

# ضمانات تحفيز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستثمار بالبورصة-تجربة «أوم أنفست» كشركة وحيدة بالسوق الصغير لبورصة الجزائر-

*Stimulus guarantees small and medium enterprises to invest in the stock exchange AOM INVEST experience as a single company in the small market of the Algerian stock exchange.*

تاريخ القبول: 2020-04-12

تاريخ الإرسال: 2019-05-13

كريمة شليحي، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة لوينسي علي البلدية2  
chelikarima@gmail.com

هيفاء رشيدة تكاري، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة لوينسي علي البلدية2  
haifatekarri@hotmail.com

## الملخص

تهدف هذه الدراسة للكشف عن مدى مساهمة سوق البورصة الجزائرية في تنمية وتطوير استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، باعتبارها أحد أهم المستثمرين المنوط بهم تحقيق التنوع والترقية للاقتصاد الوطني، وكذلك التعريف بضرورات لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى هذه السوق كآلية تمويلية عن طريق طرح القيم المنقولة، حيث قمنا بتبيان مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كأحد المستثمرين بالبورصة-بأخذ شركة AOM INVEST نموذجا منفردا عن ذلك- وكيفية تطبيق استثمارها للوصول إلى الهدف الرئيسي من الاستثمار ألا وهو الحصول على التمويل الضروري لمشاريعها. ثم قمنا بعرض السياسة الوطنية المنتهجة لدفع استثمار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق البورصة بتسليط الضوء على الضمانات المكرسة قانونا، وقد توصلنا في الأخير إلى بعض النتائج والاقتراحات التي يمكن أن تسهم في دفع الاستثمار بالبورصة وترقية الاقتصاد الوطني في ظل تغليب كفة الانعكاسات الإيجابية على الانعكاسات السلبية للضمانات القانونية الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

**الكلمات المفتاحية:** الاستثمار في البورصة، شروط الاستثمار، التمويل عبر البورصة، الضمانات القانونية، انعكاسات الضمانات.

## Résumé

*Cette étude a pour objectif de révéler la contribution de la bourse algérienne au développement des petites et moyennes entreprises en tant que l'un des principaux investisseurs pour parvenir à la diversification et à la promotion de l'économie nationale, ainsi que la nécessité d'utiliser les petites et moyennes entreprises sur ce marché en tant que mécanisme de financement en soustrayant les valeurs mobiles, démontrer le concept des petites et moyenne entreprises en tant qu'un des investisseurs en bourse-expérience AOM INVEST- et expliquer leur investissement pour atteindre le principal objectif de l'investissement et d'obtenir le financement nécessaire pour leurs projets. Nous avons ensuite présenté la politique nationale visant à encourager les investissements des petites et moyennes entreprises sur le marché boursier en précisant les garanties légalement, ainsi que des conclusions et des suggestions susceptibles de contribuer à l'investissement du marché boursier et à la promotion de l'économie nationale compte tenue des répercussions positives sur les retombées négatives des garanties accordées aux petites et moyennes entreprises.*

**Mots-clés:** Investissement en bourse- conditions d'investissements- financement en bourse-garanties légales-implications pour les garanties.

## Abstract

*This study aims to reveal the extent of the Algerian stock exchange contribution to the development of small and medium-sized enterprises as one of the most important investors to whom it is entrusted the achievement of diversification and promotion of the national economy, as well as the necessity of resorting small and medium enterprises to this market as a financing mechanism by exposing securities, as we have demonstrated the concept of small and medium enterprises as one of the investors in the stock exchange, taking AOM INVEST company as a typical model, and how to apply their investment to reach the main objective of investment consisting in obtaining the necessary funding for its projects. then we presented the adopted national policy to push forward the investment of small and medium enterprises in the stock market by shedding light on the guarantees legally consecrated. Finally, we reached some conclusions and suggestions that could contribute to the investment of the stock market and the promotion of the national economy in light of the prevalence of positive repercussions over the negative repercussions of the legal guarantees granted to small and medium enterprises*

**Keywords:** Investment in the stock exchange, investment conditions, exchange funding through exchange, legal guarantees, guarantees repercussions.

## مقدمة

المخصصة لها والمتواجد إلى جانب السوق المخصصة لشركات المساهمة الضخمة-بحثا عن التمويل الضروري الذي تحتاجه على الرغم من كونها كيانا صغيرا يفرض على الحكومة متابعتها والعناية به لترقيته.

فقد نجم عن حملات الدعاية الإعلامية التي قادتها كل من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى جانب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها - باعتبارهما الهياكل المكونة لبورصة الجزائر- التي قامت بها لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وغرف التجارة على مستوى الوطن من خلال الاتصال برؤسائها والتحسيس بتحفيزات ومزايا الانضمام إلى سوق البورصة الجزائري قبول شركة (أوم أنفست) دخول سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجد على مستوى البورصة في أواخر سنة 2018، حيث تمكنت الهيئات الساهرة على تسيير وضبط السوق في أواخر سنة 2018 من إقناع مسؤولي شركة (أوم أنفست) للإقبال على فتح رأسمالها أمام الجمهور.

إن محاولة المشرع الجزائري جذب المستثمرين إلى البورصة وحثهم على الاستثمار، بقصد خوض مؤسسات أخرى على غرار (أوم أنفست) التجربة؛ يحتم عليه توفير أرضية صلبة تدعم البيئة القانونية-شرط أن تكون متميزة بضمانات ومزايا تجذب المستثمرين إليها- التي يحتاجها هؤلاء وتخفف من وقع صدمة المخاطر، وفشل المشروع الاستثماري نتيجة عدم ثبات أسعار القيم المنقولة.

تبرز أهمية هذه الدراسة القانونية التي نقوم بها فيما يلي:

-يستمد موضوع دراستنا "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة" أهميته من كونه أحد أهم الموضوعات الاقتصادية المطروحة على الساحة الدولية والوطنية، خاصة وأنه أحد القطاعات الجديدة التي تسعى الدولة الجزائرية إلى ترقيتها للاستفادة منها كتنوع اقتصادي عبر الدفع بها إلى الاستثمار في سوق البورصة بدلا من اعتماد مساعدات الدولة، وتمويل الخزينة العمومية.

-كما تظهر أهمية موضوعنا من خلال محاولتنا إظهار الضمانات القانونية وانعكاساتها على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إشارة منا إلى دفع رؤسائها ومسيريها وتحفيزهم

لا يخفى على المتتبع للوضع الاقتصادي للجزائر الأزمة الاقتصادية التي تتخبط فيها، غير أنه لا أحد منا يمكنه إنكار الدور الفعال والمجهودات الجبارة التي تبذلها الحكومة للخروج منها بشتى الطرق بما فيها الاعتماد على مجالات استثمار جديدة أو تجديدها إن كانت مهملة من قبل.

حيث لجأت الحكومة الجزائرية مؤخرا- نتيجة الأزمة الاقتصادية التي عرفتها- إلى العديد من الحلول المالية من بينها: طبع النقود، واللجوء إلى تعديل قانون ترقية الاستثمار واعتماد استراتيجية فتح المؤسسات على الخصوصصة بالإضافة إلى محاولة اللجوء إلى القطاعات التمويلية التي تعود بالمنفعة على الاستثمارات والاقتصاد الوطني، فهذه الأخيرة تتجسد في ضرورة اعتماد قطاع البورصة كمصدر تمويلي حديث لا يرتبط بالتبعية للخزينة العمومية للدولة.

وبعد التمويل عن طريق البورصة إحدى الوسائل غير التقليدية المعتمدة من الدول المتقدمة التي أدرجتها ضمن أهدافها المسطرة، بقصد تطوير ودفع عجلة التنمية الاقتصادية. وغير بعيد عن هذا أدت الضرورات الملحة والحاجة لاتباع التطور العالمي والاقتصادي بالجزائر إلى إنشاء سوق بورصة يلبي الحاجات التمويلية التي تغطي مشاكل المشاريع الاستثمارية التي يواجهها المستثمرون، خاصة في ظل الاحصاءات المقدمة عن الدولة الجزائرية والقائلة بارتفاع حجم مكنتزات ومدخرات الشعب الجزائري سواء في البنوك أم خارجها عوضا عن توظيف هذه المدخرات بالبورصة فيما يعود بالمنفعة على الاقتصاد الوطني.

ففي ذات السياق تحاول السلطة السياسية إعداد الخطط التصحيحية الملائمة للسياسة الاقتصادية لإيجاد حل يتناسب واستراتيجية التنوع الاقتصادي الذي يعد عملية تخلق هياكل قطاعية بديلة عن القطاع النفطي مؤلدة للعملة.

