

الإطار القانوني لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة
The legal framework for financing small and medium enterprises
through the stock exchange

| | | |
|-------------------------|--------------------------|---------------------------|
| تاريخ النشر: 2020/06/30 | تاريخ القبول: 2020/05/11 | تاريخ الارسال: 2019/11/02 |
|-------------------------|--------------------------|---------------------------|

*د. لعور ريم رفيعة

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم

عضو بمخبر القانون العقاري و البيئة

rymrafiaa@hotmail.fr

ملخص :

تؤدي سوق القيم المنقولة دورا هاما في الإقتصاد الوطني خاصة من خلال جمع المدخرات و تحويلها نحو قطاع الإنتاج ، نظرا لأهمية هذه المؤسسات تم إنشاء سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى جانب السوق الرئيسية في البورصة بموجب النظام رقم 01-12 المعدل و المتمم للنظام رقم 03-97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها ، بهدف تسهيل تمويل هذه المؤسسات نظرا للدور الذي تلعبه في توفير مناصب الشغل و تنمية الإقتصاد.
الكلمات المفتاحية : المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ؛ البورصة ؛ الراعي في البورصة؛ المرقي في البورصة.

Abstract:

The stock market has an important role in the national economy through the collection of savings and their transfer on to the production sector. A market of small and medium enterprises has been created by the committee of organization and monitoring of stock exchange operations to facilitate financing for small en medium enterprises , given the role they play In developing economy and providing job positions.

Keywords: small and medium enterprises ; stock exchange ; financing.

*المؤلف المرسل : لعور ريم رفيعة

مقدمة:

تشكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمود الفقري للقطاع الخاص ، ذلك راجع للدور الذي تلعبه في تنمية الإقتصاد الوطني ، وتشكل مجالا خصبا لتطوير المهارات الإدارية و الفنية و الإنتاجية و التسويقية بالإضافة إلى مساهمتها في زيادة الطاقات الإنتاجية و لإستيعاب اليد العاملة، فهي لا تتطلب أموال ضخمة كما هو الشأن بالنسبة للشركات الكبرى¹، لذلك إهتم المشرع الجزائري بطرق دعمها و تمويلها من خلال إنشاء مؤسسات مالية غير بنكية ، إلا أن هذه الجهود بقيت غير كافية ، لذا برزت بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بديل لتمويل هذه المؤسسات .

تختص بورصة المشاريع الصغيرة والمتوسطة بتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و الأخذ في نمو رأسمالها و غير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشاريع الضخمة.²

تقدم سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عدة مزايا ذكرتها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في دليلها المخصص لهذا السوق¹ منها : التمويل التكميلي للتمويل المصرفي، إتاحة فرصة إستثمارية و منفذة لشركات الرأس مال الإستثماري، تغيير هيكله تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و إعتداد الموارد اللازمة لتنميتها ، يمثل هذا السوق عامل يعزز روح الإلتزام لدى عمال المؤسسة و ضمان ولاء العمال من خلال صيغ تتيح له المشاركة في رأس المال ، تحسين سمعة و إستدامة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على الصعيد المالي و الصعيد التجاري، وهذا ما يمثل عامل من العوامل التي تضفي المصداقية في السوق الوطنية و الدولية .

بناء على ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية : إلى أي مدى وفق المشرع الجزائري في تنظيم القواعد القانونية التي تحكم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة ؟

تم دراسة الموضوع بالإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ، من خلال دراسة مجموعة النصوص العامة المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة و من مجموعة النصوص الخاصة المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة . للإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم البحث إلى مبحثين يتضمن المبحث الأول الشروط الواجب توافرها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدخولها في البورصة ، في

المبحث الثاني تم دراسة اللجوء إلى راعي في البورصة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدخولها في السوق الثانية.

المبحث الأول : الشروط الواجب توافرها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدخول السوق المالية الثانية

تتطلب عملية دخول المؤسسات إلى سوق القيم المنقولة جملة من الشروط ، منها مايتعلق بالجانب المالي ومنها مايتعلق بالجانب القانوني، و الشروط تختلف من دولة إلى أخرى و من بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة²، و تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال و سوقا لسندات الدين ، و تتكون سوق سندات رأس المال من سوق رئيسية موجهة للشركات الكبرى و سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة³ و هي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة ، تم إنشائها في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة³ ، لدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هذه السوق يشترط ما يلي :

المطلب الأول : الشروط الواجب توافرها في مؤسسة لإعتبارها مؤسسة صغيرة أو متوسطة

تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الجانب الإقتصادي بالنظر إلى الخصائص التي تميزها وهي أربعة : بيئية و تتمثل في عدم ثبات هذه المؤسسات ، تنظيمية فلها هيكل تنظيمي أقل رسمية و محدودية لمواردها البشرية و المالية، من حيث إتخاذ القرار إذ تكون قراراتها قصيرة المدى و تأتي كرد فعل و هي حدسية و تجريبية، من حيث بسيكولوجية المسير أي بالنظر إلى شخصيته ، بسبب التأثير على طريقة تسيير هذا النوع من المؤسسات³.

