتتراوح مدة إصدارها من 3-20 سنة في فرنسا و30 سنة في الولايات المتحدة الأمريكية يتميز عادة هذا النوع بثبات العائد حتى تاريخ الإصدار. فالمصدر يجب أن تتوفر فيه الضمانات بالإضافة إلى كتيب المعلومات شأنه شأن مصدر الأسهم فهذه الأخيرة تصدر من قبل شركات المساهمة والحكومة أما السندات فتصدر من قبل الحكومة والجمعيات المحلية.

ب. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هي تلك السندات التي تعطي الحق لحاملها أن يحولها إلى أسهم شركة في فترة قادمة محدّدة في عقد الإصدار. وفكرة ذلك أن الشركة تصدر هذا النوع من السندات إن كانت في حالة سيئة أو تنتظر حالة سيئة، ومزايا هذه السندات في تحويلها إلى أسهم أي إعطاء الحق لحاملها لتحويلها إلى أسهم في ذلك أن وضعية المؤسسة لا تسمح بتحقيق فوائد. وهنا نجد عادة أن سعر هذه السندات أعلى من سعر السندات العادية.

ج. السندات بقسيمات الاكتتاب في السند: تباع مرفقة بقسيمات الاكتتاب في أي إصدار قادم للسندات، تقوم به الهيئة أو الشركة المصدرة مستقبلا، فقط أن لشراء هذا النوع من السندات يتيح لحاملها الاكتتاب في الإصدارات القادمة للسندات.

د. السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم: هي تلك السندات المرفقة بقسيمات الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة مستقبلا. حيث يتم إبدال كل قسيمة بسهم أو بالأكثر، وعليه فإن حامل هذا النوع من السندات يصبح مساهما في فترة قادمة وتبقى السندات التي اشتراها سارية المفعول.

هـ. السندات بمعدّل فائدة متغيّر: عادة السندات تكون بسعر فائدة ثابت، لكن مع تطوّر الحياة المالية وخاصة تخوف المستثمرين من التقلبات المالية قامت الهيئات بإصدار سندات معدّلات فائدة متغيّرة مستعملة: المعدّل العام للقطاع العام، أسعار الفائدة في السوق النقدية.

و. السندات المرتبطة بالمؤشر: هذا النوع مرتبط بأسعار الفائدة، ولكن الهدف منه هو جلب شركة تتخوّف من تذبذب معدّل التضخم وليس التخوّف من تقلب سعر الفائدة. تربط هذه السندات بمؤشر قد يكون مؤشر أسعار التجزئة أو مؤشر أسعار الجملة أو يربط بمعدّل التضخم...

ز. السندات المضمونة ببعض أصول الشركة: قد تصدر الشركات سندات مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي أو الآلات أو أوراق مالية في محفظتها أو غيرها من الأصول المادية والمالية. في هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما استهلكته (سدّته) من تلك السندات.

3. الفرق بين الأسهم والسندات: يمكن التمييز بين الأسهم والسندات باستخدام مجموعة من المعايير نذكر منها:

| السندات | الأسهم | طبيعة الفرق |
|-----------------------------------|--|-----------------------|
| تمثل ديننا على الشركة أو الحكومة. | تمثل الملكية في الشركة أو الحكومة المصدرة. | الطبيعة القانونية |
| حقوق حملة السندات الممتازة. | حقوق حملة الأسهم تأتي قبل حملة السندات. | الأسبقية |
| فوائد ثابتة. | أرباح موزعة متغيرة . | الفائدة |
| محددة في السندات. | غير محدد في الأسهم. | تاريخ الاستحقاق |
| لا يحق لهم ذلك. | حق التصويت. | الحق في التصويت |
| يمكن استرداده. | لا يمكن استرداد المبلغ | استرداد المبلغ الأصلي |

ثالثا: المشتقات المالية

المشتقات المالية هي اشتقاق من أصول أساسية، وبالتالي فهي ليست أوراق مالية، إنما عقود مستنسخة من الأوراق المالية، وعليه فهي أدوات استثمارية مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية (أسهم، سندات)، وتشمل الاختيارات، العقود المستقبلية، عقود المبادلة.

1. الاختيارات: هي عقود يعطي لحامله الحق وليس الالتزام ببيع أصل من الأصول بسعر محدد الآن على أن يتم التسديد في فترة قادمة يتفق عليها في العقد، وعادة ما تستعمل هذه الاختيارات في مجال التحوط أو التغطي، غير أنه بتطور الحياة المالية أصبحت تستعمل في الاستثمار شأنها شأن الأدوات المالية الأخرى.

أ. أنواع الاختيارات: يمكن تقسيم الاختيارات حسب المعايير التالية:

— حسب معيار فترة التنفيذ: وينقسم إلى:

الاختيار الأوروبي: هو اختيار لا يتم تنفيذه إلا في التاريخ المحدد للعقد ليس بعد ذلك.

الاختيار الأمريكي: وهو الخيار الذي يمكن تنفيذه في أي لحظة من تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ الاستحقاق، وهو أكثر مرونة من سابقه وذلك لإمكانية تنفيذه في أي لحظة وبالتالي تكون علاوة الاختيار الأمريكي أكبر من علاوة الاختيار الأوروبي.

— حسب معيار ملكية الأداة المعنية (التغطية): تنقسم إلى نوعين:

الاختيار المغطى: هي تلك الحالة التي يكون فيها المشتري أو بائع الاختيارات حائز على الأوراق المالية أو أصل من أصول أخرى يقع عليها الاختيار.

الاختيار غير المغطى: الذي يبيع اختيار بيع أوراق مالية لا يتوفر على الأوراق فهنا نقول أنه اختيار غير مغطى وذلك على اعتبار أنه ينتظر الظروف المناسبة لشراء الأوراق من السوق لينفذ العقد وهذا النوع أخطر من الأول لأنه قد لا تكون لديه الأموال الكافية لشراء الأوراق الأخرى.

- حسب معيار طبيعة العملية: وعندئذ قسمت الاختيارات حسب هذا المعيار إلى ثلاثة أنواع أساسية:
 - اختيار الشراء: هو عقد يبرمه شخص ما هو مشتري الاختيار بهدف شراء سلعة أو أداة مالية لشخص آخر هو بائع الاختيار في تاريخ قادم وبسعر محدد الآن مقابل دفع مكافأة غير قابلة للاسترداد.
 - اختيار البيع: هو عقد يعطي الحق وليس الإلزام لمشتري خيار البيع ببيع منتج مالي معين بسعر محدد الآن على أن يتم التسديد والتسليم في فترة لاحقة مقابل عمولة غير قابلة للاسترداد وبذلك يستطيع حماية استثماراتها من انخفاض قيمتها السوقية بإرغام الطرف الآخر بتحرير العقد إذا ما انخفض عن سعر التنفيذ المتفق عليه. إذ يراهن مشتري اختيار البيع على انخفاض أسعار الأوراق المالية أو الأصول التي بحوزته بينما يراهن البائع على ارتفاعها.
 - اختيار مزدوج: هو أيضا عقد يعطي الحق وليس الإلزام للمستثمر بأن يكون بائع أو مشتري لعدد من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا في وقت لاحق وبتكلفة عادة تكون مساوية لضعف تكلفة الاختيار العادي، مقابل دفع تكلفة أعلى من تلك التي يدفعها لو استثمر في الاختيارات العادية.
- 2. العقود المستقبلية (الأجلة): عبارة عن اتفاق بين الطرفين هما البائع والمشتري، يقضي بتسليم البائع أصلا سواء كانت سلعة أو أصل مالي (كورقة مالية، مؤشر البورصة، عملات...)، في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، مقابل ثمن محدد يلتزم المشتري بتسليمه للبائع في نفس التاريخ، على أن يودع كل من طرفي العقد مبلغا نقديا أو أوراقا مالية حكومية (يسمى الهامش المبدئي)، لدى السمسار الذي يتعامل معه.

أ. مميزات عقود المستقبلية: تمتاز بما يلي:

- عقود منمطة من حيث الشكل والإجراءات؛
- تتداول في أسواق منمطة لأن كل الناس يرونها بنفس المواصفات؛
- يشترط في التعامل دفع هامش للسمسار بمجرد عقد الاتفاق ففي فرنسا مثلا تدفع 4% فقط من قيمة العقد كهامش لأن له الإلزام وليس الخيار؛
- ضمان تنفيذ عقود مستقبلية فتدثي سلطات البورصة بيوت التسوية؛
- على الرغم من وجود تاريخ الاستحقاق على هذه العقود إلا أنه يمكن تنفيذها قبل هذا التاريخ.

ب. أهداف العقود المستقبلية: العقود المستقبلية شأنها شأن الاختيارات فالمستثمر دائما إذا ما تخوّف من تطور أسعار أصوله فإنه يقوم بعملية عكسية لما يتوقع أن تكون عليه تلك التطورات، فهي أخذ قرار عكسي لما يتوقعه.

