

مقدمة

مقدمة.

وجدت المبادلات التجارية بوجود المجتمعات البشرية، صاحبها تنظيمات مختلف باختلاف حجم المبادلات التجارية واختلاف العصور والوسائل المتاحة حيث شهد العالم تطورا كبيرا في مجال التمويل والاستثمارات، فأدى نمو التجارة العالمية وترابط اقتصاد الدول مع بعضها البعض إلى زيادة قوية في انتقال رؤوس الأموال فيما بينها، هذا ما أدى إلى زيادة حجم وانتشار تجارة العملات والأوراق المالية في أسواق المال العالمية.

إن الهدف الأساسي من وراء العملية السالفة الذكر، هو تحقيق العائد وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، حيث أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة وهذا ما يجعل المستثمرين في بورصة الأوراق المالية يفضلون تشكيل محفظة استثمارية متنوعة غايتها التقليل من المخاطر المحتملة.

إن ما ميز العالم منذ سنوات وإلى وقتنا الحالي. أنه ظل وما زال يصارع من أجل دفع عجلة التقدم في جميع الميادين. وتجلى هذا الصراع في ظهور عدة دول عظمى مهيمنة على الاقتصاد العالمي كما قابله في ذلك انهيار دول أخرى كالاتحاد السوفيتي سابقا بسبب الصراعات الإيديولوجية التي كانت قائمة بين هذه الدول .

والجزائر عرفت خلال الثمانينات أزمة اقتصادية كبيرة *La crise de l'Etat providence* كان لها وقع كبير على كل جوانب الحياة الاجتماعية، الاقتصادية والسياسية للبلاد نتج عنه ظهور تحولات جذرية مست الاقتصاد الوطني من خلال وضع هذا الأخير أمام رهانات متعددة مفادها إزالة الحدود الاقتصادية بتحديد الخيارات الاستراتيجية المساعدة على التفتح الاقتصادي وباختيار الطابع الإداري ذو المنهج الحديث الأكثر ملائمة بغية الاستجابة للتغيرات العميقة والجوهرية التي عرفتها كل القطاعات.

كل هذا دفع بالدولة الجزائرية إلى ضرورة إعادة النظر في مكانتها على المستوى الداخلي والخارجي، انطلاقا من إعادة ضبط مجال تدخلها في الاقتصاد الوطني بتحرير النشاط الاقتصادي القائم على مبدأ المنافسة الحرة لتنظيم الحياة الاقتصادية.

فتم التفكير في الانتقال من الدولة المسيطرة إلى الدولة الضامنة، بالتخلي عن فكرة التسيير الإداري المركز للسوق والانسحاب التدريجي من الحقل الاقتصادي وإحالة عملية تنظيم النشاط الاقتصادي

لمبادئ وقواعد سوق تتسم بالمرونة إلى جانب إيجاد نظم قانونية تتماشى والتغيرات الداخلية والعالمية الجديدة.

فالجزائر في ظل هذه التحولات الاقتصادية والسياسة أصبحت بحاجة بدون شك الى مثل هذه الأسواق المالية، لمد الصناعة والاستثمار برؤوس الأموال المدخرة والى تنظيم تشريعي يبعث ثقة الجمهور بهذه مؤسسة، لدفعه الى التعامل معها وتنشيط حركتها.

أن اقامت هذه الأسواق أصبح أمرا ضروريا، خاصة بعد انسحاب الخزينة العمومية من عملية تمويل الاستثمارات الإنتاجية، الى جانب عدم قدرة البنوك على مواجهة الاحتياجات التمويلية الضخمة للمؤسسات والدولة.

ويندرج إنشاء السوق المالية الجزائرية ضمن الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987، ودخلت حيز التنفيذ في 1988¹

وتعود بوادر إنشاء السوق المالية إلى بداية التسعينات، وذلك بإصدار عدة قوانين في هذا الشأن²، الا ان النصوص بقيت جامدة ولم تدخل حيز التطبيق، نتيجة تعارضها مع النصوص السارية آنذاك، حيث تنص المادة 700 من القانون التجاري على أن "يجب ان توضع أحالت الأسهم تحت طائلة البطلان في شكل رسمي، وان يتم دفع الثمن بين يدي الموثق الذي يقوم بتحرير العقد".³ في حين نجد المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 91-169 تنص على إمكانية التنازل عن القيم داخل البورصة.

¹ بدأت سلسلة الإصلاحات الاقتصادية بنكريس مبدأ استقلالية المؤسسات العمومية عن طريق أخضاعها للقانون التجاري، وكان ذلك بموجب القانون رقم 88-01 المؤرخ في 12/01/1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، جريدة رسمية رقم 02 الصادر في 13/01/1988 .

² تتمثل هذه القوانين في :

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 28/05/1991 يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 26 الصادر في 01/06/1991 .

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 28/05/1991 يحدد أنواع القيم المنقولة واشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال، الجريدة الرسمية عدد 26 الصادر في 01/06/1991.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المؤرخ في 28/05/1991 يتعلق بلجنة البورصة ، الجريدة الرسمية عدد 26 الصادر في 01/06/1991.

³ أمر رقم 75-59 المؤرخ في 26/09/1975 يتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية عدد 100، الصادرة في 19/12/1975.

وبقي الوضع على حاله الى غاية تعديل القانون التجاري الذي سمح بتداول القيم المنقولة داخل البورصة والتخلي عن الشكل الرسمي الذي كان مفروضا عند التنازل عن القيم المنقولة، كما خول لشركات المساهمة إمكانية إصدار قيم منقولة.⁴

أن انسحاب الدولة من الحقل الاقتصادي، وتكريس ظاهرة ازالة التنظيم، والتالي انتقال الدولة من اقتصاد موجه الى اقتصاد ليبرالي، لا يعني غياب ونفي دور الدولة في المجال الاقتصادي، وإنما يبقى تدخل الدولة قائما، ولكن مع وجود تغيير هذا التدخل، حيث أصبح دور الدولة حاليا يختفي وراء فكرة جديدة تسمى فكرة الضبط، هذه الأخيرة التي تمارس عن طريق هيئات تدعى سلطات الضبط المستقلة.⁵

فالضبط الاقتصادي يهدف الى ضمان سير الأنظمة الاجتماعية والاقتصادية المعقدة، وذلك بتحقيق الانسجام والتنسيق لوجهات النظر المختلفة، والقيام بالتحكم فيما بين المصالح القائمة. يرى Cl.Champaud ان انشاء السلطات الإدارية المستقلة بمثابة وجه جديد لدور الدولة،⁶ اما "علي عريفة" فيعتقد ان تكريس الدول لعملية الإصلاحات لا يعتبر تخلي عن قواعد الضبط، إنما إعادة النظر فيها بأسلوب يدعم الاتجاه التحرري التنافسي للأسواق.⁷

وعلى هذا الأساس وباعتبار السوق المنقولة من بين القطاعات التي عرفت انفتاحا امام المنافسة الحرة من جهة، ومن جهة أخرى تم اخضاع هذه الأسواق لفكرة الضبط الاقتصادي التي تقتضي موافقة القطاع بقواعد القانون الخاص، أي انها أظهرت نية التحول من دولة متدخلة الى دولة ضابطة، وذلك في إطار برنامج وطني يرمي الى خصوصية الاقتصاد .

سنحاول من خلال هذه الدراسة طرح الإشكالية التالية: ما مدى تكريس المشرع الجزائري لعملية ضبط الأسواق المالية في الجزائر؟

وللإجابة عن هذه الإشكالية عمدنا الى اتباع المنهج الوصفي في إطار التعريف بالمفاهيم المتعلقة بالبورصة، والسلطات المستقلة ومنها اللجنة، أيضا في إطار تحديد الضبط والتنظيم، واستخدمنا المنهج التحليلي في تبين أهم النصوص القانونية وتحليلها والمتعلقة بسلطات الضبط. وكان المنهج التاريخي بالنسبة للظروف المحيطة لظهور كل من البورصة، وسلطات الضبط، واستعملنا أيضا

⁴ تواتي نصيرة ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري-دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم القانونية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013، ص07.

⁵ ZOUAIMIA RACHID, Droit de la régulation économique, Berti Editions, ALGER, 2006, P16.

⁶ Cl.Champaud, régulation et droit économique, RIDE, n° 1, 2002, p 61.

⁷ علي عريفة، تحررية الأسواق وقواعد الضبط في الدول الصناعية، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، عدد 02، جوان 1999، ص112.

المنهج المقارن في بعض الحالات كمقارنة وضع سلطات الضبط في الجزائر بما هو واقع في النموذج الفرنسي، او في حالة مقارنة القوانين المعمول بها في الجزائر بما هو معمول به في فرنسا. لمعالجة هذه الإشكالية رأينا أنه من الضروري التعرض في الفصل الأول لدراسة مفهوم الأسواق المالية في المبحث الأول، ثم التطرق إلى تاريخ البورصة في الجزائر في المبحث الثاني، ومن ثم التطرق في الفصل الثاني إلى سلطات الضبط في الجزائر، بداية بلجنة تنظيم عمليات ومراقبة البورصة في المبحث الأول ثم دراسة شركة تسيير القيم المنقولة في المبحث الثاني.

الفصل الأول: الأسواق المالية في الجزائر

تمهيد:

يرى التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية وفق متطلبات النظام الاقتصادي العالمي الجديد في التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية، كما أن الاتجاه المتزايد نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال خوصصة منشآت القطاع العام، أدى إلى بروز أداة لذلك وهي الأسواق المالية كأسلوب للخوصصة وكطريقة جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير نشاطها وتمويل خططها التوسعية.

فالأسواق المالية على غرار الأسواق الأخرى، لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما أنها تشكل جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملون كالمستثمرين السماسرة، والوسطاء من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو على أي نوع آخر من الأوراق كان التطور المالي سببا في ظهورها.

والجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية " البورصة" ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها الجنينية، فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية.

وقصد التعرف أكثر على الاسواق الأوراق المالية في الجزائر تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين هما:

- مفهوم الأسواق المالية؛

- بورصة الجزائر.

المبحث الأول: مفهوم الأسواق المالية.

عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة.

وتشمل أسواق المال كلا من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة، ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين

وللتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية وباعتباره كغيره من الأسواق نحاول من خلال هذا المبحث معرفة مكانته من بين التصنيفات المختلفة للأسواق، كما سنتطرق إلى أنواعها والهياكل التنظيمي لها ونظام تشغيله.

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية

إن موقع سوق الأوراق المالية يعتبر واضحا ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى النقاط الآتية:

- التعريف اللغوي للسوق؛

- تعريف الأسواق المالية؛

- تعريف الأسواق المالية في الإسلام.

الفرع (1) التعريف اللغوي للسوق.

السوق لغة: موضع البياعات وسميت السوق سوقا لأن التجارة تجلب إليها، وتساق المبيعات نحوها⁸، في اللغة العامة يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها.⁹

⁸ مبارك ابن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2005، ص 26.

⁹ شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص: 241.

إن التعريف التقليدي للسوق ينصرف إلى اعتباره المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين عارضي وطالبي سلعة محددة، ويؤدي التفاعل بين قوى العرض والطلب إلى تحديد سعر السلعة المتداولة. غير أن عامل المكان في تحديد السوق بدأ يتلاشى مع تطور الاتصالات التي أدت إلى عدم إلزامية حضور المتعاملين في السوق للقيام بعملياتهم وهو ما ينطبق على أسواق رأس المال.¹⁰

الفرع (2) تعريف الأسواق المالية.

نظرا لكثرة التعريفات التي سبقت لبيان حقيقة الأسواق المالية، واختلاف تلك التعاريف فيما بينها، من جهة شمولها ووضوحها.

فالأسواق المالية هي المكان الذي تتم فيه خلق وتداول الأصول والالتزامات المالية.¹¹ وتعرف أيضا بأنها مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الافراد والهيئات والمؤسسات، وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها، في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر.¹² وتعرف الأسواق المالية بأنها آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، وبذلك فإن السوق التمويلية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية، وتمتلك القدرة على الاستثمار.¹³

أما البورصة فهي مكان يلتقي فيه عرض بطلب في زمان معين وفق مواصفات محددة قانونيا.¹⁴ ويكون هذا التبادل سلعة هي أسهم وسندات وتعرف بسوق المال الطويل الأجل وهي أقرب ما تكون بالسوق الكاملة إذ نجد فيها سعر واحد، صفة واحدة للسهم، أو السند مع وجود عدد كبير من البائعين أو المشترين مع سهولة الاتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات مع سهولة نقلها، حيث يتساوى فيها قوى العرض بالطلب،¹⁵ ويتوفر فيها المنافسة الكاملة.

