

النظام القانوني لبورصة القيم المنقولة: دراسة في المفاهيم والوظائف الاقتصادية والقانونية

The Legal Regime of the Stock Exchange: A Study of Concepts and Economic and Legal Functions

بابو جمال الدين*، مخبر البحث في تطوير التشريعات الاقتصادية، جامعة تسمسيلت

dj.babou@univ-tissemsilt.dz

ورداني عبد الرحمان، جامعة تسمسيلت

abderahmenouardani@gmail.com

تاريخ إرسال المقال: 2026/02/20 تاريخ قبول المقال: 2026/05/21 تاريخ نشر المقال: 2026/05/31

الملخص:

تتمحور هذه الدراسة حول النظام القانوني لبورصة القيم المنقولة، باعتبارها مرفقاً مالياً تنظمه قواعد قانونية آمرة تهدف إلى ضبط حركة الأموال وتوجيه الائتمان، حيث تكمن إشكالية البحث في مدى فاعلية الأطر التشريعية المنظمة للبورصة في تحقيق التوازن بين حرية التداول وضمانات الحماية القانونية للمستثمرين، وقد خلصت الدراسة عبر المنهجين التاريخي والوصفي التحليلي إلى أن البورصة في التشريع الجزائري (لاسيما المرسوم التشريعي 93-10) قد انتقلت من مجرد فكرة تجارية عفوية إلى منظومة مؤسسية معقدة تعتمد على الفصل بين الوظيفة الرقابية والوظيفة التجارية، كما أثبت البحث أن القيمة القانونية للأسهم والسندات كأدوات تمويلية تتجاوز مجرد الصكوك المادية لتشكل نظاماً تعاقدياً جماعياً يساهم في عصنة المؤسسات وتخفيف العبء عن الخزينة العمومية، مع التأكيد على ضرورة الرقمنة الشاملة للمنظومة المالية لمواكبة المعايير الدولية.

الكلمات المفتاحية: بورصة القيم المنقولة، الأسهم والسندات، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة،

حوكمة السوق المالية.

Abstract:

This study elucidates the legal framework of the stock exchange as a financial utility governed by peremptory norms aimed at regulating capital movements and credit orientation. The research problem lies in the effectiveness of the legislative frameworks in balancing trading freedom with legal protection guarantees for investors. Utilizing historical and descriptive-analytical methodologies, the study concludes that the Algerian stock exchange (notably under Legislative Decree 93-10) has evolved from a spontaneous commercial concept into a complex institutional system predicated on the separation of regulatory and commercial functions. Furthermore, the research demonstrates that the legal value of stocks and bonds as financing instruments transcends mere physical securities to constitute a collective contractual system contributing to institutional modernization and the alleviation of public treasury burdens.

* المؤلف المرسل

Key words: Stock Exchange, Stocks and Bonds, COSOB, Financial Market Governance.

المقدمة:

تعد بورصة القيم المنقولة أحد أهم الركائز التي يقوم عليها الاقتصاد الحديث، فهي تمثل المركز الحيوي الذي تلقت فيه الوحدات ذات الفائض المالي مع الوحدات ذات العجز، مما يجعلها أداة فعالة لتعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمارات الكبرى، وباعتبارها سوقاً منظمة تخضع لقواعد قانونية صارمة، فإنها تساهم في توفير التمويل اللازم للمؤسسات الاقتصادية كبديل ناجع عن القروض البنكية التقليدية، وهو ما يمنحها مكانة جوهرية في المنظومة المالية الدولية والوطنية على حد سواء.

ولقد عرفت هذه المؤسسة المالية تطوراً تاريخياً طويلاً، حيث بدأت من تجمعات تجارية بسيطة في القارة الأوروبية، لتقنن وتتحوّل بمرور الزمن إلى منصات رقمية عالمية تحكمها تشريعات دقيقة تضمن حقوق المستثمرين وشفافية المعاملات، وفي الجزائر لم يكن ظهور بورصة القيم المنقولة معزولاً عن التحولات الاقتصادية الكبرى، حيث جاءت نتاجاً لإصلاحات المنظومة المالية في مطلع التسعينات، سعيّاً من المشرع الجزائري لعصرنة الاقتصاد الوطني وتفعيل دور السوق المالية في تمويل المؤسسات العمومية والخاصة.

وتكمن أهمية دراسة هذا الموضوع في شقين أساسيين، شق نظري قانوني يتمثل في ضرورة ضبط الماهية القانونية لهذه السوق وتحديد خصائصها التي تميزها عن بقية الأسواق، وشق عملي يتمثل في إبراز الدور الذي تلعبه عبر أدواتها المالية (الأسهم والسندات) في دعم التنمية الاقتصادية وتوفير السيولة اللازمة للنمو، ومن هذا المنطلق تبرز الحاجة الملحة لدراسة الإطار القانوني والوظيفي لهذا النظام، خاصة في ظل التحديات الراهنة التي تواجه السوق المالية الجزائرية.