ج. الفرق بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية: هناك بعض أوجه التشابه بينهما، كما نجد بعض جوانب الاختلاف:

– أوجه التشابه :

- لا يخول العقدان للمتعاقد أي حق على موضوع العقد قبل موعد التسليم؛
- يعطي العقدان لحاملهما الحق في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد بسعر يحدد عند التعاقد؛
- يعطي العقدان فترة مستقبلية، وتكلفة التعامل في كل منهما بسيطة؛
- تتمتع عقود الخيار والعقود المستقبلية بجاذبية بالنسبة للمضاربين خاصة وأنه في استطاعتهم المضاربة على أسعار السلع المتاحة في السوق سواء كانت بضائع أو عملات أو أسهم أو أذونات الخزانة...دون الحاجة إلى تملك الأصول محل المضاربة؛

– أوجه الاختلاف:

- يكون لمشتري عقد الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، أما العقود المستقبلية فهي عقود ملزمة للمتعاقدين لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم التسليم ودفق القيمة في تاريخ لاحق؛
- تقتصر خسارة المشتري في عقد الخيار على قيمة العلاوة المدفوعة، في حين تمتد الخسارة في حالة العقود المستقبلية لتشمل القيمة الكلية للعقد؛
- لا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة العلاوة التي دفعها للبائع عند التعاقد، في حين أن الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المتعاقد للخسارة.

3. عقود المبادلة: تعرّف عقود المبادلة بأنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية المترتبة على كل منها، خلال فترة لاحقة، ودون إجراء أي تبادل في طبيعة الالتزام أو الأصل، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، سداسية، سنوية...).

وفي معظم عمليات المبادلة يتم الشراء والبيع في نفس الوقت وبين نفس الأطراف غير أنه يحدث في بعض الأحيان أن يشتري أحد المتعاقدين العملة شراء فوراً من جهة ما ثم يبيعها أجلاً لجهة أخرى، وفي هذه الحالة يطلق على عملية المبادلة هذه المبادلة الموجهة Engineered swap تمييزاً لها عن المبادلة التامة Pure swap والتي تتم بين نفس طرفي التعاقد في عمليتي الشراء والبيع وفي عملية المبادلة الموجهة لا يشترط تساوي المبلغين في عقدي الشراء والبيع.

1. أركان عقد المبادلة:

- طرفي العقد؛
- الوسيط المالي؛
- الأصل أو الالتزام محل التعاقد؛
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات الدورية محل المبادلة؛
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات؛
- السعر الأجل للمبادلة المتفق عليها؛
- مدة سريان العقد.

ويعتبر عقد المبادلة عقد ملزم للطرفين على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، أيضاً لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة وإنما تتم التسوية على مراحل منتظمة كل ستة أشهر مثلاً، ولذلك يعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة.

2. استخدامات عقود المبادلة: وتمارس عمليات المبادلة في الأحوال التالية:

- تحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت بدون الاحتفاظ بمركز العملة الأجنبية ويستخدم هذا الأسلوب في عمليات الترجيح المغطى بأسعار الفوائد؛
- تستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع أجل مقابل وضع أجل Foward against forward، كأن يباع الإسترليني مقابل الدولار تسليم أجل لمدة ثلاثة شهور، ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد، وذلك لتوقع تغير مقدار العلاوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة على العملتين) لصالح المتعامل؛
- تستخدم عمليات المبادلة في خلق وضع مضاد للوضع المشار إليه بعد جني الأرباح المحققة نتيجة تغير أسعار الفائدة لصالح المتعامل؛
- إذا لم يكن في الإمكان اقتراض أو إقراض عملة ما خلال فترة محددة بسبب عدم تواجد المقرض أو المقترض الذين تتفق ظروف ككل منهما مع الآخر من حيث قيمة القرض المطلوب أو مدة القرض ذاته، فإنه يمكن شراء هذه العملة في تاريخ فوري ثم بيعها في تاريخ أجل بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب، ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة؛
- إذا خرج رأس المال بعملة ما للاستثمار في الخارج بعملة أجنبية أخرى لارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأخيرة (مثلا) فإن عملية المبادلة تجنب المستثمر مخاطر تغير سعر الصرف عند إعادة تحويل رأس المال المستثمر إلى العملة الوطنية؛
- تستخدم البنوك المركزية عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لضغوط عليها بسبب المضاربة، إذ يشتري البنك عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية بيعا فوريا ثم يبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية أجلا في نفس الوقت أو العكس، وذلك للتخفيف من الضغوط الواقعة على عملته، وتلجأ البنوك المركزية أيضا للمبادلة من أجل توفير السيولة في الاقتصاد الوطني أو للتخلص من السيولة الفائضة إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك.

3. أهداف استخدام عقود المبادلة: توجد هناك أهداف عديدة لاستخدام هذا النوع، حيث تختلف

- استخدامات عقود مبادلة سواء كانت لمعدلات الفائدة أو عقود مبادلة العملة من مستثمر إلى آخر حسب إستراتيجيته التي يتبعها وتتمثل هذه الاستخدامات في ما يلي:

- التحوط وإدارة أسعار الفائدة وأسعار الصرف: يعتبر استخدام عقود المبادلة للتحوط من أهم دواعي استخدام هذه العقود فدخل طرفين في اتفاق لمبادلة معدلات الفائدة يمكن أن يساعدهما على التحوط ضد المخاطر الناجمة عن تغيرات معدلات الفائدة وكذلك بالنسبة لمبادلات العملات يساعد طرفي المبادلة التحوط ضد مخاطر التغير في العملات.
- المضاربة: تبرم كذلك عقود المبادلات من طرف المستثمرين لأغراض المضاربة، أن يكون الإقدام على إبرام عقود المبادلة لأسعار الفائدة أو العملات لغرض الاستفادة من فروق الأسعار لكلا الطرفين.
- تخفيض مستوى تكلفة التمويل وتحسين مستوى العائد على الأصول.



المحور السابع: عمليات التسعير والتقييم في البورصة

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عن مثيلتها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدّد الأسعار لمختلف الأدوات المالية، والتسعير في البورصة تتمثل في الطرق المتبعة في تحديد العرض والطلب لكل ورقة متداولة، وبالتالي تحديد سعرها داخل البورصة، ونشره، والذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء المسلمة للوسطاء عند سعر محدّد، وتتم هذه العملية بعدّة مراحل

أولاً: تعريف الأوامر

التسعير يعني الوصول إلى سعر الورقة المالية من خلال مجموعة من العارضين الذين يتوفرون على الأوراق المالية، والطلبون هم تلك الطلبون للأوراق المالية. معناه يوجد عامل يعرف بـ "الأوامر" (أوامر الشراء تمثل الطلب، وأوامر بيع تمثل العرض).

لا يمكن أن تسعر ورقة مالية دون معرفة العرض والطلب إلا بمعرفة الأوامر وهذه الأخيرة هي: "التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقا مالية معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعولا إلا إذا أعطى للشخص المختص أي الوسيط".

وعرّفته المادة 89 من نظام اللجنة رقم 03/97 بنصّها على ما يلي: "أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل".

ثانياً: أنواع الأوامر

إن بورصة القيم المنقولة بصفة خاصة يتم تسييرها والتعامل فيها من خلال الأوامر بنوعها أوامر الشراء والبيع وعدد هذه الأوامر هو الذي يحدّد نسبة التداول في البورصة حيث صنّفت أنواع الأوامر من حيث:

1. من حيث سعر التنفيذ: تنقسم أوامر البورصة وفقا لهذا المعيار وحسب نص المادة 93 من النظام 03/97 إلى:

أ. الأمر بأفضل سعر: إن المستثمر لا يحدّد السعر وإنما يتعامل بالسعر الأفضل لأنه يريد تنفيذ الأمر بمجرد فتح البورصة وبالتالي ينفذ الأمر كليا. من مميزات هذا النوع أنّه يتماشى مع النظام الثابت (التسعير الثابت) وهو الذي يحدّد فيه الوقت، السعر الأفضل شراء يكون بأعلى الأسعار أما الأفضل بيعا يكون الأدنى. الأوامر بالسعر الأفضل هنا لا يقترح المستثمر أي سعر لتنفيذ الصفقة وإنما يترك ذلك للوسيط والسوق وعليه يتم تنفيذها حسب نوع الأمر (شراء/ بيع).

ب. الأمر بسعر السوق: لا يحدّد له السعر وهو شبيه بالأمر السابق إلا أن هذا النوع من الأوامر قد لا يتم التنفيذ كله (الصفقة) وإنما قد ينفذ الأمر جزئيا كما قد لا ينفذ إطلاقا، وما يميّز هذا النوع من الأوامر أنّه يصلح لنظام التداول المستمر.

ج. الأمر بالسعر المحدد: وهنا يكون السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به الوسيط محدد من طرف العميل، ويتضمن هذا السعر الحد الأقصى المتعلق بعملية الشراء أو الحد الأدنى المتعلق بعملية البيع أو سعر البيع، أن الأمر لا ينفذ في حالة إنشاء إلا إذا كان السعر معادلا أو أقل من من السعر المحدد وفي حالة البيع معادلا أو أكثر من السعر المحدد.

2. من حيث مدة الصلاحية: قسّمت أوامر البورصة حسب هذا المعيار ومن خلال استقرار نص المادة 94 إلى:

أ. الأمر الملغى: هو أمر صالح إلى غاية آخر حصة التسعيرة للشهر الذي يرسل فيه الوسيط الأمر في عمليات البورصة، ويكون الأمر صالحا طيلة الشهر إذا تلقاه الوسيط في بدايته، أما إذا تلقاه في منتصف الشهر فيكون الأمر صالحا خلال النصف الثاني للشهر نفسه وفي جميع الأحوال يتم إلغاء الأمر في حال عدم تنفيذه.

ب. الأوامر اليومية: هي أوامر صالحة خلال اجتماع البورصة الموالي إرسال الأمر إلى الوسيط في عمليات البورصة، كما يحتوي هذا النوع أيضا على الأوامر التي لم يحدّد فيها المستثمر مدة تنفيذها فتعتبر أمر ليوم.