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إحدى هذه الحلول الناجمة عن التنوع؛ ففي سبيل تغيير الفكرة الخاطئة والرائجة لدى الشعب عن سوق البورصة ومخاطره، سمح المشرع الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - كنموذج عن المستثمرين بالدخول إلى البورصة - عبر السوق

أن ذات المشرع فرض على هذا الكيان الصغير الالتزام بشروط وإجراءات معينة لقبول استثماره في هذا السوق وهو ما سنشير إليه في (المطلب الأول) ثم نتطرق بعد ذلك إلى الهدف الرئيسي الذي تحققه هذه المؤسسات جراء دخولها إلى البورصة ألا وهو التمويل ، وهذا ما نتطرق إليه في (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة تنشيطا للاستثمار

سارع المشرع الجزائري في سنة 2012 إلى تبني الحلول التي بادرت بها معظم الدول ذات الاقتصاد الحر وخاصة الدول المتقدمة التي عرفت نموا جراء الاعتماد على سوق القيم المنقولة.

والملاحظ أن اهتمام المشرع بالاستثمار في البورصة عن طريق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جاء متأخرا نوعا ما مقارنة بالدول الأخرى. في هذا السياق سنبين المقصود باستثمار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة (الفرع الأول) وكيف يتم هذا الاستثمار ، وماهي فاعليته على الاستثمار الوطني؟ (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: المقصود بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة بالبورصة

يشير موضوع الاستثمار بالبورصة الكثير من التساؤل خاصة وأن هذا النوع من الاستثمارات مازال غامضا عند الكثير من العامة ورجال الأعمال أصحاب المؤسسات والشركات ، ما يتسبب في عدم التطور والترقية لهذه الكيانات ، بالإضافة إلى عدم استفادة الدولة من هذا النوع من الاستثمارات بسبب الفهم الخاطيء له ، والذي يغلب عليه طابع المخاطرة والمغامرة. ومن ثم كان من الضروري علينا محاولة تقديم التعريف المناسب لهذا الاستثمار خاصة في ظل قانون ترقية الاستثمار والقوانين الخاصة بسوق البورصة.

تضمنت الفقرة الثانية للمادة 43 من التعديل الدستوري لسنة 2016 ما يلي: "...تعمل الدولة على تحسين مناخ الأعمال، وتشجع على ازدهار المؤسسات دون تمييز خدمة للتنمية الاقتصادية الوطنية....". وانطلاقا من هذه

الدخول للاستثمار في البورصة كأحد الحلول المنشطة للاستثمار والاقتصاد الوطني. فخير دليل على نجاح مساعي الضمانات والمزايا المقدمة لرؤساء هذه المؤسسات انضمام أول شركة إلى السوق الصغيرة "أوم أنفست".

أما عن الأهداف التي نتوخى تحقيقها من خلال الدراسة ذاتها ، فنوجزها فيما يأتي:

-تسليط الضوء على استثمار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة وأثرها على الاقتصاد الوطني من خلال إبراز شروط وإجراءات هذا الاستثمار.

-التعريغ على مسألة ذكر بعض الضمانات التشجيعية التي أقرها المشرع الجزائري لهاته المؤسسات في محاولة منه لجذبها إلى زيادة رأسمالها وتغطية حاجاتها التمويلية من سوق البورصة.

وكما جرت العادة في كافة الأبحاث العلمية بعد التقديم للموضوع والتذكير بأهميته وأهدافه يجب علينا الإشارة إلى الإشكالية الرئيسية التي تتعلق بالدراسة ألا وهي:

إلى أي مدى يمكن اعتبار المشرع الجزائري موقفا في جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستثمار في البورصة عبر الضمانات التي أقرها لها؟

للإجابة عن هذه الإشكالية المطروحة عمدنا إلى معالجة الدراسة وفقا للمنهج الوصفي التحليلي الملائم لها ومن ثم تقسيمها وفقا للخطة التالي بيانها:

### المبحث الأول: أهمية البورصة كحل مالي مدعم لاستثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

#### المبحث الثاني: سياسة الدولة في بعث استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة

#### المبحث الأول : أهمية البورصة كحل مالي مدعم لاستثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعود النشأة التاريخية لفكرة اعتماد المشرع الجزائري على البورصة كحل تمويلي بديل عن الأسلوب التقليدي المعتمد على البنوك الى سنة 2012 عندما أنشأت الدولة الجزائرية سوقا مخصصة لسندات رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى البورصة الجزائرية إلى جانب السوق الرئيسية المخصصة لشركات المساهمة الضخمة ، غير

تعريف له فإننا نقول: هو ذلك المشروع الذي يقوم به الشخص المستثمر من أجل الحصول على السيولة اللازمة بقصد الزيادة في رأسماله ، أو توظيف مدخراته المكتنزة ، قد يتم هذا الاستثمار إما بصفة شخصية أو بصفة وكالة بالعمولة على مستوى سوق منظم هو البورصة الذي تسهر فيه هيئة ضابطة (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها) على حماية المستثمرين فيه. يأخذ هذا الاستثمار شكل اقتناء المستثمر لسندات رأسمال أو سندات الدين فيختلف بذلك نوع هذا الاستثمار بحسب الأدوات الاستثمارية المستعملة فيه وبحسب القطاع الذي تنشط فيه الشركة المصدرة لهذه الأدوات. ومن ثم تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها تتخذ شكل شركة خاضعة لشروط القيد في البورصة وتقوم بطرح سندات رأسمالها للاكتتاب بها للجمهور (أحد المستثمرين بالبورصة).

#### الفرع الثاني: كيفية تطبيق استثمار المؤسسات

##### الصغيرة والمتوسطة

بعد أن توصلنا الى التعريف المناسب للاستثمار بالبورصة أو الاستثمار المالي الذي يعد إحدى أنواع الاستثمارات التي تندرج ضمن القطاعات الاقتصادية ذات الأهمية بالنسبة للاقتصاد الوطني الخاضعة لقانون ترقية الاستثمار، بالإضافة إلى أنظمة وقوانين البورصة نظرا لخصوصيته التي تتميز بالمخاطرة. إذ نجد أن المشرع الجزائري قد فرض إجراءات وشروطا على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يجب عليها احترامها وتوفيرها كي يكون استثمارها بالبورصة صحيحا ، ففيم تتمثل هذه الشروط ؟

تعتبر شروط الإدراج أو قبول إدخال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفقتها مستثمرة جد مرنة ومبسطة مقارنة مع الشروط المفروضة على شركات المساهمة الضخمة التي تطلب الانضمام إلى السوق الرئيسي للبورصة ، حيث إن هذا النوع من التسهيلات جاء متناسبا مع ظروف وخصوصية المؤسسات خاصة وأن السياسة المتبعة من طرف الدولة تقوم على تعزيز مكانة المؤسسات بقصد التنوع ودمجها في البورصة. وكل هذا راجع للدور الفعال الذي لعبته هذه المؤسسات في النهوض باقتصاد العديد من الدول. وعليه وفي إطار تحقيق مساعي الدولة في اللجوء الى إعطاء دفع

المادة يتبين أنه من أولويات الدولة الجزائرية العمل على تحسين مناخ الأعمال الذي يشكل فيه المناخ الاستثماري اللبنة الأساسية ، حيث إن موضوع الاستثمار يشكل البناء الأساسي لأي دولة كانت متقدمة أو نامية تسعى من خلاله إلى تحسين صورتها الاقتصادية والتنموية أمام الدول. ففي ذات السياق كان تطوير "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"<sup>1</sup> دعامة مالية وأساسية لسوق البورصة ، لتحقيق التنمية الشاملة لبيئة الأعمال فيها.

ومن ثم نشير أن الاستثمار بالبورصة يقصد به: شراء أصول مالية كالأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى المتداولة في البورصة ، ويعطي هذا الاستثمار صاحبه ادعاء يتمثل بحقه في الحصول على جزء من عائد الموجودات الحقيقية التي يمتلكها مصدر الورقة المالية ، أما فيما يتعلق بعمليات البيع والشراء للأوراق المتداولة في السوق الثانوية فإنها لا تتعدى تحويل ملكية يتخلى بموجبها حامل الورقة الى المشتري (مصدر الورقة) عن أصل حقيقي وهو النقود مقابل حيازته للورقة<sup>2</sup>.

وهو كذلك: إنفاق مبالغ مالية من أجل تحقيق أرباح وعوائد مستقبلية ، فلا شك أن المستثمر في البورصة سوف يقوم بالتضحية بمبالغ مالية مؤكدة مقابل الحصول على عوائد مستقبلية غير مؤكدة<sup>3</sup>.

وفي ذات الصدد نجد أن المشرع الجزائري لم يعرف هذا النوع من الاستثمارات غير أنه أشار اليه في قانون ترقية الاستثمار 16-09 وبالضبط الفقرة الثانية من المادة الثانية<sup>4</sup>، حيث اعتبر الشخص الذي يكتتب في رأسمال شركة قامت بطرح أسهمها أمام الجمهور للاكتتاب بقصد توسيع نشاطها والحصول على أموال أكثر زيادة لرأس مالها إذا كان المشروع الاستثماري قائما أو أنه بصدد النشوء عملا استثماريا من جهة المكتب ، "حيث إن مساهمة الشخص مهما كان طبيعيا أو معنويا بأمواله في شكل حصة نقدية بقصد إنجاز مشروع استثماري تخول له حق الحصول على أسهم (أوراق مالية) تمثيلا لحصته في رأسمال الشركة المصدرة للقيم المنقولة"<sup>5</sup> وهو ما يعد استثمارا في البورصة.