وعليه، تتبلور إشكالية هذا البحث في التساؤل الجوهرية التالي: **ما هي الماهية القانونية لبورصة القيم المنقولة؟ وكيف يساهم نظامها الوظيفي وأدواتها المالية في تفعيل النشاط الاقتصادي؟** وينبثق عن هذا التساؤل جملة من الأسئلة الفرعية، تتعلق بمسار نشأة البورصة عالمياً ومحلياً، وكذا الخصائص التي تنفرد بها، وصولاً إلى تبيان ماهية الأوراق المالية المتداولة فيها وأهميتها التمويلية.

وللإجابة على هذه التساؤلات، اعتمدنا في هذه الدراسة على المنهج التاريخي الذي سمح لنا بتتبع الجذور الزمنية للبورصة، وكذا المنهج الوصفي التحليلي الذي مكّننا من توصيف المفاهيم القانونية وتحليل الأدوار الوظيفية لهذا السوق. وبناءً على ما تقدم تم تقسيم هذا البحث إلى مبحثين أساسيين، خصصنا المبحث الأول لتناول الإطار المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة من حيث النشأة والتعريف، بينما خصصنا المبحث الثاني لدراسة النظام القانوني والوظيفي للبورصة من خلال تبيان أنواعها وأهميتها الاقتصادية.

1- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة

يعتبر الإحاطة بالجانب المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة مدخلاً أساسياً لفهم الطبيعة القانونية والتقنية لهذه المؤسسة المالية الفريدة، إذ لا يمكن استيعاب دورها المعاصر دون العودة إلى جذورها التاريخية وسياق نشأتها وتطورها عبر الزمن، سواء على المستوى العالمي كمنظومة اقتصادية دولية، أو على المستوى الوطني في الجزائر كخيار استراتيجي ينبع من التحولات الاقتصادية الكبرى.

وبناءً على ذلك يسعى هذا المبحث إلى ضبط ماهية البورصة من خلال شقين متكاملين، يتناول الأول المسار التاريخي الذي سلكته هذه السوق منذ ظهورها كفكرة تجارية بسيطة وصولاً إلى تقنياتها وتطويرها في التشريع الجزائري، أما الشق الثاني فيخصص لتحديد المفهوم القانوني والاقتصادي الدقيق لبورصة القيم المنقولة، مع إبراز الخصائص والسمات الجوهرية التي تميزها عن غيرها من الأسواق المالية الأخرى، وذلك وفقاً للتقسيم التالي:

حيث يتناول المبحث الأول استجلاء الإطار المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة باعتبارها منظومة مالية وقانونية ذات طبيعة خاصة وذلك من خلال رصد مسارها التطوري الذي انتقل من الممارسات العرفية التاريخية وصولاً إلى التنظيم التشريعي المحكم مع إسقاط ذلك على خصوصية التجربة الجزائرية ومحطات تحولها الجوهرية منذ مطلع التسعينات كما يسعى هذا المبحث إلى ضبط الماهية القانونية للبورصة بتحديد خصائصها الجوهرية كمرفق مالي ومنظومة تعاقدية تقوم على مبادئ العلنية والشفافية وحماية الائتمان العام مما يسمح بتمييزها عن الأسواق التقليدية وتحديد مركزها القانوني الدقيق ضمن المنظومة الاقتصادية والمالية الحديثة.

1.1- المطلب الأول: نشأة بورصة القيم المنقولة

لا يمكن فهم النظام القانوني المعاصر للبورصة دون تتبع جذورها التاريخية، حيث مرت هذه المؤسسة بمراحل تطور بدأت من الممارسة التجارية العرفية وصولاً إلى التنظيم التشريعي المحكم، وسنقوم بتفصيل هذا المسار عبر فرعين:

1.1.1- الفرع الأول: التطور التاريخي العالمي لبورصة القيم المنقولة

تضرب الجذور التاريخية لمنظومة البورصة في عمق العصور الوسطى، حيث تبلورت ملامحها الأولى داخل الحواضر التجارية الكبرى في إيطاليا وهولندا وبلجيكا نتيجة لتنامي المبادلات التجارية العابرة للحدود، ويرجع التأصيل اللغوي لمصطلح "البورصة (Bourse)" وفقاً للمتواتر تاريخياً إلى عائلة بلجيكية عريقة بمدينة "بروج" تُدعى "فان در بورسن (Van der Bourse)"، إذ كان قصر هذه العائلة -الذي اتخذ من الحقائق الجلدية الثلاث شعاراً له- ملقّباً دائماً لكبار التجار لتداول الأوراق والديون التجارية¹.