3. من حيث كمية الصفقة: ينقسم هذا النوع من الأوامر إلى:

أ. أمر غير محدد الكمية: هي الأوامر التي يوجهها المستثمر للوسيط لتنفيذها دون تحديد كمية الأوراق المطلوبة سواء في البيع أو الشراء وتنفيذ الأوامر في هذه الحالة على أقصى كمية من الأوراق المالية دون تقييده، يشترط الاستجابة الكلية.

ب. شرط الكل أو لا شيء: من خلال هذا الأمر يشترط العميل من الوسيط أن ينفذ كامل أمره فإن استحال عليه ذلك، فهو يفضل عدم الدخول في المبادلة، وفي هذه الحالة لا يمكن تلبية طلب العميل، إلا إذا كانت كمية الأوراق المطلوبة متوفرة في سوق الأوراق المالية ويلتزم الوسيط بموجب هذا الأمر بتنفيذه على كامل الكمية المطلوبة سواء بالبيع أو الشراء وبمفهوم المخالفة إذا لم تتوفر الكمية المطلوبة والمحددة في الأمر لا يتم تنفيذه وعادة ما يستخدم هذا النوع من الأوامر في البورصات التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة في التداول من حيث الكم الهائل من العروض والطلبات.

ثالثا: خصوصيات ملحقة بالأوامر

هذه التعليمات تهدف إلى توضيح الصفقة أكثر ما يمكن وهي تخص أساسا أربعة مفاهيم:

1. مدّة التنفيذ: وهي المدّة المثلى لتنفيذ الصفقة وقد يكون يوم، أسبوع ...حتى آخر يوم تنفذ فيه الصفقة وهو صالح للتجديد.

2. عدد الأوراق: هي خاصية الكل أو اللاشيء وهذه الخاصية تحتم تنفيذ الأمر كليا وليس جزئيا وإلاّ تلغيه، كما قد يرفق أمر الشراء كأن يقول أشتري 500 سهم أو لا أشتري في كل جلسة لمدة شهرين وهذا من أجل عدم حدوث اختلالات في الأسعار سواء كان الأمر شراء أو بيع.

3. عدد الحصص: عدد الأوراق في كل حصة في هذه الحالة المستثمر يريد تنفيذ الأمر على دفعات حتى لا يحدث اختلال في الأسعار (السوق). عدد الأوراق خلال عدد من الحصص، في هذه الحالة تحدّد الفترة مثلا شراء 10000 دج خلال 50 يوم.

4. ترتيب العمليات: قد يسلمّ المستثمر أمرا يحمل شرط الارتباط وشرط الارتباط يتكون من أمرين أحدهما للشراء والآخر للبيع:

أ. الربط: قد يسلمّ المستثمر أمر يحمل شرط الارتباط، يحتوي هذا النوع من الأوامر على أمرين أحدهما للبيع والآخر للشراء لمنتوجين يريد المستثمر تنفيذهما في نفس الحصة حتى وإن تمت العمليتين في سوقين مختلفين وذلك بعملية المراجعة وعن طريق الشاشة الموجودة، ويتم هذا عن طريق الشراء والبيع حتى يتم التوازن.

ب. التسلسل: هي تلك الخصوصية التي يرفقها المستثمر بالأمر الذي يحتوي على عمليتين للشراء والبيع في آن واحد لكنه يريد تنفيذ عملية الشراء قبل البيع أو العكس والصفقتان تعقدان في نفس اليوم. قد يسدّد عملية البيع من عملية الشراء، إذا سبق عملية الشراء بعض المصاريف المالية التي يتفادها المستثمر.

رابعاً: شروط صحة أوامر البورصة

لصحة أوامر البورصة يستوجب توفّر مجموعة من الشروط الموضوعية والشكلية وهي تتمثل في ما

يلي:

1. الشروط الموضوعية: وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:

أ. أهلية مصدر الأمر: أن تنفيذ الأمر يترتب على عاتق صاحبه التزامات مختلفة، لذلك كان من الضروري أن يصدر عن شخص متمتع بكامل أهليته، ولما كانت القوانين الخاصة بالبورصة لم تفرض أهلية معينة أو خاصة على مصدر الأمر فإنه يقتضي عند تحديدها الرجوع إلى القواعد العامة.

ب. الرضا مصدر الأمر: يجب أن يكون الرضا مصدر الأمر سليما وغير مشوب بأي عيب من العيوب التي قد تؤدي إلى إبطال هذه الأوامر وذلك وفقا للقواعد العامة في القانون المدني.

ج. ملكية الورقة: يشترط أن يكون مصدر الأمر مالكا للورقة المالية التي يريد بيعها، أو أن يكون له حق التصرف بتفويض من المالك الحقيقي، وفي هذه الحالة وجب على الوسيط التأكد من ملكيته للورقة أو من سلطة التفويض بالنسبة للوكيل.

د. الشروط الشكلية: استوجب المشرع أن تكون أوامر البورصة مكتوبة ومحررة ومحددة بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل، وهذا يتطلب بيان نوع الأوراق موضوع التعامل وكميتها والسعر المطلوب أن تتم على أساسه الصفقة. كما يجب بيان نوع الورقة المالية وأسهمها ونوعها سواء كانت أسهم أم سندات وتحديد نوع الأسهم، إذا كانت أسهم رأس مال أو أسهم عادية أو ممتازة... أما في ما يتعلق بالسندات، فيجب ذكر نسبة الفائدة المستحقة وسنة الإصدار...

وقد نصت المادة 92 من نظام اللجنة 03/97، على وجوب أن يتضمن أمر من أوامر البورصة على البيانات التالية:

- بيان اتجاه العملية؛
- تعيين القيمة محل التداول أو خصائصها؛
- عدد السندات المزمع تداولها؛
- إشارة أو حد السعر؛
- مراجع صاحب الأوامر؛
- وبصفة عامة كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذه.

خامسا: كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية

هناك العديد من التقنيات التي تستعملها السلطات وذلك بغرض تسهيل تداول الأوراق المالية بحيث يكون السعر عاديا ويتم تداول أكبر عدد من الأوراق المالية وهذا من الناحية العامة وبغرض التداول في أفضل الظروف (أسعار عالية أو حقيقية) فنجد هناك العديد من التقنيات أهمها:

1. طرق التسعير بشكل عام: وضع المشرع إجراءات وحدد طرق لعملية تسعير هذه القيم وهي:

أ. التعامل بالمناداة: يقف الوسطاء حول طاولة هلالية موجودة في قاعة التداول للبورصة وينادي بعضهم البعض لشراء الأوراق المالية في هذا الإطار يقول البائعون عندي سهم كذا فيرد عليهم المشترون وبذلك تتحدد كمية وسعر السهم. أي هناك عرض وطلب تم تحديدهما من خلال عرض البائعين لما يتوفرون عليه من أوراق مالية وكذا المشترين وبذلك تتحدد كمية وسعر التوازن ويتم بعد ذلك تسجيل كافة المعلومات عن الصفقة في لوحة يدوية لكافة الأسهم. ورغم بدائية وبساطة هذه

- الطريقة فإنها تمتاز من ناحية أخرى بالشفافية، لكن نظرا لصعوبة تنفيذ هذه الصفقة خاصة فيما يتعلق بضخامة الصفقات استعملت إشارات اليد للبيع والشراء للتعبير عن الكمية، السعر...
- ب. طريقة التعامل بالأدراج: في هذه الحالة تعتمد هذه التقنية على طريقة كتابية وليست شفوية حيث تحرر بطاقات للبيع والشراء (أوامر)، توضع كل البطاقات الخاصة بورقة مالية معينة في درج خاص. ثم يقوم الوسطاء بجمعها ومقابلتها ببعضها البعض وتحديد كمية وسعر التوازن بمعنى أنه بعد مقابلة عرض مع طلب يتم تحديد سعر التوازن لتنفيذ كافة الصفقات المتعلقة بهذه الورقة.
- ج. التعامل بالصندوق: هذه الطريقة شبيهة إلى حد ما بسابقتها وهي طريقة خاصة بحالات معينة، وهي حالات العروض العامة OPA، OPU، OPV وبعض الحالات الخاصة التي تواجه فيها الأوراق المالية مشاكل مثل: عدم احترام الباعة والمشتريين للأسعار المقررة من قبل السلطات المالية. ما يميز هذه الطريقة عن سابقتها هو أن الصندوق عادة ما يوضع تحت تصرف السلطات أما الأدراج توضع تحت تصرف الوسيط.
- د. التعامل بالمقابلة: إذا كانت الطريقة الأولى شفوية والثانية والثالثة كتابية فالرابعة تجمع بين الطرق الثلاث حيث أن الصفقات تسجل على سجلات وهي لا تختلف عنها وهذا للاستفادة من المزايا لأن التطور التكنولوجي أصبح ثورة في التعامل والآن التعامل بالانترنت في التداول وهذا ما أدى إلى تسهيل إجراء الصفقات بملايير الدولارات. أيضا سمحت التطورات بإجراء عمليات المراجعة (هي عملية بيع وشراء من الأسواق المالية في وقت واحد) ومن مظاهر الثورة الالكترونية أن المستثمر يستطيع أن يشتري في سوق ويبيع في سوق آخر.
- هـ. التسعير بواسطة الإعلام الآلي: استفادت السوق المالية كغيرها من المنشآت الاقتصادية بالتطورات التكنولوجية وخدمات الإعلام الآلي، وذلك بوضع قواعد معلوماتية وتأسيس شبكة معلوماتية تسمح بتسجيل كل الأوامر التي ترد إلى المقصورة في الحاسوب المركزي قبل افتتاح الحصة، ويقوم الحاسوب بفرز الأوامر ومعالجتها حسب نوعها وحجمها والأسعار التي تتضمنها.
2. تسعيرة القيم المنقولة في بورصة الجزائر: أسندت مهمة تنظيم حصص التسعير في بورصة الجزائر لشركة تسيير بورصة القيم والتي تتمتع بسلطات واسعة في مجال تنظيم تسعيرة البورصة وكذا مباشرة هذه العملية، وذلك بما يضمن حقوق جميع الأطراف.
- أ. تنظيم حصص التسعيرة: يتجسد هذا التنظيم في تحديد رزنامة اجتماعات التسعيرة للسنة المدنية وكذا تحديد ساعات فتح وإغلاق هذه الاجتماعات، وقد حددت شركة تسيير بورصة القيم هذه الرزنامة بموجب القرار رقم 02-98، وجاء فيها تحديد أيام عمل شركة تسيير بورصة القيم من الأحد إلى الخميس، وكذا مكان إقامة حصص التداول والذي يتم في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل

ثلاثة أيام في الأسبوع بالنسبة لأسهم وسندات الشركات وسندات الخزينة العمومية، وذلك من الساعة التاسعة والنصف إلى الساعة الحادية عشر صباحا، وفي حال ما إذا ما صادف يوم التداول ليوم عطلة، يتم التأجيل للحصة الموالية، وقد حدّدت الشركة أيضا الحدود الزمنية الدنيا والقصوى لكل مرحلة من مراحل التسعيرة.

ب. تحديد أسعار القيم المنقولة: تعتبر بورصة الجزائر سوق فورية، بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى شركة تسيير بورصة القيم من أجل تنفيذه، وتتم عمليات التداول بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير.

وعلى هذا الأساس يتم استعمال طريقة التسعير الثابت، والتي تتضمن تطبيق سعر واحد على جميع العمليات المنجزة من نفس القيمة وفي نفس الحصة.

لكن قد يحدث وأن يتعذر تطبيق أسلوب التسعيرة الثابتة وذلك في بعض الحالات الاستثنائية التي حدّتها تركة تسيير بورصة القيم في المادة 33 من قرارها رقم 02-98، وبالتالي إذا تحقق أحد هذه العوارض وتعدّر الوصول إلى سعر موحد وثابت، تقبل أسعار مختلفة ومتقاربة، من شأنها أن تحقق أقصى حجم للسندات المتفاوضة، شرط أن لا تكون هذه الأسعار بعيدة عن آخر سعر إغلاق مسجّل في التسعيرة.

لا تتوقف مهمة شركة تسيير بورصة القيم عند هذا الحدّ وإنما تتدخل أيضا لتحديد الفوارق القصوى في جدول الأسعار وذلك حسب طبيعة القيم وشروطها للتداول وكذا التدابير التي هي مؤهلة لاتخاذها في حالة بلوغ هذه الفروق، وتقوم شركة تسيير بورصة القيم بتحرير النشرة الرسمية لجدول التسعيرة والتي تتضمن كشفا يوميا تردّ فيه المعلومات المتعلقة بسعر تداول كل قيمة عند اجتماع المفاوضات في البورصة لذلك اليوم.

ج. مجريات التسعير في بورصة الجزائر: قبل افتتاح حصة التسعيرة يقبل الوسطاء المتداولون أولا على تسجيل أوامر زبائنهم عن طريق الحاسوب المركزي وذلك فيما ما يعرف بورقة السوق والتي تتضمن كل المعلومات المتعلقة بحصة التداول المعلن عنها، كنوع الأوراق المالية والكمية المعروضة والأسعار المقترحة والسعر النظري الذي يتم حسابه وفق الأوامر التي تصل إلى السوق تبعا لطريقة التسعير الثابت دون مواجهة الأوامر.

للإشارة فإن الأوامر التي يعرضها الوسيط لحساب زبائنه تتمتع بالأولوية في مواجهة الأوامر التي يعرضها لحسابه الخاص.

عند انطلاق إشارة الافتتاح تبدأ حصص التفاوض في البورصة، ويتم بذلك عرض ورقة السوق المتضمنة السعر النظري للقيم والذي يعتبر بمثابة سعر الافتتاح، وتعد مباشرة الصفقات حول الأوامر التي تتناسب مع هذا السعر.

تأتي بعد ذلك مباشرة مرحلة مواجهة الأوامر، حيث يتم التنفيذ كلما تطابق أمران وفي الأخير تقوم شركة تسيير بورصة القيم بنشر العمليات المنفذة مع كل تفاصيلها (حجم، سعر...)، بينما يتم ترحيل العمليات التي لم تنفذ إلى الحصة القادمة، ما لم تنتهي مدة صلاحيتها.

إن التداول في البورصة هو عملية تقنية معقدة قد تطرأ خلالها بعض الصعوبات التي يمكن أن تؤدي إلى تضارب الآراء وخلق نزاعات، ومن أجل ذلك ولضمان السير الحسن والرقابة المحكمة لحصص التسعيرة، قامت شركة تسيير بورصة القيم بخلق ما يسمى بـ "محافظة القاعة".



المحور السابع: جرائم البورصة

تناول المشرع الجزائري الجرائم البورصية المنصوص والمعاقب عنها في مضمون المادة 6 من المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 1993/5/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بالأمر رقم 10/96 المؤرخ في 1996/1/14 بالقانون رقم 04/03 المؤرخ في 2003/02/17.

وتنص المادة السابقة الذكر على أنه "يعاقب بالحبس من 6 أشهر إلى 5 سنوات وبغرامة قدرها 30.000 دج ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط:

- كل شخص يكون قد تعمّد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى عن منظور أو وضعية أو منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير على الأسعار؛
- كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما يهدف لعرقلة السير المنظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير تعدد العمليات التي تنجز على هذا الأساس عمليات باطلة.

من هذه المادة يتضح لنا أن جرائم البورصة ثلاثة وهي:

أولاً: جريمة العالم بأسرار الشركة

حيث نجد هذه الصورة من جرائم البورصة في المادة 60 من القانون السابق ذكره، وذلك من خلال المادة الأولى التي تنصّ على أنه "يعاقب كل شخص تتوفر له بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته، معلومات امتيازيه عن منظور مصدر سندات أو وضعيته أو منظور تطور قيمة منقولة ما فينجز بذلك عملية أو عدّة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بإنجازها إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات".

بالتالي يعد التعامل بناءً على معلومات جوهرية غير معلنة أي قبل وصولها إلى الكافة من الأفعال غير المشروعة التي تقع في البورصة، والتي تمثل انتهاكاً لمبدأ المساواة بين المتعاملين فيها.

حماية المتعاملين باعتبارهم أحد العناصر التي تقوم عليها بورصة الأوراق المالية تتحقق عن طريق تجريم قيام أي شخص بالتعامل بناءً على معلومات سرّية غير معلنة للكافة، وهو ما يؤدي إلى تحقيق المساواة بين جميع المتعاملين .

تتم جريمة العالم بأسرار الشركة كأن يقوم مثلاً مديرو المؤسسة الذين تتوفر لديهم معلومات بأن المؤسسة مقبلة على تحقيق عملية جيدة من شأنها أن تؤدي إلى رفع قيمة سندات في البورصة، فيدفعون

الغير إلى شراء أسهم وسندات قبل ارتفاع قيمتها، وكذلك المديرون في المؤسسة الذين يدفعون الغير لبيع أسهمهم قبل انخفاض قيمتها وذلك عشية نشر حساب ختامي سيئ.

ومنه يمكن تعريف جريمة العالم بأسرار الشركة بأنها استغلال معلومات صحيحة يجهلها الجمهور لا نجاز عمليات في سوق البورصة.

وقد عرفت هذه الجريمة في القانون الفرنسي منذ 1967، وفي القانون الأمريكي منذ عام 1934، كما أصدر الاتحاد الأوروبي عديد التوجيهات لعل أهمها التوجيه رقم 592/89 بتاريخ 13 نوفمبر 1989 شأن تنسيق القواعد المتعلقة بالعمليات التي يقوم بها العاملون بأسرار الشركة.

ويقتضي قيام هذه الجريمة تحديد المسؤولية الجزائية أي تحديد الفاعل، ومن هو حائز المعلومة الامتيازية أي صفة الجاني، بحيث يثير هذا العنصر تساؤلات في القانون الجزائري ذلك قانون البورصة لا يسمح بإجراء عمليات التفاوض والتداول داخل البورصة، إلا من طرف وسطاء ماليين في شكل شركة تجارية معدة لهذا الغرض.

كذلك يجب نذكر في هذه الجريمة عن ماهية المعلومات الإمتيازية التي قصدها المشرع، أنها تمتاز بالدقة والسرية وخاصة التأثير على سعر الأسهم، فالأمر يتعلق بخصائص موضوعية تتعلق بمعنوية المعلومة، فالقانون لا يشترط لا الفائدة الناتجة عن العملية ولا سوء نية الجاني، بل يشترط أن يكون الجاني واعياً بأنه يحوز على معلومات امتيازية.

أ. صفة الجاني والمعلومات المتوفرة لديه

طبقاً لصياغة نص المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 14 جانفي 1996 وبالقانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، فإن الجاني هو كل شخص تتوفر لديه معلومات امتيازية، أي يكون على علم بأسرار الشركة، أو المطلع من خلال موقعه الوظيفي داخل الشركة على معلومات غير معلنة للكافة أو للسوق.