¹⁰ سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، السنة الدراسية 2003/2004، ص19.

¹¹ مبارك أين سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص34.

¹² سمير أحمد رضوان، أسواق الأوراق المالية، كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، بدون تاريخ ص39.

¹³ عاطف و ليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجمعية، الإسكندرية، 2005، ص03.

¹⁴ محمد فتح الله الناشر - التعامل بالأسهم - دار الجامعة العربية - الأردن - 2002 ص46.

¹⁵ محمود أمين زويل - بورصة الأوراق المالية - دار الوفاء لنديا الطباعة و النشر - الإسكندرية - 2000 ص36.

وهنا يحسن التنبه إلى أن مصطلح السوق المالية ليس مرادفا لمصطلح البورصة، وذلك لأن البورصة هي المكان أو القاعة المخصصة للتداول الأوراق المالية، في حين لا يقتصر مفهوم السوق المالي على التداول، بل يشمل بالإضافة إلى ذلك سوق الإصدار، بل أن التداول كما يكون داخل البورصة، فإنه يكون خارجها¹⁶ كما سيأتي توضيحه عند أنواع الأسواق المالية، وعلى ذلك فإن البورصة جزء من الأسواق المالية، وليست هي الأسواق المالية.

الفرع (3) تعريف الأسواق المالية في الإسلام.

الإسلام يحرم الاكتناز، والاكتناز هو "الاحتفاظ بالأموال بصورتها النقدية" ونظرًا لذلك فإن العناية الكبرى في الأسواق المالية الإسلامية يجب أن تتوجه لسوق رأس المال الأولى في الشركات الجديدة بحيث يحاول المستثمر اختصار فترة الادخار وينتقل إلى فترة الاستثمار فوراً، إذ أن الانتقال مباشرة إلى فترة الاستثمار يؤدي الأغراض المرجوة في الإسلام وهي تشغيل الأموال وبالتالي زيادة الإنتاج وإتاحة فرص عمل كبيرة، ومن جهة أخرى فإن الاقتصاد الإسلامي يهتم بالسوق الثانوي خصوصاً فيما يتعلق بتسييل الاستثمارات طويلة الأجل، فضلاً عن إيجاد آلية لتسعير الأصول المنتجة وبالتالي تيسير عملية تقييم هذه الأصول.¹⁷

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية.

يمكن النظر إلى الأسواق المالية من أكثر من زاوية وبالتالي تصنفها طبقاً لأكثر من من أساس وذلك حسب الهدف من تصنيف هذه الأسواق، فمثلاً قد يكون الهدف من التصنيف معرفة أنواع الأسواق التي يتم فيها تداول أدوات مالية معينة، وقد يكون الهدف هو معرفة كيفية التعامل داخل الأسواق المالية.¹⁸

فمن زاوية الأدوات المالية المتداولة يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى نوعين هما أسواق النقود وأسواق رأس المال، ومن زاوية كيفية التعامل داخل السوق يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى نوعين هما الأسواق المالية الأولية والأسواق المالية الثانوية.

¹⁶ مبارك أين سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص34.

¹⁷ د. معبد علي الجارمي، نحو نظام نقدي ومالي إسلامي، الهيكل والتطبيق، من مطبوعات. المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي 1401، ص109.

¹⁸ محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، بدون تاريخ، ص39.

الفرع (1): أنواع الأسواق المالية من نوع الأدوات المتداولة فيها.

وفيه يتم تداول هذه الأدوات بالبيع والشراء وتتنوع هذه الأدوات -بالنظر الى أجل استحقاقها- الى أدوات مالية ذات أجل متوسط وطويل، كالأسهم والسندات، وأدوات مالية ذات أجل قصير كأذون الخزانة.

1- سوق رأس المال: كما سبق اليه الإشارة، فسوق رأس المال يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها على سنة ، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات ، أو عن ملكية كأسهم.

ووفقا لذلك فقد عرفت سوق رأس المال بأنها : "الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل والطالبيين أو المقترضين الذين في حاجة الى تلك الأموال لفترة طويلة ، بالإضافة الى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين"¹⁹

ويعرف سوق رأس المال بأنه "المؤسسات الافراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الاجل، أي اقراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، ويكون إقراض المال واستثمارها لأجل طويل بهدف استغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف منها هو تمويل استثمارات رأسمالية"²⁰.

وتتكون سوق رأس المال من مجموعتين:²¹

المجموعة الأولى: مجموعة المدخرين العارضين لرؤوس الأموال، وهم المقرضون أو المشاركون من الحكومات والافراد والمؤسسات المالية كالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق المعاشات وغيرها.

المجموعة الثانية: مجموعة المستثمرين الطالبيين للأموال، من الحكومات والافراد وكذا مصدرو الأسهم كشركات المساهمة.

2- سوق النقد: يعتبر السوق النقدي أقدم الأسواق المالية، حيث ارتبط بظهور الأوراق النقدية، والسوق النقدي هو سوق للتمويل القصير الأجل يتم فيه تداول الأدوات المالية القصيرة الأجل. وتقوم البنوك المركزية لكل بلد بمهمة تنظيم العمليات المدرجة في السوق النقدي، وتتعامل في هذه السوق البنوك التجارية التي تقوم باستثمار فوائضها وتحصيل احتياجاتها من السوق النقدي اعتمادًا

¹⁹ محمد البنا، أسواق النقد والمال، زهراء الشرق، الإسكندرية، 1996، ص124.

²⁰ محروس حسن ، المرجع السابق، ص40.

²¹ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999/1998، ص 21.

على احتياطاتها لدى البنك المركزي.²²

ووفقا لذلك فقد عرفت سوق النقد بأنها "مجموعات المؤسسات أو الوكالات والافراد الذين يتعاملون في النقود اقراضا واقتراضا، لأغراض قصيرة الاجل".²³

وعرفت بأنها "السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل".²⁴

وعرفت أيضا بأنها "الأسواق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الاجل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي المؤقت".²⁵

وليس لسوق النقد مكان محدد يتم فيه التعامل، وإنما من خلال السماسرة المتخصصين، أو البنوك التجارية واما بالانتقاء المباشر وبواسطة وسائل الاتصال كالهاتف والأنترنيت وغيرها.²⁶

وتتفق سوق النقد وسوق رأس المال في أن كلاهما يعد مجالا للحصول على المال من خلال إصدار الادوات المالية المختلفة، حيث يشتركان في تحقيق وظيفة السوق المالية في تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات فائض الى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، الا انهما يختلفان في الأدوات المالية المتداولة في كل منهما وأجل الاستحقاق.

²² مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية. البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 1986)، ص 16.

²³ محمد البناء، المرجع السابق، ص101.

²⁴ طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، ط1، 1997، ص31.

²⁵ هدى محمد رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 1998، ص46.

²⁶ مبارك أين سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص64.

الجدول رقم(1): الأدوات المالية المتداولة في كل من سوق النقد وسوق رأس المال

الأدوات المالية في سوق النقد	الأدوات المالية في سوق رأس المال
1-أذون الخزينة؛	1-الأسهم؛
2-شهادات الإيداع القابلة للتداول؛	أ- أسهم عادية؛
3-الأوراق التجارية؛	ب-أسهم ممتازة؛
4-القبولات المصرفية.	2-السندات؛
	أ- سندات حكومية؛
	ب- سندات غير حكومية؛
	3-حقوق الشراء والبيع؛
	أ- حقوق الشراء والبيع التي يصدرها
	الافراد؛
	ب- حقوق الشراء والبيع التي
	تصدرها الشركات.

المرجع : محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، ص42.

الفرع (2): أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.

يعتبر هذا النوع من التقسيم هو التقسيم الأكثر شيوعاً والأكثر عموماً للأسواق المالية، إذا أنه يتناول الأسواق من حيث المعنى ومن حيث المكان في نفس الوقت.²⁷ وتتقسم أسواق المالية حسب هذا المقياس إلى:

1-أسواق أولية: ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار لأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.²⁸ وعرفت بأنها "السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة، تعرض فيه للجُمهور لأول مرة أوراقاً مالية، قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال، أو جهة حكومية"²⁹

²⁷ محروس حسن، المرجع السابق، ص42.

²⁸ Shall Helly. c, Introduction to Financial Management, Mc Graid-Hill, New Work, 1988, p:27.

²⁹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعرفة، الإسكندرية، مصر، 1995، ص84.

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي:³⁰

أ- **مصرف الاستثمار**: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:

- النصح والمشورة، نظرا للخبرة، وما يتوافر لديه من كفاءات.

- الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

- التسويق، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشتريين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تؤكد من توافر الشروط القانونية... إلخ

ب- **أسلوب البيع المباشر**: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.

2- **الأسواق الثانوية**: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:

أ- **أسواق منظمة**:³¹ وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط

³⁰ عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص 70.

³¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 7.

تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

ب- الأسواق غير المنظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

1- السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

2- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.³²

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية.

تشير العديد من الدلائل على أن الأسواق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ تؤدي دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية من هذا المنطلق تكمن أهمية سوق الأوراق المالية فيما يلي:

الفرع (1): الأهمية المالية.

لتمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية و العمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة، ولجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية،

³² بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة تخرج لنيل الدكتوراه، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2006/2005، ص 45.

لأن المستثمرين غالبا ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، و بهذا فإن الاستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح و تستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل و عليه فإن البورصة تؤدي دورا مزدوجا إذ تفيد المستثمر من جهة و المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى.³³

1- بالنسبة للمستثمر: يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، وهو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

2- بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية: للحصول على ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل، تلجأ المؤسسات الاقتصادية الى طرح أوراق مالية في الأسواق المالية، حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها، وعليه فإن القيد بالبورصة يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة الشركة و كفاءتها و ضمان لربحيتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات و البيانات المرتبطة بنشاطها و وضعيتها، و هو ما يخلق درجة من الاطمئنان و الثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، و بهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها و احتياجاتها. إلى جانب التمويل الطويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض" التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في الأسهم"، التي تلجأ إليها الشركات باعتبارها مصدرا للتمويل من جهة ووسيلة لتنويع المخاطر من جهة أخرى.

هذا وتلعب سوق المالية دورا كبيرا في خلق السيولة، إذ تؤثر سوق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين أنهم لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها.

الفرع (2) الأهمية الاقتصادية.

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه السوق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة

³³ زيدان محمد، المرجع السابق، ص17.

والعامة وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجبه نحوى الإنعاش والتسريع من وتيرة التنمية.

هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماما أكبر بالسوق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، وفي هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الاقتصادية.³⁴

1- دور سوق الأوراق المالية في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية.

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية وهذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول.

و منه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها. و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

2- دورها في زيادة الادخار.

إذ توفر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض، كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.

3- دورها في علاج المديونية.

فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين، كما تساهم سوق الأوراق المالية في خفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية. توريق الدين فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج، إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

³⁴ زيدان محمد، المرجع السابق، ص. 19

4- دورها في عملية الخصخصة.

عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد. ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية ، في إطار ما يعرف بالخصخصة.

ولكن هذه الأخيرة يعترها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع ، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية ، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.

وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها ، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها. ومن هنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح ، حيث أن العلاقة بينهما هي علاقة وطيدة . فسوق الأوراق المالية تزدهر وتتوسع وتتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل عمليات التخصيص . ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة ما يلي :³⁵

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين.
- إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.
- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة.

5- دورها تمويل خطط التنمية.

وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

³⁵ زيدان محمد، المرجع السابق، ص. 21.

6- دورها في تقييم الشركات والمشروعات.

إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها .

7- دورها في تجنب الآثار التضخمية.

إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية ، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.

المبحث الثاني : بورصة الجزائر.

الجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية " البورصة" ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها الجنينية، فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية إحتياجات المشاريع الاستثمارية.

