

## القواعد الموضوعية والإجرائية للإدراج البورصي في التشريع الجزائري

### The substantive and procedural rules for the stock market inclusion in the Algerian legislation

سويلم محمد\*، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة غرداية

[souilem.mohammed@univ-ghardaia.dz](mailto:souilem.mohammed@univ-ghardaia.dz)

ضاهر قسمية، طالب دكتوراه، جامعة صفاقس – تونس

[av.daheur@gmail.com](mailto:av.daheur@gmail.com)

تاريخ إرسال المقال: 2022 /06 /17 تاريخ قبول المقال: 2022 /09 /05 تاريخ نشر المقال: 2022 /11 /02

#### الملخص:

سوق القيم المنقولة تسعى الى توفير الاعتمادات المالية للشركات قصد تمويل عملياتها الاستثمارية وهذا من خلال عملية الادراج البورصي التي تتطلب اولا وجود الشركة بشكل قانوني في شكل شركة مساهمة، وتقوم هذه المؤسسة باختيار وسيط في البورصة ثم تقدم مذكرتها الاعلامية التي تستقطب بها العملاء، ليأتي بعد ذلك تقديم الملف الى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي توشر عليه بعد دراسته، ثم تباشر الشركة حملة التسويق والبيع. وتكمن اهمية الادراج البورصي في كونه يضمن للشركة المدرجة الاعتمادات المالية التي تحتاجها من جهة اخرى يشجع الادخار وكذا استثمار رؤوس الاموال الى جانب دوره البارز في ترقية وتطوير المؤسسات الاقتصادية الى جانب الدور الموازي في ترقية الاقتصاد الوطني. غير ان الوضع في الجزائر لا زال دون المستوى المطلوب لتخوف المتعاملين والشركات بسبب الركود الذي عرفه السوق من جهة ثم لعدم تسويق فكرة الادراج البورصي وتكثيف التظاهرات المتعلقة بشرح وافي لها مع ابراز ايجابياتها للمستثمرين والمدخرين على حد سواء.

**الكلمات المفتاحية:** ادراج بورصي؛ بورصة؛ قيم منقولة؛ وسيط في البورصة..

#### Abstract:

No more The market of movable value seeks to provide financial credits through listing process to companies to finance their investment operations. This operation needs many conditions: First, the legal existence of the company as a joint stock company. Then, attracting customers by submitting a file to the stock exchange.

After that, the file must be approved by the company managing the stock market of movable value. Finally, the company may begin the marketing and sales campaign.

The importance of the stock market listing lies in the fact that it guarantees the listed company the financial credits it needs, on the other hand, it encourages savings as well as capital investment, in addition to its prominent role in the promotion and development of economic institutions, in addition to the parallel role in promoting the national economy.

However, the situation in Algeria is still below the required level for the fear of dealers and companies due to the stagnation that the market has known on the one hand, and then the failure to market the idea of stock market listing and the intensification of demonstrations related to a full explanation of it while highlighting its positives for investors and savers alike.

**Key words:** stock exchange, stock listing, transferred values, broker in the stock exchange.

## مقدمة:

ان انسحاب الدولة من الحقل الاقتصادي في نهاية القرن الماضي لم يكن انسحابا كلياً وإنما كان إعادة تدخل بصورة أخرى من خلال مجموعة من الهيئات الجديدة التي تسمى سلطات الضبط المستقلة. لقد سعى المشرع الى تعميم هذه التجربة على العديد من القطاعات الاقتصادية منها الطاقة، المناجم والاتصالات والى جانب ذلك اتجه المشرع من البداية الى اصلاح المنظومة المالية من خلال انشاء مجلس النقد والقرض وبما ان القطاع المالي له دور كبير في حركية الاقتصاد الوطني كان على المشرع الاتجاه الى ضبط سوق القيم المنقولة وانشاء اول بورصة في الجزائر سنة 1993<sup>1</sup>.

ومن المعلوم ان تفعيل سوق القيم المنقولة له دور كبير في حركية الاقتصاد وجلب المستثمرين، وهو يرتبط اساسا بوجود مؤسسات اقتصادية عامة وخاصة، ثم تدخل البورصة وتعرض مجموعة من القيم المنقولة، توكل هذه القيم المنقولة بعد ادراجها الى الوسطاء الذين يعرضونها للتداول، ويتحدد السعر هنا بناء على مجموعة من الاعتبارات الداخلية والخارجية. لقد بادر المشرع الجزائري الى انشاء بورصة القيم المنقولة كمحاولة للتكيف مع المعطيات الجديدة باتجاه الجزائر من نظام اقتصادي موجه يتميز بالاحتكار العام للقطاعات الاقتصادية والمالية الى نظام اقتصادي منفتح لقواعد السوق، وهو ما سيفرض حتما وجود نوعين من المؤسسات الاقتصادية، مؤسسات عمومية ومؤسسات خاصة.