الغرض من هذه الجريمة هو منع من أن تتوفر لديهم أسرار الأعمال، أي العاملون بأسرار الشركة، التدخل في السوق دون المخاطرة بحكم اطلاعهم قبل الغير. اعتباراً أن الخبر محصور عليهم في بادئ الأمر.

على ذلك فإننا بصدد طائفتين من المطلعين أولهما مطلعين من داخل الشركة، وثانيهما مطلعين من خارج إطار الشركة فلكلئهما الوسائل الخاصة التي تقضي في النهاية الاكتشاف للمعلومات السرية والحساسة المؤثرة في أسعار الأسهم في السوق.

أ. المطلعون على أسرار الشركة: وهم الذين يطلعون على أسرار الأعمال المتعلقة بحياة الشركة أو بعملية مالية يقوم بها مصدر السندات، وذلك بمناسبة وظيفتهم أو مهنتهم وعادة ما يميز بين المطلعين بقريئة وهم العاملون الأولون (بحكم القانون)، وبين المطلعين الثانويين (العاملون الفعليون).

— **العاملون الأوليون (بحكم القانون):** ينتمي إلى هذه الطائفة مديرو الشركات كالرئيس العام والقائمين بالإدارة، والمديرين العامين وأعضاء مجلس المديرين، ويضيف إليهم القانون الفرنسي منذ 03 جانفي 1998 أرواجهم باستثناء الشركاء في الشركة وكذا محافظ الحسابات.

— **العاملون الثانويين (العاملون الفعليون):** تشمل كل أولئك الذين تسمح لهم وظيفتهم أو مهنتهم الحصول على سر الأعمال سواء تحصلوا على سر الأعمال أي المعلومات السرية أثناء أو بمناسبة ممارستهم لوظائفهم أو مهنتهم، ولا تقع على عاتقهم أي قريئة ولوسيطه على علمهم بأسرار الشركة، ومن ثم يتعين على القاضي أن يثبت بأن المعلومة الإمتيازية المتوفرة لديهم قد اكتسبها بعنوان مهني. قد تنتمي هذه الفئة إلى الشركة التي يجري التفاوض بشأن سندات لها بصفة غير شرعية، كالمدير المالي أو الإداري للشركة كما قد يكون مجرد أجير مطلع على الملفات البشرية.

كما قد لا ينتمون إلى الشركة لكن لهم صلة مهنية بها كمصفي الشركة وأجراء البنك أو أعضاء لجنة البورصة والمحامون والمستشارين الذين ساهموا في المفاوضات أو في تحرير العقد.

كما يستثنى من هذه الفئة الصحفيون، المحللون الاقتصاديون والماليون، حيث يصعب بشأنهم إثبات صحة ما نشره في الصحف كنتاج تكهن مؤسس على تحليل منطقي أو اتصالاتهم بأوساط الأعمال.

— **الغير المستفيد:** لا يجرم ولا يعاقب القانون من يقوم بعمليات غير شرعية بناء على المعلومات التي تلقاها خارج أي نشاط مهني أو وظيفي، وإنما يعاقب العالم بالسر الذي سمح لغيره القيام بعمليات غير شرعية أو قام بالتعامل على معلومات تفضيلية غير معلنة خاصة بالشركة.

لكن المشكلة المطروحة هي صعوبة إثبات مصدر المعلومة الإمتيازية، بالتالي توجب على القاضي إثبات ما إذا كانت المعلومة قد وصلت بحكم المهنة أولا.

— **المخفي:** يطبق في ظل التشريع الجزائري حكم الإخفاء على من استغل المعلومات الإمتيازية التي تلقاها من العالم بأسرار الشركة وهو يعلم بذلك طبقا لأحكام المادة 387 من قانون العقوبات الجزائري.

ب. المعلومات المتوفرة لدى الجاني: بالرجوع لنص المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 نلاحظ أن المشرع اعتبر المعلومات التي تزداع في أوساط البورصة ليست كلها تكون محل قيام جريمة العالم بأسرار، وللايضاح أكثر نتطرق إلى طبيعة هذه المعلومات التي تتوفر لدى الجاني ثم إلى مضمونها.

— طبيعة المعلومات المتوفرة: قد يحصل بعض العاملين في الشركة المصدرة للأوراق المالية بحكم وظائفهم على معلومات مميزة والتي تستغل عن طريق إفشائها للغير تحقيقا لمصالح شخصية أو لمصالح غيرهم على حساب جمهور المستثمرين.

حيث لا تعتبر معلومة إمتيازية بحسب المعنى الوارد في المادة 110 من الأمر 833-67 المؤرخ في 28 سبتمبر 1967 والتي تقابلها الفقرة الأولى من المادة 60 و المتممة بالقانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة. إلا إذا كانت محدّدة بدقة ومؤكدة وذات طابع خاص وسرية ويخرج من نطاقها الشائعات وبالتالي لا يمكن أن تكون كل معلومة هي محل لجريمة العالم بأسرار الشركة إلا إذا كانت ذات طابع سري.

وقد قام القضاء الفرنسي بإعطاء مفهوم آخر للمعلومة الإمتيازية التي تستغل من طرف الجاني، حيث يجب أن تتوفر فيها ثلاثة شروط وهي:

• أن يكون هناك توافق في محتوى المعلومة وهذا حسب المادة 10-1 من القانون المؤرخ في 28 سبتمبر 1967، أو بعبارة أخرى يجب أن تكون هذه المعلومات محل الجريمة لا يمكن الحصول عليها من طرف شخص آخر؛

• يجب أن تكون المعلومة محددة وسرية ويمكنها التأثير على سعر القيمة المنقولة في عمليات البورصة؛

• يجب أن تكون الطبيعة الإمتيازية للمعلومة غير ناتجة عن تحليل مالي قامت به الجهات المختصة، يمكن أن تحوزه ويطلع عليه عدّة أشخاص، حيث يجب أن تكون هذه المعلومات غير معلنة للكافة أو سوق الأوراق المالية الخاصة بالشركة.

— مضمون المعلومة: وفقا لأحكام المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل و المتمم فتتضمن المعلومات محل الجريمة على:

• منظور مصدر سندات أو وضعيته: حيث تكون المعلومة صادرة من إحدى الجهات المصدرة للقيم المنقولة والمتداولة والتي تكون في هيئة سندات أو في وضعية المصدر لهذه القيم المنقولة؛

• منظور تطور قيمة منقولة: إن المعلومات محل هذه الجرائم يجب أن تكون من المعلومات المؤثرة على سوق البورصة بشكل سلبي سواء بالارتفاع المفاجئ أو الانخفاض الحاد لكمية العمليات في البورصة.

ب. الأركان العامة لجريمة عالم أسرار الشركة: يمكن أن نميّز بين الأركان التالية:

أ. الركن المادي: يعتبر الركن المادي لجريمة العالم بأسرار الشركة هو أساس قيامها كونها تعدّ من جرائم الخطريكاك الركن المعنوي فيها لا يقيد به، ويطلق عليها بالجرائم الشكلية كونها تكتفي بعنصر واحد وهو النشاط المادي فتكون جريمة قائمة بحدّ ذاتها دون الحاجة للبحث في النتيجة المتحققة أو العلاقة السببية وإن كان وجودها من طبيعة مادية فليس له أثر قانوني .

بالرجوع لنص المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 فقد حدّدت لنا صور النشاط الإجرامي في جريمة العالم بأسرار الشركة بنصها " ... فينجز بذلك عملية أو عدّة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات " و بالتالي فقد حدّد المشرّع الجزائري صور النشاط الإجرامي لجريمة العالم بأسرار الشركة كما يلي:

— قيام الجاني بنفسه بإجراء صفقة أو أكثر مستغلا لمعلومات إمتيازية سواء بالبيع أو الشراء لأي سهم أو قيم منقولة يمكن تداولها في السوق المالي و ذلك بنفسه ولحسابه وعليه فقد اعتبر القضاء الفرنسي أن من تاريخ إعطاء أمر لأحد البنوك لبيع أو شراء أسهم تقوم جريمة العالم بأسرار الشركة حتى وإن لم يتم إلغائه بعدما تأكد فيما بعد من طرف العالم بالسرأنها معلومات سرية، مما جعل القضاء يؤكدون على الواجب المطلق بالامتناع يقع على عاتق حامل المعلومات الإمتيازية لذلك كان إعلامها لا يكون إلا لأسباب مهنية محضه قيام الجاني عن طريق شخص وسيط بإجراء صفقة مستغلا معلومة سرية مميزة.

— قيام الجاني بإفشاء معلومة سرية مميزة لأخر يستغلها في إجراء صفقة حيث يبقى في هذه الحالة الغير المستفيد خارج دائرة التجريم و العقاب، وبذلك فقد فرض واجبان في هذه الحالة إضافة إلى واجب امتناع حقيقي، فرض أيضا واجب كتمان السر.

ب. الركن المعنوي: يأخذ المشرّع الجزائري بناء على القواعد العامة على النية في الإتيان بالسلوك الإجرامي سواء فيما تعلق بقيام الجريمة أو قمعها، فتعدّ الجريمة كذلك كيان شخصي مفاده أن الإنسان يسأل عن الجريمة إذا أمكن إسناد الفعل إليه وأنه مخطأ.