المطلب الأول: نشأة البورصة في الجزائر.

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 و دخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، و منذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي :

الفرع (1): المرحلة التقريرية (1990-1992) .

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 و بهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.

كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضاتها ، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى ، و في أكتوبر من نفس السنة ، و من خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة ، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " و بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ، و يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة . و لقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط ، و تتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها . و نظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه و يضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9320000 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية . و بالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد .

الفرع(2): المرحلة الابتدائية (1993-1996).

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية ، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها ، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300000 دج إلى :³⁶

³⁶ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993 .

- خمسة ملايين دينار جزائري(50000000دج) في حالة إجراء العرض العمومي للاذخار .
- مليون دينار جزائري(1000000دج) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للاذخار .
و بهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار ، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في : أسهم التمتع ، شهادات الاستثمار ، شهادات الحق في التصويت ، شهادات المشاركة ، السندات ، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب .إن اتخاذ مثل هذا القرار ، أي قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر .
في إطار هذا المضمون فان المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:

القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر و تمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها. إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية و ضرورة قابلية استهلاك و تداول القيم ، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي .³⁷

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين :³⁸
↪ لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصية (COSOB) وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة.
↪ شركة تسيير القيم (SGBV) مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة ، و لا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة ، إلا داخل مقصورة البورصة ، و عن طريق وسطاء في عمليات البورصة ، بعد اعتمادهم من طرف اللجنة.

الفرع(3): مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1996 إلى وقتنا الحالي).

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث :

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة .
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .

³⁷ قاسم شاوش لمياء ، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - " مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية ، جامعة البليدة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، السنة الجامعية 2004/2005 ، ص 160.

³⁸ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .

- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996،³⁹ إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، و أصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

و مع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصة يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين) ، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين و تنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس و فرنسا ، بهدف الاستفادة و لو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين ، في مجال التعامل بالسوق المالي .

و قد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 ، على تهيئة الجو الملائم ، و تحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد ، و هو نهاية سنة 1997م ، و تم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك ، و ذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي ، و على هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي ي دشن سوق الرأسمالية في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية.

و نشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة و هي :

- شركة الرياض سطيف : فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20% .
- مجمع صيدال : رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20% .
- فندق الأوراسي : رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20% .

المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر.

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية. إلا أنه و من خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها، فبورصة الجزائر على غرار البورصات العربية تواجه مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق

³⁹ COSOB , Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse d'Alger , collection guides plus , 96 , p 06.

لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة.

الفرع (1): المعوقات الاقتصادية.

يمكن حصر أهم نقاط المعوقات الاقتصادية التي تقف أمام تطور بورصة الجزائر.

1- التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها .

وإذا إستمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها وقد شهدت الجزائر في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع و زيادة تداول الكتلة النقدية .

كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة.

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية ، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم ، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة ، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار⁴⁰ وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.

⁴⁰ محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1981/1978 " دار النهضة العربية 2001 القاهرة

جدول رقم(2): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال سنوات 1999-2004

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004
معدل التضخم	2.6	4.8	3.5	3.0	2.59	4.0

Source : [http : \ www.dre.org](http://www.dre.org) ONS_BA

2- السوق الموازية: "الاقتصاد الموازي، أو ما يسمى اقتصاد الظل (الخفي) لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها، والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة، والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فإن الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة إذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية. وتمثل هذه السوق، في الجزائر، قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضايرة⁴¹.

إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا المستثمرين على توجيه ادخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

3- ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل ، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح ، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين ، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلي حسابات المساهمين ، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري.

4- ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80 % من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع :

- ارتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة.
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.

⁴¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة تخرج لنيل الدكتوراه، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، السنة الجامعية 2005/2006 ، ص 286.

- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولي محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

الفرع (2): المعوقات السياسية و التشريعية.

1- المعوقات السياسية: من المعروف أن بورصة الجزائر أنها افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما أسهم في مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية. بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان و المردودية بالدرجة الأولى، و هذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي ، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب ، الانقلابات السياسية ، و التغييرات المستمرة للسياسات و القوانين المتعامل بها.⁴²

2- المعوقات التشريعية: طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط و جوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم،⁴³ إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 1995/12/27 ، أما التصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها.⁴⁴ نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم،⁴⁵ إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

⁴² زيدان محمد، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر-المعوقات والآفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، يومي 21 / 22 نوفمبر 2006، ص45.

⁴³ المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و رقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ، الجريدة الرسمية ، العدد 87 ، المؤرخ في 1997-12-29

⁴⁴ بوكساني رشيد، المرجع السابق، ص 182

⁴⁵ نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997.

الفرع (3): المعوقات الاجتماعية و الثقافية و الدينية.

1-العائق الاجتماعي والثقافي: إنا العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب الثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.⁴⁶

2- العامل الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم و سندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية و الإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي ، و إذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 04 الى 09ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة،⁴⁷ كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

الفرع (4) المعوقات التنظيمية.

1- قلة المؤسسات المدرجة: تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة ، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح . وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة ، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات ، وهذا ما يعيق نمو البورصة. والجدول التالي يوضح ذلك:

⁴⁶زيدان محمد، المرجع السابق،ص47

⁴⁷ جاسم علي الشامسي ، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجمع الفقهي الإسلامية بين الأمل و الواقع " ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص 743.

الجدول رقم (3) : عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لعامي 2003-2004

الدول	2003	2004	الدول	2003	2004
المغرب	52	53	الجزائر	03	03
الأردن	161	192	السعودية	70	73
البحرين	44	45	الكويت	108	125
سلطنة عمان	141	123	أبو ظبي	30	35
تونس	45	44	قطر	28	30
لبنان	14	16	مصر	967	792
السودان	47	48	دبي	13	18

المصدر: مناخ الاستثمار في الدول العربية لضمان الاستثمار، 2004، ص 169

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن:

-بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة في عدد الشركات المدرجة في بورصات الدولية العربية، كما أن بورصات هذه الدول تشهد تطورات من سنة إلى أخرى وخير مثال على ذلك الكويت، الأردن وسلطنة عمان.

2-عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية ، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم ، أهدافهم و ميولاتهم الشخصية ، و التنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطرة، و من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية ليختار منها ما يلائم إمكانياته وأهدافه، أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فإنه تتداول فيها ثلاثة أوراق مالية لثلاثة شركات، وهو عدد ضئيل بالمقارنة مع الأسواق العربية.

- إضافة إلى عدم تنوع الأوراق المالية في بورصة الجزائر، فإن حيازة الأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين محددة بسقف معين، فمثلا بالنسبة لأسهم مجمع صيدال، فإن الاكتتاب حسب أصناف المستثمرين كان كما يلي:

- الأجراء 40 سهم للعامل.

- الأفراد 200 سهم للفرد.

- المؤسسات المالية 300000 سهم لكل مؤسسة.

أشخاص معنويون آخرون 3000 سهم لكل شخص معنوي، وما يستخلص من هذا التعديد أنه يطغى عليه الطابع الاحتكاري للمؤسسات المالية، وأنه لا يشجع ادخار الأفراد والعائلات.

3- غياب الشفافية: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي ... إلخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعمليها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

4- سير عمل البورصة: حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل اثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا، ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم ، فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر، كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.⁴⁸

⁴⁸ زيدان محمد، المرجع السابق، ص55

جدول رقم (4): طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

الوسطاء في البورصة	طبيعة النشاط	رأس المال	تاريخ الحصول على الاعتماد	الهيئات المكونة للوسيط
الراشد المالي	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 99/01 المؤرخ في 1999/07/01	صندوق إعادة التأمين. البنك الجزائري الخارجي. الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي.
الشركة المالية للاستشارة والتوظيف	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 99/01 المؤرخ في 1999/07/02	الشركة الوطنية لتأمين. البنك الوطني الجزائري. بنك التنمية المحلية.
شركة التوظيف في القيم المنقولة.	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 99/01 المؤرخ في 1999/07/03	الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين. البنك الفلاحة والتنمية الريفية.
الشركة العامة المالية والاستثمار	نشاط غير محدود	9000000 دج	رقم 99/01 المؤرخ في 1999/07/04	القرض الشعبي الجزائري. الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. المؤسسة الجزائرية للتأمينات.
وسيط البنك الاتحادي	نشاط غير محدود	1000000 دج	رقم 2000/01 المؤرخ في 2000/02/15	البنك الاتحادي

المصدر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة تخرج لنيل الدكتوراه، ص 288.

الفصل الثاني:

أجهزة ضبط الأسواق

المالية في الجزائر

تمهيد.

ترتب على الانسحاب الجزئي والتدرجي للدولة الجزائرية من الحقل الاقتصادي ظهور وتطور العديد من النشاطات التجارية والاقتصادية خاصة في ظل الانفتاح على اقتصاد السوق، على ان لا تتدخل الدولة الا من اجل تأطير آليات السوق وبهدف مراعاة مقتضيات المرفق العام ومصالح المرتفقين. ومن اجل خلق توازن بين انسحاب الدولة من الحقل الاقتصادي، وبين وجوب الاحتفاظ بدورها في الرقابة عليه، تبنت شكلا جديدا من اشكال ممارسة السلطة العامة، عن طريق سلطات الضبط في المجال الاقتصادي.

فعادة ما تتدخل الدول - حتى تلك الدول التي يقوم اقتصادها على عدم تدخل الدولة في الأسواق - في تنظيم الأسواق المالية بها، وذلك نظرا لأهمية تلك الأسواق وما تؤديه من وظيفة بالغة الأهمية في تحقيق النمو الاقتصادي عن طريق تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات فائض الى وحدات اقتصادية ذات عجز، على نحو سبق شرحه، ونظر لسهولة الاتصال بجمهور المتعاملين عن طريقها، والحصول على أموالهم من خلال إصدار الأدوات المالية المختلفة، فكانت الأسواق المالية بحاجة الى رقابة شديدة لمنع استخدامها في ابتزاز أموال الناس عن طريق انشاء الشركات وهمية، أو تشغيل تلم الأموال في مشاريع فاشلة، او غير ذات جدوى من الناحية الاقتصادية.⁴⁹ هذه السلطات خول لها المشرع الجزائري اختصاصات رقابية وتنظيمية واسعة وجعلها خارج التدرج الهرمي، فلا تخضع لأية رقابة رئاسية كانت او وصائية، كما انه لم يخضعها لنظام قانوني موحد فتشكيلة هذه السلطات، وطريقة تعيين اعضائها، وكذا الوسائل التي تضمن استقلاليتها، وحتى الأسلوب المستعمل لإنشائها يختلف من هيئة لأخرى، واهمية سلطات الضبط في المجال الاقتصادي. لا يمكن استيعابها الا من خلال معرفة الغرض من انشائها، والوقوف على ما يميزها عن الهيئات الإدارية التقليدية، وكذا معرفة ما اذ كانت سلطات الضبط تشكل سلطة رابعة بجوار السلطات الثلاث التنفيذية، التشريعية، والقضائية، ومن بين هذه السلطات لجنة تنظيم ومراقبة رقبة عمليات البورصة، التي تعد من ضمن سلطات الضبط.⁵⁰

⁴⁹ مبارك أين سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص85.

⁵⁰ بن عمر محمد الصالح، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ودورها في ضبط السوق المالية، مذكرة تخرج للحصول على شهادة الماستر في الحقوق تخصص: قانون الأعمال، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، 2015/2014، ص8.

المبحث الأول: لجنة تنظيم عمليات ومراقبة البورصة (COSOB).