أما في الأنظمة المتعلقة بالبورصة فقد اعتبر الأشخاص المستعملين للقيم المنقولة مستثمرين<sup>6</sup> ، وإذا حاولنا تقديم

-يجب أن تقوم المؤسسة بفتح رأسمالها الاجتماعي على مستوى أدناه 10% وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير<sup>10</sup>، وهنا يبرز التخفيف المحفز للمؤسسة حيث اشترط المشرع من الشركة الضخمة أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20% على الأقل من رأسمال الشركة، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير. وما يثير اللبس أن المشرع اشترط على المؤسسة أن تفتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 10% للجمهور المكتتب في حين اشترط على شركة المساهمة توزيع سندات تمثل 20% للجمهور المكتتب، فما المغزى التي يتوخاها من وراء ذلك؟ يرجع سبب تحديد المشرع نسبة رأس المال المطروح من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى توشي الحذر والمعاملة الخاصة رغبة منه في تحفيز رؤساء هاته المؤسسات إلى عدم فتح نسبة أكبر للجمهور محافظة على الملكية. وفي المقابل من ذلك لم يهتم المشرع بأمر شركة المساهمة الضخمة، ولم يعاملها بمعاملة المؤسسات نظرا لاعتمادها على طريقة تأسيس تفرغ رأسمالها للجمهور، مما يعدد المالكيين، حيث اكتفى بالنص على نسبة السندات التي توزعها على الجمهور كشرط لقبول إدراجها.

وما تجدر الإشارة إليه أنه تم إعفاء المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من استيفاء بعض الشروط تشجيعا لها من الدولة للانضمام إلى البورصة مقارنة بشروط انضمام شركات المساهمة الضخمة إلى السوق الرئيسي، وهذه المعاملة المرنة تعد نقطة إيجابية تحسب للمشرع الجزائري؛ إذ تتمثل هذه الإعفاءات فيما يلي:

-عدم استيفاء شروط الربحية والرأسمال الأدنى المطلوبين في شركات المساهمة الضخمة التي يطلب منها أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول مالم تقرر اللجنة خلاف ذلك، وألا يقل رأسمالها الذي تم وفاؤه عن خمسمائة مليون (500.000.000 دج)<sup>11</sup>.

- إعفاؤها من تقديم تقرير تقييمي لأصولها ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، وكذلك الإعفاء من شرط أن تبرر وجود هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم تتوافر مثل هذه الهيئة لدى

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للإدراج في البورصة والاستثمار بها، فقد اتخذت إجراءات مبسطة على المؤسسات، تمثلت في الآتي:

-أن تكون المؤسسة ذات نظام شركة أسهم<sup>7</sup> إذ فرض المشرع الجزائري شكلا قانونيا وجب على المؤسسة أن تحتويه كقالب، لأجل ذلك جاءت المادة 09 من النظام 01-12 والتي تضمنت المواد المتعلقة بشروط إدراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبالضبط المادة 46 التي نصت على أنه: "يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم...". وعليه يفهم من هذه المادة أنه يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التي ترغب في دخول سوق البورصة أن تتخذ شكل شركة مساهمة عند تأسيسها وعند رغبتها في دخول البورصة، وهو الشكل المفروض عليها قانونا. إذ إن جميع المساعي التي بادرت بها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة قبل سنة 2018 عرفت فشلا، خاصة تلك المتعلقة بمحاولة تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجدة في الجزائر والتي تنشط ويزداد عددها يوما بعد يوم بمزايا الإدراج بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فالسبب الرئيسي للعزوف كان في غالب الأحيان التخوف من فتح رأسمالها باعتبارها شركات واعدة تتخذ شكلا تجاريا غير مناسب لطرح الأسهم أو السندات. الأمر الذي جعل بورصة الجزائر بهيئاتها غير قادرة على تلبية الشروط اللازمة لجذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إليها.

-أن تعين المؤسسة مستشارا مرافقا لها بموجب اتفاقية مبرمة بينهما يدعى «الراعي في البورصة» لمدة (05) سنوات<sup>8</sup>.

-أن تكون المؤسسة قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين الأخيرتين ما لم تقرر لجنة عمليات البورصة خلاف ذلك، وتعفى من هذا الشرط إذا كانت قيد التأسيس من خلال الطلب العلني على الادخار<sup>9</sup>. والواضح أن هذا الشرط يمثل ضمانا لحماية الجمهور المستثمر لمدخراته في شكل اقتناء لأسهم هذه المؤسسات؛ إذ يمكنه من معرفة الحالة المالية لحقوق وأصول ما تمتلكه هذه المؤسسات.



وكأبرز مثال عن بداية اهتمام المشرع الجزائري بالسوق الصغير الذي تم إنشاؤه منذ سنة 2012، يتضح من خلال ادراج شركة (أوم أنفست) بهذا السوق كشركة واحدة ووحيدة خاضت التجربة وكانت مثالا لاستثمارات باقي المؤسسات من هذا النوع.

فبعد استيفاء شركة (أوم أنفست) للشروط المطلوبة أعلاه، انضمت فعليا للسوق الصغير ببورصة الجزائر، حيث إن شركة أوم أنفست (AOM INVEST) هي شركة ذات أسهم وذات رأس مال مشترك عمومي استجابت لشروط القيد بالبورصة المطلوبة قانونا، يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 115.930.000 دج وتختص هذه الشركة بالعمل في مجال تطوير واستغلال مشاريع السياحة الحرارية<sup>17</sup>، يتواجد مقر هذه الشركة بـ 03 شارع أغادير بولاية وهران. فتحت هذه الشركة قصد استيفاء شرط الخصوصية الجزئية رأسمالها بنسبة 10% أي ما يعادل 520.000 دج في شكل أسهم ممتازة على ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين<sup>18</sup>.

تحصلت الشركة على مصادقة اللجنة على المذكرة الإعلامية التي قدمتها الشركة المتعلقة بإصدار أسهم شركة (أوم أنفست) بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجد ببورصة الجزائر، تعتبر هذه المصادقة بمثابة تأشيرة للانضمام إلى السوق والتي يرجع تاريخ اعتمادها إلى 10 أكتوبر 2018 باعتماد يحمل رقم 02-2018 بموجب إجراءات الانضمام العادية تطبيقا لنصوص المادتين 41 و 42 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>19</sup>.

### المطلب الثاني: تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من البورصة

تأمل الدولة الجزائرية تحقيق التنوع الاقتصادي في إطار الاستراتيجية التي تعول عليها من أجل فك التبعية الحتمية لواردات النفط من خلال تشجيعها لاستثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جل القطاعات، وعلى وجه الخصوص الاستثمار بالبورصة. إذ يرجع هذا إلى اقتناعها بالدور الفعال الذي تلعبه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كأحدى نتائج التنوع الاقتصادي الذي يسمح عبره بتنوع هيكل الإنتاج وخلق قطاعات جديدة مولدة للدخل، بحيث

الشركة فعليها تنصيبها خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتنا في التداول في البورصة<sup>12</sup>.

وما نشير إليه أن المشرع لم يكتف بتنظيم عملية استثمار المؤسسات بالبورصة عند تنظيمه لشروط قبولها بل اهتم أيضا بشروط قبول تداول القيم المنقولة الصادرة عنها وجعلها تتمثل في:

- يجب أن تكون القيم المنقولة محل طلب قبول لدى اللجنة<sup>13</sup>.

- يجب أن تودع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة، ويتم إعداد مشروع المذكرة الإعلامية حسب الشروط المحددة بموجب تعليمية من اللجنة<sup>14</sup>.

- أن تُوَزع سندات رأسمال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على الجمهور على عدد أدناه (50) مساهما، أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير. فحتى يتم قبول قيمها يجب أن تُوَزع سندات رأسمال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على الجمهور على عدد أدناه (50) مساهما، أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير<sup>15</sup>. والملاحظ على هذا الشرط أن المشرع الجزائري قد قام بتقييد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بضرورة توزيع أسهمها على 50 مساهما إذا كان الجمهور أشخاصا طبيعيين أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين<sup>16</sup> إذا كانوا من بين الأشخاص المعنويين.

وبمجرد استيفاء المؤسسات لشروط وإجراءات قيدها بالبورصة وبدء عمليات تداول قيمها المنقولة (أدوات الاستثمار) تعتبر مستثمرة، وبعد اللجوء إلى هذا النوع من الاستثمارات إحدى النشاطات التي تحتاجها البورصة الجزائرية في الوقت الحالي نظرا لركود العمل الذي تعاني منه، خاصة في ظل شبه انعدام المستثمرين بها، وضعف تداول القيم المنقولة على الرغم من الدور الفعال الذي يمكن أن تلعبه في دفع الاستثمار والاقتصاد الوطني لو حظيت بالقليل من الاهتمام الحكومي والسياسي الذي عليه المبادرة إلى جذب المستثمرين بشتى أنواعهم، وطنيين كانوا أم أجانب، وذلك عبر التعريف بسوق البورصة ومزاياه لإزالة التخوف والعزوف الذي يعتري تفكيرهم.