وقد شهد القرن السادس عشر (1531م) تأسيس أول بورصة رسمية في مدينة "أنويرب" ببلجيكا، لتتوالى بعدها التأسيسات في لندن (1571م) وباريس (1724م)² إلا أن التحول الجوهري حدث في القرن

التاسع عشر مع الثورة الصناعية، حيث ظهرت الحاجة إلى رؤوس أموال ضخمة لتمويل السكك الحديدية والمناجم، مما أدى إلى بروز "شركة المساهمة" كوعاء قانوني، وبرز "السهم" و"السند" كأدوات مالية قابلة للتداول في سوق رسمية ومنظمة تخضع لرقابة الدولة³ ومع مطلع القرن العشرين، تحولت البورصات من مجرد أماكن مادية للالتقاء إلى مؤسسات مالية معقدة تعتمد على النظم الإلكترونية والربط الدولي⁴.

2.1.1- الفرع الثاني: التطور التاريخي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر

ارتبط المسار التاريخي لنشأة وتطور بورصة القيم المنقولة في الجزائر ارتباطاً عضوياً بطبيعة العقيدة الاقتصادية السائدة وتحولاتها التشريعية، ففي ظل "مرحلة الاقتصاد الموجه" التي سبقت إصلاحات سنة 1988، غُيّبت الآليات المالية للسوق تماماً، حيث ساد نموذج التمويل المركزي الذي جعل من المؤسسات العمومية وحدات إدارية تعتمد بصفة مطلقة على تدفقات الخزينة العمومية والقروض البنكية الإدارية التي لم تكن تخضع لمعايير المردودية أو مخاطر الائتمان⁵.

ومع مطلع التسعينيات، بدأت الملامح الأولى لعصرنة المنظومة المالية تتبلور بصدور قانون النقد والقرض 90-10، الذي أرسى القواعد الأولى لاستقلالية المؤسسات الاقتصادية والبنك المركزي، إلا أن المحطة الفاصلة والجوهرية في هذا المسار تمثلت في صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، إذ أوجد هذا النص إطاراً قانونياً متكاملاً قام على فلسفة "الفصل بين السلطات" داخل السوق المالية من خلال إحداث ثنائية مؤسساتية فريدة⁶.

تجسدت هذه الثنائية في تشكيل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) كـ "سلطة ضبط" إدارية مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، أنيطت بها مهام حماية الادخار العلني وضمان شفافية المعاملات، وفي المقابل أسست شركة إدارة بورصة القيم (SGBV) كشركة تجارية تقع على عاتقها مسؤولية التسيير العملي والتقني للحصص وتنظيم حصص التداول، وعلى الرغم من هذا التأسيس التشريعي، فإن الانطلاق الفعلي لعمليات التداول لم يتحقق إلا في شهر جويلية من عام 1999، لتبدأ مرحلة من النشاط الميداني الذي شهد إدراج مجمعات صناعية كبرى مثل "صيدال" و"مؤسسة الفندقية"، في محاولة لكسر الجمود المالي وجذب المدخرات الوطنية، وصولاً إلى التوجهات الاستراتيجية الراهنة، تضاعفت الجهود التشريعية لتكييف البورصة مع متطلبات الاقتصاد الرقمي، من خلال إقرار تعديلات تهدف لتسهيل ولوج المؤسسات الناشئة (Startups) إلى السوق المالية كبديل تمويلي مبتكر، وهو ما تعكسه التقارير السنوية الأخيرة التي تشدد على ضرورة الانتقال من التمويل التقليدي إلى التمويل عبر السوق لتعزيز السيولة وتحقيق الاستقرار المالي المستدام⁷.

2.1- المطلب الثاني: مفهوم بورصة القيم المنقولة

بعد استعراض المسار التاريخي لهذه المؤسسة المالية الرائدة، يقتضي المنهج القانوني المتعارف عليه الانتقال نحو ضبط الماهية المفاهيمية لبورصة القيم المنقولة وتحديد كيانها بدقة، إذ لا يمكن استيعاب

أدوارها الوظيفية دون الوقوف على طبيعتها المركبة التي تمزج بين التنظيم الإداري الضبطي والنشاط المالي الاستثماري.

ومن هذا المنطلق، يسعى هذا المطلب إلى مقارنة تعريف البورصة من زاويتين متكاملتين، الأولى اقتصادية تبرز دورها كقناة لتدفق رؤوس الأموال، والثانية قانونية تركز على إطارها التنظيمي والتشريعي والجزاءات المرتبطة بها، كما سنعمل على استخلاص جملة الخصائص الذاتية والسمات القانونية الجوهرية التي تتفرد بها هذه السوق وتجعل منها كياناً متميزاً عن سائر الأسواق التقليدية من حيث العلنية والرقابة، وذلك لتوفير رؤية مفاهيمية شاملة تمهد لدراسة نظامها الوظيفي وأدواتها المالية في المباحث اللاحقة من هذه الدراسة.