انطلاقاً من بورصة القيم المنقولة آلية مقترحة لخصوصية المؤسسات العمومية في إطار السوق المالية، وبغرض مراقبة سوق القيم المنقولة وضمان شفافيتها، من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، انشأ المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بمقتضى الفقرة الأولى من المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي تنص على انه تنشأ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها،⁵¹ غير ان هذا النص المنشئ للجنة لم يبين طبيعتها القانونية (لم يبين شكلها من ناحية الاستقلالية من عدمها، ولم يحدد هل هي سلطة ادارية ام لا)، بل اكتفى المشرع الجزائري بتحديد تشكيلتها وسيرها وبيان مهامها وصلاحياتها، ليأتي فيما بعد القانون رقم 03 - 04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 - 10 ويحدد الطبيعة القانونية للجنة بموجب المادة 12 منه المعدلة للمادة 20 المذكورة أعلاه، حيث تنص المادة 12 على ما يلي " تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي " ⁵²، سنتطرق الى دراسة العناصر المحددة لشكل اللجنة من خلال المطلب الأول ثم نتطرق إلى مهام وصلاحيات هذه اللجنة من خلال المطلب الثاني .

المطلب الأول: أعضاء لجنة تنظيم عمليات ومراقبة البورصة.

تتشكل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من تركيبة جماعية،⁵³ حيث ان التركيز على ايجاد التعددية في التركيبة، يؤدي الى خلق توازن مستمر يقود بالضرورة الى الرفع من أداء الأعضاء. الصفة الجماعية تعتبر أحد العوامل القوية للاستقلالية لأنها بهذه الطبيعة من شأنها ان تخلق نوعاً من التوازن بين تأثير مصالح مختلف السلطات والجهات التي يعين من بينها أعضاء الطاقم كما انها تضمن اجراء مداولة جماعية حول مواضيع حساسة والمسائل المعقدة، مما يشكل ضماناً للموضوعية والجديّة في عمل اللجنة.⁵⁴

⁵¹ المرسوم التشريعي رقم 93 - 10، المعدل بالقانون 03 - 04 المتعلق بالبورصة، السابق ذكره.

⁵² القانون رقم 03 - 04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 - 10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة،

الجريدة الرسمية رقم 11، الصادرة في 18 فيفري 2003.

⁵³ المادة 13 من القانون 03 - 04، المتعلق بالبورصة.

⁵⁴ زوار حفيظة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة ادارية مستقلة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق بن عكنون، جامعة

الجزائر، 2003 - 2004، ص 15

الفرع(1): تعدد وتنوع صفة الأعضاء.

بخصوص سلطات الضبط الإداري، هناك سلطتان تتشكلان من 07 اعضاء وهما، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وسلطة ضبط البريد والمواصلات، فبالنسبة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، نص المشرع الجزائري في المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، على التشكيلة التالية للجنة:⁵⁵

- رئيس معين لمدة نيابية تدوم أربعة (4) سنوات.⁵⁶

- قاضي يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

- عضوان يختاران من بين المسيرين الأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.

- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسبها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي.

وعدلت هذه التشكيلية بموجب القانون 03-04 وصارت كما يلي:

- رئيس يعين لمدة نيابية تدوم أربعة (4) سنوات.

- قاضي يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه وزير المالية.

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

- استاذ جامعي يختاره الوزير المكلف بالتعليم العالي.

- عضو مختار من بين المسيرين الأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.

وتتكون من رئيس وستة أعضاء، هؤلاء الأعضاء مبيينين كالتالي وهذا حسب المادة 13 من القانون

03-04:

-رئيس اللجنة.

- قاضي يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- عضو يختاره محافظ بنك الجزائر.

- عضو يقترحه المصفي الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

⁵⁵ حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم القانونية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،

بدون تاريخ، ص25.

⁵⁶ المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السابق ذكره.

بعد مراجعة نص المادة، نلاحظ وجود عضو واحد فقط من سلك القضاة من بين الأعضاء وبالتالي، يستبعد هذا الأمر اعضاء الطابع القضائي على اللجنة نتيجة اعتبار اغلبية اعضائه من غير القضاة، وهذا بعد التغيير الطفيف الذي ادخله المشرع على تشكيلة اللجنة التي تشبه بهذا الشكل في القانون المعدل، وكتقدير نرى ان المشرع احسن في ادخال مثل هذا العضو الأخير من بين تشكيلة اللجنة، وذلك نظرا لما تلعبه قواعد المحاسبة من دور في مجال الإعلان العلني للادخار الذي تلجأ اليه الشركات المصدرة خاصة في مجال الرقابة على المعلومات المالية، وكتبئيه على ان اغلب الجرائم المرتكبة على مستوى البورصات تكتشف بقواعد المحاسبة ولعل هدف المشرع الجزائري من ادخال هؤلاء الأعضاء هو التوسيع من دائرة الجهات التي يمكنها المساهمة في اعضاء شفافية اكثر على المجال المالي والبورصي.⁵⁷

الفرع (2): اسلوب تعيين الرئيس والأعضاء.

يتيح اسلوب تعيين الرئيس واعضاء سلطات الضبط في المجال الاقتصادي فرصة التأكد من مدى وجود الاستقلالية التي نص عليها القانون من عدمها، وما يمكن ملاحظته من خلال النصوص القانونية المنشئة لسلطات الضبط في المجال الاقتصادي بصفة عامة ان اسلوب تعيين الرئيس والأعضاء يختلف فيما بين هذه الهيئات.

وتتشابه تشكيلة اللجنة في النصين القديم والجديد من الناحية الكمية، فكلاهما تحوي رئيسا وستة أعضاء، لكنها تختلفان من حيث نوعية وصفة الأعضاء. تختلف التشكيلتان في أغلب الأعضاء ماعد القاضي الذي يقترحه وزير العدل والعضو الذي يقترحه محافظ بنك الجزائر. كما تقلصت نسبة تمثيل الأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة من عضوان في التشكيلة القديمة إلى عضو واحد في التشكيلة الجديدة.

سكت كلا النصان عن طبيعة هذا التمثيل، أهو تمثيل ديمقراطي أي بانتخاب هذا العضو من طرف زملائه المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم، أم يكون تعيين من طرف وزير المالية. والأغلب هو ترجيح النظرية الثانية، لأن سكوت المشرع عن ذلك يجعل اقتراح العنصر منوط بوزير المالية، خصوصا وأن الممثل الثاني لهذا الأشخاص المعنوية في التشكيلة القديمة عوض بعضو يقترح وزير المالية دون تحديد لصفته.⁵⁸

⁵⁷ قراري مجدوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي-لجنة تنظيم البورصة وسلطة ضبط البريد والمواصلات انموذجين-، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق جامعة تلمسان، 2009-2010، ص55.

⁵⁸ حمليل نواره، المرجع السابق، ص26.

بالنسبة للتعيين الأعضاء في اللجنة نجد :

الرئيس وحسب المادة 21 التي تنص على مايلي "يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم اربعة 4 سنوات" هذا بالنسبة لمدة التعيين وفي الفقرة الثانية تنص على تحدد شروط تعيين رئيس اللجنة وانهاء مهامه ووضع القانوني عن طريق التنظيم، الملاحظ ان القانون اتاح هذه المسألة للتنظيم ولم يضيف شيء. الاعضاء وحسب المادة 13 من القانون 03 - 04 ، المعدلة للمادة 22 من المرسوم 93 - 10 التي تنص على " يعين اعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي، لمدة 4 سنوات، وفق الشروط المحددة في التنظيم وحسب التوزيع التالي ..."، بالنسبة للأعضاء نجد القانون حدد الفئات التي يجب ان يختار منها الاعضاء، بينما الشروط الواجب توافرها فيهم فتحديدها من اختصاص التنظيم حسب النص المادة.

الفرع (3): تعدد واختلاف الجهات المقترحة للأعضاء.

ان تعدد واختلاف الجهات المقترحة للأعضاء السلطات الإدارية المستقلة الفاصلة في المواد الاقتصادية يختلف من سلطة الى اخرى، يعين الأعضاء حسب قدراتهم في المجالات القانونية والاقتصادية والمالية من طرف جهات مختلفة، تتمثل في كل من رئيس الجمهورية، والوزراء، ومحافظ بنك الجزائر، واعضاء ممثلين لأجهزة مهنية، علما ان اختلاف جهات الاقتراح مظهر يؤثر على درجة الاستقلالية، لأنه لو كانت مهمة اقتراح الأعضاء مخولة لجهة واحدة فقط، فنننا نكون امام نفس الدرجة من الاستقلالية.⁵⁹

ان لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من حيث تشكيلتها تختلف الجهات المقترحة للأعضاء، حيث يعين اعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي، بعد اقتراحهم من طرف جهات مختلفة، والتي تتمثل في كل من وزير العدل، الوزير المكلف بالمالية، والوزير المكلف بالتعليم العالي، ومحافظ بنك الجزائر، والمصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين. ورغم اقتراح الأعضاء من طرف جهات مختلفة، الا ان سلطة التعيين تعود لسلطة واحدة وهي السلطة التنفيذية، وهذا يؤثر على درجة الاستقلالية ايضا.

⁵⁹ قراري مجدوب، المرجع السابق، ص 67 - 68.

والملاحظ انه بالنسبة لطريقة تعيين اعضاء لا تخدم استقلالية، حيث اقصيت الهيئات التمثيلية الوطنية، المجلس الشعبي الوطني ومجلس الأمة في اقتراح اعضاء السلطات الإدارية المستقلة، فكان من الضروري تقاسم البرلمان مع السلطة التنفيذية سلطة التعيين.⁶⁰

المطلب الثاني: صلاحيات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

مصطلح الضبط الاقتصادي من اصل انجليزي يعود ظهوره الى سنة 1933 في الولايات المتحدة الأمريكية بمناسبة ما سمي بالمعطى الجديد New deal وهذا مباشرة بعد الأزمة الاقتصادية لسنة 1929 والتدهور الكبير الذي عرفه الاقتصاد العالمي، اين ظهرت الحاجة بالنسبة للرئيس الامريكي " روزفلت " الى وضع مجموعة من الهيئات من اجل رقابة السوق وخاصة المالية منه ورقابة السير الحسن للمنافسة ومن ثم تفادي الوضعيات الاحتكارية، انطلاقا من دروس الأزمة الاقتصادية العالمية تمت اعادة النظر في نظرية الطابع الذاتي لاستقرار السوق ومن ثم ضرورة ابتداع هيئات قادرة على تأطير السوق وهو ما ادى في النهاية الى ظهور السلطات الادارية المستقلة في الولايات المتحدة الأمريكية.

اما في اوروبا فان الاستجابة لإشكالية الضبط كانت عن طريق عمليات التأميم او انشاء سلطات ادارية خاضعة للسلطة السياسية من اجل تنظيم القطاع.⁶¹

استعمل مصطلح الضبط في القانون الجزائري لأول مرة من طرف المشرع في قانون 89 - 12 وظهر للمرة الثانية في قانون الإعلام 2 سنة 1990 من خلال مادته 59، والتي تنص على انشاء مجلس اعلى للإعلام، سلطة ادارية مستقلة للضبط.

هذا ويرى الأستاذ " خلوفي " ان دستور 1996 يشكل الأساس القانوني الأول لهذا المفهوم انطلاقا من تكريس مبدئي حياد الإدارة وحرية الصناعة التجارة، انتشر هذا المفهوم في القانون الجزائري مع تزايد انشاء سلطات الضبط.

الى جانب مجلس النقد والقرض، نجد كذلك لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تتمتع هي الأخرى بسلطة تنظيم واسعة مقارنة بتلك التي تضمنها المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 ، وهذا تماشيا مع التعديلات الجديدة واحداث اجهزة داخل البورصة كالمؤتمر المركزي ، وتندخل اللجنة

⁶⁰ قراري مجدوب، المرجع السابق، ص 68.

⁶¹ موسى رحموني، الرقابة القضائية على سلطات الضبط المستقلة في التشريع الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم

السياسية، جامعة باتنة، 2012 - 2013، ص26.