المتاحة أمامها، مما يؤدي الى ضعف نموها وعدم القدرة على تخطي الخطوات الأولى في السوق<sup>22</sup>.

وإذا أردنا توضيح مفهوم التمويل نجد أن تمويل المؤسسات الصغيرة عبر البورصة يأخذ مفهوم: الآلية التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فائض مالي، وتمثل عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز في 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، وتملك القدرة على الاستثمار<sup>23</sup>.

كما أن هذا النوع من التمويل يأخذ شكل فتح المؤسسة لرأسمالها للجمهور عبر الاكتتاب في سندات رأس المال دون سندات الدين<sup>24</sup>، حيث يبادر رؤساء هذه المؤسسات إلى اتخاذ قرار الاستثمار بالبورصة وطرح السندات من أجل بيعها وتوفير السيولة التي يحتاجونها عند بداية المشروع الاستثماري إذا كانت المؤسسة في طور الإنجاز أو يهدفون إلى رفع رأسمالها، وإنعاش الإنتاج ودرء خطر إفلاس المؤسسة أثناء نشاطها.

يوفر الاستثمار بالبورصة هدفين أو مصلحتين لكلا الطرفين؛ فالمؤسسة المصدرة للقيم المنقولة تطرح رأسمالها عند عجزها عن توفير التمويل المناسب لمواصلة حياتها الإنتاجية في مقابل المستثمرين المشتريين للقيم الذين يسارعون إلى استثمار مدخراتهم، واقتناء القيم للدخول في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة لاكتساب حقوق الشريك، وتحقيق الأرباح عند نجاح المشروع الاستثماري للمؤسسة؛ إذ يمكن لسوق البورصة أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال، ما يتيح فرصة نمو ممتازة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم<sup>25</sup>.

ينخفض بفضل هذه المؤسسات الاعتماد الكلي على إيرادات القطاع الرئيسي في الاقتصاد الجزائري ألا وهو القطاع النفطي.

وانطلاقا مما سبق، سارعت الدولة إلى إنشاء سوق خاص بالسندات التي تطرحها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للجمهور المكتتب الذي يقصدها بغرض اقتناء القيم المنقولة المطروحة، وتحقيق الربح. ومن ثم يسعى هذا النوع من الاستثمارات أو الدخول إلى البورصة لتوفير العديد من المزايا ألا وهي: رفع رأس المال، اكتساب الشهرة، ورفع عدد الشركاء بها، بالإضافة إلى تحقيق سيولة عالية، حيث تمثل هذه الأخيرة أهم هدف تصبو المؤسسة العاجزة ماديا لتحقيقه.

يعدّ التمويل المنتظم من أساسيات إنشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، إذ تحتاج هذه المؤسسات - كما هو معروف - إلى أدوات التمويل طويل الأجل لشراء الآلات والمعدات وغيرها من الأصول الثابتة، كما تحتاج إلى أدوات التمويل قصيرة الأجل لاسيما القروض لتغطية احتياجاتها من المواد الأولية وأجور العاملين وغيرها من مصاريف الاستغلال المعروفة<sup>20</sup>، حيث إن الملاحظ على هذا أن مصادر التمويل الداخلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تكفي في الغالب لسداد كل احتياجاتها في مراحل حياتها المختلفة، كما أن البعض من مهولها قد يفرض عليه التزامات غير مرغوب فيها، خاصة في الأحوال التي تقدم فيها البنوك التجارية القروض لهذه المؤسسات الصغيرة، فإنها غالبا ما تطلب ضمانات مبالغ فيها لا تتوفر في المشروع الصغير، إضافة إلى رفع سعر الفائدة لتتلاءم مع المخاطرة التي يتحملها المصرف بما يزيد التكاليف في المشروع الصغير<sup>21</sup>.

وعليه، تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تغطية احتياجاتها الاستثمارية، وتدعيم رأس المال العامل على مصادر تمويلية يأتي على رأسها سوق البورصة الذي يعتبر مصدرا تمويليا خارجيا؛ إذ تلجأ هذه المؤسسات إلى هذا التمويل الحديث بقصد مواجهة المشاكل والصعوبات التي تعرقل حياتها الإنتاجية، وتعيق طموحاتها في النمو والتجديد بالأخص في مرحلة الانطلاق، وذلك لاصطدامها بالعديد من المشاكل التمويلية الراجعة أساسا لمحدودية بدائل التمويل

مالية على قدر أموالهم ، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم ، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة<sup>26</sup>.

وعليه ومن أجل حماية حقوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفقتها مدخرا ومستثمرا ، كلف المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالسهر على حسن سير السوق المالي ، وحماية المستثمرين والادخار على حد سواء ، حيث تمارس أعمالها وفق آلية مدروسة ومنظمة يجب اتباعها من كل المتعاملين لتوفير جو يسوده النظام والشفافية. وهو ما يبعث الطمأنينة والراحة في نفوس رؤساء المؤسسات بالمحافظة على حقوق هذه الأخيرة.

- ضمان المساواة بين المتدخلين في السوق المالي.

إن تكريس الشفافية في السوق ومعاملة المستثمرين بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على قدم المساواة والحفاظ على مصالحهم من الحقوق التي يكفلها القانون ، وهي من الحتميات التي يجب تكريسها لضمان حسن سير السوق.

فوضّع المتعاملين والمتدخلين على قدم المساواة ، يعني أنهم متساوون في فرص تحقيق الأرباح ، كما أنهم يواجهون أو يخضعون لنفس المخاطر التي تنبثق من عملية الاستثمار. حيث إن كل عمليات البورصة خاضعة للتنظيم ، ما يجعل المساواة في معاملة المستثمرين تشغل ضمانات ذات مكانة جد هامة وجوهرية ؛ فالسير الحسن للسوق وفعاليتها مرتبطة بتكريس المساواة بين المتعاملين في السوق ، أي مساواة المستثمرين أمام السعر ، وأيضا مساواتهم أمام المعلومة<sup>27</sup>.

- ضمان تخصيص سوق للمؤسسات على مستوى

البورصة.

في سنة 2012 في إطار تعديل السياسة الاستثمارية للشركات المستثمرة في البورصة الجزائرية ، قرر المشرع الجزائري بناء على أصوات رؤساء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الباحثين عن التمويل الحديث والمنادين بضرورة اتخاذ قرار يسمح بإدراج هؤلاء الأعوان الاقتصاديين في السوق المالي.

استجابة لمطالب هؤلاء والاستراتيجية الوطنية لتنمية الاستثمار الوطني. سمحت الدولة بإدراج المؤسسات الصغيرة

المبحث الثاني: سياسة الدولة في بعث استثمارات

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة

اعتمدت الدولة مؤخرا للقضاء على الأزمة الاقتصادية أسلوب اللجوء إلى السوق المالي(البورصة) من أجل تطوير وترقية الاستثمارات ، حيث جعلت توفير البيئة الاستثمارية التي تجذب المستثمرين وتشجعهم على العملية الاستثمارية ضمن أولوياتها المسطرة في مخططاتها الاقتصادية والسياسية. وفي سبيل تحقيق هذا المسعى قدم المشرع الجزائري العديد من الضمانات التشجيعية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهو ما سنتطرق إليه في (المطلب الأول) وفي سبيل معرفة عوامل نجاح استثمار هذه المؤسسات أو بمعنى آخر دراسة انعكاسات الضمانات الممنوحة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصصنا لها (المطلب الثاني).

المطلب الأول: أشكال الضمانات الممنوحة

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تتال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جراء استثمارها في سوق البورصة جملة من الضمانات التي تقيها من الأضرار والفشل الذي يصيب المشروع الاستثماري بها ، حيث عمد المشرع الجزائري إلى توفير حماية فائقة لرؤساء هذه المؤسسات متوخيا الإنقاص من التخوف والعزوف الذي يبديه هؤلاء في غالب الأحيان ؛ حيث يمكننا تعداد البعض من هاته الضمانات في التالي:

- ضمان توفير حماية لادخار المستثمر في السوق

المالي.

إنّ الاستثمار في القيم المنقولة يعتبر أحد الأشكال التي تجسّد عملية توظيف الأموال ، وعلى ذلك فإنّ الاكتتاب أو شراء القيم المنقولة يشكل استثمارا يقوم به المدخر الذي يوظف أمواله تجاه السوق التي يعد مت دخلا ومتعاملا فيها بهدف تحقيق أرباح.

من بين أهم وظائف البورصة عموما هو " تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية ، وتوجيه المدخرات خدمة للاقتصاد القومي. حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري ، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة ، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق



والمتوسطة، وتسمح لها بالانطلاقة الفعلية لعمله بموجب تنشيطه عمليات تداول أسهم هذه الشركة.