ان عملية إدراج اي مؤسسة في البورصة تتم عبر مراحل واولها هي التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن يصطلح عليه بـ "قرار القبول" من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. ليتم بعدها نشر إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة من قبل شركة تسيير بورصة القيم ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

ان اهمية الادراج البورصي تكمن في كونه مرحلة اساسية من مراحل تفعيل سوق القيم المنقولة، خصوصا إذا ما قورنت سوق القيم المنقولة في الجزائر مع غيرها من الدول النامية الاخرى فقط. فالإدراج البورصي يفعل بورصة القيم المنقولة وهو يشجع المؤسسات الاخرى على دخول هذه السوق التي تبقى بعيدة عن المأمول.

نسعى من خلال هذه الورقة البحثية الى الوقوف على مختلف القواعد الموضوعية للإدراج البورصي بتحديد الخطوات الاساسية التي تتبعها الشركات التي تود ادراج قيمها المنقولة في البورصة وكذا الشروط

التي تتطلبها عملية الإدراج، كما نسعى الى ابراز اجراءات دخول المؤسسات البورصة وضوابط الادراج البورصي السليم.

من هنا نطرح الاشكالية التالية: ما مدى التزام مصدري القيم المنقولة خلال عملية الادراج البورصي موضوعيا وإجرائيا في التشريع الجزائري؟

سنجيب على هذه الاشكالية باعتماد المنهج التحليلي وهذا من خلال خطة ثنائية نتطرق فيها الى القواعد الموضوعية للإدراج البورصي (محور اول) ثم نتطرق الى القواعد الاجرائية (محور ثاني)

## 1- المحور الأول : القواعد الموضوعية الواجب الالتزام بها في عملية الإدراج البورصي

يمكن القول ان دخول مؤسسة ما إلى البورصة يفيد تحويل جزء من رأس مالها الى امكانية التداول وهو ما سيسمح لهذه المؤسسة بضمان تمويل جزئي من اجل تطوير نفسها او التوسع الى مجالات اخرى ضمن تخصصها. وتبادر هذه المؤسسة الى تنشر أوراقها للجمهور هذا التفتح لدائرة المتعاملين يصبح كشرط للقبول المباشر في السوق المالي والذي له هدف في المدى المتوسط وهو توسيع التمويل إما بالأموال الخاصة عن طريق رفع رأس المال وإما بالقروض<sup>2</sup>. وهذا الجراء لا يكون انفراديا حيث تشرف عليه سلطة ضبط عليا اذ يخول قانونا للجنة مراقبة عمليات البورصة منح التأشيرة المسبقة للشركة الراغبة في طرح قيمها المنقولة على الجمهور بغرض الاكتتاب فيها، وهذا بغية ضمان إعلام الجمهور لاسيما معرفة مجموعة من المعلومات حول مصدر القيم المنقولة، وضعيته المالية، نشاطه، موضوع العملية المراد انجازه<sup>3</sup>.

ان القواعد الموضوعية للإدراج البورصي يمكن تقسيمها الى قسمين نتناول في القسم الاول منها الخطوات الاساسية التي تتبعها الشركات التي تود ادراج قيمها المنقولة في البورصة ثم في القسم الثاني نتطرق الى مجمل الشروط التي تتطلبها عملية الادراج حسب نوع المصدر.