لوضع قواعد تتعلق بسير سوق القيم المنقولة، والمقصود بالقيم المنقولة الأسهم والسندات محل العمليات القائمة بين المتعاملين داخل البورصة، اذ تقوم اللجنة وفقا للمادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المعدلة بسن ما تراه مناسبة من انظمة من اجل سير سوق القيم المنقولة، وتقوم بنشرها في الجريدة الرسمية مرفقة بالنص القانوني المتضمن الموافقة عليها من الوزير المكلف بالمالية.⁶²

تبين اللجنة من خلال هذه القواعد شروط اصدار هذه القيم وقبول تداولها واحكام اخرى خاصة بشطبها، كما تقوم بوضع القواعد المتعلقة بالمتدخلين في البورصة، سواء تعلق الأمر بالمصدرين للقيم المنقولة، وهم هؤلاء الذين يعرضون الورق للبيع لأول مرة مهما تكن صفتهم، او تعلق الأمر بالمستثمرين الذين يتقدمون لشراء تلك الأوراق المعروضة للبيع، او بصفة الوسطاء الذين يتوسطون بينهما، وتجدر الإشارة الى ان القانون رقم 03 - 04 المعدل للمرسوم التشريعي رقم 93 - 10 قد استبعد الشخص الطبيعي من دائرة الوسطاء واصبحت تقتصر هذه المهمة على الأشخاص المعنوية دون الطبيعية، الى جانب هاتين الهيئتين اللتين تمارسان السلطة التنظيمية بصفة مباشرة.

في سبيل ضبط المجال الاقتصادي خول المشرع الجزائري للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة جملة من الصلاحيات والاختصاصات وهذا ما سيتم تفصيله في الفرع الاول الاختصاص التنظيمي العام والشبه التنظيمي الممنوح للجنة، حيث تضطلع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصلاحيات واسعة في هذا المجال، اما في المطلب الثاني فنرى ان اللجنة لها اختصاص اصدار القرارات ذات طابع اداري وقرارات الفردية، ومنه في فيما تتمثل اختصاصات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تستعملها في تنظيم السوق المالية؟

الفرع(1): الاختصاص التنظيمي العام والشبه التنظيمي الممنوح للجنة.

مثما سبق ذكره تتمتع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمجموعة من الصلاحيات، حيث تمارس اللجنة اختصاص تنظيمي عام بإصدار لوائح تتعلق بتنظيم سوق القيم المنقولة، اختصاص شبه تنظيمية بإصدار التعليمات، والتوصيات، والآراء، والاقتراحات بغرض وضع حد للممارسات المخالفة للتشريع المعمول به.

أ- **الاختصاص التنظيمي العام:** لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من السلطات الإدارية المستقلة، التي خول لها المشرع اختصاص التنظيمي العام، من خلال اصدار اللوائح ونشرها في الجريدة

⁶² النظر المادة 31 من المرسوم التشريعي 93 - 10 المعدل والمتمم.

الرسمية للجمهورية الجزائرية، وتقبل هذه اللوائح (الطعن، بالإلغاء التعويض، عدم المشروعية) امام الهيئات القضائية المختصة.

وهذه اللوائح تمثل مجموع (القرارات الإدارية التي تتضمن قواعد عامة وموضوعية ومجردة، تتعلق بجملة من الحالات والمركز القانونية والأفراد غير المحددين بذواتهم، وظيفتها هي خلق أو تعديل أو إلغاء الحالات والمراكز القانونية العامة).⁶³

وتتميز القرارات الإدارية التنظيمية التي تصدرها بالثبات والجمود النسبي، حيث لا تستنفذ مضمونها وآثارها بمجرد تطبيقها لأول مرة، وإنما تظل قابلة للتطبيق كلما توفرت شروط وظروف تطبيقها، على عكس القرارات الإدارية الفردية، كما تتميز بكونها تخاطب كافة، ويحتج بها في مواجهة الجميع، مثل القانون في معناه الخاص الضيق.⁶⁴

وللأنظمة أو اللوائح أهمية خاصة باعتبارها مصدر القانون الإداري لكونها أكثر تلبية واستجابة لمتطلبات وضرورات العمل الإداري من القوانين العادية، لأن القواعد القانونية تقتصر على وضع الخطوط العامة تاركة المجال للأنظمة لرسم وبيان التفاصيل اللازمة لتطبيق هذه القواعد، وباعتبار السلطات الضبط فرع من الوظيفة والسلطة التنفيذية، فهي أكثر قدرة من السلطة التشريعية على معرفة ووضع تفاصيل القواعد والأحكام القانونية العامة والإجمالية موضع التنفيذ، بصورة واقعية، ملائمة ومستمرة، وذلك نظرا لكون السلطات الضبط اقرب مؤسسات الدولة الى الواقع المعاش، لذا فالمنطق يستلزم اعطاء السلطات الضبط المختصة سلطة اصدار القرارات الإدارية العامة والتنفيذية، واللازمة لتحديد شروط وظروف ووسائل تنفيذ القانون، وبالقيااس فإن سلطات الضبط المستقلة جزء من السلطة الإدارية في الدولة، فقد كان من البديهي ان يخولها المشرع سلطة تنظيمية معتبرة، وهذا ما نلاحظه من خلال الاختصاصات الممنوحة للجنة.

اولا: مجال ممارسة الاختصاص التنظيمي العام.

لقد منح المشرع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لممارسة سلطة اصدار اللوائح وهذا ضمن مجال واسع، حيث خول لها صلاحية وضع التنظيم في الميدان المالي، ولاسيما في مجال القيم المنقولة، وتلعب دور المصدر لقانون القيم المنقولة، وذلك انها تتولى وضع النصوص التنظيمية

⁶³ عمار عوابدي، نظرية القرارات الإدارية بين علم الإدارة و القانون الإداري، الطبعة الثانية، دار هومة، الجزائر، 2001، ص 12 .

⁶⁴ عمار عوابدي، المرجع السابق، ص 12.

التي تشكل الإطار التنظيمي العام للبورصة والوسطاء وعلى هذا الأساس يمكن اعتبارها السلطة التي تساهم في تطوير قانون البورصة ككل.

وقد نص المشرع على هذه السلطة ضمن القسم الثاني، من الفصل الثاني الذي ورد تحت عنوان (المهام و الصلاحيات)⁶⁵، من المرسوم التشريعي 93 - 10 والمعدلة بالقانون 03 - 04، حيث وسع المشرع اختصاص اللجنة بمنحها الحق في سن لوائح في مجالات جديدة لم تتضمنها المادة قبل التعديل، فيما الغى اختصاصها في بعض المجالات المنصوص عليها ضمن نفس المادة، فيما احتفظ باختصاصها على حالة ضمن مجالات اخرى.

المادة 31 ضمن المرسوم 93 - 10 (تقوم اللجنة بتنظيم سوق القيم المنقولة بسن تقنيات تهتم ما تأتي على الخصوص:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات التي يجب ان يكفلوها لزيائئهم.
- الشروط الخاصة بأهمية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في مجال البورصة.
- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد اسعارها.
- تنظيم عمليات المقاصة.
- الشروط التي يتفاوض ضمنها حول القيم المنقولة في البورصة ويتم تسليمها.
- تسيير اوراق القيم المنقولة وسنداتها المقبولة في البورصة.
- محتوى الشروط الإلزامية الواجب ادراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة زيائئهم)⁶⁶.

اما التعديلات التي وردت على نص المادة 31.⁶⁷ بحسب التعديل في القانون 03 - 04 ورد كما يلي:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد وسطاء عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم.

⁶⁵ القسم الثاني، الفصل الثاني من المرسوم التشريعي 93 - 10، حيث ورد العبارة " الوظيفة القانونية "، حيث لو وردت " الوظيفة التنظيمية " لكانت ادق.

⁶⁶ المادة 31 المرسوم التشريعي 93 - 10 المتعلق بالبورصة.

⁶⁷ المادة 31 من المرسوم التشريعي 93 - 10 المعدلة والمتممة بالقانون 03 - 04 المتعلق بالبورصة.

- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم.

- الشروط والقواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.

- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته.

- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ ادارة السندات.

ثانيا: المصادقة على ما تصدره اللجنة من لوائح.

لا يمكن ان تنشر اللوائح التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في الجريدة الرسمية الا بعد موافقة الوزير المكلف بالمالية بموجب قرار يصدره وفقا لما نص عليه المرسوم التنفيذي رقم 96-102،⁶⁸ والذي صدر تطبيقا للمادة 32 من المرسوم التشريعي 10-93 المعدل والمتمم.

وتعتبر الموافقة ضمنية إذا سكت الوزير المكلف بالمالية، ولم يقدم موافقته ولا رفضه للائحة ضمن اجل 15 يوما كاملة يبدأ حسابها من تاريخ ايداع التنظيم، ويوجه مباشرة الى الأمانة العامة للحكومة مرفقا بالإشعار بالاستلام من طرف وزير المالية، وهذا بغرض استكمال اجراءات نشره في الجريدة الرسمية وهو ما نصت عليه المادتين 27 و 28 من النظام الداخلي للجنة ومصادقة وزير المالية على لوائح اللجنة يمكن اعتباره نوع من الرقابة الوصائية، ذلك ان الوزير يملك سلطة المصادقة، واحالة النظام للنشر، كما انه يملك سلطة الرفض، وبالتالي عدم امكانية نشر النظام مما يجعله غير قابل للتطبيق، وهذا على خلاف الرقابة الممارسة من طرف ذات وزير على الأنظمة التي يصدرها مجلس النقد و القرض التي تعتبر مجرد رقابة شكلية، اذ يحق للوزير ان يطلب تعديلها، الا ان طلبه لا يلزم المجلس، ويكون القرار الذي يتخذه هذا الأخير نافدا مهما كان مضمونه،⁶⁹ ونفس الحكم يسري على لجنة عمليات البورصة بالنسبة لفرنسا اذا ان انظمتها لا تخضع الا لموافقة او مصادقة شكلية من الوزير المكلف بالمالية.⁷⁰

ب- الاختصاص الشبه التنظيمي للجنة.

تساهم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في سن القواعد القانونية وهذا من خلال اختصاصها شبه التنظيمي، فهي تتمتع بإمكانية اصدار تعليمات، توصيات، آراء طبقا للمادة 30 من نظامها

⁶⁸ المرسوم التنفيذي 96 - 102 المتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي 93 - 10 المتعلق بالبورصة، المؤرخ في 11 مارس، الجريدة الرسمية رقم 18 ، 1996.

⁶⁹ المواد 46 ، 47 ، 48 ، من قانون 90 - 10 المؤرخ في 14 افريل 1990 ، المتعلق بالنقد و القرض، الجريدة الرسمية رقم 6 الصادرة في 18 افريل 1990 ، الملغى.

⁷⁰ زوار حفيظة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة ادارية مستقلة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق بن عكنون، جامعة الجزائر، 2003 - 2004 ، ص81.

الداخلي، وتنتشر جميع هذه الأعمال في الكشوف التي تصدرها اللجنة دوريا وكذا في التقرير السنوي الذي تقدمه اللجنة للحكومة، كما يمكن للجنة تقديم اقتراحات قوانين للحكومة تتعلق بسوق البورصة.
اولا : التعليمات.

وتعرفها المادة 31 من النظام الداخلي للجنة بأنها (اعمال تحدد بواسطتها القواعد والإجراءات والشروط التي تطبق في اطارها قرارات اللجنة) والتعليمات في الحقيقة تعتبر نصوص تطبيقية او بمثابة خطوط السير،⁷¹ التي تتبع خاصة في مجال القرارات الفردية، فهي تسمح للجنة بتحديد الشروط العامة لاتخاذ القرارات ذات الطابع الفردي.

كما تحدد مجموع المعلومات التي يجب ان تحت وبها الوثائق الإعلامية، لذلك فهي غالبا ما تعد نصوصا تطبيقية لأنظمة اللجنة، لذا نجد هذه الأخيرة قد اصدرت منذ تأسيسها سنة 1996 على عدد معتبر الى حد ما كما يلي يصل عدد التعليمات التي اصدرتها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الى 11 تعليمة من بينها:

- التعليمة رقم 97 - 01 المؤرخة في 30 - 11 - 1997 والتي تحدد انواع الاعتماد.
- التعليمة رقم 97 - 02 المؤرخة في 30 - 11 - 1997 التي تتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- التعليمة رقم 97 - 05 المؤرخة في 30 - 11 - 1997 التي تتضمن تطبيق نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 96 - 02 .
- التعليمة رقم 98 - 01 المؤرخة في 30 - 04 - 1998 المتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.
- التعليمة رقم 98 - 02 المؤرخة في 10 - 05 - 1998 المتعلقة بنموذج اتفاقيات الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.
- التعليمة رقم 99 - 01 المؤرخة في، 03 - 03 - 1999 التي تتعلق بوثائق فتح الحساب.
- التعليمة رقم 99 - 02 المؤرخة في، 03 - 03 - 1999 التي تتعلق بالسجلات التي يجب ان يحملها المتعامل.
- التعليمة رقم 99 - 03 المؤرخة في 16 - 06 - 1999 المتعلقة بمنح البطاقات المهنية.
- التعليمة رقم 99 - 04 المؤرخة في 17 - 10 - 1999 المتعلقة بوصولات سندات الدين.