1.2.1. – الفرع الأول: تعريف بورصة القيم المنقولة

تقتضي الإحاطة ببورصة القيم المنقولة تجاوز النظرة التقليدية التي تحصرها في مجرد فضاء مادي للتبادل، بل يستوجب الأمر استقراء ماهيتها من خلال ثنائية تجمع بين الأبعاد الاقتصادية والضوابط القانونية في آن واحد.

فمن المنظور الوظيفي الاقتصادي، تبرز البورصة بوصفها ذلك السوق المنظم الذي يضطلع بمهمة جوهرية في التوفيق بين قوى العرض والطلب فيما يخص الأدوات المالية طويلة الأجل، إذ تلعب دور القناة الحيوية التي تضمن انسيابية السيولة من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي (المدخرين) نحو أولئك الذين يعانون من عجز مالي (المستثمرين)⁸، وبذلك تغدو البورصة أداة إستراتيجية لتمويل الاقتصاد الحقيقي، مما يساهم في تحديد قيم سوقية عادلة للأصول المالية بناءً على معطيات العرض والطلب الحقيقية.

أما بالانتقال إلى التحليل القانوني، فإن ماهية البورصة تتعدى مجرد كونها فضاءً للتبادل المالي، لتكتسي صبغة "المؤسسة القانونية" المقننة التي تُدار عبر هيئات وصية متخصصة، فهي تخضع لترسانة من القواعد الآمرة التي تنظم عمليات إدراج وتداول القيم المنقولة (الأوراق المالية) التي تتمتع بخصائص ذاتية معينة، وهو ما يضيف عليها صفة الرسمية والعلنية وفقاً لشروط إدراج وتداول محددة سلفاً من قبل المشرع⁹، إن هذا التأطير القانوني يسعى بالدرجة الأولى إلى ضبط "نظام تعاقدى جماعي" يضمن حماية حقوق المتداولين واستقرار المراكز القانونية، من خلال فرض تدابير دقيقة للتداول تحول دون حدوث أي تلاعبات قد تمس بصدقية السوق أو تخل بأمان المعاملات.

وفي سياق تكريس هذه المفاهيم ضمن المنظومة القانونية الوطنية، نجد أن المشرع الجزائري من خلال نص المادة 02 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة¹⁰، قد ركز بشكل لافت على "البعد التنظيمي والرقابي" لهذا المرفق المالي، حيث اعتبرها سوقاً تهدف بالأساس إلى كفالة الشفافية وإرساء مبدأ المساواة في التعاملات المالية، ويستشف من هذا التوجه التشريعي أن البورصة في

الجزائر لا تقتصر على كونها فضاءً تجارياً، بل هي نظام مؤسساتي متكامل يدار تحت إشراف هيئة عمومية ضببطية، غايتها الأسمى توفير بيئة آمنة للمعاملات، بما يضمن صيانة الادخار العلني وتفعيل الثقة في المناخ الاستثماري الوطني.

1.2.2. الفرع الثاني: خصائص بورصة القيم المنقولة

تتفرد بورصة القيم المنقولة ببنية قانونية وتنظيمية تجعلها تسمو عن الأسواق التقليدية، حيث ترتكز على جملة من الخصائص التي تشكل في مجموعها ضمانات لحماية الادخار واستقرار المعاملات. وتتجلى أولى هذه الخصائص في كونها سوقاً منظمة ومقننة، إذ يُحظر ممارسة أي نشاط تداولي داخلها بصفة عشوائية أو خارج الأطر التشريعية المنصوص عليها، فالبورصة تخضع لترسانة من النصوص القانونية والتنظيمية الصارمة التي تضبط بدقة آليات دخول الأوراق المالية إلى جدول الحصص أو شطبها منه، كما تمتد هذه الرقابة لتشمل الوسطاء الماليين من خلال فرض التزامات قانونية تضمن نزاهة الوساطة وتمنع الانحرافات الإجرائية¹¹.

وعلاوة على ذلك، تتمتع البورصة بصفة السوق الرسمية القائمة على مبدأ العلنية، وهي ميزة تمنحها مصداقية عالية من خلال الإفصاح اللحظي عن أسعار الأسهم والسندات، إن هذا التدفق المستمر للمعلومات السعريية يهدف بالدرجة الأولى إلى تكريس الشفافية الكاملة وقطع الطريق أمام الممارسات الاحتكارية، بما يضمن وصول المعلومة الجوهرية لكافة المستثمرين في آن واحد وبذات الفرص، وهو ما يُعد تجسيداً لمبدأ المساواة أمام السوق¹².