حضر حصة افتتاح التسعير كل من وزير المالية عبد الرحمان راوية ورئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عبد الحكيم براح بالإضافة إلى المدير العام لبورصة الجزائر يزيد بن موهوب، فقد اعتبر انضمام هذه المؤسسة فرصة سانحة لدعوة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأخرى من أجل الانضمام، أين صرح عن انضمام ثلاث مؤسسات إلى جانب "أوم أنفست" في الثلاثي الأول من سنة 2019<sup>30</sup> لكن إلى حد اليوم لم يتجسد هذا المسعى.

### ضمان استحداث شخص الراعي المرافق للمؤسسات

رغبة من المشرع الجزائري في بعث الطمأنينة لدى رؤساء المؤسسات وحثهم على الدخول إلى البورصة، تم توفير شخص يعمل على الرقي بهذا الكيان الصغير وترشيده بكل الحقوق والواجبات والمخاطر التي من المحتمل أن يتعرضوا لها خلال تعاملهم فيها، والسهر على إنجاح استثماراتها. حيث جعل المشرع من ضمن شروط قبول إدراج المؤسسات أنه عليها اتخاذ شخص معنوي<sup>31</sup> يسمى الراعي في البورصة يرافقها أثناء حياتها الاستثمارية في البورصة بناء على إبرام اتفاقية بينهما.

و"مرفي البورصة هو مستشار مرافق، ويجب أن يكون وسيطا معتمدا في عمليات البورصة أو بنكا أو مؤسسة مالية، أو شركة استشارية في مجالات المالية والقانون واستراتيجية الأعمال، مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكل رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات شرط أن يكون معترفا به ومسجلا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"<sup>32</sup>.

يخضع هذا المرفي<sup>33</sup> في بورصة الجزائر إلى شروط حددتها تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-2013 الصادرة في 09 جوان 2013 المتعلقة بشروط وإجراءات تسجيل المرفيين في البورصة<sup>34</sup>.

حيث تبرز مهام هذا الراعي المرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في عدة نشاطات يمارسها في إطار واجباته تجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حسب مقتضيات المادة 02 من النظام 01-15 ومن أهمها:

والمتوسطة بالبورصة الجزائرية، حيث خصصت لها سوقا لطرح سندات رأسمالها مثلها مثل شركات المساهمة الضخمة. غير أن الملاحظ على هذه المؤسسات أن المشرع الجزائري قد أبدى رغبة في توفير التمويل للمشاريع الاستثمارية التي تقيمها من خلال فتح رأسمالها للجمهور، بالرغم من أنها كيان صغير لا يضاها ضخامة الشركات ذات الرساميل الكبرى.

وقد أشار المشرع الجزائري إلى أن بورصة الجزائر أو بورصة القيم المنقولة كما تم تسميتها في المرسوم التشريعي 93-10 المنشئ لها بأنها سوق تتكون من:

سوق لسندات الرأسمال، وسوق لسندات الدين إذا ما نظرنا إليها من جانب القيم المنقولة المتداولة فيها، والملاحظة المهمة التي يمكننا الإشارة إليها أن المشرع قد قام مرة أخرى بتقسيم هاتين السوقين اللتين تتضمنهما البورصة. بحيث جعل سوق سندات الرأسمال يتضمن: سوق رئيسية خاصة بشركات المساهمة، وسوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى جانب سوق سندات الدين التي أقصيت منها سندات الدين المصدرة عن هذه المؤسسات. وهذه الفكرة جاءت مكتملة لنص المادة 09 من النظام 12-01<sup>28</sup> أين تم بموجبها السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالدخول إلى البورصة عبر إنشاء سوق مخصص لسندات رأس المال فقط دون سندات الدين. وعليه فقد أحسن المشرع الجزائري بتخصيص مثل هذه الضمانة للمؤسسات نظرا لصغر حجمها وعدم قدرتها على الاستجابة لشروط السوق الرئيسي.

كان تاريخ أول تسعير للقيم الصادرة عن هذه الشركة يوم 12 ديسمبر 2018 أين تم بدء عملية تداول قيمها على مستوى شركة تسيير بورصة القيم (بسوق شارع العقيد عميروش) وبالضبط في السوق المخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وبالتاريخ المحدد تم فعليا تداول أسهم الشركة السياحية في سوق أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببورصة الجزائر، ما جعل شركة "أوم أنفست" أول شركة تسجل على قائمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر، فهي الشركة الوحيدة المدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>29</sup>. باعتبارها أول تجربة فريدة من نوعها تخوضها شركة "أوم أنفست" بسوق المؤسسات الصغيرة

-تؤثر بورصة المؤسسات بشكل إيجابي في ضخ السيولة النقدية في الاقتصاد وتحويل السوق من حالة الركود إلى حالة النشاط الاقتصادي.

-تساهم هذه البورصة في تنوع القيم المنقولة، وتساعد في تفعيل الشفافية نظرا لما تقدمه من حلول اقتصادية، حيث تساعد على فتح مجالات استثمارية جديدة وحوافز إضافية لجذب المستثمرين لتلبية احتياجاتهم.

-الهدف من إنشاء هذه البورصة هو توفير أدوات تمويلية مستدامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يسمح برفع قدرتها التنافسية، وتعظيم قيمتها المضافة للاقتصاد بما يسهم في توفير المزيد من فرص العمل، والذي يعتبر أحد الأركان الرئيسية للتنمية الاقتصادية في الوقت الراهن.

-توفير فرصة كبيرة لأصحاب المؤسسات الصغيرة من الشباب وصغار المستثمرين في التوسع في مشروعاتهم.

-توفير فرصة لدخول مستثمرين استراتيجيين كشركاء مما يسمح بنقل وتحسين الخبرات الفنية والتكنولوجية والإدارة<sup>35</sup>. كما أن سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يوفر لشركة "أوم أنفست" - باعتباره جزءا لتوفير بيئة مواتية لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-المزايا التالية:

- حصول المؤسسة على التمويل المباشر من أموال المدخرين على اعتبار أن البورصة مصدر تمويلي حديث مكمل للتمويل المصرفي.

-وصول المؤسسة إلى موارد مستقرة للتمويل وفقا لأحسن تحليل مالي.

-وصول المؤسسة بأبسط وأرخص الشروط والتكاليف إلى سوق القيم المنقولة.

- حصول المؤسسة على فرص استثمار أكبر، وخروج شركات ذات رأسمال استثماري إلى المحيط الاقتصادي<sup>36</sup>.

وبعد أن ذكرنا مجموعة المزايا التي تصبو إلى تحقيقها الهيئات المنشئة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات على حد سواء، نبرز في الآتي الأهداف المتوخاة تحقيقها:

-الرفع من رأسمالها المستثمر: إذا قررت الشركة تطوير نشاطها لترقية مكانتها في السوق، سيتطلب منها ذلك ضخ أموال ضخمة في مشاريعها الجديدة، لكنها قد تعجز عن

-الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة.

-التسيير الفردي للحفاظ بموجب عقد مكتوب.

-ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب المضمون في اصدار السندات.

-حفظ القيم المنقولة وإدارتها.

- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله رأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

يبدو من خلال هذه المهام الموسعة، أن دور الراعي في البورصة أكثر توسعا وأهمية من الوسيط المرافق لشركات المساهمة بسبب أن المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة تحتاج إلى ترقية ومرافقة، خاصة وهي الشركة الناشئة والممول عليها في ترقية وتنمية الاستثمار والاقتصاد الوطني. مما يوضح أن توفير الراعي في البورصة كمرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق البورصة يعتبر أهم ضمانة إدارية تتمتع بها. والملاحظ على هذا المرافق أن المشرع الجزائري قد أحسن صنيعا بتوفير هذا الشخص الذي يعمل على مرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لحاجتها لمثل هذا الشخص من أجل تنوير بصيرتها وترقيتها.

#### المطلب الثاني: انعكاسات الضمانات الممنوحة

##### على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بعد أن أسلفنا الذكر أن المشرع الجزائري وفر لرؤساء المؤسسات العديد من المزايا والحوافز التشجيعية للدفع بهم إلى الاستثمار بالبورصة، والتخلي عن فكرة العزوف الشائع لديهم، نشجع هؤلاء الرؤساء لدخول البورصة لتحقيق هدف تطوير وترقية الاقتصاد الوطني مثله مثل بقية اقتصادات الدول. لذا سنوضح لهم في هذه النقطة النتائج الإيجابية لهذه الضمانات التي تنعكس على المؤسسات (الفرع الأول) بالإضافة إلى النتائج السلبية لها من خلال (الفرع الثاني).

##### الفرع الأول: النتائج الإيجابية المحققة لصالح

##### المؤسسات جراء الضمانات المقررة لها

حيث تحقق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة بالبورصة عند الاستجابة لمطلب تلبية نداء المشرع وقبولها بالضمانات القانونية المتعددة مجموعة من المزايا نوردتها في الآتي:

الصغيرة والمتوسطة قيما منقولة تتداول بالبورصة بتاريخ 12 ديسمبر 2018، "بدخولها سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنشئ ببورصة الجزائر سنة 2012"<sup>41</sup> وبقائه دون فعالية ودون تداول به لسندات رأس المال إلى غاية تشييطه بفضل هذه الشركة. يبقى الهدف الرئيسي من دخول هذه المؤسسة إلى البورصة هو البحث عن تمويل لمشاريعها الاستثمارية في المستقبل.