كما سبق الإشارة إليه فإن المشرع الجزائري بموجب نص المادة 60 من المرسوم 10-93 لم يشترط توفر سوء النية في العالم بأسرار الشركة ولا حتى بالباعث ولا النتيجة المحققة ولا بالعلاقة السببية فقط اشترط وعي هذا الأخير بأنه يحوز معلومة سرية مميزة غير معروفة لدى الجمهور.

ج. قمع جريمة العالم بأسرار الشركة: تناول المشرع الجزائري في المادة 60 في الفقرة الثانية من المرسوم التشريعي 10-93 عقوبات لقمع جريمة العالم بأسرار الشركة والحدّ منها لمساسها بمصالح السوق والمستثمرين وجاء بنوعين من الجزاءات، عقوبات جزائية، و عقوبات إدارية، كما تثير هذه الجريمة مسألة الاختصاص أي القانون الواجب التطبيق عند حدوث هذه العملية.

أ. العقوبات الجزائية: نظرا لاعتبار جريمة العالم بأسرار الشركة من أخطر الجرائم التي ترتكب في مجال البورصة لما لها من انعكاس سلبي يقلب سوق البورصة، عمل المشرع الجزائري على تطبيق عقوبات جزائية لكل من ساولته نفسه للقيام بهذه الجريمة. قد جاءت هذه العقوبات في المادة 60 من المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم 2 بنصها: " يعاقب بالحبس من ستة أشهر إلى خمس سنوات 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". بالتالي فإن تقدير الغرامة المالية يكون بالنظر إلى الأرباح المحققة من العملية أي أن المشرع الجزائري اشترط أن يكون الجاني قد كسب من جريمته ليتمكن القاضي من وضع غرامة 30.000 دج كحد أدنى. هذا ويشترط على الجاني حصوله على مبلغ مالي من جراء جريمته تثبت الغرامة عليه في حالة ما إذا أحدث إجرامه فرقا في سعر السهم مهما كانت قيمة هذا الفرق. كما يمكن لرئيس لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها أن يتأسس كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية وهذا حسب المادة 40 من المرسوم التشريعي 10-93.

ب. العقوبات الإدارية: إضافة إلى العقوبات الجزائية السالفة الذكر أخضع المشرع الجزائري من ثبت عليه القيام بجريمة العلم بأسرار الشركة لعقوبات إدارية تصدرها الغرفة التأديبية التابعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وقد وردت هذه العقوبات في نص المادة 55 من المرسوم التشريعي 10-93 وقد صنفت هذه العقوبات كالآتي:

- عقوبات تمس بسمعة المؤسسة: الإنذار، التوبيخ.
- عقوبات سالبة للحرية: و تتمثل في حضر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو نهائيا، سحب الاعتماد.
- عقوبات مالية بالذمة المالية: و/أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو مبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب وتجمع المبالغ لصندوق الضمان.

ج. مسألة الاختصاص: تثير جريمة العالم بأسرار الشركة مسألة الاختصاص فطبقا للمادة 55 من المرسوم التشريعي 93-10 ترفع المخالفات للأحكام التشريعية والتنظيمية المعاقب عليها والمنصوص عليها في المادتين 59 و 60 منه إما الجهات القضائية العادية المختصة، وحسب المادة 56 لا تصدر أي عقوبة ما لم يستمع قبل ذلك إلى الممثل المؤهل للمتهم أو ما لم يدل القانون للاستماع إليه. لكن تثير مسألة الاختصاص تساؤلا في حالة ما إذا ارتكبت هذه الجريمة في البلد الذي تنتهي إليه الشركة التي تتبعها القيم المنقولة موضوع العملية، حيث لم يتعرض كل من المشرع الجزائري ولا الفرنسي على هذه النقطة التي تثير جدلا عميقا

ثانيا: جريمة نشر المعلومات الخاطئة أو المظلمة

لا يمكن حماية الاستثمار وضمان حسن سير سوق رأس المال من دون تأمين المعلومات التي يتم الإفصاح عنها للمدخرين بصفة عامة وللمساهمين بصفة خاصة، إذ لا بد أن تعكس مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للقيم المنقولة، بالإضافة إلى ظروف سوق التداول، مما ينجم عن وجود بورصة شفافة مستقطبة للمستثمرين. ولهذا فالمساس بشفافية المعلومات عن طريق نشر معلومات كاذبة أو مضللة له تأثير كبير وبالأخص على أسعار الأسهم في بورصة القيم المنقولة، لأن الهدف من الإفصاح عن المعلومات والبيانات للشركة هو التوصل إلى الوضعية الحقيقية للشركة، وهذا ما يؤثر بشكل مباشر على سعر أسهمها. من هذا المنطلق تدخل المشرع الجزائري على غرار التشريع المقارن وأقر جريمة نشر المعلومة الخاطئة في نص المادة 4 من النظام رقم 2000-02: "تشكل كل معلومة يتضح أنها خاطئة أو غير محدّدة أو معرفة مساسا بحسن إعلام الجمهور وتعرض صاحبها إلى عقوبات".

ولقد تناولها المشرع أيضا في الفقرة الثانية من المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل بالقانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة حيث نصت على أنه "يعاقب كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى عن منظور أو وضعية المصدر، تكون سنداته محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير على الأسعار".

1. الركن المادي: من خلال نص المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم نلاحظ أنه لقيام الركن المادي لهذه الجريمة يستوجب أن تكون المعلومة التي وقع عرضها للجمهور من طرف الشخص كاذبة أو مغالطة ولا تكون كذلك إلا بتوافر عنصرين.

أ. أن تكون المعلومة خاطئة أو مضللة: أي بمجرد نشرها يقع المستثمر في الخطأ ومن ثم يتعرض للغش بشكل أنه لو عرف حقيقة الوضع المالي لمصدر الأسهم لما اشتراها، وعلى هذا يجب أن تكون هذه المعلومة الكاذبة أو المغالطة محددة، أي تتعلق بأشياء معينة في الشركة المصدرة للأسهم، فهي من شأنها التأثير على القيمة السوقية للقيم المنقولة المدرجة في البورصة فلا يمكن القول بقيام الركن المادي لهذه الجريمة ما لم يكن لها قدر أدنى من الدقة، ومن ثم فإن مجرد شائعة ذات صبغة عامة، أو رأي مصرح به من طرف الوسيط المالي أو بعض المحللين الاقتصاديين الماليين، لا يمكن أن يقوم به الركن المادي للجريمة.

ويمكن القول بأن الإشاعة أو المعلومات الخاطئة يمكن أن يكون لها تأثير على سعر القيم المنقولة المدرجة في البورصة خاصة إن كانت تتعلق بحياة الشركة الاقتصادية ونجاحها أو تقدمها أو كانت تتعلق بالإطار الاقتصادي.

وبالنسبة لموقف المشرع الجزائري بشأن الشائعات ومدى اعتبارها جريمة فإن المادة 60/2 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 لم تعط صورا لجريمة نشر معلومات كاذبة أو مضللة. ولكنه استلزم في النشاط الذي تقوم عليه هذه الجريمة أن يكون من شأنه التأثير على القيمة السوقية للقيم المنقولة المدرجة في بورصة القيم المنقولة وهو المعيار الذي تم وضعه، والذي من خلاله يتم تحديد إن كانت معلومات كاذبة أو مضللة أم لا.

ويفهم أن العبرة في اعتبار معلومة ما كاذبة هو تاريخ القيام بنشرها، فإذا ثبت أن من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية يقوم الركن المادي للجريمة، وإن أصبحت بعد ذلك حقيقية مادامت أنها أثرت في سعرها.

ب. نشر المعلومات الكاذبة أو المضللة: لقيام الركن المادي في جريمة الإفصاح عن معلومات كاذبة أو مضللة يجب نشر هذه المعلومات بأي وسيلة كانت وهو ما نصت عليه المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم "... كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى..." والذي يؤدي إلى انتشارها داخل السوق أي تمكين عدد غير محدود من الناس من العلم بها والاضطلاع على فحواها.

ووسائل نشر هذه المعلومات الكاذبة أو المضللة عديدة ومتنوعة كالبيانات الإعلامية والمناشير، المؤتمرات التي تعقد حول موضوع معين، وكذلك الوكالات المتخصصة والإعلام المتخصص بنشر المعلومات عن الشركات المقيدة في البورصة، مقالات الصحافة المكتوبة، التلفزيون، الراديو....

ونشير إلى أنّ نشر المعلومات الكاذبة أو المضلّلة عن طريق الانترنت يحقق علانية وانتشار المعلومة، غير أنّ إحدى المحاكم في فرنسا قضت بعدم مسؤولية إحدى الشركات الفرنسية التي قامت بنشر معلومات كاذبة عن إحدى الشركات المقيّدة في البورصة، مما انجرّ عنه انخفاض ملحوظ في أسعار أسهم الشركة، إذ رأت المحكمة أن المعلومات المنشورة في الانترنت لا يمكن التأكد من هوية صاحبها، وقد أيدتها محكمة الاستئناف في حكمها هذا.

2. **الركن المعنوي:** إن جريمة تسريب المعلومات الخاطئة أو المغالطة تستدعي توافر الركن المعنوي لقيام المسؤولية الجزائية فمحور هذا الركن يرتكز على النشر الإرادي للمعلومات من طرف شخص يبادر بها سيء النية ويعلم أنها كاذبة ومضللة، فتعتبر النية ضرورية لإثبات قيام الجريمة، لكونها تعد جريمة عمدية ولهذا استعمل المشرع عبارة كل شخص تعمّد، والتي تدل على توجه الجاني إلى إتيان الفعل الإجرامي من خلال سعيه إلى تسريب معلومات خاطئة علمه بأنها غير صحيحة بهدف التأثير على الأسعار. والحديث عن العمد يؤدي إلى التعرض لعنصر العلم القائم بمعرفة الشخص الذي نشر المعلومات بما يفعله أي معرفة مسبقة للطبيعة الخاطئة أو المضللة للمعلومة المصرح بها للعموم والهادفة إلى التأثير على الأسعار، حيث لا يقوم العمد دون علم.

3. **قمع الجريمة:** يتعرض الجاني في مثل هذه الجريمة إلى عقوبات جزائية وكذلك إلى جزاءات إدارية تتمثل في:

أ. **العقوبات الجزائية:** طبقا لنص المادة 60 سابقة الذكر، فإنه يعاقب على جنحة نشر المعلومات الكاذبة أو مغالطة بالحبس من ستة أشهر إلى خمس سنوات وبغرامة مالية 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 فقط. وهي نفس العقوبة المقررة لجنحة العالم بأسرار الشركة.

ب. **العقوبات الإدارية:** يتعرض الجاني إلى جزاءات إدارية تصدرها الغرفة التأديبية التابعة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها وتتمثل فيما يلي: الإنذار، التوبيخ، حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو نهائيا، سحب الاعتماد، و/ أو فرض غرامات يحدّد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو مبلغ يساوي المبلغ المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتدفع هذه المبالغ إلى صندوق الضمان.

ثالثا: جريمة القيام بأعمال غير مشروعة في سوق البورصة

إن المعاملات المالية في البورصة تقتضي قدرا من الوضوح والشفافية خالية من أي ممارسات تهز من ثقة المستثمرين في البورصة كونها تشكل تهديدا على أموالهم ومصالحهم المالية، من بين أخلاقيات التعامل في البورصة عدم القيام بأعمال غير ما تحصله من ممارسات تتصف بالغش أو التدليس أو المعاملة الصورية أو الوهمية بغرض التأثير على الأسعار والنصب على المستثمرين مما جعل المشرع الجزائري يجرم هذا الفعل.

وقد استحدث المشرع الجزائري هذه الجريمة في المادة 60 الفقرة الثالثة من المرسوم التشريعي 93-10 والتي تنص "كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس، مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما يهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير، تعدّ العمليات التي تنجز على هذا الأساس عمليات باطلة".

1. أركان الجريمة: يمكن تقسيم أركان الجريمة المتعلقة بالأعمال غير المشروعة في سوق البورصة إلى:

أ. الركن الشرعي: جرى التقسيم التقليدي لأركان الجريمة إلى الحديث عن الركن المادي و الركن المعنوي وهذا ما استخلصه الفقهاء منذ زمن، ثم رجح التقسيم الثلاثي لها بإضافة الركن الشرعي و هو نص الجريمة و عقابها في القانون.

فلا يمكن الحديث عن قيام أي جريمة كانت ما لم يتصف الفعل المكوّن لركنها المادي بالصيغة غير المشروعة المكتسبة بمخالفتها لقواعد القانون الدولي العام وكذا القانون الوطني الذي يكون أساسه تطابق السلوك والنص القانوني الذي يجرمه سواء كان النشاط فعلا أو امتناع.

فيراد بالركن الشرعي أو "القانوني" للجريمة ضرورة وجود نص قانوني يجرم الفعل الذي وقع القيام به ويحدّد لمرتكبه عقوبة، ولهذا فإن الفعل مهما كانت خطورته لا يعدّ جريمة إلا إذا وجد نص قانوني سابق الوضع يجرمه.

وبهذا فقد نص المشرع الجزائري على جريمة القيام بأعمال غير شرعية في سوق البورصة بالمادة 60 في فقرتها الثالثة بنصها: " يعاقب كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس، مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما يهدف عرقلة السري المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير، تعدّ العمليات التي تنجز على هذا الأساس عمليات باطلة".

ب.الركن المادي: الركن المادي لهذه الجريمة يقوم على أساس وجود عمل معين أو مناورة تهدف إلى الحيلولة دون السير المنظم لسوق القيم المنقولة وذلك من خلال تضليل أو إيقاع الغير في الخطأ، أي يتكون الركن النادي من ثلاث عناصر:

– مناورات تهدف إلى الحيلولة دون السير المنتظم لسوق القيم المنقولة: تتجسد هذه المناورات في أربعة أنواع من العمليات وهي:

– العمليات التي تتمثل في إحداث عن طريق بيع على المكشوف حركات خفض معتبر في سعر القيمة المنقولة (أسهم شركة) لا يبرر وضع الشركة، تكون متبوعة بإعادة شراء كمية أكبر من السندات بسعر منخفض جدا؛

– العمليات التي تتمثل في دفع أسعار سند نحو الارتفاع وذلك قبل إصدار سندات رأس المال عن طريق إعادة الشراء أو بأية طريقة مقابلة وذلك برفع سعر العرض بالنسبة للسعر الذي يتطلبه السوق العادي؛

– العمليات التي تتمثل في القيام بنفس العملية عن طريق إذاعة أخبار أو شائعات، أو عن طريق عروض بيع مستواها قريبا جدا من مستوى الصفقات التي تعرف انخفاضا وذلك من أجل التعجيل في الانخفاض؛

– العمليات التي تتمثل في إنجاز نفس النوع من العمليات بطريقة تسمح بالاستفادة من المواقع التي سبق شغلها في السوق مفتوحة على عدّة اختيارات.

وإن كان الوسيط المالي القائم بهذه المناورات أو الأعمال يهدف أساسا إلى تحقيق ربح غير مشروع، فإن واقعة تحقيق الربح ليست عنصرا من عناصر الركن المادي للجريمة، حيث إن هذا الأخير يكون متكاملا حتى ولو أن الوسيط المالي (الفاعل) لم يحقق أرباحا من جراء مناورته هاته.

إلا أن ذلك لا يعني أن مجرد صعود سعر القيمة المنقولة ونزولها بشكل مفتعل وغير طبيعي يكفي وحده لقيام الجريمة بل يجب أن توقع هذه الأعمال أو المناورات الغير في الغلط.

– مناورات من أجل تضليل الغير أو إيقاعهم في الخطأ: يجب أن توقع هذه المناورات (بحسب لفظ المشرع الجزائري) الغير في الغلط، فيقبل بشراء الأسهم، ظنا منه أن ارتفاع سعرها ناتج عن كثرة تداول هذه الأسهم، نظرا لنجاح الشركة المصدرة لها في نشاطها التجاري.

ومثال ذلك أن يعمل الفاعل إلى إصدار عدد كبير من أوامر البورصة لشراء نوع معين من الأسهم من غير أن يكون تحت يده الغطاء المالي اللازم لذلك، لإقناع المستثمرين في سوق البورصة بوشك وقوع عملية ضخمة على قيمة منقولة معينة وهذا ما يسمى بعمليات البيع على المكشوف.

ج. الركن المعنوي: لاكتمال البناء القانوني لهذه الجريمة لا بد أن يكون السلوك المادي للجاني يعكس نفسيته، حيث غالبا ما تتطلب الجرائم لاكتمال الركن المعنوي قصدا جنائيا عاما متمثل في العلم والإرادة التي سبق وتم تعريفها .

ولكن باستطلاع أحكام نص المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 في فقرتها الأخيرة نجد أن المشرع الجزائري لم يأت بأي عبارة تدل على وجود القصد الجنائي العام، حيث يبدو هذا النص خال من العمد أو سوء نية الجاني، مكتفيا باشتراطه أن تكون المناورة بهدف عرقلة السير المنظم للسوق.

حيث لم يعترف المشرع بشكل مباشر بضرورة وجود قصد جنائي عام على عكس المشرع الفرنسي الذي ذكر في المادة 10 في فقرتها الثالثة عبارة "عن قصد" المتمثل في العلم والإرادة، ولكن يبقى هذا القصد صعب الإثبات لحصول هذا القصد على وقائع ليست من أركان الجريمة، لأن المشرع لم يحدّد هذه المناورات غير المشروعة والتي قد توقع المستثمر في الغلط الذي يصعب إثباته في حد ذاته.

وبالتالي نرى أن بسكوت المشرع الجزائري عن الاعتراف بالقصد الجنائي العام كان صائبا لصعوبة إثباته من طرف القاضي.

ورغم اشتراط أن تكون المناورة بهدف عرقلة السير المنظم للسوق بالتأثير على السعر سواء بارتفاعه أو انخفاضه، وبالتالي إذا كان كذلك فلا مجال لإنكار سوء نية الجاني لهذا وعليه فالقصد في هذه الحالة يكون مفترض، وكل ما على النيابة العامة القيام به هو إثبات هذا القصد لدى الجاني.

2. قمع الجريمة: أضيفت جريمة القيام بأعمال غير شرعية في سوق البورصة أثر التعديل بالقانون 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وذلك من خلال المادة 60 الفقرة 03 بحيث كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما يهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير يتعرض إلى عقوبات جزائية وعقوبات إدارية وكذا مسألة النص الواجب التطبيق عند تعدد الأوصاف.

أ. الجزاءات المقررة: عمل المشرع الجزائري جاهدا الردع جريمة القيام بأعمال غير مشروعة في سوق البورصة أو حتى للتقليل منها وذلك من خلال وضع مرتكب الجريمة سواء كان الجاني أو من يحاول

ارتكابها أمام الواقع وذلك بسن قانون 03-04 المؤرخ في 17 جانفي 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وذلك من خلال عقوبات جزائية وأخرى إدارية.