كما تتفرد هذه السوق بخصوصية موضوع التعامل، فهي سوق مخصصة حصراً للأوراق المالية أو ما يعرف قانوناً بـ "القيم المنقولة"، وخلافاً لبورصات السلع، فإن التعامل هنا ينصب على أوراق تمثل حقوقاً مالية للمساهمين أو الدائنين، وتتميز هذه القيم بقابليتها العالية للتداول وسرعة انتقال ملكيتها، فضلاً عن خضوعها لآلية التسعير المستمر التي تعكس القيمة الحقيقية للمراكز القانونية والمالية للمؤسسات المصدرة لها¹³.

وأخيراً، تبرز البورصة ككيان قانوني قائم على الائتمان والثقة، إذ أن استمراريتها مرهونة بمدى ثقة جمهور المدخرين في متانة النظام المالي، ولتحسين هذه الثقة من أي اهتزاز تدخل المشرع بوضع قواعد زجرية صارمة تجرم الممارسات التي تمس بنزاهة التداول، كجريمة "التلاعب بالأسعار" أو "استغلال المعلومات الداخلية"، إن هذا التدخل الزجري يهدف إلى توفير حماية قانونية استباقية للائتمان العام، وضمان أن تظل البورصة مرآة عاكسة للاقتصاد الوطني بعيداً عن أي تدليس أو تضليل معلوماتي¹⁴.

2- المبحث الثاني: النظام القانوني والوظيفي للبورصة

بمجرد الفراغ من ضبط الإطار المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة وتتبع مسارها التاريخي، تبرز الحاجة الملحة لتحليل نظامها القانوني والوظيفي الذي يمثل العصب الحيوي لنشاطها المعاصر، إنَّ دراسة هذا

النظام تقتضي بالضرورة الفصل المنهجي بين الأدوات القانونية التي تُشكل مادة التداول الجوهرية والمتمثلة في صكي الأسهم والسندات، وبين الغايات الاقتصادية والتمويلية الكلية التي تبرر وجود هذا السوق المنظم في المنظومة المالية الحديثة، وبناءً عليه يهدف هذا المبحث إلى تسليط الضوء على ثنائية "الأداة والهدف"، حيث سنعالج في المطلب الأول التصنيف القانوني للقيم المنقولة وتحديد المراكز القانونية الناشئة عنها، بينما نخصص المطلب الثاني لرصد الدور المحوري للبورصة في تمويل المؤسسات ودعم التنمية الاقتصادية، مع تبيان آليات الحماية القانونية التي تضمن استدامة هذا النشاط.

1.2- المطلب الأول: النظام القانوني وتصنيف القيم المنقولة المتداولة

تُعد القيم المنقولة جوهر العمليات البورصية والمادة الأولية التي يقوم عليها التبادل المالي، وهي في المنظور القانوني سندات تصدرها أشخاص معنوية سواء كانت عامة أو خاصة، وتتميز بقابليتها للتداول بالطرق التجارية التقليدية أو عبر القيد الحسابي الحديث، وتمنح هذه السندات حاملها حزمة من الحقوق المالية التي تختلف باختلاف طبيعة السند، وهو ما يفرض علينا التمييز بين فئتين رئيسيتين تشكلان قوام السوق المالية، وهما الأسهم والسندات، وذلك من خلال تبيان النظام القانوني الحاكم لكل منهما وأثره على هيكل رأس مال الشركات المصدرة.

1.1.2- الفرع الأول: النظام القانوني للأسهم

يُعد السهم الركيزة القانونية الأساسية التي يقوم عليها هيكل شركة المساهمة، حيث يُعرف تشريعياً بأنه صك مالي يمثل حصة شائعة من رأس مال الشركة، ويتميز بكونه غير قابل للتجزئة في مواجهة الشخص المعنوي المصدر له¹⁵، وتكتسي الأسهم المتداولة ضمن فضاء بورصة القيم المنقولة طبيعة قانونية خاصة تسمو بها فوق سندات الملكية التقليدية، وذلك بفضل خاصية "التداولية" التي تمنحها مرونة عالية في انتقال المراكز القانونية، إذ تنتقل ملكية السهم بمجرد القيد في الحسابات الرقمية متجاوزة بذلك التعقيدات الإجرائية التي تفرضها قواعد الحوالة المدنية، مما يعزز من سرعة وأمان المعاملات المالية.