⁷¹ قراري مجدوب، المرجع السابق، ص 105.

التعليمة رقم 99 - 05 المؤرخة في 17 - 10 - 1999 المتعلقة بمسك السندات من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.

التعليمة رقم 2000 - 01 التي تحدد قواعد الحذر لتسير الوسطاء في عمليات البورصة.

ثانيا: التوصيات.

تعتبر التوصيات اداة لشرح وتفسير النصوص التشريعية والتنظيمية في المجالات التي لا تتمتع فيها اللجنة الا برقابة بعدية عامة، اذ نجدها خاصة في المجالات التي تتمتع فيها اللجنة بسلطة القرار، فالتوصيات لا تحمل اي قوة الزامية، والأشخاص الذي توجه اليهم هم احرار في اتباعها او عدم ذلك، الا ان القوة المعنوية للجنة تجبرهم على اخذها بعين الاعتبار في غالب الأحيان، ولتفسير القيمة العملية لهذه التوصيات نصت المادة 32 من النظام الداخلي للجنة بأن التوصيات التي تصدر اللجنة تهدف الى تحقيق وضمان مجموعة متطلبات منها:

- أحسن اعلام من طرف جميع الفاعلين في سوق القيم المنقولة.

- احترام المساواة بين المستثمرين.

- التطبيق الأمثل للنصوص التشريعية والتنظيمية.

وتجدر الإشارة الى ان هذا الأسلوب غير مستعمل بكثرة من طرف اللجنة، وذلك لكونها تملك سلطات ووسائل أكثر فاعلية.⁷²

ثالثا: الآراء.

وهي وسيلة تسمح للجنة بتفسير بعض النصوص التشريعية او التنظيمية بناء على طلب ذوي الصفة والمصلحة، فهي ذات طابع توجيهي او تحضيري، اذ تقضي المادة 34 من النظام الداخلي للجنة، بأن الآراء الصادرة عن اللجنة تهدف الى تفسير بعض النصوص التشريعية، وتصدر بناء على اخطار من كل مؤسسة او هيئة عامة او خاصة.

كما يمكن لآراء اللجنة ان تكون تحضيرية لقرارات بعض السلطات التنفيذية المتعلقة بسوق القيم المنقولة، لكون اللجنة أكثر اطلاعا في هذا المجال، ومن ذلك مثلا ما نصت عليه المادتين 19 و 19 مكرر 01 من المرسوم التشريعي 93 - 10 المعدل والمتمم، بأن وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لكل من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة،

⁷² حفيفة زوار، المرجع السابق، ص 85.

والمؤتمن المركزي على السندات تخضع الى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد اخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الا ان المشرع لم يوضح طبيعة هذا الرأي اما التحضيري إذا ما كان رأياً بسيطاً يأخذه وزير المالية على سبيل الاستئناس ام انه رأي موافق حيث يلتزم الوزير في هذه الحالة باتباعه عند اتخاذ قراره، لكن وفي ظل هذا الغموض القانوني وعملياً نجد ان هذا الرأي يبقى رأي استثنائي لا يلزم به الوزير.⁷³

ربعا: الاقتراحات.

لقد اوكل المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المعدل والمتمم سابق الذكر للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة القيام بتقديم مقترحات تتضمن نصوصاً تشريعية وتنظيمية تخص اعلام حاملي القيم المنقولة والجمهور، وتنظيم بورصة القيم المنقولة وسيرها والوضعية القانونية للوسطاء في عمليات البورصة، وتقدم هذه الاقتراحات الى الحكومة وفقاً لنص المادة 34 من ذات المرسوم.⁷⁴ كما تلتزم اللجنة بإعداد تقرير سنوي تضمنه نشاط سوق القيم المنقولة ويوجه هذا التقرير الى الحكومة،⁷⁵ ويمكن ان يعد وسيلة لإعطاء فكرة للحكومة عند اتخاذ المبادرة بإعداد مشاريع القوانين المتعلقة بسوق القيم المنقولة، بل يعتبر أحد المصادر المادية الهامة لمشاريع القوانين لصدوره من هيئات واعضاء عاملين متخصصين.

الفرع(2): اختصاص اللجنة في التدخل واصدار قرارات ادارية وفردية.

ومن الاختصاصات الممنوحة ايضاً للجنة تنظيم عمليات البورصة اختصاصين ذو طبيعة ادارية تتمثل في الفرع الاول اختصاص التدخل الممنوح للجنة البورصة، وكما في الفرع الثاني الاختصاص بإصدار القرارات الادارية وبشكل فردي، منح هاذين الاختصاصين يكن نفي للطابع الخصوصي لعمل اللجنة حتى تتمكن من ممارسة المهام الموكلة لها وهما كما يلي:

أ- اختصاص التدخل الممنوح للجنة.

كأصل عام التدخل يكون للقضاء قبل الادارة، لأن القاعدة العامة تقتضي ذلك حيث القضاء يتقدم لإمكان استعمال القوة المادية العامة، وتدخل الإدارة في هذه الحالة يكون من اجل تنفيذ حكم القضاء، اما تدخل الإدارة ابتداء لتنفيذ اجراءات الضبط الإداري معناه الاستغناء عن التدخل السابق للقضاء، اذ ان هيئة الضبط تلجأ الى مجموعة من الوسائل منها القوة المادية وبشكل مباشر دون ان يكون

⁷³ حفيظة زوار، المرجع السابق، ص 85 - 86.

⁷⁴ قراري مجدوب، المرجع السابق، ص 106.

⁷⁵ المادة 30 / 5 من القانون 03 - 04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي، 93 - 10 المتعلق بالبورصة.

ذلك تنفيذاً لحكم قضائي، سلطة الإدارة في التدخل مباشرة دون اللجوء وباعتبار ان لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي سلطة ضبط في المجال الاقتصادي فإن المشرع قد منحها جملة من الوسائل القانونية للتدخل ضمن اختصاصها في مجال السوق المالية، ودون الحاجة الى استصدار احكام او قرارات قضائية فهي تتمتع بسلطة الأمر، التحقيق، الحلول والوساطة، (بالإضافة الى سلطة التحكيم والتأديب)، حيث سوف نحاول توضيح هذه الاليات الممنوح للهيئة.⁷⁶

اولاً: الاختصاص الأمري.

وهي عبارة عن آلية تسمح لهيئة ما بان تصدر قرارات تلزم الأطراف الموجهة اليها بتدارك او تصحيح اعمالها حتى تتماشى مع التنظيم او هي (إلزام للشخص بفعل او عدم القيام بفعل بهدف توقيف مخالفة لقاعدة قانونية او فعل من شأنه الإضرار بمصالح الأشخاص الذين تختص الهيئة الضابطة بحمايتهم)، وتتمتع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بأهلية تسمح لها اما ان تطلب من القاضي اصدار اوامر او ان تقوم بنفسها بتوجيه اوامر إدارية.

ثانياً: الاختصاص بالتحقيق.

مما لا شك فيه ان استقرار النظام داخل سوق الأوراق المالية يتطلب رقابة يقظة وعميقة ومن اجل ذلك منح المشرع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سلطة اجراء تحقيقات تمس مختلف المتعاملين في سوق القيم المنقولة بغرض ضمان تطبيق أفضل، واحترام امثل للقوانين والأنظمة التي تحكم هذه السوق اذ تلعب اللجنة اثناء ممارسة هذه السلطة دور المصفاة، حيث تسهر على شفافية المعاملات ونزاهتها، كما ان هذه الوظيفة تعادل نشاط الشرطة الاقتصادية، فهي شرطة البورصة، حيث تملك صلاحيات التحقيق والمتابعة امام الجهات القضائية.⁷⁷

وقد نصت على هذه السلطة المادة 37 من المرسوم التشريعي 93 - 10 المعدل والمتمم " تجري اللجنة على طريق مداولة خاصة، وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة وتحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ الى التوفير علناً او البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة، ولدى الأشخاص الذين يقدمون نظراً لنشاطهم المهني، مساهماتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة او في المنتوجات المالية المسعرة او يتولون ادارة مستندات مالية، ويمكن للأعوان المؤهلين

⁷⁶ قروراري مجدوب، المرجع السابق، ص 107-108.

⁷⁷ قايد ياسين، الإدارة الجزائرية وقانون المنافسة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق بن عكنون، جامعة الجزائر، 2000، ص 2

ان يطلبوا بإمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعامتها وان يحصلوا على نسخ منها، ويمكنهم الوصول الى جميع المجال ذات الاستعمال المهني".

كما قضت المادة 38 من ذات المرسوم، بأنه بإمكان اللجنة وعقب مداولة خاصة ايضا ان تقوم باستدعاء اي شخص من شأنه ان يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة امامها، او ان تأمر اعوانها باستدعائه، ويحق لكل شخص يتم استدعاؤه لهذا الغرض ان يستعين بمستشار من اختياره، وقد اكدت هذه الأحكام نصوص بعض المواد نذكر منها على سبيل المثال:

المادة 44 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96 - 03، المتعلق بشروط اعتماد وواجبات ومراقبة الوسطاء في عمليات البورصة، التي تنص (تخضع نشاطات ووسطاء عمليات البورصة لمراقبة اعوان اللجنة، يمكن للأعوان المؤهلين اجراء تحقيقات لدى الوسطاء وتعطى لهم كل وثيقة ضرورية كما يمكنهم الدخول الى المحلات ذات الصبغة المهنية خلال ساعات العمل).

وكذلك المادة 48 من الأمر رقم 96 - 08، التي تنص على (تخضع الهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الى رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبهذه الصفة يجوز للجنة ان تقوم وفقا لأحكام المادة 37 من المرسوم التشريعي 93 - 10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة بتحقيقات حول النشاط الذي تقوم به، الهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وبالتالي فإنه لا يمكن بأي حال من الأحوال الاحتجاج بالسر المهني في مواجهة تحقيقات اللجنة، وهذا تحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في المادة 59 من المرسوم التشريعي 93 - 10 التي تنص على عقوبة بالحبس لمدة من 30 يوما الى 03 سنوات والغرامة المقدرة ب 30.000 دج او احدى هاتين العقوبتين فقط ضد كل من يعترض ممارسة صلاحيات اللجنة واعوانها المؤهلين، ونظرا لخطورة هذا الإجراء وامكانية مساسه بحريات الأشخاص فقد احاطه المشرع بمجموع الضمانات اللازمة لحماية الأفراد منها :

ان حدود سلطة التحقيق تتوقف عند المحال ذات الاستعمال المهني، ولا يمكنها ان تتجاوزها الى المحال ذات الاستعمال السكني، كما ان عمليات التحقيق لا يمكن ان تتم الا اثناء الأوقات الرسمية للعمل، وهذا ما اكده المجلس الدستوري الفرنسي في قراره الصادر بتاريخ 19 جانفي 1988 المتعلق بقانون بورصات القيم،⁷⁸ الذي يكرس سلطات لجنة عمليات البورصة في فرنسا، هذا القرار يقضي بأن السلطات الممنوحة للأعوان المؤهلين من طرف اللجنة (محدودة بسياق التحقيقات الإدارية) وان

⁷⁸ حفيظة زوار، المرجع السابق، ص 90.

الدخول الى المحال مقصور على تلك التي لها استعمال مهني محض، كما ان الاعوان لا يتمتعون بأية امكانية للإكراه المادي، ولا يمكنهم القيام بأي تفتيش او حجز.⁷⁹

من جهة اخرى وتدعيما لحق الدفاع منح المشرع الحق لكل شخص يتم استدعاؤه في اطار التحقيقات التي تقوم بها اللجنة ان يستعين بمستشاره من اختياره، فضلا عن ذلك فإنه يقع على جميع اعوان اللجنة الذين يقومون بمهمة التحقيق واجب الالتزام بالسر المهني فيما يخص الوقائع والأعمال والمعلومات التي اطلعوا عليها بحكم وظيفتهم، حسب الشروط وتحت طائلة العقوبات المنصوص عليها ضمن قانون العقوبات وفقا لنص المادة 39 من المرسوم التشريعي 93 - 10 المعدل والمتمم، ولكن هذا الالتزام يقف عند حدود اهداف التحقيقات وضرورة المتابعات المنصوص عليها قانونا.