### 1.1- الخطوات الاساسية قبل الادراج البورصي:

قبل هذه مرحلة الادراج البورصي هناك خطوات اساسية على كل مصدر ان يراعيها حتى لا يقابل طلبه بالإدراج بالرفض من قبل شركة تسيير بورصة القيم وسنتناول هذه الخطوات كما يلي:

#### اولا- القرار بإجراء عملية الادراج البورصي

نعلم ان إدارة شركة المساهمة يتولاها مجلس ادارة يساعده في تسييرها مجلس مديرين ومجلس مراقبة<sup>1</sup>، غير ان الجمعية العامة الاستثنائية للشركة تعتبر الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للدخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية. وتسمى كذلك جهاز المداولة فهي تعتبر هيئة السيادة للشركة، والمجال المناسب للشركاء والمساهمين للإدلاء بإرادتهم ومساهماتهم في تسيير الشركة ويمكن ان تكون الجمعية العامة عادة (على الاقل مرة في السنة) او غير عادية (بطلب من اغلبية الاعضاء) وتتخذ القرارات الاستعجالية مثل -رفع رأس المال التأسيسي كما ورد في نصوص القانون التجاري الجزائري<sup>4</sup>. والاكتتاب هو الإعلان الإرادي

للشخص في الاشتراك في مشروع الشركة بتقديم حصة في رأس المال تتمثل في عدد معين من الأسهم قابلة للتداول. وكثيرا ما تلجأ الشركات الى هذا الحل في ضل عدم رغبتها في اللجوء الى الطرق التمويل التقليدية مثل القروض البنكية<sup>5</sup>.

ويشترط لصحة الاكتتاب أن يكون الاكتتاب في رأس مال الشركة كاملا وذلك وفقا لنص المادة 596 من القانون التجاري الجزائري، والحكمة في اشتراط الاكتتاب في كامل رأس مال الشركة هو حماية الشركة ودائيتها والشركاء، فالإكتتاب هو الرغبة في الانضمام إلى الشركة والتقييد بالتزامات الشريك فيها، أما الوفاء بقيمة السهم فهو تنفيذ الالتزام الذي يترتب في ذمة المكتتب نتيجة اشتراكه في الشركة ولا يعتبر شرطا لصحة الإكتتاب، ومع ذلك يشترط المشرع الوفاء ببعض قيمة الأسهم<sup>6</sup>.

ان مصدري القيم المنقولة يختلفون بين شركات او مؤسسات صغيرة وأخرى متوسطة او كبيرة كما يمكن ان تكون مؤسسات خاصة وقد تكون بالطبع مؤسسات عمومية<sup>7</sup>، كما يمكن ان تكون صناديق مشتركة للتوظيف وتكون ملكية الأوراق فيها مشتركة ويتم تسييرها من طرف هيئة مختصة، قيمة أصول الصناديق هي قريبة دائما من القيمة التصفوية، رأسمالها متغير كون الأصول تباع بشكل دائم للمدخرين<sup>8</sup>.

اما في فرنسا فيمارس نشاط رأس المال الاستثماري من طرف كيانيين قانونيين هما الصناديق الجماعية للتوظيف و شركات رأس المال المخاطر ، أما الصناديق الجماعية للتوظيف فتشتمل على ثلاثة أنواع : الصندوق الجماعي للتوظيف المخاطر يتكون من شخص معنوي و شركة لتسيير المحافظ يقوم بتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة غير المسعرة في البورصة و الصناديق الجماعية للتوظيف من أجل التجديد و هو صنف خاص للصناديق الجماعية للتوظيف ذات المخاطر توجه بشكل أساسي للاستثمار في شركات غير مسعرة في البورصة لها طابع التجديد، و صناديق ترقية الاستثمار أنشأت من أجل ترقية الاستثمار على المستوى المحلي فهي تستجيب لاستراتيجيات الاستثمار الجهوية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، أما الشركات فتتطوي على الأصناف الآتية: شركات رأس مال المخاطر وهي شركات تهدف لتمويل شركات غير مسعرة في البورصة ، و شركة الاستثمار في المخاطر ذات الشخص الوحيد ، و المؤسسات الشابة للتجديد ، و شركات التجديد المالية. وقد وضع المشرع الفرنسي لكل من هذه الصناديق والشركات نظام قانوني وجبائي خاص بها، وهدف ونشاط محدد لا يجوز الخروج عنه<sup>9</sup>.

#### ثانيا - الإعداد القانوني للشركة والأسهم:

إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن الشركة كثيرا ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

ومن الشروط التي يجب ان تلتزم بها المؤسسة موضوع طلب الإدراج نذكر :

- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛

- إصدار 20 % على الأقل من أرس مالها في شكل قيم منقولة وهي قابلة للتداول وقابلة للتسعير في البورصة<sup>10</sup>.

تلجا الشركات والمؤسسات عند الطرح العام إلى إعداد وثيقة إعلامية (نموذج محدد بتعليمات اللجنة رقم 03-97 في 30-11-1997) موجهة للجمهور ويشار إليها باسم "نشرة المعلومات". وهي تحتوي على معلومات بشأن تنظيم المصدر، إدارته، وتطور أعمالها، والوضع المالي، وعوامل الخطر، وكذلك خصائص والغرض من العملية المقترحة. يجب أن تكون هذه المعلومات المقدمة كافية لتمكين المستثمر من تبني قراره. يجب أن تكون المعلومة الموجهة إلى الجمهور صحيحة ودقيقة وصادقة حيث انه تشكل كل معلومة يتضح أنها خاطئة أو غير محددة أو مغرصة مساسا بحسن إعلام الجمهور وتعرض صاحبها إلى عقوبات، كما يجب أن يفشي المصدر المعلومة الهامة عن طريق البيانات الصحفية وبواسطة كل وسيلة أخرى تسمح بأوسع نشر ممكن<sup>11</sup>.

و يجب أن يرسل المصدر إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وإلى شركة إدارة بورصة القيم، البيان في أجل لا يتجاوز تاريخ نشره. كما يمكن اللجنة، إذا اقتضت حماية المستثمرين أو حسن سير السوق ذلك، مطالبة المصدر بنشر بعض المعلومات حسب الشكل والأجل اللذين تحددهما. وفي حالة عدم التزام المصدر بواجباته، يمكن اللجنة القيام بنشر هذه المعلومات<sup>12</sup>.

### ثالثا- تقييم الشركة:

يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة. ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

### 2.1- الشروط الخاصة لقبول الإدراج في البورصة

يمكن ان تختلف الشروط هنا حسب الحالة كما يأتي :

#### أ- السوق الرسمي:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)<sup>13</sup>؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛

- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛

- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛

- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.

- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة؛

- ضمان التكلّف بعمليات تحويل السندات؛

- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛

- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.

- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد

أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.14

#### ب- سوق السندات

تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل الى سندات رأسمال والسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) وذلك يوم الإدراج.

#### ج- سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط

حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة"؛

- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة ؛ و يعتبر تشجيعاً لها على دخول البورصة16، إذ بالمقابل يشترط المشرع على الشركات الكبرى فتح رأسمالها بنسبة 20% كحد أدنى.

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزَع على ما لا يقل عن خمسين (50)

مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج ؛

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من

هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار. وإلى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

#### -المستثمرين المؤسساتيين:

هي الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيرة لأصول.

## 2- المحور الثاني : الجانب الاجرائي في عملية الادراج البورصي

بعد ان تطرقنا في المحور السابق الى القواعد الموضوعية وشروط الادراج البورصي نتطرق في هذا المطلب الى القواعد الإجرائية حيث سنتابع عملية الإدراج البورصي حسب مراحلها الزمنية، وهي تتلخص فيما يلي من مراحل:

### 1.2- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

ان دخول المؤسسات الصغيرة الى بورصة القيم يمنحها فرص الحصول على إيرادات قد تساهم الى حد بعيد في تطوير هذه المؤسسات، لذا حضاها المشرع ببعض الخصوصية. فبالنسبة للشركة ينبغي عليها أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال. تتم الوساطة المالية في إطار هذا المجال عن طريق ضرورة تدخل شخص ثالث يدعى الوسيط المالي بين شخصين هما مصدر الأوراق المالية من جهة، والشخص المستثمر في مجال الأوراق المالية من جهة أخرى، حيث يتولى الوسيط التقريب والتوسط بين الشخصين، أكثر من ذلك فقد جعلت التشريعات مصير إجراء كل عملية تداول للقيم المنقولة على مستوى بورصة الأوراق المالية دون الاستعانة بالوسيط هو البطلان، وعليه تبرز لنا الأهمية البالغة التي يتمتع بها الوسيط المالي في عمليات البورصة، حيث لا يمكن الاستغناء عن الدور الذي يؤديه.<sup>17</sup>

اما بالنسبة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة فيجب ان تكون ذات نظام شركة أسهم كما يجب عليها تعيين مستشار مرافق لمدة خمس (5) سنوات يدعي "الراعي في البورصة" ويجب ان وسيطاً معتمدا في عمليات البورصة، ويكلف بمساعدة هذا النوع من المؤسسات أثناء إصدار سندات في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام. ويشهد الراعي في البورصة بواسطة توقيعه على المذكرة المعروضة على اللجنة للتأشير عليها، بأنه قام بالإجراءات المعهودة وبأن المعلومات الواردة في المذكرة تطابق الواقع، حسب علمه، وبأن المذكرة لا تتضمن أي إغفال من شأنه أن

يؤثر في مضمونها. ويمكن القول ان تعيين هذا الراعي ربما هو محاولة من المشرع في بعث الطمأنينة لدى رؤساء المؤسسات وتشجيعهم في دخول البورصة.<sup>18</sup>

هذا يعني أن المشتريات والمبيعات للقيم المنقولة المسعرة تتم بالحضور الإجباري لهؤلاء الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة. ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا سبعة وسطاء في عمليات البورصة ممثلين ببنوك تجارية وطنية.

ولقد أوجب القانون الفرنسي رقم 88-70 الصادر في 22 جانفي 1988 في مادته الأولى وجوب تدخل شركات البورصة في بيع الأوراق المالية (Société le bourse) إذا تخول لشركات البورصة وحدها تداول الأوراق سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة فهو يقرر احتكار شركات البورصة بالوساطة في بيع الأوراق المالية.<sup>19</sup>

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

والوسطاء في عمليات البورصة الذين يشكلون المحرك الرئيسي لجل العمليات التي تتم في سوق القيم المنقولة فهو همزة الوصل بين المصدرين للقيم المنقولة والمستثمرين. وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقى البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سندات والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

لا تختلف الحال في القانون الفرنسي، إذ جاءت نصوص قانون النقد والمال الفرنسي في السياق نفسه، كذلك يشير الفقه الفرنسي إلى أنه "وعلى خلاف القواعد العامة، كلاً من المشتري النهائي والبائع النهائي للأوراق المالية لا يعرفان بعضهم، فكلاهما يتعامل بواسطة وسيط مالي مرخص يتصرف بوصفه وكياً لا بالعمولة. وعليه فإن العلاقة الناجمة عن الشراء والبيع في البورصة لا تنشأ بين العميل المشتري والعميل البائع وإنما بين الوسطاء الماليين الذين يبرمون الصفقة".<sup>20</sup>

## 2.2- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية :

يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB<sup>21</sup> والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...). بالنسبة للمشرع الفرنسي لقد تم إعادة هيكله الاشراف على السوق المالية بداية من سنة 2003<sup>22</sup> لتدمج جميع الهيئات السابقة في هيئة واحدة هي هيئة الأسواق المالية Autorité marches financiers.



**3.2- 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 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

- طلب القبول؛
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛
- مشروع المذكرة الإعلامية؛
- مشروع الدليل؛
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛
- معلومات عن التمويل؛
- معلومات اقتصادية ومالية؛
- الوثائق القانونية؛
- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

**4.2- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها :**

تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة<sup>23</sup> وجذير بالذكر ان هذه الهيئة قد استحدثت خطة لتحديث سوق الأوراق المالية) في عام 2009 حتى يمكن له تلبية احتياجات التمويل في السوق.<sup>24</sup>

وقد اورد المشرع مجموعة من الشروط يجب الالتزام بها تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة تضمنها نص المادة 5 مكرر من نظام رقم 96-02 المؤرخ في 22 يونيو سنة 1996 معدل ومتمم والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية ألي الادخار عند اصدارها قيما منقولة.

- 1- ألا يجوز استعمال المذكرة الإعلامية إلا من البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة الذين يساهمون في توظيف القيم المنقولة المبنية في المشروع.
- 2- ألا يستعمل مشروع المذكرة الإعلامية إلا لاستيفاء نيات المكتتبين.
- 3- أن يضع الوسيط المالي الذي يستعمل مشروع المذكرة الإعلامية نسخة منها تحت تصرف كل شخص يطلب ذلك، ويمسك سجلا بأسماء وعناوين الأشخاص الذين سلمهم إياها.

4- أن يتضمن مشروع المذكرة الإعلامية في الصفحة الأولى منه إشارة تبيين الشكل المؤقت للمذكرة وكذا التنبيه الآتي: | "أودعت نسخة من مشروع المذكرة الإعلامية هذه لدى اللجنة. ويمكن أن تعدل المعلومات التي تحتوي عليها أو تتم، ولا يمكن أن تكون السندات التي يصفها موضوع أي توظيف أو التزام قبل أن تضع اللجنة تأشيرتها على المذكرة الإعلامية في شكلها النهائي. يذكر انه يشترط ايضاً أن يتم استعمال مشروع المذكرة الإعلامية دون إشهار.<sup>25</sup>

#### 4.2- الانضمام إلى المؤتمر المركزي:

قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات. يخضع الانخراط في المؤتمر المركزي إلى تقديم ملف إداري يتضمن بالخصوص:

- طلب قبول،

- أسماء الأشخاص المؤهلين للتعامل مع مؤتمر المركزي،

- ونسخة محينه من القانون الأساسي.

يحدد المؤتمر المركزي محتوى الملف والبيانات الضرورية لقبول المنخرط.

كما يتخذ المؤتمر المركزي قرار انخراط عضو ما. ويبلغ هذا القرار إلى صاحب الطلب في غضون الشهرين اللذين يليان تاريخ استلام مجموع المستندات المكونة للملف.<sup>26</sup>

#### 4.2- حملة التسويق و بيع السندات :

سعيًا 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.

اما بالنسبة لبيع السندات فيتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة. يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج. هذه الأوراق المالية تعتبر من أبرز أدوات الإستثمار في عصرنا الحالي حيث للمستثمر أو صاحب الورقة مزايا لا توفرها له أدوات الإستثمار الأخرى، إذ أنه الحامل السهم حق الملكية في الشركة ولحامل السند حق الدائنية وعليه حق الحص فعلى الفوائد. هذا من حيث الحقوق، أما من حيث الدخل المتوقع من ها، فهي

أوراق مالية متغيرة الدخل كألسهم ومنها ما هي ثابتة الدخل كالسندات.<sup>27</sup> كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

وفي مرحلة ما بعد الإدراج وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق. يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة<sup>28</sup>. 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 تسعيرتها. للحصول على هذه الأموال. تلجأ هذه الشركات إلى الجمهور عن طريق طرح الد والسندات للاكتتاب العام أو إلى البنوك والمصارف لشرائها أو ترويج بيعها للجمهور مقابل عمولة يحصل عليها<sup>29</sup>.

وما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة باطلاع الجمهور بأيّ تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات<sup>30</sup>. ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

## الخاتمة:

لقد اولى المشرع اهتماما بالغا لبورصة القيم المنقولة منذ بداية الاصلاحات الاقتصادية لما تمثله من دور كبير في التحول من الاقتصاد الموجه الى الاقتصاد الليبرالي وقد كرس هذا الاهتمام من خلال تنظيم قواعد الادراج البورصي سواء القواعد الموضوعية المتعلقة بتهيئة الشركة لدخول البورصة وما يساعدها في التموقع، ثم من حيث الاجراءات التي يجب عليها الامتثال لها بغرض ولوج قيمها المنقولة الى بورصة القيم. لقد اوجب المشرع على الشركة التكيف في صورة شركة مساهمة لضرورة هذا الشكل مع تداول القيم المنقولة والزمها بنشرة اعلامية صحيحة حول مجمل وضعيتها المالية لتشجيع المستثمرين، ثم انها ستعين وسيطا في البورصة يتولى عملية عرض قيمها المنقولة الى جانب تقديمها لملف الادراج امام شركة تسيير بورصة القيم لتأشر عليها والى جانب ذلك عليها الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكملها، وهنا تبدأ عملية عرض القيم المنقولة للتداول.

من خلال هذا البحث توصلنا الى مجموعة من النتائج نوجزها كما يلي:

- تعد بورصة القيم المنقولة ركنا أساسيا في تجسيد التحول الى اقتصاد ليبرالي يقوم على تعدد المتعاملين في السوق ووجود هيئة ضبط عليا سواء في القطاع المالي او الاقتصادي.
- ان عملية الادراج البورصي تتطلب تحضيرا اوليا يتعلق بنمط الشركة حيث يجب ان تكون في شكل شركة مساهمة لتوافقها مع عملية تداول الأسهم فيما بعد.

- المشرع الجزائري شجع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث الإدراج البورصي وسمح لها بتقديم 10 % فقط من رأسمالها في مقابل الشركات الكبرى التي الزمها بنسبة 20 %.
- من الملاحظ عزوف الشركات على مختلف أنواعها في الإدراج البورصي بالرغم من وجود عدد كبير منها في الجزائر ثم وجود بورصة قيم منقولة منذ أكثر من 30 سنة.
- التجربة الجزائرية تظهر تخوف من دخول معترك البورصة اما لعدم الثقة والمخاطرة واما لجهل المتعاملين والمذخرين بها، على الرغم من بساطة الإجراءات وسهولتها.
- من خلال هذه النتائج وجب تقديم بعض المقترحات كما يلي:
- من اجل تشجيع الإدراج البورصي يمكن للدولة المبادرة بإدراج عدد من المؤسسات الاقتصادية العمومية سواء الوطنية او المحلية في البورصة على الأقل من اجل جلب مؤسسات وشركات أخرى.
- تشجيع المتعاملين أصحاب الشركات باللجوء الى طرق غير تقليدية للتمويل عن طريق البورصة في مقابل الطريق التقليدي المتمثل في البنوك من خلال رفع نسب الفوائد فيها.
- تشجيع المذخرين على دخول البورصة من خلال شرح وتبسيط إجراءات امتلاك الأسهم وابرار ايجابياتها مقابل ادخار الأموال في صورتها العادية والتي غالبا ما تتأثر بتدني قيمة العملة الوطنية.
- نشر ثقافة الإدراج البورصي بين الشركات من خلال مشاركة بورصة القيم المنقولة عبر ممثليها في جميع الفعاليات والتظاهرات الاقتصادية وكذا من خلال موقعها الالكتروني.
- تكثيف حملات التوعية لمديري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشرح مزايا الإدراج البورصي ومدى التحفيزات المقدمة لهم، كون هذا القطاع هو المحرك الأساسي لاقتصاديات الدول النامية حديثا.

## الهوامش:

<sup>1</sup> - " تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عملية البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي " المادة 20 من مرسوم تشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق لـ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 34، معدل ومتمم بقانون رقم 03-04 مؤرخ في 16 ذي الحجة سنة 1423 الموافق لـ 17 فبراير سنة 2003، ج ر عدد 11.

<sup>2</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع وآفاق، رسالة ماجستير غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ا. 2002. - 2003، ص 28

<sup>3</sup> عبد القادر سبتي. دور لجنة تنظيم البورصة في ضبط السوق البورصي الجزائري، المنار للدراسات والبحوث القانونية والسياسية تصدر عن جامعة يحي فارس بالمدينة، المجلد 2، العدد 4، ديسمبر 2018، ص 211

<sup>4</sup> المادة 594 من الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون التجاري معدل ومتمم

<sup>5</sup> شليحي كريمة. الاستثمار عن طريق ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، تصدر عن جامعة الحاج لخضر باتنة، المجلد 5، العدد 2، جويلية 2018، ص 405

<sup>6</sup> فدوى بوحناش، شركة الرأسمال الاستثماري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير فرع قانون الاعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2012، ص 69

<sup>7</sup> - تم تكييف المؤسسات العمومية الاقتصادية في ظل هذا الامر على انها شركات تجارية تحوز فيها الدولة أو أي شخص آخر خاضع للقانون العام أغلبية أ رسالتها الاجتماعي مباشرة أو غير مباشرة وهي تخضع للقانون العام (2 المادة). انظر الأمر رقم. 01-04. المؤرخ في أول جمادى الثانية عام 1422 الموافق 20 غشت سنة 2001 والمتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية، ج ر عدد 47 وقد تطرق الى تنظيمها وادارتها غير ان هناك نص تنظيمي آخر صدر ينظم هذا النوع من المؤسسات وهو المرسوم التنفيذي رقم 01-283 المؤرخ في 24 سبتمبر 2001 يتضمن الشكل الخاص بأجهزة إدارة المؤسسات العمومية وتسييرها، ج ر عدد 55

<sup>8</sup> - Laurent Dumesnil, Gagnez de l'argent en bourse, 9eme édition Maxima, France, juillet 1994, p 109

<sup>9</sup> فدوى بوحناش، شركة الرأسمال الاستثماري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير فرع قانون الاعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2012، ص 13

<sup>10</sup> - Les valeurs mobilières peuvent être définies comme suit, Des titres qui représentent des droits de créance collectifs à long terme et qui émis par une personne morale pour le financement de son activité d'être coté en bourse.

THIRRY Bruneau, Droit bancaire 3eme édition Montchrestien, Paris, 1999, P 473.

<sup>11</sup> - ويمكن القول هنا ان المعلومات غير الصحيحة يمكن ان تؤثر حتى على سعر القيم المنقولة. عبد القادر سبتي، مرجع سابق، ص 212

<sup>12</sup> - نظام رقم 02-2000 المؤرخ في 20 يناير سنة 2000، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة.

<sup>13</sup> - على سبيل المثال أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 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 ليلعب 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 30/10/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ 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. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

<sup>14</sup> - <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>

<sup>15</sup> - Article 04 : Les écarts maximaux (ou intervalle des cours validés) appliqués par la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs aux titres de capital des PME cotés sont fixés à 10 % en minoration et en majoration du dernier cours de référence enregistré. En cas d'obtention de résultats décimaux, les bornes inférieures seront arrondies par défaut au dinar tandis que celles supérieures seront arrondies par excès. Si au terme de quatre séances de négociation le titre de capital n'enregistre pas de cotation, la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, sur proposition du Comité de Négociation, pourrait procéder à des ouvertures additionnelles des

écarts maximaux dont les modalités (niveau et périodicité) seront fixées par le Comité de Négociation. Règles de négociation des titres de capital cotés au niveau du marché des PME de la Bourse d'Alger (Texte de la décision SGBV n° 02/2012)

<sup>16</sup> شليحي كريمة، مرجع سابق، ص 417

<sup>17</sup> - تواتي نصيرة. المركز القانوني للوسيط المالي في بورصة القيم المنقولة، المجلة الجزائرية للبحث القانوني، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، الجزائر، عدد خاص 2017 المجلد 8، العدد 2، ص 16

<sup>18</sup> شليحي كريمة، مرجع سابق، ص 419

<sup>19</sup> أحمد بن مداني، الوساطة في المعاملات المالية السمسرة، مذكرة ماجستير، في القانون فرع العقود والمسؤولية، كلية الحقوق جامعة الجزائر، 2020، ص 51

<sup>20</sup> - رشا محمد تيسير حطاب. عقد التداول في البورصة -دراسة قانونية مقارنة، دراسات، علوم الشريعة والقانون، المجلد 36، العدد 1، 2009، ص 116

<sup>21</sup> يظهر لنا بأن المشرع اعتبر لجنة البورصة سلطة ضابطة في المجال الاقتصادي

<sup>22</sup> -4ART 2, loi n°2003-07-06 du 1 Août 2003, JORF 2 Août 2003, modifie par l'article L.621-1, code monétaire et financier : « L'autorité des marchés financiers, autorité publique Indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie Dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à L'épargne à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés D'instruments financiers. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux Échelons européen et international ».

<sup>23</sup> فتيحة بن عزوز. دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم ، تخصص قانون خاص ، كلية الحقوق و العلوم السياسية ، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان الجزائر، 2012، ص 270

<sup>24</sup> - La COSOB (commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse) a initié en 2009 un plan de modernisation du marché visant à le réanimer. Mais cette modernisation peut-elle satisfaire les besoins de financement sans une libéralisation du marché ? La construction du marché se doit d'intégrer le court et le long terme, les opérations au comptant et à terme et intéresser l'ensemble des acteurs (financiers, non financiers, nationaux et étrangers). Ahmed KOU DRI. LE MARCHÉ FINANCIER EN ALGERIE : SITUATION ET PERSPECTIVES, *Les cahiers du CREAD n°101-2012, p 13*

<sup>25</sup> - نظام رقم 01-04 المؤرخ في 8 يوليو سنة 2004، يعدل ويتم نظام رقم 96-02 المؤرخ في 22 يونيو سنة 1996 والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية الى الإنذار عند اصدارها قيما منقولة، ج ر عدد 22 سنة 2005

<sup>26</sup> - المادة 7 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة رقم 03-01 المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس سنة 2003 والمتعلقة بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

<sup>27</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص 69

<sup>28</sup> - Les intervenants sur ce compartiment sont les Intermédiaires en Opérations de Bourse et les Spécialistes en Valeurs du Trésor qui peuvent négocier pour leur compte propre ou pour celui de la clientèle les différentes OAT inscrites à la Bourse d'Alger dans le cadre des opérations de bloc et de contrepartie. Règles de gestion des séances de négociation des Obligations Assimilables du Trésor au niveau de la Bourse d'Alger. (*Décision SGBV n° 01 /2012*)

<sup>29</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص 69

<sup>30</sup> - تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقاً فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه. وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها. بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.