**-تطوير وترقية الاستثمار الوطني.** تسعى الدولة في ظل الأزمة الاقتصادية إلى جذب المدخرات المكتنزة لدى المواطنين وضخها في البنوك، لذا تعد البورصة إحدى هذه الوسائل المطورة للاستثمارات، حيث يمكن للأفراد الراغبين في الاستثمار عبر الأوراق المالية أن يحققوا الثروة لاستثمارها واستثمار الدولة عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح سندات حكومية في البورصة، هذا ما يوفر كمية عالية من السيولة من جهة أخرى؛ حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من الشعب. كما أن هذه الشركات المدرجة في البورصة بمختلف أحجامها تلعب دورا رئيسيا في النشاط الاقتصادي من أجل ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة تحريكه وتوظيفه في مجالات النشاط<sup>42</sup>.

**الفرع الثاني: الانعكاسات السلبية للضمانات الممنوحة للمؤسسات المستثمرة بالبورصة**

بعد أن قمنا بذكر أهم الأهداف والمزايا المحققة من وراء دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة نجد أنه وبالمقابل تنعكس هذه الضمانات سلبيًا عليها من خلال ما سيأتي بيانه:

**-الشكل القانوني :** فرض المشرع الجزائري على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتخاذ شكل معين لقبول إدراجها بالبورصة وهو أن تتخذ شكل شركة مساهمة، حيث يعتبر شكل شركة المساهمة هو الشكل الأنسب لفتح رأسمالها سواء عند التأسيس أم عند الرغبة في زيادة ورفع رأسمالها، هذا من الناحية القانونية عبر عملية طرح القيم المنقولة باللجوء

طريق التمويل الداخلي، فتضطر إلى فتح رأسمالها عن طريق طرح سندات يكتب فيها الجمهور، سواء كانت سندات دين أم سندات رأسمال<sup>37</sup> إذ هو أفضل دليل عن رغبتها في كسب شركاء جدد بقصد توسيع قاعدة المساهمين رغبة منها في الحصول على سيولة نقدية تؤدي إلى رفع رأسمالها المكتتب فيه عند التأسيس<sup>38</sup>.

**- تحسين أداء المؤسسة ومركزها المالي:** تتعدد الأهداف المحققة من وراء إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة؛ فاتخاذ قرار الانضمام إلى هذا السوق من رؤسائها الأكيد أنه سيكون لفائدتها، مما يرفع إنتاجيتها ويوفر لها التمويل اللازم لإتمام مشاريعها كما أسلفنا الذكر. وفي الجهة المقابلة فمن بين الأهداف التي يحققها السوق المالي توفير التمويل للوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا ماليا، وهو الأمر الذي ينطبق على حالة المؤسسات التي تعد فتية والمحتاجة إلى رعاية ومرافقة من أجل فرض صورتها وتصحيح مركزها في سوق القطاعات التي تنشط على مستواها.

إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقييم الشركات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقعها، 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 سياستها أملا في تحسين مركزها عن طريق تطوير تقنيات التسيير<sup>39</sup>. فقد أعطت مؤسسة "أ أوم أفست" مثلا عن المؤسسة الطموحة التي تتفتح نحو الترقية والتحضر، فهي من وراء هذا الإدراج ستمتع بجميع مزايا الإدراج بما فيها اكتساب شهرة وطنية وعالمية، بالإضافة إلى إعطاء الثقة لدى المتعاملين معها من خلال رفع رأسمالها عن طريق اللجوء للادخار العلني<sup>40</sup>.

**-توفير التمويل الضروري للمؤسسة:** لقد أسلفنا الذكر بأن السبب الرئيسي للجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستثمار بالبورصة هو البحث عن تمويل لتغطية احتياجاتها التي تحقق لها الاستمرار في تنافسية النشاط أمام المؤسسات الأخرى المتواجدة بالسوق. فبناء على إدراج شركة "أ أوم أفست" بالبورصة، تكون هذه الشركة الناشطة في مجال الفندقية قد كسرت حاجز العزوف عن إصدار المؤسسات

المؤسسات بالبورصة واقعيًا يشكل حاجزًا يصعب المهمة أمام القوانين والمسؤولين الذين يرفعون تحدي توفير التمويل الحديث عبر البورصة؛ حيث لم يستطع المشرع رفع التخوف الذي يدور في أذهان هؤلاء المستثمرين بسبب ما يحتويه هذا السوق من مخاطرة ومغامرة، فأمام كل هذا يبقى انضمام "أوم أنفست" يشكل بادرة لافتتاح مجال الاستثمار كمثال يقتدى به بسوق البورصة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

حيث إن خلق سوق صغيرة خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة جاء مطلبًا اقتضته الظروف الاقتصادية للدولة الجزائرية، ومحاولة مواكبة التقدم الذي عرفته بعض الدول المعتمدة على التمويل عبر السوق المالي، مما يؤكد أنه كان برنامجًا حكوميًا مسطرًا سعت الهيئات المنظمة لعمل البورصة على تنفيذه، وعلى رأسها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. غير أن الواقع العملي يثبت أن هذه الضمانات والتحفيزات لم ترق لأن تكون محفزًا لرؤساء المؤسسات يدفعهم لاتخاذ قرار الاستثمار بها خاصة في ظل غياب هاته المؤسسات على مستوى السوق الخاص بها، وهو ما يؤكد فرضية عدم إمكانية تطوير الاستثمار الوطني والاقتصاد ككل. ما ينتج معه فشل الاستراتيجية التحفيزية التي سعت إليها الحكومة.

-وجدنا من خلال الدراسة، أن إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة على مستوى السوق الخاص بها وفر لها شروطًا جد مرنة، وضمانات متنوعة لم تقض على تخوف هؤلاء الأعوان الاقتصاديين من فقدان مؤسساتهم خاصة في ظل المخاطر التي تواجههم عند فتح رأسمالها للجُمهور للاكتتاب به، بالرغم من أنه محدد بنسبة ضئيلة لا تدعو إلى التخوف إذا ما قورنت بكلفة الأهداف والمنافع المزدوجة التي يحققها هذا النوع من الاستثمارات.

-لاحظنا أنه وفي سبيل دفع عجلة الاستثمار الوطني عبر إدراج المؤسسات بالبورصة، خلق المشرع منصب الراعي المرافق لها بغرض بعث الطمأنينة في نفوس رؤساء المؤسسات؛ إذ إنه يسعى إلى إنجاح استثماراتها وحسن تسيير وإدارة حافظاتها المالية، وهذا يعد نقطة إيجابية تحسب للمشرع الجزائري.

العلني للادخار أو بدونه، لكنه من الناحية العملية نجد أن هذا القيد القانوني يمنع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتخذة للأشكال التجارية الأخرى من دخول البورصة والاستثمار بها، وهو ما ينتج عنه حرمان هذه المؤسسات من خدمات التمويل التي تؤديها سوق البورصة<sup>43</sup>.

-حجم رأس المال المطروح: لا يتواجد حاليًا في سوق البورصة الجزائرية أي نوع من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بسبب التخوف والعزوف المنتشر لدى مسيريها ورؤسائها؛ إذ يرجع سبب عدم قبول الاستثمار بالبورصة بحثًا عن التمويل الضروري إلى تخوفهم من خسارة ملكية المؤسسة، ففتح رأسمال المؤسسة يقابله دخول أشخاص غرباء إلى المؤسسة كشركاء والتحكم في إدارتها، وكل شؤونها نظرًا لما تخوله هذه الصفة من حقوق.

-فشل استثمار المؤسسات بسبب عدم نجاح مهمة الراعي في البورصة: قد تتعرض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أثناء حياتها الإنتاجية والعملية إلى فشل مشاريعها التجارية، وهو حال الاستثمار في البورصة الذي يعد مجالًا مليئًا بالمخاطرة، غير أن تواجد الراعي المرافق لها قد يهون عليها عملية الاستثمار لدى مساعدته لها، لكنه قد لا ينجح في المهمة المسندة إليه فيرتكب أخطاء قد تكون عن قصد أو عن غير قصد بسبب عدم احترامه لقواعد وآداب مهنة وسيط في عمليات البورصة، مما يؤدي إلى إلحاق أضرار وفشل المشروع الاستثماري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>44</sup>. وهو ما يسمى بتلاعب شركات السمسرة بصغار المستثمرين بسبب ضعف الرقابة في السوق المالية. لكن وبقصد التخفيف والتعويض عن الفشل قرر المشرع الجزائري حماية لهذه المؤسسات بتوفير صندوق ضمان الزبائن يستمد تمويلاته من مساهمات الوسطاء، بالإضافة إلى عقود تأمين تجاه الزبائن تضمن مسؤوليتهم<sup>45</sup>.