ثالثا : اختصاص بالحلول.

وتتمتع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بسلطة الحلول محل مسيري المؤسسات المصدرة للقيم، في اعلام الجمهور بالمعلومات التي ترى بأنها ضرورية وهذا عند تخلف المصدر عن القيام بواجباته الإعلامية، حيث تقوم بنشر المعلومات الناقصة بنفسها، ويتحمل المصدر تكاليف النشر.

رابعا: الاختصاص التأديبي والتحكيمي .

وتتولى ممارسة هذه السلطة الغرفة التأديبية والتحكيمية التي تتواجد على مستوى اللجنة، وتتولى الغرفة التأديبية والتحكيمية ممارسة التحكيم والوساطة عند حدوث اي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، بين كل من الوسطاء في عمليات البورصة او شركة ادارة بورصة القيم او الشركات المصدرة للقيم المنقولة او الأمرين بالسحب في البورصة، طبقا للمادة 52 من المرسوم التشريعي 93 - 10 المعدل والمتمم.

كما تمارس الغرفة السلطة التأديبية عند حدوث اي اخلال بالواجبات المهنية واخلاقيات المهنة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة، وكل المخالفات المرتكبة ضد الأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

ان الغرفة التأديبية والتحكيمية لا تتحرك الا بناء على طلب من أحد الأطراف الذين عدت لهم المادة 54 من المرسوم وهم:

- اللجنة نفسها.

- المراقب الذي تفوضه اللجنة لحضور اجتماعات البورصة.

⁷⁹ قراري مجدوب، المرجع السابق، ص 111.

- الوسطاء في عمليات البورصة.

- شركة ادارة بورصة القيم.

- الشركات المصدرة للقيم.

- الأمرين بالسحب.

- وقد يكون بناء على تظلم اي طرف له مصلحة.

فقط يلاحظ هنا حرمان الغرفة من امكانية القيام بالمتابعة التلقائية، حيث كان من المفترض ان يمنحها المشرع هذه الصلاحية في حال ثبوت اي مخالفة لقواعد اخلاقيات المهنة او التشريع والتنظيم المعمول بهما، الا ان هذا لا يطعن في استقلاليتها في اتخاذ قراراتها، فهي لا تتلقى اية تعليمات او ملاحظات من طرف اللجنة اثناء عملية الفصل في القضايا المعروضة عليها.⁸⁰

ب- الاختصاص بإصدار القرارات الادارية الفردية.

من السلطات التي تتمتع بها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في إطار ممارستها لمهام الضبط والتنظيم الاقتصادي هي الاختصاص بإصدار القرارات الفردية، حيث لها حق ممارسة الضبط الإداري عامة يمكن ان تتم عن طريق اصدار اوامر فردية، اي للهيئات المختصة بصيانة النظام العام ان تصدر قرارات ادارية ضبطية فردية، تطبق على شخص او اشخاص معينين بذواتهم او على حالات متعددة معينة بذاتها.

اما بالنسبة لأشكال هذه القرارات فإنها يمكن ان تأخذ صيغة اوامر او نواهي فردية معينة بالذات تلزم من وجهت اليه بالقيام بعمل او الامتناع عن القيام بعمل، كما يمكن ان تكون في شكل ترخيص اداري بموجبه يسمح لشخص معين او مجموعة معينة من الأشخاص بمزاولة نشاط محدد و معين، الا انه يجب ان تستند تلك الهيئات في اصدارها لهذه القرارات على قواعد تنظيمية عامة، والا اعتبرت غير مشروعة.⁸¹

ومن هنا يمكن تشبيه الدور الذي تقوم به بعض الهيئات في مجال الضبط الاقتصادي بذلك الذي تقوم به سلطات الضبط الإداري في مجال صيانة النظام العام، حيث اسندت سلطة اتخاذ القرارات الفردية لبعض السلطات الاقتصادية المستقلة، ومنها مثلا: مجلس النقد والقرض الذي يتخذ القرارات

⁸⁰ حفيظة زوار، المرجع السابق، ص 93.

⁸¹ حفيظة زوار، المرجع السابق، ص 83.

الفردية التي تتعلق بتراخيص انشاء البنوك والمؤسسات المالية، وتراخيص فتح مكاتب تمثيل البنوك والمؤسسات المالية الاجنبية.⁸²

اولا: التأشيرة.

حيث يقع على كل مصدر للقيم المنقولة قبل نشر المذكرة الإعلامية المتعلقة بإعلام الجمهور، ان يودع مشروع هذه المذكرة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للتأشير عليها، حتى يتسنى له توزيعها وسط الجمهور، إذا يجب ان تضع اللجنة تأشيرتها عليها حتى تصبح قابلة للنشر.

ثانيا: الاعتماد.

اذ انه لا يمكن ممارسة بعض النشاطات المتعلقة بسوق القيم المنقولة الا بعد الحصول على اعتماد مسبق من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ومن ذلك:

- ضرورة اعتماد الوسيط في عمليات البورصة.

- ضرورة اعتماد اللجنة للقوانين الاساسية ومشاريع انظمة هيئات التوظيف الجماعي للقيم.⁸³

المبحث الثاني: شركة تسيير القيم المنقولة SGBV .

تدار الأسواق المالية من قبل شركات خاصة خاضعة للقانون الخاص، علما أنها مهمة دقيقة وحساسة في الوقت نفسه، كونها تتعلق بأهم دعائم وركائز الاقتصادات القومية والعالمية. تبنت أغلب التشريعات هذا الخيار لما تتوفر عليه هذه الشركات الخاصة من خبرة وكفاءة في مجال إدارة عمليات السوق وتسويتها، كفاءة لا تتوفر عليهما الإدارة التقليدية.

والمشرع الجزائري تبنى هذا المنهج بتوكيله مهمة إدارة السوق المالية إلى شركة خاصة وهي شركة إدارة القيم المنقولة، مهمة تسوية العمليات إلى شركة خاصة هي المؤتمر المركزي على السندات المنشأة بموجب القانون 03-04.

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، التي سماها المشرع بشركة إدارة بورصة القيم المنقولة والتي نص عليها المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993،⁸⁴ المحرك الأساسي لعمليات البورصة فهي تسهر على حسن سيرها من بدايتها إلى تنفيذها وتسويتها نهائيا. والشركة الجهاز الوحيد الذي يدير البورصة دون منازع قبل تعديل سنة 2003، الذي أناط بالشركة مهمة تسيير عمليات البورصة وتنفيذها داخل المقصورة، وأسس المؤتمر المركزي للسندات الذي خول له مهام

⁸² لبياد ناصر، السلطات الإدارية المستقلة، مجلة ادارة، المدرسة الوطنية للإدارة، الجزائر، العدد الأول، 2002، ص 13.

⁸³ قراري مجدوب، المرجع السابق، ص 103.

⁸⁴ المادة 15 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

تسوية العمليات بعد تنفيذها والسهر على إتمام عمليات الدفع وتسليم الأوراق المالية على أحسن وجه وتنظيم عمليات المقاصة كلما اقتضى الامر ذلك.⁸⁵

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة اختصاراً SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

المطلب الأول: تشكيلة شركة تسيير القيم المنقولة.

كيف المشرع الجزائري شركة تسيير القيم المنقولة بشركة أسهم في المادة 15 من المرسوم التشريعي 93-10. جعل المساهمين فيها هم الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من قبل اللجنة، وذلك حسب المادة 02 من النظام 97-01،⁸⁶ التي تنص على ما يلي (إن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة التي تدعى في صلب النص "شركة" والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، هي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة من الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانوناً من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها).

الفرع (1): تشكيلة الشركة خلال المرحلة الانتقالية.

بدأت المرحلة الانتقالية من تاريخ صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، وذلك بموجب المادة 61 من المرسوم نفسه والتي نصت على ما يلي (يمكن انتقالاً ولمدة لا تتجاوز خمس سنوات ابتداء من تاريخ صدور هذا النص، أن تعتمد اللجنة كوسطاء في عمليات البورصة الأشخاص المعنويين التابعين لفئات محددة في مرسوم تنفيذي) وبهذه الصفة يمكن لهؤلاء الأشخاص المعنويين أن يكتتبوا في أسهم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

⁸⁵ المواد 10 و11 على التوالي من القانون رقم 03-04 الذي أستاذت المؤتمر المركزي للسندات.

⁸⁶ نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97-01 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997. المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 03-04 المؤرخ في 18 نوفمبر 2003، الجريدة الرسمية رقم 87، الصادر في 30 نوفمبر 2003.

وتم وضع المرحلة الانتقالية من أجل تهيئة المناخ القانوني وتجسيد الإطار العضوي المرافق للسوق المالية الجزائرية، على أمل مباشرتها لنشاطها في أقرب الآجال، وعدم انتظار تأسيس وسطاء، ثم اعتمادهم لكي يكتتبوا في رأسمال شركة تسيير القيم المنقولة، خصوصا وأنه أمر قد يطول لأمد، في انتظار اهتمام المستثمرين بهذا النشاط وتقريرهم إنشاء شركات لممارسة الوساطة المالية أو حتى اهتمام الأشخاص الطبيعية بذلك علما أن القانون كان آنذاك يسمح للأشخاص الطبيعية بممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة.

حددت فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن أن تعتمد لها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بصفة انتقالية كوسطاء في عمليات البورصة، بموجب المرسوم التنفيذي رقم 94-176 الذي نصت مادته الثانية على ما يلي (يمكن أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفة انتقالية كوسطاء عمليات البورصة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين المستقرة قانونا في الجزائر وكذا صندوق المساهمة).⁸⁷

لم تبين هذه المادة هوية الأشخاص المعنوية المرشحة لممارسة الوساطة في عمليات البورصة بصفة انتقالية، إنما اكتفت بتحديد صفتهم والمتمثلة في البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصندوق المساهمة. على أن تتقدم هذه الأخيرة بطلب اعتماد لدى اللجنة، كي تتمكن من مباشرة هذا النشاط. أنشأت شركة تسيير القيم المنقولة بتاريخ 25 ماي 1997، بعد انعقاد جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21 ماي 1997 وتأسست من الأعضاء الآتية أسمائهم:⁸⁸

1- C.N.M.A الصندوق الوطني الجزائري ;

2- B.N.A البنك الوطني الجزائري ;

3- C.P.A القرض الشعبي الجزائري ;

4- B.A.D.R بنك الفلاحة والتنمية الريفية ;

5- B.D.L بنك التنمية المحلية ;

6- C.N.E.P الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط ;

7- C.A.A.R الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين ;

⁸⁷ مرسوم تنفيذي 94-176 مؤرخ في 13 جوان 1994 يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي

1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 41، الصادرة في 26 جوان 1994.

⁸⁸ ISMAIL Noureddine, DG de la bourse d'Alger. « La bourse d'Alger opérationnelle » Revue Convergence, éditée par la banque extérieur D'Algérie, N°4, Décembre 1999, p5.

8- C.A.A.T الشركة الجزائرية للتأمين الشامل ;

9- C.C.R الشركة المركزية لإعادة التأمين ;

10- UNION BANK يونيون بنك ;

11- B.E.A البنك الخارجي الجزائري ;

12- SAA الشركة الجزائرية للتأمينات .

تسير هذا الشركة من قبل مجلس إدارة مكون من الأعضاء العشرة الأوائل السالف ذكرهم.⁸⁹ أما عن رأسمالها، فقد تأسست برأسمال قدره أربعة وعشرون مليون دينار جزائري (24.000.000.00 دج) بحصص متساوية بين الوسطاء الاثني عشر. نزولا عند مقتضيات المادة 03 من النظام رقم 97-01، التي حددت الحد الأدنى لمساهمات الوسطاء في رأسمال الشركة بمليونين دينار جزائري (2.000.000.00 دج).

الفرع(2):تشكيلة الشركة بعد المرحلة الانتقالية.

تتشكل شركة تسيير بورصة القيم حاليا من ستة بنوك عمومية وهي :

1-B.N.A البنك الوطني الجزائري ;

2-C.P.A القرض الشعبي الجزائري ;

3-B.A.D.R بنك الفلاحة والتنمية الريفية ;

4-B.D.L بنك التنمية المحلية ;

5-C.N.E.P الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط ;

6-B.E.A البنك الخارجي الجزائري .