– العقوبات الجزائية: كما سبق وقلنا من خلال العقوبات الجزائية المنصوص عليها في جريمة العالم بأسرار الشركة بأن الجاني يتعرض للحبس من ستة أشهر إلى خمس سنوات وبغرامة مالية قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط.

لذا فإن العقوبات الجزائية لردع جريمة القيام بأعمال غير مشروعة في سوق البورصة هي نفسها مع جريمة العالم بأسرار الشركة وهذا تطبيقا لنص المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل أو المتهم بالأمر 96-10 المؤرخ في 14 جانفي 1994 وبالقانون 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003.

كما يمكن رفع مبلغ الغرامة المالية إلى أكثر من المبلغ المذكور في المادة 60 إلى أن يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه.

– الجزاءات الإدارية: إضافة إلى العقوبات الجزائية فإن الغرفة التأديبية التابعة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB تصدر عقوبات إدارية متمثلة في: الإنذار، التوبيخ، حظر النشاط كل أو جزئه مؤقتا أو نهائيا، سحب الاعتماد، أو فرض غرامات يحدّد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو مبلغ يساوي المبلغ المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتدفع المبالغ لصندوق الضمان.

ب. حالة تعدد الأوصاف: تناول المشرع الجزائري مسألة التعدد الصوري أو حالة تعدد الأوصاف في المادة 32 من قانون العقوبات، حيث نجد أن من خلالها نص صراحة على هذه الصورة إذ قام بتحديد مفهوم التعدد الصوري على أنه الفعل الذي يتحمل عدّة أوصاف ثم منع القاضي بعد ذلك الحل القانوني الذي يعتمد عليه لحل هذه المسألة وهو أن يعتمد بوصف واحد فقط من بين الأوصاف المتعددة، وهو الوصف الأشد دون باقي الأوصاف الأخف.

وقد كرست المحكمة العليا في الجزائر هذا المفهوم حيث جاء في أحد قراراتها: "إذا كان الفعل الواحد يحتمل عدّة أوصاف تعيّن على قضاة الموضوع تكييفه بالوصف الأشد طبقا لمقتضيات المادة 32 من قانون العقوبات وإلا ترتب على ذلك النقض..."



كما قضت في قرار أخر بأن: "محكمة الجنايات التي وصفت جريمة واحدة بوصفين مختلفين، فإنها تكون بقضائها كما فعلت فتحالفت القانون ومتى كان ذلك استوجب النقض الحكم المطعون فيه"

ورغم تشديد المشرع الجزائي بسن إجراءات وعقوبات مختلفة على المخالفين إلا أن جريمة التلاعب بالأسعار أو المضاربة غير الشرعية تبقى أكثر الأفعال التي تمس البورصات.



نماذج من امتحانات سابقة



التسيير

علوم

قسم:

السنة: أولى ماستر

السنة الجامعية: 2020/2019

تخصص: إدارة مالية

المدة: ساعة وربع

امتحان السداسي الثاني في مقياس قانون دخول البورصة

السؤال الأول:

1. اشرح أهمية وجود الوساطة المالية في الاقتصاد؟.....

.....

.....

.....

2. لماذا يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية من مقارنة بالاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات؟.....

.....

.....

.....

3. السوق الثانوية هي سوق التداول وهي السوق التي توفر السيولة. حلّل.....

.....

.....

.....

4. حدّد مختلف الأسواق التي تتفرع إليها السوق المالية، وماهي العلاقة التي تربطها ببعضها؟

.....

.....

.....

.....

بالتوفيق



السنة: أولى ماستر

السنة الجامعية: 2021/2022

تخصص: إدارة مالية (علوم التسيير)

المدة: ساعة

الاسم:

اللقب:

الفوج:

العلامة:

امتحان الدورة العادية في مقياس قانون دخول البورصة

السؤال الأول: اشرح مايلي باختصار

السوق المنظم:

.....

.....

السوق الرابعة:

.....

.....

السوق الآجلة (المستقبلية):

.....

.....

السؤال الثاني:

كيف يمكن للجنة تنظيم ومراقبة البورصة بحماية المستثمرين؟

.....

.....

السؤال الثالث: أجب بصحيح أو خطأ مع تصحيح الخطأ إن وجد

1. COSOB تتولى مهمة تنظيم عمليات سوق القيم المنقولة ومراقبتها والسهرة على حماية المستثمرين.

.....(.....)

2. يقوم الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود بعمليات شراء وبيع القيم المنقولة في

بورصة الجزائر(.....).



.....
 3. يمكن لأعضاء لجنة تنظيم ومراقبة البورصة من التعامل في البورصة بيعا وشراء للقيم المنقولة
 (.....)

.....
 4. تتولى لجنة COSOB نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات التي عقدت في نشرة الأسعار وذلك تحت
 رقابة SGBV (.....).....

السؤال الرابع

يتضمن سوق المال في الجزائر مجموعة من الوسطاء في عمليات البورصة ، أذكرهم.....

.....

السؤال الخامس:

لماذا يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية مرنا مقارنة بالاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات؟..

.....

.....

بالتوفيق

التسيير

علوم

قسم:

السنة: أولى ماستر

السنة الجامعية: 2022/2021

تخصص: إدارة مالية

المدة: ساعة وربع

امتحان السداسي الثاني في مقياس قانون دخول البورصة

السؤال الأول:

أجب بصحيح أو خطأ مع التعليل

1. COSOB تتولى مهمة تنظيم عمليات سوق القيم المنقولة ومراقبتها والسهرة على حماية المستثمرين.
2. تتولى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في الجزائر إلى تكوين محفظة للأوراق المالية وتسييرها.
3. يقوم الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود بعمليات شراء وبيع القيم المنقولة في بورصة الجزائر سواء لحسابه أو لحساب الغير.

السؤال الثاني:

يتضمن سوق المال في الجزائر مجموعة من الوسطاء في عمليات البورصة عرّف الوسيط في عمليات البورصة؟ وأذكر هؤلاء الوسطاء؟

السؤال الثالث:

ما هي مهام شركة تسيير بورصة القيم SGBV؟

السؤال الرابع:

ما هي المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسة التي تطلب القبول في البورصة والمتعلقة بدفع الحصص أو الأرباح؟

السؤال الخامس:

ضع مخططا توضح فيه أقسام سوق رأس المال، ثم اشرحه باختصار.

بالتوفيق



قائمة المراجع

1. الكتب:

- أ. أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- ب. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الأجزاء الثلاثة، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002.
- ج. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، ط1، 2008.
- د. مروان عطوان، الأسواق المالية والنقدية "البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1، 1993.

2. محاضرات:

- أ. أحمد بوراس، محاضرات في أسواق رأس المال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2002.
- ب. بلعزام مبروك، محاضرات في مقياس نظام البورصة، مطبوعة موجهة لطلبة السنة أولى ماستر، تخصص قانون المؤسسات المالية، جامعة سطيف 2، 2021/2020.
- ج. بلعدي محمد، محاضرات في مقياس الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة، تخصص نقدي وبنكي، جامعة قسنطينة 2، 2021/2020.
- د. بلقاسم ليندة، محاضرات في بورصة الأوراق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة، تخصص مالية المؤسسة، الجزائر 03، 2021/2020.
- هـ. قرواش رضوان، محاضرات في مقياس قانون بورصة القيم المنقولة، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة، تخصص حقوق، جامعة سطيف 2، 2016/2015.

3. ملتقيات:

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

4. مجلات:

- أ. بن شعيب فاطمة الزهراء، بوزاهر سيف الدين، إدراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر: الفعالية والأداء، مجلة المالية والأسواق، العدد2، جامعة مستغانم، الجزائر، 2015.
- ب. محمد عبد الغفار الشريف، البورصة حقيقتها ونشأتها وتطورها، مجلة الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الكويت، العدد 18.
- ج. نور محمد الصيدلانية، تعريف البورصة ووظائفها المالية والاقتصادية، مجلة المال والأعمال، 2022.

5. أطروحات:

- أ. بلعباس نادية، ضبط نشاط البورصة في الجزائر، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في قانون الأعمال والملكية الفكرية، جامعة الجزائر1، 2021/2020.
- ب. حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في القانون ، جامعة تيزي وزو.
- ج. قاسمي الرزقي، نظام الوساطة في بورصة الأوراق المالية –دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في القانون الخاص، جامعة بسكرة، 2021/2020.

6. القوانين والمراسيم:

- أ. الصفحة الرسمية لسلطة ضبط السوق المالي: cosob.org/ar/missions/
- ب. تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010.
- ج. قانون 86-12 مؤرخ في 19 أوت 1996 معدل ومتمم بنظام البنوك والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 34، صادر في 19 أوت 1986
- د. قانون 88-01، مؤرخ في 12 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الخاصة، الجريدة الرسمية، العدد 02 ، صادر في 13 جانفي 1988
- هـ. مرسوم رقم 93-10 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 34، المؤرخة في 23 ماي 1993.
- و. المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدلة بالمادة 12 من القانون 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادرة بتاريخ 19 فيفري 2003.
- ز. المادة 129 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97.
- ح. المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-97 المؤرخ في 18 مارس 2003 والمتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات.
- ط. المادة 01-77 المتحدثة بموجب المادة 14 من نظام اللجنة 01-13 المتعلق بالنظام العام للبورصة.
- ي. قانون 03-04، مؤرخ في 17 فيفري 2003 ، يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 10-93، المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة جريدة رسمية عدد 11 صادر في 19 فيفري 2003.