ومن الناحية الوظيفية، يخول السهم حامله باقة متكاملة من الحقوق الجوهرية التي تركز صفة "الشريك"، وتتمثل أولاً في "الحق المالي" الذي يجسد حق المساهم في الحصول على نصيب من الأرباح السنوية المحققة، بالإضافة إلى حقه في ناتج تصفية الشركة عند انقضاءها¹⁶، وعلاوة على ذلك يمنح السهم "حقاً إدارياً" جوهرياً يتمثل في سلطة التصويت داخل الجمعيات العامة، وممارسة الرقابة على أعمال مجلس الإدارة وهو ما يُعد تجسيداً للديمقراطية الرأسمالية داخل الشركة، كما تتنوع النظم القانونية للأسهم وفقاً للامتيازات المقررة لها، حيث نجد "الأسهم العادية" التي تمنح حقوقاً متساوية لكافة المساهمين، و"الأسهم الممتازة" التي قد تمنح أصحابها أولوية في تقاضي الأرباح أو حقوق تصويت مضاعفة في حالات استثنائية.

وقد تدخل المشرع الجزائري، لا سيما في المادة 715 مكرر وما يليها من القانون التجاري، لضبط هذه الحقوق والواجبات بدقة متناهية، سعياً منه لإحداث توازن موضوعي بين مصالح الأغلبية المسيطرة وحماية حقوق الأقلية من التعسف¹⁷، إن هذا التنظيم القانوني الدقيق للأسهم لا يهدف فقط إلى تعريف الحصة الرأسمالية، بل يسعى إلى تحويل السهم إلى أداة ائتمان وثقة قادرة على استقطاب المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية الكبرى، مما يمنح البورصة دورها الريادي كمرآة عاكسة لقوة الاقتصاد الوطني واستقرار تشريعاته المالية.

2.1.2- الفرع الثاني: النظام القانوني للسندات

يُمثل السند في المفهوم القانوني والمالي أداة مديونية طويلة الأجل بذمة الجهة المصدرة له، سواء كانت شركة مساهمة أو شخصاً معنوياً عاماً كالدولة¹⁸، ويختلف السند جوهرياً عن السهم في كونه لا يمنح صاحبه حصة في رأس المال، بل يمنحه صفة "الدائن" وليس "الشريك"، وهو ما يترتب عليه انعدام أي حق قانوني لحامل السند في التدخل في إدارة الشركة أو التصويت في جمعياتها العامة، مقابل ضمان حصوله على فائدة دورية ثابتة واسترداد أصل القرض في تاريخ الاستحقاق المحدد مسبقاً¹⁹.

وتخضع عملية إصدار السندات وتداولها في بورصة القيم المنقولة لشروط قانونية وتنظيمية صارمة، تهدف في جوهرها إلى حماية جمهور المكتتبين من مخاطر إفلاس الجهة المصدرة أو تعثرها مالياً، حيث يلزم القانون الشركات بضرورة نشر "نشرة معلومات" مفصلة ودقيقة قبل طرح السندات للتداول²⁰، وتتميز هذه الأوراق المالية بخاصية "التداولية" التي تتيح انتقال الملكية بمجرد القيد في الحسابات، مما يضفي عليها سيولة عالية في السوق المالية ويجعلها أداة فعالة لجذب المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية الكبرى.

ومن الناحية الوظيفية، تعتمد الشركات على إصدار السندات كبديل استراتيجي لزيادة رأس المال، مما يسمح لها بالحصول على تمويل ضخم دون المساس بهيكل الملكية أو توزيع سلطة اتخاذ القرار بين مساهمين جدد، كما أن النظام القانوني للسندات يكرس مبدأ "أولوية السداد"، حيث يكون لحاملي السندات الحق في استيفاء حقوقهم المالية من ناتج تصفية الشركة قبل المساهمين، ويعد هذا التمايز القانوني بين الأسهم (كأداة ملكية ومشاركة) والسندات (كأداة مديونية واسترداد) ركيزة أساسية في هيكل تمويل المؤسسات المعاصرة، إذ يلبي كل منهما احتياجات استثمارية وتمويلية مختلفة تساهم في تنشيط الدورة الاقتصادية وتعزيز كفاءة السوق المالية²¹.

2.2- المطلب الثاني: الأهمية الاستراتيجية لبورصة القيم المنقولة

لا تقتصر القيمة القانونية لبورصة القيم المنقولة على كونها مجرد سوق لتداول الأوراق المالية، بل تمتد لتشكل ركيزة جوهريّة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية الحديثة. وتتجلى هذه الأهمية من خلال الأدوار

المزدوجة التي تضطلع بها، فمن جهة تمثل القناة القانونية الأكثر أماناً واستدامة لتمويل المؤسسات بعيداً عن تقلبات القروض البنكية التقليدية، ومن جهة أخرى تعمل كأداة حيوية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، وبناءً عليه سنعالج في هذا المطلب الدور التمويلي للبورصة على مستوى الوحدات الاقتصادية (الفرع الأول)، لنعرج بعدها على أثرها التنموي في دعم الاقتصاد الوطني وتحقيق الاستقرار المالي (الفرع الثاني).