بعض الفقهاء عرفوا المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالنظر إلى برنامجها التجاري و إلى البحث في كيفية تطوير المؤسسة دون النظر إلى عدد العمال أو إلى جانبها المالي⁴.

أما التشريع يعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع أو الخدمات ، يشترط فيها أن تشغل من 1 إلى 250 شخصا⁵، هذا العدد هو عدد الأشخاص الموافق لعدد وحدات العمل السنوية ، أي هو عدد العاملين

الأجراء بصفة دائمة خلال سنة واحدة، أما فيما يخص العمل المؤقت و العمل الموسمي فيعتبران أجزاء من وحدات العمل السنوي.

و السنة التي يعتمد عليها لحساب عدد الأشخاص المستخدمين ، هي السنة المتعلقة بأخر نشاط محاسبي مقفل للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة⁶.

و يشترط أن لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 4 ملايين دينار جزائري أو لا يتجاوز حصيلتها السنوية مليار دينار جزائري⁷، لتحديد رقم الأعمال أو مجموع الحصيلة يؤخذ بعين الإعتبار آخر نشاط مقفل مدة 12 شهرا⁸.

كما يشترط في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تستوفي معيار الإستقلالية ، أي أن لا يمتلك رأسمالها بمقدار 25% فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموعة مؤسسات أخرى، لكي تعتبر المؤسسة مستقلة⁹.

فرق المشرع الجزائري بين المؤسسات المتوسطة والمؤسسات الصغيرة والمؤسسات الصغيرة جدا ، تعرف المؤسسة المتوسطة بأنها المؤسسة التي تشغل ما بين 50 و 250 شخصا ورقم أعمالها ما بين 400 مليون دينار جزائري و 4 ملايين دينار جزائري ، أو مجموع حصيلتها السنوية ما بين 200 مليون دينار جزائري و مليار دينار جزائري¹⁰ .

أما المؤسسة الصغيرة هي مؤسسة تشغل ما بين 10 إلى 49 شخصا ، ورقم أعمالها السنوي لا يتجاوز 400 مليون دينار جزائري أو مجموع حصيلتها السنوية لا يتجاوز 200 دينار جزائري¹¹ بينما تعرف المؤسسة الصغيرة جدا أنها مؤسسة تشغل من شخص واحد إلى 9 أشخاص ورقم أعمالها السنوي أقل من 40 مليون دينار جزائري أو مجموع حصيلتها السنوية لا يتجاوز 20 مليون دينار جزائري¹².

أما إذا تم تصنيف مؤسسة في فئة معينة وفق عدد عمالها و في نفس الوقت تم تصنيفها في فئة أخرى طبقا لرقم أعمالها أو مجموع حصيلتها ، تعطى الأولوية لمعيار رقم الأعمال أو مجموع حصيلتها لتصنيفها¹³.

إذا سجلت مؤسسة فارقا أو فوارق بالنسبة للحد الأدنى المذكور سابقا عند تاريخ إقفال حصيلتها المحاسبية، فهذا لا يفقدها صفة المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة ، إلا إذا إستمرت الوضعية لمدة سنتين ماليتين¹⁴.

كما فتح المشرع الجزائري المجال لتدخل التنظيم في مراجعة الحدود المتعلقة برقم الأعمال و مجموع الحصيلة السنوية عند الحاجة¹⁵. هذا لإتاحة الفرصة للمؤسسات الصغيرة بدخولها بالبورصة ، و بالتالي تنشيط المؤسسة من جهة و تنشيط السوق الثانية من جهة أخرى، ذلك بإيجاد تمويل غير مكلف و لا يؤدي إلى أعباء جديدة على المستثمر ، حيث ان صغر حجم هذه المؤسسات سيشجع المستثمر الصغير على دخول هذه السوق لقللة نسبة المخاطر فيها، تصبح قيمة الأموال التي يمكن تداولها في هذه المشاريع في متناول أي مستثمر ، وهذا ما يؤدي إلى معدل نمو أكبر و أسرع لرأس المال الصغير¹⁶.

المطلب الثاني : الشروط المفروضة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة

أول شرط هو أن تكون المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة على شكل شركة ذات الأسهم لكي تطلب قبول إدراج سندات رأسمالها سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن غالب مؤسسات القطاع الخاص هي شركات ذات المسؤولية المحدودة أو ذات الشخص الوحيد هذا ما يشكل عائق لدخول هذه الشركات بالبورصة ، إذ أنها لا ترغب في تغيير شكلها و لا طريقة تسييرها ، فلا بد من تدخل المشرع الجزائري و حذف هذا الشرط لفتح المجال لجميع أشكال الشركات باللجوء إلى البورصة و الدخول بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا ما سيسهل على الشركات الأكثر إنتشارا أي ذات المسؤولية المحدودة من طلب إدراجها بسوق المالية.

باعتبار أن المؤسسات هي المحرك الأساسي للبورصة فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها و كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة ، كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح¹⁷ ، فالحل هو سماح للشركات ذات المسؤولية المحدودة المتوافر فيها شروط إعتبارها مؤسسة صغيرة و متوسطة بدخول بورصة سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لكي يزداد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة و بالتالي تزيد من فعاليتها و جلب الإستثمار و الاموال.

و تشترط لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لقبول إدراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، أن تكون الشركة قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك ، أي يبقى

لهذه الاخيرة السلطة التقديرية في قبول مؤسسة صغيرة أو متوسطة حتى و لو لم تقدم هذا النشر¹⁸.

يجب أن تقوم الشركة بفتح رأسمالها الإجتماعي على مستوى أدناه 10 % يوم الإدراج كما يجب توزيع سندات رأسمال الشركة الموزعة على الجمهور على عدد أدناه 50 مساهما أو على 3 مستثمرين مؤسستيين الممثلين في هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة شركات التأمين، شركات رأسمال الإستثمار، صناديق الإستثمار، الشركات المسيرة للأصول¹⁹.

لكن إذا رجعنا إلى إقتراح إدراج الشركات ذات المسؤولية المحدودة ، فهذه الاخيرة لا يمكنها إصدار أسهم بل رأسمالها عبارة عن حصص، فلا بد من تدخل المشرع الجزائري و النص على تنوع الأوراق المالية الممكن تداولها ، و يعتبر الباحثون في الإقتصاد أن التنوع في الاوراق المالية من أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية ، و إختيار ما يلئم إمكانياتهم و اهدافهم، و التنوع يعمل على تخفيض حجم المخاطر²⁰، إذ ان المشرع الجزائري سمح بالتداول بثلاث أصناف من القيم المنقولة فقط ، هذا ما يحد من رغبة المستثمرين في إستثمار اموالهم في هذه الانواع المحدودة.

لا يشترط في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة شروط الربحية و الرأسمال الأدنى من الشركة المطلوبة في الدخول إلى بورصة المؤسسات الصغيرة او المتوسطة²¹.
و يمكن تحويل شركة مدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى السوق الرئيسية في حالة توافر ما يلي²²:

- التواجد لمدة سنة واحدة في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إذا لم تكن الشركة المصدرة قد تشكلت من خلال عملية اللجوء العلني للإدخار، و يشترط التواجد لمدة 3 سنوات حالة الشركة تشكلت من خلال عملية اللجوء العلني للإدخار.

- يشترط الحصول على موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها²³ ،

- تلبية شروط القبول في السوق الرئيسية المتمثلة في :

- أن يكون رأس المال الأدنى المدفوع 500.000.000 دج ،

- أن تكون نتائج السنة المالية الأخيرة رابحة ، أن تكون الحصة المطروحة للإكتتاب العلني من رأس المال الأدنى هي 20% ،
- يجب تقديم الكشوف المالية المصادق عليها و المنشورة للسنوات الثلاث الأخيرة وعلى أن تكون أن تكون الشركة حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول، وأيضا في هذا الشرط يمكن للجنة التدخل و تقرير خلاف ذلك²⁴،
- على الشركة الطالبة الدخول بالبورصة أن تعلم اللجنة بالتنازلات عن عناصر الأصول أو التخلي عنها و التي وقعت قبل إدخال الطلب²⁵،
- على الشركة تبرير وجود بها هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقرير يتناول الرقابة الداخلية للشركة ، و إلا يتعين على الشركة تنصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبولها في البورصة²⁶،
- على الشركة المقدمة الطلب الدخول للبورصة ان تتكفل بعملية تحويل السندات²⁷،
- الشرط الأخير أن يكون عدد أصحاب الأسهم 150 مساهما يوم الإدراج في البورصة .

هدف هذه الشروط المتعلقة بالشركات الصغيرة الراغبة الدخول بالبورصة ، هي حماية المستثمرين الناشطين و المحركين للبورصة، فكل المعلومات و الشروط السالفة الذكر ستساعد المستثمر على إتخاذ قراره حول توجيه إدخاره في هذه المؤسسة أم لا²⁸ وخلق سوق مستمر لأدوات الإستثمار المتاحة بحيث يكون بوسع المستثمر في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسهولة و بأفضل سعر داخل السوق الثانية ، و المساهمة في تنشيط الاعمال و توفير السيولة اللازمة لتمويل نشاطات المؤسسات الصغيرة ، كما يمثل ضمانا مقبولا للحصول على قروض اعتمادا على الأسعار المعلنة من قبل سوق القيم المنقولة²⁹.

رغم كل التسهيلات التي نص عليها المشرع الجزائري لدخول المؤسسات الصغيرة بورصة القيم المنقولة بالمقارنة مع الشروط المتعلقة بدخول السوق الرئيسية ، لكنها لم تكن كافية لحل كل الصعوبات المتعلقة بهذا النوع من المؤسسات منها الصعوبات المتعلقة بإجراءات تتسبب في عدم الفصل بين الملكية والإدارة³⁰، وأهمها الصعوبات الضريبية فلم يتكلم المشرع الجزائري عن حلول تتعلق بالصعوبات الضريبية والرسوم التي تحول دون تحقيق الأرباح التي تساهم في تنمية المؤسسات.