## خاتمة

في ختام دراستنا هذه نجد أن المشرع الجزائري حتى وإن وفر مجموعة من الضمانات والمزايا لرؤساء ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بقصد تحفيزهم وتنويرهم بضرورة الاستثمار بالبورصة الجزائرية إلا أن ضآلة عدد هذه

الاحتكاك والتعلم من خبراتها وقدراتها نظرا لحاجة الاقتصاد الوطني لمثل هذه التجربة.

- محاولة جذب الجمهور المدخر والمكتنز لأمواله خارج البنوك، وحثه على اقتناء القيم المنقولة المطروحة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال التعريف بالأسهم وكيفية امتلاكهم لجزء في رأسمال المؤسسة.

- نشر ثقافة بورصية في أوساط المجتمع الجزائري بما فيهم رؤساء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تعريف الفئة الأولى بفائدة استثمار المدخرات في شكل أسهم المؤسسات، وتعريف الفئة الثانية بهزايا الانضمام إلى السوق الصغير للبورصة كأهم الطرق التمويلية التي هي بحاجة في سبيل رفع رأسمالها.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه يجب على الدولة الجزائرية السعي إلى التعريف بالسوق المالي وضماناته وخصائصه من خلال محاولة الإنقاص من وقع صدمة انخفاض أسعار القيم المنقولة ومخاطره. من أجل الاعتماد عليه كأحد الاستثمارات الفاعلة والمنتجة للعملة بالنسبة للاقتصاد الوطني.

توصلنا كذلك أنه من بين الأهداف الوطنية الاقتصادية التي تحققها الدولة الجزائرية لدى إدراج المؤسسات التوصل إلى التنوع الاقتصادي عبر توزيع الاستثمار وتركيزه على الاستثمار بالسوق المالي خاصة في ظل اعتبارها واحدة من بين القطاعات الجديدة والبديلة عن النفط.

وعليه وبعد هذه النتائج والملاحظات المتوصل إليها، نشير إلى أنه وبالرغم من المجهودات القانونية المبذولة من خلال توفير أنواع مختلفة من الضمانات بقصد تحفيز الاستثمار بالسوق المالي، سجلنا غياب ثقافة الاستثمار بالسوق الصغير لدى رؤسائها، مما نجم عنه غياب هاته المؤسسات التي يرافقها عدم فاعلية ونجاعة تنصيب سوق صغير.

وسعيا منا في ختام دراستنا هذه، نود الإشارة إلى بعض الاقتراحات التي نأمل أن تبنى عليها دراسات تكميلية جدية وعلمية في المستقبل، أو أن تجد هذه المقترحات صدى، وذلك بأن تجد طريقها إلى التطبيق من الهيئات الوصية، وهي التي نلخصها فيما يلي:

- يجب على الهيئات المنظمة لعمل السوق المالي ككل أن تسارع إلى إيجاد الظروف الأكثر ملاءمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة بها، وعلى وجه الخصوص توفير المزيد من الضمانات بمختلف أنواعها بقصد حثها وتشجيعها للجوء إلى التمويل الحديث عبر البورصة.

- يجب على الدولة الجزائرية والهيئات المنظمة لعمل البورصة أن تسعى إلى ضرورة نشر ثقافة الانضمام إلى السوق المالي بين أوساط الأعوان الاقتصاديين في ظل اعتباره أحد وسائل التنوع الاقتصادي الذي يوفر الرقي بالاقتصاد الوطني.

- نظرا للدور الفعال الذي تلعبه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اقتصادات الدول المتقدمة، وجب على الجزائر العمل على تحفيز هاته المؤسسات الناشئة ومرافقتها من خلال تعريفها بنشاط الراعي في البورصة من أجل الاعتماد عليه في استثماراتها.

- العمل على تكثيف التعاون مع بورصات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتطورة بقصد



## الهوامش

1. عرف المشرع الجزائري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المادة 05 من القانون 02-17 المؤرخ في 10 يناير 2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الجريدة الرسمية العدد 02 ، الصادر بتاريخ 11 يناير 2017 بأنها: كل مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات تشغل من واحد 01 الى مائتين وخمسين 250 شخصا ، حيث لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 04 ملايين دج ، أو لا يتجاوز مجموع الحصيلة السنوية مليار دج.
2. عبد الحميد بورحومة ، محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها ، اعداد نموذج قياسي للاستثمار بالجزائر للفترة 1994-2004 ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2006/2007 ، غير منشورة ، ص 07.
3. نجلاء محمد إبراهيم بكر ، أسواق المال وإدارة الاستثمار ، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم ، كتاب الكتروني محمل من النت عن الموقع الالكتروني: <http://search.mandumah.com> ، (د.د.ن/د.س.ن/د.ب.ن) ص 123.
4. حيث نصت المادة 02/2 ف2 على ما يلي: "يقصد بالاستثمار ، في مفهوم هذا القانون ، ما يأتي:  
-اقتناء أصول تندرج في إطار استحداث نشاطات جديدة وتوسيع قدرات الإنتاج و/أو إعادة التأهيل.  
-المساهمات في رأسمال شركة".
5. المعيني لعزیز ، الوسائل القانونية لتفعيل الاستثمارات في الجزائر ، رسالة لنيل درجة دكتوراه علوم في الحقوق ، جامعة مولود معمري ، قسم الحقوق ، تيزي وزو ، 24 جوان 2015 ، منشورة ، ص 267.
6. ذهب المشرع الجزائري الى هذه الفكرة في المادتين 30-31 من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، الجريدة الرسمية العدد 34 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 ، المعدل والمتمم بالقانون 03-04 المؤرخ بتاريخ 17 فيفري 2003 واعتبر الأشخاص الذين يمتلكون رؤوس أموال مستثمرة في عمليات البورصة مستثمرين.
7. وفقا للمادة 09 المتضمنة المادة 46 من قرار وزارة المالية المؤرخ في 24 جانفي 2012 المتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.
8. انظر المادة 46 من النظام 01-12.
9. انظر المادة 46-4 من النظام 01-12.
10. انظر المادة 46-5 من النظام 01-12.
11. انظر المادة 46-4 من النظام 01-12.
12. هاته الفكرة مستنتجة من عدم تضمين المشرع القسم الثالث من النظام 01-12 الخاص بشروط ادراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة (الواد 45 الى 46-7) هاته الشروط المفروضة على الشركات الضخمة.
13. للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السلطة التقديرية في رفض طلب قبول القيم ان ارتأت أن ذلك يمس بحسن سير السوق/ الاستعلام عن سير البورصة ، وثيقة منشورة على موقع الالكتروني للجنة: [www.cosob.org](http://www.cosob.org) ، ص 6.
14. انظر المادة 02 من النظام 01-12 ، إذ جاءت هاته المادة عامة غير واردة في القسم الخاص بشركات المساهمة ولا المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مما يعني تطبيقها عليهما.
15. انظر المادة 46-6 من النظام 01-12.
16. تمثّل التقييد المفروض على المؤسسات مقارنة بشركة المساهمة بضرورة توزيع سندات رأسمالها على المستثمرين وهم على وجه الحصر: هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ، البنوك ، المؤسسات المالية ، شركات التأمين ، شركات رأسمال الاستثمار ، صناديق الاستثمار ، الشركات المسيرة للأصول.
17. Les activités entrant dans le cadre de son objet social consistent essentiellement dans : le développement du tourisme thermal et de bien-être, le développement de destination touristique par excellence, la modernisation et la rénovation des stations thermales pour valoriser l'industrie touristique en Algérie/COSOB, admission au compartiment pme de la bourse d'Alger de la société AOM INVEST SPA, p02.
18. موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: [www.cosob.org](http://www.cosob.org) تاريخ الزيارة 2019/09/03.
19. COSOB, admission au compartiment pme de la bourse d'Alger de la société AOM INVEST SPA, ouvrage précédent, p03.
20. غالم عبد الله سبع حنان ، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني ، مداخلة بالملتقى الوطني المعنون ب: واقع وأفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يومي 05/06 ماي 2013 بجامعة الوادي ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، ص 08.
21. خالد إدريس ، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة ، دراسة استشرافية ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2007-2008 ، منشورة ، ص 63.
22. جباري شوقي قمان مصطفى ، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة الى حالة الجزائر مجلة التنظيم والعمل ، جامعة معسكر ، الجزائر ، العدد 05 ، سنة 2014 ، ص 02.
23. اندراوس ولیم عاطف ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مؤسسة شباب الجمعية ، الإسكندرية ، 2005 ، (د.ط) ص 03.
24. لم يسمح المشرع الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بطرح سندات الدين (حسب ما قضت بها المادة 46-6 من النظام 01-12) للاكتتاب فيها من قبل الجمهور وذلك بسبب تخوفه من عدم قدرتها على سداد ديونها اتجاه الجمهور المقرض في الأجال البطولية ، خاصة وأنها مؤسسة واعدة تحتاج الى ترقية فكيف يخاطر بالجمهور المكتتب في سندات الدين ويبرهن أمواله بنجاح استثمار مؤسسة فتية قيد الانشاء والنشاط في السوق.
25. عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) تاريخ الزيارة 30 ديسمبر 2019.

26. حساين سامية ، " شركة المساهمة المسعرة في البورصة " مطبوعة محاضرات لطلبة السنة الثانية ماستر ، تخصص قانون خاص معمق ، كلية الحقوق ، جامعة أمجد بوقرة ، بومرداس ، 2014/2015 ، غير منشورة ، ص 53.
27. أيت مولود فاتح ، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري ، رسالة دكتوراه تخصص القانون ، جامعة مولود معمري- تيزي وزو ، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، 2012 ، منشورة ، ص 413.
28. النظام 01-12 المعدل المتمم للنظام العام لبورصة القيم المنقولة 97-03 ، مرجع سابق.
29. عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) ، مرجع سابق.
30. La PME AOM INVEST intégré la Bourse d'Alger, [www.algerie-eco.com](http://www.algerie-eco.com), par khelifa litamine, 13/12/2018, date de visite : 10/09/2019.
31. عدت المادة 04 من القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 يعدل ويتم المرسوم التشريعي 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة ، الأشخاص الذي يمكنهم ممارسة نشاط الوساطة باعتبارها راعي في البورصة وجعلتهم يمثّلون في : الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض ، البنوك ، المؤسسات المالية. وهو الأمر ذاته الذي كرسته المادة 04 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 01-15 المتعلقة بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم الصادر بموجب قرار وزير المالية ، المؤرخ في 15 ابريل 2015 ، الجريدة الرسمية العدد 55 الصادر في 21 أكتوبر 2015.
32. عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) تاريخ الزيارة: 10/09/2019.
33. المرقين المعتمدين لدى اللجنة والناشطين في سوق البورصة حاليا هم: بنك الفلاحة والتنمية الريفية ، بنك التنمية المحلية ، البنك الخارجي الجزائري ، البنك الوطني الجزائري ، بي أن بي باريبا الجزائر ، بنك التوفير والاحتياط-بنك ، القرض الشعبي الجزائري ، جرانت ثورنتون-شركة ذات أسهم ، أر أم جي للاستشارات-شركة ذات مسؤولية محدودة ، أر نست يونغ ، فالواضح على قائمة مرقي البورصة بأنهم عبارة عن وسطاء في عمليات البورصة / عن موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)
34. Les conditions et procédures d'inscription des promoteurs en bourse sont : seules les personnes morales peuvent demander leur inscription en qualité de promoteur.
- Les banques et les établissements financier ainsi que les intermédiaires en opérations de bourse agréée pour activités de conseils sont inscrit d'office sur liste de promoteurs en bourse sous réserve.
- De désigner un interlocuteur dument habilité, les sociétés candidat à la fonction de promoteur en bourse autre que les catégories désignées doivent justifier de l'expérience suivante : une activité générale depuis au moins deux ans dans la fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure capitale l, de conseil, gestion et ingénierie financières et d'une manière générale, tous services destinés à faciliter la création et le développement d'entreprises.
- la société candidat doit faire parvenir à la COSOB le formulaire-type de demande d'inscription en qualité de promoteur en bourse dument remplie et signée auquel est annexé un dossier type attestant l'expérience requise et décrivant les moyens humains et technique qu'il entend mettre en œuvre pour remplir ses missions / les articles 02-03-04-05 de l' instruction COSOB n°01-2013 relative aux conditions et procédures d'inscription des promoteurs en bourse.
35. خالد إدريس ، مرجع سابق ، ص 89.
36. COSOB, admission au compartiment pme de la bourse d'Alger de la société AOM INVEST SPA, ouvrage précédent, p04.
37. حمليل نواره ، الاكتتاب في رأسمال شركة الأسهم ، مداخلة في ملتقى وطني حول النظام القانوني للشركات بين التشريع والتطور التكنولوجي ، يومي 19 و 20 ماي 2014 ، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، تيزي وزو ، غير منشورة ، ص 01.
38. دور البورصة ، عن الموقع الالكتروني: [www.elbassair.net](http://www.elbassair.net) تاريخ المراجعة 07/01/2017.
39. مُجد أيمن عزت الميداني ، تطور أسواق الرأسمالية في سوريا ، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال ، الثلاثاء 19 شباط 2002. (د.ط) ، ص 96.
40. Entrée en bourse de la PME AOM Invest : la première séance de cotation en décembre, [www.elwatan.com](http://www.elwatan.com) , par zhorhadjam, 01/12/2018, date de visite , 10/09/2019.
41. مصطفى صايم-مصطفى حوحو ، بورصة الجزائر حلقة مفقودة في تمويل التنمية الاقتصادية "الواقع ، المعوقات والحلول" ، مداخلة بالملتقى الوطني الموسوم بالنظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة أمجد بوضياف ، المسيلة ، ص 12.
42. البورصة في الجزائر ، عن الموقع الالكتروني: [www.wadilarab.com](http://www.wadilarab.com) تاريخ الزيارة 04/07/2018.
43. لا يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتخذ شكل شركات التضامن وشركات التوصية والشركات ذات المسؤولية المحدودة دخول البورصة المذكورة في المادة 544 من الامر 59-75 المتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم بالقانون 05-02 المؤرخ في 06 فبراير 2005.
44. أشار المشرع الجزائري الى الالتزامات الواقعة على عاتق الوسطاء بما فيهم الراعي في البورصة بموجب المادة 50 من النظام 01-15.
45. نص المشرع على الحماية المقررة لزبائن وسيط عمليات البورصة والمتمثلة في صندوق ضمان الزبائن وتأمين الأموال بموجب نص المادتين 53-54 من النظام 01-15.

## مراجع المقال

### القوانين

1. القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة ، الجريدة الرسمية العدد 11 الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003.
2. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 12 يناير 2012 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة رقم 03-97 ، الجريدة الرسمية العدد 41 الصادر في 15 جويلية 2012.
3. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 01-15 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم الصادر بموجب قرار وزير المالية ، المؤرخ في 15 أبريل 2015 ، الجريدة الرسمية العدد 55 الصادر في 21 أكتوبر 2015.
4. القانون 02-17 المؤرخ في 10 يناير 2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الجريدة الرسمية العدد 02 ، الصادر ب تاريخ 11 يناير 2017.

### الأطروحات

1. عبد الحميد بورحومة ، محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها ، اعداد نموذج قياسي للاستثمار بالجزائر للفترة 1994-2004 ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2006/2007.
2. المعيفي لعزیز ، الوسائل القانونية لتفعيل الاستثمارات في الجزائر ، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم ، كلية الحقوق ، جامعة مولود معمري ، تيزي وزو ، 24 جوان 2015.
3. خالد إدريس ، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة ، دراسة استشرافية ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2007-2008.
4. أيت مولود فاتح ، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري ، رسالة دكتوراه تخصص القانون ، جامعة مولود معمري- تيزي وزو ، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، 2012.

### الكتب

1. أندراوس وليم عاطف ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، الطبعة الاولى مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2005.
2. نجلاء مُجد إبراهيم بكر ، أسواق المال وإدارة الاستثمار ، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم ، دون طبعة ، دون نشر ، كتاب الالكتروني محمل من النت عن الموقع الالكتروني: <http://search.mandumah.com>.

### الهدايات

1. غالم عبد الله سبع حنان ، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني ، مداخلة بالملتقى الوطني المعنون ب: واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يومي 05/06/2013 بجامعة الوادي ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
2. حمليل نواره ، الاكتتاب في رأسمال شركة الأسهم ، مداخلة في ملتقى وطني حول النظام القانوني للشركات بين التشريع والتطور التكنولوجي ، يومي 19 و20 ماي 2014 ، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، تيزي وزو.
3. مصطفى صايم مصطفى حوحو ، بورصة الجزائر حلقة مفقودة في تمويل التنمية الاقتصادية "الواقع ، المعوقات والحلول" ، مداخلة بالملتقى الوطني الموسوم بالنظام المالي واشكاله تمويل الاقتصاديات النامية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة مُجد بوضياف ، المسيلة.

### المقالات

1. جباري شوقي-قمان مصطفى ، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة الى حالة الجزائر-مجلة التنظيم والعمل ، جامعة معسكر ، الجزائر ، العدد 05 ، سنة 2014.
2. مُجد أيمن عزت الميداني ، تطوير أسواق الأسهم في سورية ، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الاعمال ، الثلاثاء 19 شباط 2002.

### المواقع الالكترونية

1. دور البورصة ، عن الموقع الالكتروني: [www.elbassair.net](http://www.elbassair.net) تاريخ المراجعة 07/01/2017.
2. البورصة في الجزائر ، عن الموقع الالكتروني: [www.wadilarab.com](http://www.wadilarab.com) تاريخ الزيارة 04/07/2018.
3. المطبوعات.
4. حساين سامية ، " شركة المساهمة المسعرة في البورصة " مطبوعة محاضرات لطلبة السنة الثانية ماستر ، تخصص قانون خاص معمق ، كلية الحقوق ، جامعة مُجد بوقرة ، بومرداس ، 2014/2015.
5. وثيقة صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خاصة بسير البورصة.