1.2.2- الفرع الأول: الأهمية التمويلية للمؤسسات الاقتصادية

تُشكل بورصة القيم المنقولة القناة القانونية والمالية الأكثر كفاءة وموثوقية في تمويل الشركات والمؤسسات الاقتصادية الحديثة، خاصة في ظل السعي المستمر للتحرر من ضغوط التبعية للمديونية البنكية التقليدية وما تفرضه من أعباء الفوائد المتركمة، وتتجلى هذه الأهمية التمويلية في قدرة المؤسسات على تعزيز ملاءتها المالية وزيادة رأسمالها عبر طرح الأسهم للاكتتاب العام، وهو ما يوفر للشركة "سيولة مستقرة" ودائمة تختلف جذرياً عن القروض المصرفية، إذ لا تلتزم الشركة قانوناً برد هذه الأموال للمساهمين في تواريخ محددة، بل تظل هذه الأموال كجزء أصيل من أصولها، مقابل التزام الشركة بتوزيع نسبة من الأرباح المحققة فقط²²، هذا المسار التمويلي لا يمنح المؤسسة مرونة عالية في إدارة تدفقاتها النقدية فحسب، بل يحميها أيضاً من مخاطر تسييل الأصول أو التعثر المالي الناتج عن التزامات الديون قصيرة وطويلة الأجل. علاوة على ذلك، تلعب البورصة دوراً محورياً في بناء وتعزيز "السمعة القانونية والمالية" للمؤسسة على المستويين الوطني والدولي، فبقاء الشركة مدرجة في قوائم البورصة يفرض عليها قانوناً الامتثال الصارم لأعلى معايير الإفصاح والشفافية وقواعد الحوكمة الرشيدة، وهو ما يشكل شهادة ضمنية على نزاهة إدارتها وجودة مركزها المالي، هذا الالتزام المؤسسي يساهم بشكل مباشر في رفع التقييم الائتماني للشركة، مما يسهل عليها مستقبلاً الحصول على مصادر تمويل إضافية بشروط ميسرة، ويفتح أمامها آفاقاً واسعة لعقد شراكات استراتيجية دولية ودخول الأسواق العالمية²³، وبناءً عليه لم تعد البورصة مجرد سوق تداول، بل أصبحت أداة لتأطير العمل المؤسسي وتنظيمه وفق قواعد قانونية تضمن استدامة النمو وتنافسية المؤسسات في ظل التحولات الاقتصادية المتسارعة.

2.2.2- الفرع الثاني: الأهمية التنموية للاقتصاد الوطني

تتجاوز الأدوار الوظيفية لبورصة القيم المنقولة حدود المؤسسات الفردية لتشكل حجر الزاوية في بناء المنظومة الاقتصادية الكلية وتوجيه مسارات التنمية المستدامة، فمن منظور التحليل القانوني للاقتصاد تضطلع البورصة بدور استراتيجي وحيوي في "تعبئة الادخار الوطني" وإعادة صياغة فلسفة الاستثمار الفردي عبر تحويل المدخرات من قنوات الاكتناز التقليدي السلبي إلى مسارات الاستثمار المنتج والمثمر في الأصول المالية، ويمنح النظام القانوني للبورصة للأفراد فرصة قانونية جوهرية للمساهمة في رؤوس

أموال الشركات الكبرى بمبالغ زهيدة، مما يساهم في تقنين تركيز الثروة وتوسيع قاعدة الملكية الشعبية للوحدات الاقتصادية²⁴.

كما تُعد البورصة بآلياتها المنظمة وقواعدها الآمرة، الأداة القانونية الأكثر نجاعة ومصادقية لتنفيذ برامج "الخصوصية" أو انفتاح رأس مال الشركات العمومية، إذ تضمن هذه الآلية إجراء عمليات التحول الاقتصادي بأسلوب يتسم بالشفافية المطلقة والعدالة في التوزيع، بعيداً عن صفقات التراضي أو التقييمات غير العادلة للأصول الوطنية²⁵.

وفي سياق التحولات الاقتصادية التي تشهدها الجزائر، تكتسي البورصة أهمية مضاعفة كبديل استراتيجي ومستدام لتمويل الخزينة العمومية، مما يساهم بشكل مباشر في تخفيف العبء عن الموازنة العامة للدولة وتقليص العجز المالي عبر تنشيط السوق المالية المحلية، علاوة على ذلك تمثل البورصة "مرآة عاكسة" ومؤشراً واقعياً لنضج المناخ الاستثماري الوطني ومدى جاذبيته لرؤوس الأموال الأجنبية، حيث إن وجود سوق مالي نشط ومحكوم بقواعد قانونية صارمة يعد ضماناً أساسية للمستثمر الدولي حول استقرار المعاملات وسهولة خروج ودخول الاستثمارات²⁶، وبناءً عليه فإن تفعيل الدور التنموي للبورصة لا يعد مجرد خيار مالي ثانوي، بل هو ضرورة قانونية ومؤسسية لربط القطاع المالي بالقطاع الحقيقي، بما يضمن تحقيق الاستقرار الاقتصادي المنشود وتعزيز التنافسية الدولية للاقتصاد الوطني في ظل التحديات الرقمية والجيوسياسية الراهنة.

الخاتمة:

لقد شكلت دراسة بورصة القيم المنقولة من منظورها القانوني والوظيفي مدخلاً جوهرياً لفهم التحولات التي طرأت على فلسفة التمويل والاستثمار المعاصر، فمن خلال تتبع المسار التاريخي والتحليلي لهذه المؤسسة المالية، اتضح أنها تجاوزت مفهوم "السوق التقليدية" لتصبح صرحاً قانونياً معقداً تحكمه قواعد الشفافية والرقابة الصارمة، وتهدف في جوهرها إلى إيجاد توازن دقيق بين حرية التداول وضمانات حماية المستثمرين، وقد كشفت الدراسة أن المشرع قد سعى جاهداً لضبط الأحكام القانونية للقيم المنقولة كبديل استراتيجي ومستدام للتمويل البنكي الكلاسيكي.

إن تفعيل الدور الوظيفي للبورصة في الجزائر لم يعد مجرد خيار اقتصادي مكمل، بل أصبح ضرورة مؤسسية ملحة لتعزيز الانفتاح الاقتصادي وجذب الاستثمارات النوعية، فالبورصة بما توفره من أدوات مالية متنوعة -كالأهم والسندات- تمنح الحل الأمثل لعصرنة المؤسسات العمومية والخاصة على حد سواء، وتساهم في تخفيف الأعباء المالية عن الخزينة العمومية عبر تحويل الادخار الوطني من قنواته السلبية إلى استثمارات منتجة، بشرط توفر بيئة تشريعية تتسم بالثبات والمصادقية وتواكب التسارع الرقمي الذي يشهده القطاع المالي العالمي.

نتائج الدراسة

- من خلال هذا البحث المتواضع، خلصنا إلى مجموعة من النتائج الجوهرية:
1. **الطبيعة القانونية الخاصة:** البورصة ليست مجرد مكان للتعاقد، بل هي مرفق مالي منظم بقواعد أمره تهدف إلى ضمان أمان المعاملات وحماية الائتمان العام.
 2. **التمايز بين الأدوات:** هناك اختلاف جوهري في النظام القانوني بين الأسهم (كأداة ملكية ومشاركة) والسندات (كأداة مديونية واسترداد)، ولكل منهما دور وظيفي محدد في هيكل تمويل المؤسسات.
 3. **تطور التشريع الجزائري:** أثبتت الدراسة أن المشرع الجزائري قد وضع ترسانة قانونية هامة لبعث السوق المالية، إلا أن تفعيلها يحتاج إلى آليات عملية تتجاوز مجرد النصوص.
 4. **الدور المؤشري:** البورصة تعمل كمرآة عاكسة للصحة الاقتصادية، حيث تساهم في تقييم الشركات بأسلوب عادل وتوجيه المدخرات نحو القطاعات الأكثر إنتاجية.

الاقتراحات والتوصيات

- بناءً على النتائج المتوصل إليها، نتقدم بالمقترحات التالية:
1. **تحيين الترسنة القانونية:** ضرورة مراجعة بعض النصوص القانونية لتسهيل إجراءات إدراج الشركات الناشئة والمصغرة في البورصة وتقليص التعقيدات الإدارية.
 2. **تعزيز الثقافة الاستثمارية:** القيام بحملات توعية قانونية واقتصادية لتشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار عبر القيم المنقولة بدلاً من الاكتناز التقليدي.
 3. **الرقمنة الشاملة:** الإسراع في التحول الرقمي الكامل لعمليات التداول والمقاصة بما يتماشى مع المعايير الدولية، لضمان سرعة وأمان المعاملات.
 4. **توسيع قاعدة الإدراج:** تحفيز الشركات الكبرى (العمومية والخاصة) على دخول البورصة عبر منح امتيازات ضريبية وقانونية لتنشيط السوق الثانوية.

الهوامش:

- ¹ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005، ص 12.
- ² محمد مطر، الاستثمار والأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثانية، 2006، ص 45.
- ³ نير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 88.
- ⁴ سمير عبد الحميد رضوان، الأسواق المالية، دار الفكر العربي، القاهرة، 2002، ص 110.
- ⁵ ناصر دادي عدون، الاقتصاد الجزائري: آفاق الإصلاح، دار المحمدية، الجزائر، 1998، ص 215.
- ⁶ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، العدد 34، الصادر بتاريخ 24 مايو 1993.
- ⁷ التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، الجزائر، متاح عبر الموقع الرسمي للهيئة.

- 485