المبحث الثاني : اللجوء إلى راعي في البورصة

من الشروط الواجب توافرها لدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الإستعانة براعي في البورصة ، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إستعملت مصطلح مرقى في البورصة أما لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها إستعملت مصطلح راعي في البورصة في النظام رقم 01-13، لكن كلاهما نصا على إلزامية إبرام إتفاقية مع الراعي في البورصة (مرقى في البورصة) مسجل ، يتم إعداد هذه الإتفاقية حسب نموذج تحدده لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

المطلب الأول : شروط وإجراءات تسجيل الراعي في البورصة

نص النظام رقم 01-13 الصادر عن لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة عن شروط يجب أن تتوافر في كل شخص معنوي يرغب في الحصول على صفة الراعي في البورصة وتتمثل أساسا في إثبات تجربة لمدة لا تقل عن سنتين في المجالات الآتية :

- تقديم انصائح والإرشادات للمؤسسات في مجال تركيب و هيكل رأس المال ،
- تقديم النصائح والتوجيهات في تسيير أموال المؤسسات ،
- بصفة عامة إثبات تجربة في كل ما يتعلق بإنشاء و تطوير و تنمية و شراء المؤسسات³¹.

يقدم طلب التسجيل للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها ملحقا بشهادات إثبات التجربة اللازمة مع ذكر المؤهلات المادية و البشرية التي ستساعد هذه الشركة لتنفيذ إلتزاماتها بصفتها راعي في البورصة³²، في حالة قبول التسجيل من طرف اللجنة يتم نشر قائمة الرعاة في البورصة المقبولين من طرف شركة تسيير و إدارة بورصة القيم المنقولة³³.

فأضاف المشرع الجزائري المرقى في البورصة إلى جانب الوسيط ليعمل هذا الشخص على الرقي بهذه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و ترشيدهم بكل الواجبات و المخاطر التي من المحتمل ان يتعرضن إليها خلال تعاملهم في البورصة، فهو يعمل على تنوير هذه المؤسسات الصغيرة بكيفية طرح السندات في البورصة و توضيح مكانة هذه المؤسسات وسط الشركات المدرجة³⁴.

أما البنوك و المؤسسات المالية و الوسطاء في البورصة ، لا يشترط عليهم إثبات التجربة السابقة الذكر و لا تقديم طلب التسجيل بل يتم تسجيلهم بصفة تلقائية ومباشرة³⁵.

يعرف الوسيط في عمليات البورصة أنه كل شخص معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة و المنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول و الحقوق المتعلقة لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص³⁶.

و يمكن للوسيط في عمليات البورصة ان يقوم بنشاط واحد أو عدة نشاطات من النشاطات التالية³⁷ :

- الإستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة ، أي تقييم توصيات شخصية للطرف الآخر، سواء بطلب منه أو بمبادرة من الوسيط الذي يقدم الإرشاد سواء تعلق الأمر بصفقة واحدة أو عدة صفقات خاصة بالقيم المنقولة، و تقدم التوصيات على اساس دراسات دقيقة تقوم بها مصلحة التحليل المالية للوسيط في عمليات البورصة ، و توجه هذه التوصيات لزبائن محترفين مثل مسيري الاموال كما يمكن

- ان توجه إلى زبائن غير محترفين ، مثل الخواص الذين يحتاجون إلى تدابير حماية ووقاية أكثر أهمية ،
- التسيير الفردي للحافظ بموجب عقد مكتوب ،
 - تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، أي تسيير حافظات القيم المنقولة بطريقة تقديرية وفردية بموجب توكيل من طرف آخر،
 - ضمان النجاح في المسعى ، هو عبارة عن إلتزام الذي يحمي به الوسيط في عمليات البورصة ، المصدر ضد فشل قيمة اللجوء العلني للإدخار بضمان إكتتاب أو شراء حد أدنى للقيم المنقولة أو المنتجات المالية المصدرة أو المعروضة للبيع بصفة لا رجوع فيها ،
 - ضمان الإكتتاب المضمون في إصدار السندات ، و يتمثل في الإكتتاب و الشراء مباشرة من عند المصدر أو من عند المتنازل للقيم المنقولة قصد بيعها ،
 - توظيف القيم المنقولة و المنتجات المالية ، أي البحث أو العثور على مكتتبين أو مشتري السندات لحساب مصدر يلجأعلنا للإدخار،
 - ضمان النجاح في المسعى و الإكتتاب المضمون في إصدار السندات ،
 - التداول للحساب الخاص للوسيط ، أي القيام بصفقات تخص قيمة واحدة أو عدة قيم منقولة بإستخدام رؤوس أمواله لخاصة ،
 - حفظ القيم المنقولة وإدارتها ،
 - إرشاد المؤسسات في مجال هيكله رأسمال و إدماج و إعادة شراء المؤسسات بتحديد النشاط الذي يرافق الأشخاص المعنية التي تصدر القيم المنقولة و منتجات مالية بموجب عقد المرافقة عند القيام بالتركيب المالي و مساعدتهم في جميع المراحل العملية و في العلاقات و الإجراءات الإدارية أثناء اللجوء العلني للإدخار لإعداد الوثائق الإعلامية الموجهة للجمهور،

- أي نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها .
- و لكي يمارس الوسيط هذه العمليات فلا بد من الحصول على إعتاماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعد توافر الشروط التالية :
- لا يمنح إعتاماد إلا للملتمس الذي يتعهد بممارسة نشاط التفاوض في البورصة لحساب الغير على الأقل ، ويقدم طلب اعتماد واحد سواء تعلق الأمر بممارسة نشاط واحد أو أكثر³⁸.
- يكن الحصول على الاعتماد لممارسة الوساطة في عمليات البورصة ، كل من الشركات التجارية التي تهدف أساسا للوساطة في عمليات البورصة وكذا البنوك و المؤسسات المالية دون شرط وجود حد ادنى للراسمال الإجتماعي³⁹. على البنوك و المؤسسات المالية التي تقدم طلبا لإعتمادها تبرير وجود قسم مرتبط مباشرة بالإدارة العامة لضمان إستقلالية التسيير ، لا سيما المحاسبية ، بين نشاطات الوساطة في عمليات البورصة و النشاطات الأخرى للبنك أو المؤسسة المالية⁴⁰ .
- أما الهيئات الأخرى غير البنوك و المؤسسات المالية التي تلتمس الإعتاماد لممارسة نشاط الوسيط في عمليات البورصة : فيجب أن تملك رأسمال إجتماعي أدنى قدره 10.000.000 دج، يدفع كليا و نقدا ، غير أنه يمكن أن تخضع لمقاييس رؤوس أموال خاصة تحددها اللجنة ، كما يجب أن تكون لها محلات ملائمة لضمان أمن مصالح زبائنها ، و يجب أن يكون مقرها الإجتماعي بالجزائر ، و يكون لها مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة تتوفر فيه شروط الكفاءة و التأهيل المنصوص عليها في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها⁴¹.
- الوسطاء الراغبون في ممارسة نشاط تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل او لصالح شركات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ، يعتبرون طالبين لممارسة نشاط الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة و عليهم توفير شروط ممارسة هذا النشاط⁴².

كما يرفق طلب الإعتماد ملف يتكون من عناصر تحددها اللجنة ، و يلتزم أساسا بإكتتاب أو شراء حصة من رأس المال شركة تسيير بورصة القيم و دفع المساهمة لصندوق ضمان الوسطاء في عمليات البورصة⁴³ .

ولا يصبح الإعتماد فعليا إلا بعد إكتتاب الوسيط في عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، و بعد إكتتاب أو إكتساب حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، و بذلك يعلم الوسيط اللجنة كي يصبح إعتماده نهائيا⁴⁴.

نلاحظ من الناحية العملية نقص عدد الوسطاء و الرعاية في البورصة خاصة الخواص منهم فهم عبارة عن مؤسسات فقط تعمل كراعي في البورصة مرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى جانب القيام بنشاطات أخرى ، لكن لا بد من تدخل المشرع الجزائي و لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لإنشاء قواعد تسمح للخواص الحصول على إعتماذ راعي في البورصة من جهة و تقليل إحتكار هذا النشاط من طرف الشركات و المؤسسات التي لها نشاط آخر و بالتالي سوف لا تهتم بمرافقة المؤسسات الصغيرة كمهم أولي، إذ ان هذه المؤسسات تستحق المرافقة الفعلية و المساعدة و الإرشاد و النصائح لتشجيعها دخول البورصة نظرا لضعف خبرتها في مجال تداول القيم المنقولة بالبورصة.

المطلب الثاني : إبرام إتفاقية بين المؤسسة الصغيرة و المتوسطة

و الراعي في البورصة (المرتقي في البورصة)

تلتزم المؤسسة الصغيرة و المتوسطة أن تبرم إتفاقية مع مرتقي بورصة لمدة لا تقل عن سنتين ، و يتم بموجب هذه الإتفاقية تكليف المرتقي في البورصة بمراقبة المؤسسة الصغيرة و المتوسطة ، و ضمان الوفاء بإلتزاماتها القانونية و التنظيمية خاصة في فيما يتعلق بإدلائها بالمعلومات الدائمة و الدورية المطلوبة و المتمثلة في :

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

- المعلومات الدورية : تلتزم المؤسسة الصغيرة و المتوسطة أن تودع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و لدى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تقريرا

سنويا يتضمن الكشف المالية السنوية ، الميزانية ، جدول حسابات النتائج مشروع توزيع الأرباح ، المذكرات الملحقة بالكشوف المالية ، جدول تدفقات الخزينة ، تقرير التسيير، و تقرير محافظ الحسابات و المعلومات الأخرى المطلوبة بموجب تعليمات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في أجل لا يتعدى 30 يوما قبل إجتماع الجمعية بالعامّة العادية للمساهمين⁴⁵.

وفي حالة عدم تنفيذ إلتزاماتها يلتزم المرقى في البورصة أن يذكّرها بإلتزاماتها و تقديم لها النصائح و المساعدة اللازمة لتسوية الوضعية .
كما يساعد المرقى في البورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بالقيام بمختلف إجراءات الإدخال في البورصة طبقا لما ينص عليه نظام بورصة الجزائر بإختيار الإجراء المناسب من بين ثلاث إجراءات مختلفة تتمثل فيما يلي :

- إجراء العرض العلني للبيع بسعر أدنى.

- إجراء العرض العلني للبيع بسعر ثابت.

- الإجراء العادي⁴⁶.

يتخذ الإجراء بالنظر لمميزات العملية و الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها الشركة المقدمة الطلب فتقوم الشركة المصدرة والوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بالإدخال في البورصة ، بضبط الإجراء المتبع لكل إدخال مع نشره لإعلام الجمهور عن طريق الكشف الرسمي لتسعيرة الذي يتضمن : هوية الشركة المصدرة ، الوسطاء المكلفين بالسند، السعر المطلوب من طرف المتدخلين⁴⁷.

- الإجراء العادي : يستعمل هذا الإجراء عندما يتعلق الأمر بالقيم المثلية للسندات التي سبق تحديد سعرها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة⁴⁸.

عندما يكون رأسمال الشركة موزعا بين الجمهور بالمقدار المعين سابقا وما وصفه النظام رقم 97-03 بالمقدار الكافي ، في هذه الحالة يمكن لشركة تسيير بورصة القيم من تسجل قيمة في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة في السوق

إبتداء من سعر إدخال تصادق عليه شركة تسيير بورصة القيم على أساس شروط السوق⁴⁹.

ثم تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر إعلان عن إدخال قيمة هذه الحالة ويوضح الإعلان أن الإجراء المتبع هو الإجراء العادي ، مع توضيح تاريخ أول تسعيرة وسعر الإدخال⁵⁰.

- إجراء العرض العلني للبيع بسعر أدنى : يتمثل هذا الإجراء في وضع تحت تصرف الجمهور عددا معيناً من السندات بسعر أدنى محدد ، يقبل المدخلون في البورصة التنازل عنها بمقابل هذا السعر المحدد⁵¹، لتحقيق العرض العلني للبيع بسعر أدنى تجمع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة كل أوامر الشراء المرسلة من طرف وسطاء في عمليات البورصة و من طرف الرعاة في البورصة وتتولى عملية الفرز⁵² لا تقبل شركة تسيير بورصة القيم إلا أوامر الشراء ذات السعر المحدد، في حالة حظي العرض بالاستجابة فالسعر الذي يتم به الإدخال يكون موافقاً لحد آخر أمر مدفوع لهذا السعر الوحيد⁵³، كما يحق لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن تلغي الأوامر التي يبتعد حدها بصورة غير عادية عن العرض الأدنى ، وتحدد شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالاتفاق مع المدخل ، الفارق الأقصى لحدي السعر الذي يتم توزيع الأمر بداخله بعد تطبيق معامل تخفيض عند الإقتضاء⁵⁴.

يتم إعلان بيان عن الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، يحدد فيه شروط قبول و تبليغ أوامر الشراء ، عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المدخلين، و السعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء للتنازل عنها ، و يبين الإعلان كيفيات توزيع السندات بين الأمرين ، و عند الإقتضاء يبين شروط الإدخال الخاصة⁵⁵.

- إجراء العرض العلني للبيع بسعر ثابت: هو الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر قارّ محدد سلفاً⁵⁶، ثم يتم البلاغ المعلن عن الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، وتم تحديد ضمنه شروط قبول و تبليغ أوامر الشراء إلى شركة تسيير بورصة القيم ، و تحديد

عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المدخلين ، و ذكر السعر القارّ لهذه السندات ، مع ذكر كميّات توزيع السندات بين الأمرين و عند الإقتضاء تبين الشروط الخاصة بالإدخال⁵⁷.

بعد ذلك تقوم شركة تسيير بورصة القيم بجمع أوامر الشراء المرسلّة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة و من قبل الرعاة في البورصة ، لا تقبل شركة تسيير بورصة القيم إلا أوامر الشراء المحصورة في سعر العرض، إذا حظي العرض بالإستجابة فإن سعر التداول يكون السعر المقترح في العرض⁵⁸.

كما أن لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ذكرت أنه يمكن أن تقوم شركة تسيير بورصة القيم بإجراء عرض عمومي بالبيع بسعر إسمي محدود إذا طلبه المدخلون وفي هذه الحالة تكون أوامر الشراء إسمية و لا يجوز لأي مشتري إصدار إلا أمر شار واحد يودع لدى وسيط واحد في عمليات البورصة⁵⁹ أو لدى مرقي في البورصة عندما يتعلق الأمر بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ويمكن الإتفاق بين المدخلين و شركة تسيير بورصة القيم على أن تكون أوامر الشراء الصادرة ردا على العرض العلني للبيع بسعر ثابت موزعة على فئات متفاوتة ، هذا التفاوت يكون تبعا لكمية السندات المطلوبة أو لصفة الأمرين⁶⁰.

كل هذه الشروط و البنود المذكورة في الإتفاقية هدفها إضفاء الشفافية على النشاط التي تقوم به المؤسسات الصغيرة داخل البورصة ، إذ أن المعطيات المتعلقة بها ستجلب المستثمر الذي بدوره يوجه مدخراته إلى هذا السوق و بالتالي تنتج السيولة اللازمة لتنشيط سوق البورصة و تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، هذا ما يرفع الغموض عن السوق الذي تم وصفه ب *marché invisible*⁶¹، يجب على المستثمر أن يكون على دراية بشؤون السوق و متابعتها⁶² ، ولهذا السبب فمن الأجدر أن تكون الإتفاقية منشورة و بمتناول الجمهور .

الخاتمة:

إن المشرع الجزائري إهتم بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة نظرا لعدم إستطاعتها تحقيق شروط الدخول إلى البورصة الرئيسية وذلك بتخفيف الشروط مع النص على راعي يرافقها ويوجهها داخل البورصة وخضوعها لآليات الرقابة التي تفرضها السوق الثانية ، لكن بالرغم من النصوص الصادرة من طرف المشرع والأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، نلاحظ قلة عدد الشركات المسجلة بالبورصة و إنخفاض الأسهم ، ذلك راجع إلى مجموعة من العوائق تعطلها عن تحقيق غايتها وتعجز تطورها من بينها سياسية ، ثقافية ، إقتصادية.

لإقامة بورصة قيم منقولة سواءا تعلق الأمر بالسوق الرئيسية أو بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و لتفعيل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق هذه الأسواق لا بد من تدخل المشرع الجزائري و لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها والقيام بما يلي:

- العمل على إرساء ثقافة اللجوء إلى البورصة بإضفاء الوعي الإدخاري و الإستثماري للأفراد و الشركات من طرف المتدخلين في البورصة خاصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، إذ الغموض الذي يطغى على سوق البورصة لا يشجع إطلاقا العائلات و الأشخاص و المؤسسات على توجيه إدخاراتهم نحو الإستثمار في القيم المنقولة،
- إعادة النظر في الشروط المنصوص عليها و المطلوبة للإدراج في البورصة و ذلك لجلب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى اللجوء إلى البورصة بهدف تمويلهم، خاصة المتعلقة بشكل الشركة ، فلا بد من إعادة النظر في شرط أن تكون المؤسسة بشكل ذات أسهم إذ ان معظم المؤسسات الصغيرة لها شكل شركة ذات المسؤولية المحدودة ،
- زيادة الإهتمام و الرقابة على المرقى في البورصة بما له من دور مهم في توجيه و إدراج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في البورصة ، مع إشتراط الحصول على

- إعتماد من طرف المرقي في البورصة مثلما هو منصوص عليه بالنسبة للوسيط في البورصة،
- لا بد من تشريع نصوص قانونية خاصة بحماية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند لجوءها إلى البورصة لتمويلها وهذا ما سيشرحها للدخول إلى البورصة ،
 - لا بد من تنظيم دورات تحسيسية وإعلامية من طرف شركة تسيير بورصة القيم و من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بهدف تنمية الوعي لدى الشركات الصغيرة و المتوسطة و إعلامها بالمزايا التي تستفيد منها عند دخولها البورصة ، إذ أن للشركات الصغيرة و المتوسطة دور هام في القضاء على البطالة و تنمية الإقتصاد الوطني،
 - التنوع من الأوراق المالية التي يتم تداولها بالبورصة ، فالتنوع يخلق الإختيار لدى المستثمر،
 - جذب الجمهور المدخر لأمواله خارج البنوك و إقتناء القيم المنقولة المطروحة من طرف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و ذلك بإقتراح حوافز ضريبية،
 - ما يميز النظام الضريبي بالجزائر هو إخضاع الاعوان الإقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل ، مثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات ، تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين بالإضافة إلى الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حساباتهم، فهذه الضرائب تضعف من مردودية الاموال المستثمرة في الأوراق المالية ، هذا الضغط هو الذي يؤدي إلى تغيير اتجاه الإدخار و الإستثمار فلا بد من تدخل المشرع و تخفيف هذا الضغط الضريبي على الجهتين على المستثمر و على المؤسسة المتوسطة و الصغيرة.

الهوامش:

- ¹ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، دليل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، ص.4.
- ² P . monnier, *la petite banque, dunod, 1997, p.29.*
- ³ النظام رقم 01-12، المؤرخ في 12 يناير 2012 ، المعدل و المتمم للنظام رقم 07-97 ، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، ج.ر. 15 يوليو 2012، العدد 41 ، ص. 15.
- ⁴ Christian bolze, *critères et mesures relatives à la promotion et du développement des pme, RTD com, 1991, p.722.*
- ⁵ المادة 5 فقرة أولى من القانون رقم 02-17، المؤرخ في 10 يناير 2017، يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ج.ر. 11 يناير 2017، العدد 02، ص.4.
- ⁶ المادة 5 فقرة 5 من القانون رقم 02-17.
- ⁷ المادة 5 فقرة 2 من القانون رقم 02-17.
- ⁸ المادة 5 فقرة 7 من القانون رقم 02-17.
- ⁹ المادة 5 فقرة أخيرة من القانون رقم 02-17.
- ¹⁰ المادة 8 من القانون رقم 02-17.
- ¹¹ المادة 9 من القانون رقم 02-17.
- ¹² المادة 10 من القانون رقم 02-17.
- ¹³ المادة 11 من القانون رقم 02-17.
- ¹⁴ المادة 12 من القانون رقم 02-17.
- ¹⁵ المادة 13 من القانون رقم 02-17.
- ¹⁶ مسعودي صديقي-خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة (نموذج بورصة النيل المصرية و بورصة ألترناكست الفرنسي)، مجلة الدراسات الإقتصادية و المالية، العدد1، المجلد4، جامعة الوادي، 2010، ص.103.
- ¹⁷ جرار رياض، واقع و دور بورصة الجزائرية في تمويل التنمية الإقتصادية بالجزائر-المعوقات و الحلول، مجلة الإقتصاد و التنمية البشرية ، العدد1، المجلد 8، جامعة البليدة ، 2017، ص.40.
- ¹⁸ المادة 9 من النظام رقم 01-12.
- ¹⁹ المادة 9 من النظام رقم 01-12.
- ²⁰ جدار رياض، المرجع السابق، ص. 41.
- ²¹ المادة 9 من النظام رقم 01-12.
- ²² المادة 9 من النظام رقم 01-12.
- ²³ شركة تسيير بورصة القيم ، دليل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، ص.12.
- ²⁴ المادة 34 من النظام رقم 03-97، المؤرخ في 29 ديسمبر 1997 ، المتعلق بالنظام العام ببورصة القيم المنقولة ، ج.ر. 18 نوفمبر 1997 ، العدد 87، ص. 5.
- ²⁵ المادة 35 من النظام رقم 03-97.
- ²⁶ الفقرة الأولى و الثانية من المادة 36 من النظام رقم 03-97.
- ²⁷ الفقرة الأخيرة من النظام رقم 03-97.
- ²⁸ José st pierre, *la gestion financière des pme, PVQ, canada, 2003, p.12.*
- ²⁹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1997، ص.34.

³⁰ *Sophie shiller, pactes d'actionnaires et clauses statutaires et extrastatutaires, REPdroit civil, dalloz, France, 2009, p.82.*

³¹ المادة 4 من النظام رقم 01-13، المؤرخ في 09 جوان 2013، يتضمن شروط وإجراءات تسجيل الرعاة في البورصة.

(<https://www.cosob.org/>) تاريخ الإطلاع : 2019/10/31.

³² المادة 5 من النظام رقم 01-13.

³³ المادة 6 من النظام رقم 01-13.

³⁴ شلعي كريمة – هيفاء رشيدة تكاري، الإستثمار عن طريق إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، المجلد 5، العدد 2، جامعة باتنة، 2018، ص. 418.

³⁵ المادة 2 من النظام رقم 01-13.

³⁶ الفقرة الأولى من المادة الثانية من النظام رقم 01-15 المؤرخ في 15 ابريل 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج.ر. 21 أكتوبر 2015، العدد 55، ص. 16.

³⁷ المادة الثانية من النظام رقم 01-15.

³⁸ الفقرة الأولى و الثانية من المادة 3 من النظام رقم 01-15.

³⁹ المادة 4 من النظام رقم 04-15.

⁴⁰ المادة 6 من النظام رقم 01-15.

⁴¹ المادة 5 من النظام رقم 01-15.

⁴² الفقرة الأخيرة من المادة 3 من النظام رقم 01-15.

⁴³ المواد م 7 إلى 9 من النظام رقم 01-15.

⁴⁴ المادة 13 من النظام رقم 01-15.

⁴⁵ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ص.12.

⁴⁶ المادة 50 من النظام رقم 03-97.

⁴⁷ فتيحة ابن سحقي، بورصة الجزائر-واقع وآفاق، رسالة لنيلها الماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2002-

2003، ص. 174.

⁴⁸ المادة 11 من النظام رقم 01-12.

⁴⁹ المادة 56 من النظام رقم 03-97.

⁵⁰ المادة 58 من النظام رقم 03-97.

⁵¹ المادة 59 من النظام رقم 03-97.

⁵² المادة 61 من النظام رقم 03-97.

⁵³ المادة 62 من النظام رقم 03-97.

⁵⁴ المادة 63 من النظام رقم 03-97.

⁵⁵ المادة 60 من النظام رقم 03-97.

⁵⁶ المادة 64 من النظام رقم 03-97.

⁵⁷ المادة 65 من النظام رقم 03-97.

⁵⁸ المادة 66 من النظام رقم 03-97.

⁵⁹ المادة 67 من النظام رقم 03-97.

⁶⁰ المادة 68 من النظام رقم 03-97.

⁶¹ *Le financement des pme et des entrepreneurs, tableau de bors de l OCDE, paris, 2018, p.58.*

⁶² وليد الصافي، أسس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر، عمان، 2012، ص. 194.