تثير التشكيلة الجديدة نفس الإشكالات السابق شرحها وهي عدد مساهمي الشركة، وطبيعة هؤلاء المساهمين، فمن حيث عددها تم تقليصه من 12 مساهم إلى 6 مساهمين، وهذا العدد لا يستجيب لنصاب القانوني لعدد شركاء شركة الأسهم الخاصة. أما من حيث طبيعة الشركاء، فاللافت للانتباه أن كل المساهمين الجدد بنوك عمومية مما يصعب على شركة تسيير بورصة القيم صفة العمومية.

⁸⁹ صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص ص 304-305.

المطلب الثاني: مهام وصلاحيات شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شركة تجارية تأخذ شكل شركة أسهم طبقاً للنصوص التالية:

- نص المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 التي تنص على «تتولى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة بمفهوم المادة 18 أدناه».

- أكدت على ذلك لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في المادة 02 من نظامها رقم 97-01 بنصها على ما يلي «أن شركة بورصة القيم المنقولة التي تدعى في صلب النص "شركة" والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، هي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانوناً من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها».

يكتنف الطبيعة القانونية لشركة تسيير بورصة القيم غموضاً كبيراً، فهي شركة أسهم استناداً إلى النصوص السالفة الذكر، إلا أنها لها من السمات والخصوصيات ما يجعلها لا تتفق في كثير من أحكامها، مع الأحكام العامة لشركة الأسهم المنصوص عليها في القانون التجاري.

تتجلى خصوصية شركة تسيير القيم في عدة جوانب منها من حيث التأسيس ومن حيث النشاط، وعدد الأعضاء، وخضوعها لهيئات الرقابة الخارجية، ومن جهة أخرى فإن شركة تسيير القيم المنقولة شركة خاصة لكنها تمارس مهام المرفق عام، وتصدر قرارات إدارية وتخضع نزاعاتها للقضاء الإداري.

ويتمثل هدف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة فيما يلي:⁹⁰

- 1- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة ;
- 2- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها ;
- 3- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة ;
- 4- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة ;
- 5- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديثها ;
- 6- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة ;
- 7- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

⁹⁰ حمليل نواره، المرجع السابق، ص 144.

تسعى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من خلال هذه المهام إلى حماية السوق وضمان سلامتها ونزاهة العمليات وشفافيتها، في تحمي النظام العام للسوق المالية، ويظهر من خلال سرد هذه المهام أن الشركة لا تمارس نشاطا خاصا، ولا تحقق نفعا خاصا بها -عكس الشركات التجارية التي تسعى وراء تحقيق الأرباح- فهي تمارس نشاطا بالغ الأهمية للاقتصاد الوطني بصفة عامة.

منح المشرع لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة صلاحية إصدار مقررات في مجال اختصاصها، لكنها تبقى دون أثر قبل تصديق لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عليها، وتنص المادة 01 من نظام اللجنة رقم 97-03 على ما يلي « يمكن شركة إدارة بورصة القيم، التي تدعى في صلب النص ش.إ.ب.ق، تحديد في مجال اختصاصها، كفاءات تطبيق هذا النظام العام في شكل تدبير ذي طابع داخلي أو بلاغات أو مقررات .

تعرض المقررات للتصديق على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المسماة فيما يأتي اللجنة « . تظهر من خلال هذه المادة تبعية شركة تسيير بورصة القيم للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فرغم عدم وجود نص يكيف اللجنة على أنها شخص إداري، إلا أن خضوع نزاعاتها للقضاء الإداري لخير دليل على ذلك.

تخضع شركة تسيير القيم المنقولة إلى تبعية أخرى لشخص مركزي آخر، هو وزارة المالية الممثلة في شخص الوزير، يتدخل هذا الأخير للموافقة على بعض تصرفات الشركة، التي تبقى دون أثر قانوني قبل صدور هذه الموافقة.

الختامة

الخاتمة.

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية وذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات.

ولما كان هذا هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات. و قد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها و ذلك بإنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة إدارة بورصة القيم. لكن و رغم مرور أكثر من عشر سنوات إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها ، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا إذا ما نظرنا إلى نسبة رأس مالها السوقي إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي التي بلغت في سنة 2004 ما مقداره 0.22 % .

يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية في الدول المتخلفة أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر، ربما يكون هذا راجع إلى أنها في مراحل تطورها الأولى أي المرحلة الجنينية في أغلب الدول العربية، كما أنها تكاد تكون غير موجودة في عدد آخر من الدول والسبب في ذلك يعود إلى فقر أسواق الأوراق المالية إلى الأدوات المالية ونوعيتها والدرجة الكافية من العمق والسيولة، ويقف وراء كل ذلك عدة عوائق منها ما يتعلق بالبيئة الكلية التي تعمل من خلالها هذه الأسواق ومستويات الادخار المحلي وعادات الاستثمار ومنها ما هو متصل بالسياسات الاقتصادية .

وبالإضافة إلى ضرورة القضاء على هذه العقبات وتجاوزها هناك أيضا الحاجة إلى تكثيف الجهود لتحقيق الربط بين هذه الأسواق وفتحها على التداول الإقليمي، الأمر الذي سيساهم بدوره على نموها وهذا يتطلب فهم ومواجهة العقبات التي تحول دون هذا الربط والتنسيق في هذا المجال ولما لا لغيره من المجالات الاقتصادية الأخرى.

وما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي و الديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام.

ولمعرفة مكانة الأسواق المالية الجزائرية يكفي أن نقوم بإجراء مقارنة بين سلطات الضبط لهذه الأسواق في الجزائر ومدى الفعالة لإنشاء أسواق الأوراق المالية وبين الواقع العملي، وهي مقارنة تؤكد أن هناك فروقا كبيرة ومتعددة لا تقلص من دور سوق الأوراق المالية الجزائرية.

و من التوصيات التي يمكن اقتراحها في هذا المجال ما يلي :

1- الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.

2-مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة المالية.

3-العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام و كذا شبكة الاتصال العالمية.

4-العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية و الجهوية بهدف الاستفادة منها.

قائمة المراجع

الكتب العربية:

- 1- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998 .
- 2- بن لطرش منى، السلطات الإدارية في المجال المصرفي: وجه جديد لدور الدولة، مجلة الإدارة، العدد 24 لسنة 2002، ص.57
- 3- جاسم علي الشامسي ، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع " ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
- 4- سمير أحمد رضوان، أسواق الأوراق المالية، كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، بدون تاريخ .
- 5- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
- 6- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، ط1، 1997، ص.31
- 7- عاطف و ليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مؤسسة شباب الجمعية ، الإسكندرية، 2005.
- 8- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- 9- علي عريفة، تحرير الأسواق وقواعد الضبط في الدول الصناعية، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، عدد 02، جوان 1999، ص.112
- 10- عمار عوابدي، نظرية القرارات الإدارية بين علم الإدارة و القانون الإداري، الطبعة الثانية، دار هومة، الجزائر، 2001.
- 11- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999/1998.
- 12- لباد ناصر، السلطات الإدارية المستقلة، مجلة ادارة، المدرسة الوطنية للإدارة، الجزائر، العدد الأول، 2002.
- 13- مبارك ابن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2005.
- 14- محروس حسن ، الأسواق المالية والاستثمارات المالية ،كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، بدون تاريخ.

- 15-محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1981/1978 " دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
- 16-محمد البنا، أسواق النقد والمال، زهراء الشرق، الإسكندرية، 1996.
- 17-محمد فتح الله الناشر - التعامل بالأسهم - دار الجامعة العربية - الأردن - 2002 .
- 18-معبد علي الجارمي ، نحو نظام نقدي ومالي اسلامي ، الهيكل والتطبيق ، من مطبوعات. المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الاسلامي . 1401.
- 19-محمود أمين زويل - بورصة الأوراق المالية - دار الوفاء لندنيا الطباعة و النشر - الإسكندرية - 2000.
- 20-مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية. البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 1986).
- 21-منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعرفة، الإسكندرية، مصر، 1995.
- 22-هدى محمد رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 1998 .

الكتب الأجنبية:

- 1-CI.Champaud, régulation et droit économique, RIDE, n° 1, 2002.
- 2-COSOB , Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse d'Alger , collection guides plus , 96 .
- 3-ZOUAIMIA RACHID, Droit de la régulation économique, Berti Editions, ALGER, 2006.

المذكرات التخرج:

- 1-بن عمر محمد الصالح، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ودورها في ضبط السوق المالية، مذكرة تخرج للحصول على شهادة الماستر في الحقوق تخصص: قانون الأعمال، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، 2015/2014.
- 2-تواتي نصيرة ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري-دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم القانونية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013.

- 3- حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم القانونية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، بدون تاريخ.
- 4- زوار حفيظة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة ادارية مستقلة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق بن عكنون، جامعة الجزائر، 2003 - 2004 .
- 5- سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات- دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، السنة الدراسية 2003/2004.
- 6- صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.
- 7- قوراري مجدوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي-لجنة تنظيم البورصة وسلطة ضبط البريد والمواصلات انموذجين-، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق جامعة تلمسان، 2009 - 2010.
- 8- موسى رحموني، الرقابة القضائية على سلطات الضبط المستقلة في التشريع الجزائري، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة باتنة، 2012 - 2013.

الفهرس

الصفحة	العنوان
أ	الإهداء
ب	التشكر
01	مقدمة
06	الفصل الأول: الأسواق المالية في الجزائر
08	المبحث الأول: مفهوم الأسواق المالية.
08	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية
08	الفرع(1): التعريف اللغوي للسوق
09	الفرع(2): تعريف الأسواق المالية
10	الفرع(3): تعريف الأسواق المالية في الإسلام
10	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
11	الفرع (1): أنواع الأسواق المالية من نوع الأدوات المتداولة فيها
13	الفرع (2): أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.
15	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية.
15	الفرع(1): الأهمية المالية
16	الفرع(2): الأهمية الاقتصادية
19	المبحث الثاني: بورصة الجزائر
19	المطلب الأول: نشأة البورصة في الجزائر

19	الفرع (1): المرحلة التقريرية (1990-1992)
20	الفرع(2): المرحلة الابتدائية (1993-1996).
21	الفرع(3): مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1996 إلى وقتنا الحالي).
22	المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر.
23	الفرع (1): المعوقات الاقتصادية.
25	الفرع(2): المعوقات السياسية و التشريعية.
26	الفرع(3): المعوقات الاجتماعية و الثقافية و الدينية.
26	الفرع (4) المعوقات التنظيمية.
30	الفصل الثاني: أجهزة ضبط الأسواق المالية في الجزائر.
32	المبحث الأول: لجنة تنظيم عمليات ومراقبة البورصة(COSOB).
32	المطلب الأول: أعضاء لجنة تنظيم عمليات ومراقبة البورصة.
33	الفرع(1): تعدد وتنوع صفة الأعضاء.
34	الفرع(2): اسلوب تعيين الرئيس والأعضاء.
35	الفرع (3): تعدد واختلاف الجهات المقترحة للأعضاء.
36	المطلب الثاني: صلاحيات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
37	الفرع(1): الاختصاص التنظيمي العام والشبه التنظيمي الممنوح للجنة.
43	الفرع(2): اختصاص اللجنة في التدخل واصدار قرارات ادارية وفردية.

48	المبحث الثاني: شركة تسيير القيم المنقولة SGBV.
49	المطلب الأول: تشكيلة شركة تسيير القيم المنقولة.
49	الفرع(1): تشكيلة الشركة خلال المرحلة الانتقالية.
51	الفرع(2): تشكيلة الشركة بعد المرحلة الانتقالية.
52	المطلب الثاني: مهام وصلاحيات شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
54	الخاتمة
57	المراجع
61	الفهرس
65	الملاحق

الملاحق

قائمة الجداول

رقم الصفحة	الجدول
13	الجدول رقم(1): الأدوات المالية المتداولة في كل من سوق النقد وسوق رأس المال
24	جدول رقم(2): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال سنوات 1999-2004
27	الجدول رقم (3) : عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لعامي 2003-2004
29	جدول رقم (4): طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر