

الاستثمار غير المباشر بين متطلبات قانون بورصة القيم المنقولة وآفاق قانون الاستثمار

Indirect investment between the requirements of the Stock Exchange Law and the prospects of the Investment Law

بن مختار إبراهيم^{1*}، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، b_benmokhtar@esc-alger.dz

تاريخ قبول المقال: 2025/03/23

تاريخ إرسال المقال: 2025/02/14

الملخص:

تعتبر بورصة القيم المنقولة من أهم الروافد لاستقطاب رؤوس الأموال، والمساهمة في عملية التمويل للمشاريع الاقتصادية، وتظهر أهمية البورصة في أنها توفر للمستثمرين والمدخرين كذلك، الوطنيين منهم أو الأجانب امكانية توظيف فائض السيولة لديهم والتي يمكن للبورصة أن تستوعبها في صورة استثمارات غير مباشرة بموجب الدعوات العلنية للادخار، تنعكس بآثارها إيجابيا في إقامة مشاريع جديدة كما في حالات إنشاء شركات برؤوس أموال معبأة كلية من الادخار العام، أو توسع المشاريع القائمة بزيادة رأس مال الشركات، وتؤكد هذا الدور أكثر خصوصا بعد صدور النظام العام الجديد لبورصة القيم المنقولة رقم 23-04 والذي حمل الكثير من التماهي والتجانس في الآليات والأهداف مع ما ورد بقانون الاستثمار 22-18، لا سيما من حيث امتيازات الشفافية وحرية المنافسة وحماية حقوق المستثمرين بالقيم المنقولة.

الكلمات المفتاحية: بورصة القيم المنقولة؛ الاستثمار؛ التنمية الاقتصادية.

Abstract:

The stock exchange represents a vital and dynamic area for attracting indirect investments, playing a significant role in the development of the national economy by contributing to the financing of economic projects. Its importance is no less than that of direct investments. It also provides national or foreign investors, whether individuals or institutions, the opportunity to invest surplus liquidity that can be absorbed by the stock exchange markets in the form of indirect investments. These investments directly impact the expansion of existing

* بن مختار إبراهيم.

projects or the establishment of new ones, especially after the issuance of the new Regulation for the Stock Exchange No. 23-04. This regulation aligns closely with the mechanisms and objectives outlined in the Investment Law 22-18, particularly in terms of transparency privileges, freedom of competition, and the protection of investors' rights.

Keywords: Stock Exchange; Investment; Economic Development.

المقدمة:

لا خلاف في أن من متطلبات الاقتصاد الحديث وجوب التنوع في مصادر التمويل وتوظيف كافة القنوات الرسمية لتعبئة رؤوس الأموال الداخلية واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وفي هذا السياق تعتبر بورصة القيم المنقولة أحد مصادر تمويل الاقتصاد ورافد للتنمية الاقتصادية.

وتعرف بورصة القيم المنقولة بأنها إطار لتنظيم وسير العمليات، فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة الأشخاص المعنويون الآخرون الخاضعون للقانون العام، وكذا الشركات ذات الأسهم، فبورصة القيم المنقولة هي سوق نظامي تُتداول فيه الأوراق المالية من أسهم وسندات، سواء في إطار المضاربة على فارق الأسعار بين بيع وشراء الأوراق المالية، مع ما لهذه العمليات من تعارض مع المفهوم الحقيقي للاستثمار، أو في إطار التداول على ملكية الأصول أو الديون المتعلقة بالشركات المصدرة لتلك الصكوك، فإصدار وتداول الأسهم خصوصا سواء بسوق الإصدار أو بسوق التداول يبقى أحد أهم المجالات جذبا للأموال المجمدة لتوظيفها كاستثمارات في شكل محافظ مالية أو حقوق ملكية في الشركات القائمة أو التي يتم إنشائها.

إذن فالعلاقة بين أسواق الأوراق المالية والاستثمار هي علاقة ترابط عضوي، لأن توظيف الأموال كقيم منقولة ليس سوى استثمارا لها من المنظور القانوني والنظري وحتى الاقتصادي.

وتماشيا مع الحركية التنموية التي تشهدها الجزائر والتي تطمح لخلق المزيد من المشاريع الاستثمارية لدفع التنمية وتحريك الاقتصاد في إطار السياسة الاستثمارية التي انتهجتها الدولة بمختلف قوانين الاستثمار السابقة ولكن بشكل أخص بعد صدور القانون 22-18 المتعلق بالاستثمار، والذي وإن كان حقيقة يدعم ويركز على الاستثمارات المباشرة إلا أنه لم يهمل الاستثمارات غير المباشرة، وقد فرض لها نصيبا في بعض أحكامه حينما جعل من الاستثمارات غير المباشرة إحدى صور الاستثمار وأحاطها ببعض الامتيازات والضمانات.

وبعيدا عن الاستخدام اللغوي لمصطلح الاستثمار ومدلولاته الاقتصادية، فإن المشرع قد حدد المقصود بالاستثمار عموما من خلال المادة 04 من القانون 22-18 التي عرفت الاستثمار من خلال الأشكال التي

يتم بها، والتي تتمثل في الاستثمار المباشرة حسب الفقرة الأولى من نص المادة، وكذا الاستثمار غير المباشر من خلال اقتناء حصص من رأس مال الشركات، وكذا عمليات نقل أنشطة من الخارج. وبخلاف قوانين الاستثمار السابقة لم يكتفي المشرع بتحديد أنماط الاستثمار بل عدد أهداف الاستثمار ومبادئه، وتصدى بالمادة 05 لتوضيح العديد من المفاهيم من خلال التعريفات التي أوردها للمصطلحات شائعة الاستعمال بمجال الاستثمار.

وعلى هذا، فقد مثّل الاستثمار غير المباشر دوما نمطا ثابتا للاستثمار بمختلف قوانين الاستثمار خصوصا منذ القانون 01-03، وإن كان يحتل دوما المرتبة الثانية في سلم الأولويات التشريعية، إن من حيث وروده دوما وراء الاستثمار المباشر، أو لعدم ارتباطه بشكل مباشر ومطلق بالضمانات والامتيازات التشريعية التي مثلت دوما العنوان الأبرز للاستثمار المباشر.

ويبقى الاستثمار غير المباشر شكلا من أشكال الاستثمار عموما لا يوازي ولا يضاهي وليس بديلا عن الاستثمار المباشر لكنه إطار مكمل له، وهو مجال قد يكون على قدر كبير من الأهمية لجذب الاستثمارات متى كانت سوق الأوراق المالية تتمتع بكفاءة عالية وقدرة على تعبئة المدخرات.

وباعتبار ما تم التقديم له، فإن إشكالية الورقة البحثية تدور حول تعزيز بيئة الاستثمار غير المباشر في الجزائر من خلال بورصة القيم المنقولة في ظل الآفاق التي يتيحها قانون الاستثمار الجديد؟ وسنحاول الإجابة على هذا التساؤل من خلال استعراض الصورة العامة للاستثمار غير المباشر، وكذا للجاذبية التي توفرها السوق المالي للاستثمارات غير المباشرة، وأخيرا لمتطلبات وتحديات الاستثمار غير المباشر ببورصة القيم المنقولة. مع الاعتماد في ذلك على المنهج الوصفي، وكذا التحليل في بعض أجزاء الدراسة.

المبحث الأول: الاستثمار غير المباشر ببورصة القيم المنقولة

لتفصيل فكرة الاستثمار غير المباشر ببورصة القيم المنقولة يتعين تناول مفهوم الاستثمارات غير المباشرة ببورصة القيم المنقولة (أولا)، ثم صور الاستثمار غير المباشر ببورصة الأوراق المالية (ثانيا)

المطلب الأول: مفهوم الاستثمارات غير المباشرة ببورصة القيم المنقولة

الاستثمار أساسا وفي كافة صوره هو ظاهرة اقتصادية، لكنه موضوع قانوني بامتياز كذلك، ولهذا يستوجب الطرح المنهجي استحضار هذا المفهوم من وجهة نظر قانونية، وتخصيصا لموضوع الدراسة فإنه يتعين ابتداءا تقصى مكانة الاستثمار غير المباشر بقانون الاستثمار (فرع أول)، قبل التطرق لتعريف الاستثمار غير المباشر من خلال قانون البورصة (فرع ثان).

الفرع الأول: مكانة الاستثمار غير المباشر بقانون الاستثمار

إن إبراز مكانة الاستثمار غير المباشر بقانون الاستثمار يشكل منطلقا لبسط جزئيات وتفاصيل الموضوع، وهذا ما يقتضي التعرض لتعريف الاستثمار غير المباشر من منظور قانون الاستثمار (أولا)، ثم تبين المعايير التي على أساسها يميز بينه وبين الاستثمار المباشر (ثانيا).

أولا: تعريف الاستثمار غير المباشر بقانون الاستثمار

درج المشرع الجزائري منذ صدور الأمر 01-03 المتعلق بالاستثمار على تعريف الاستثمار من خلال الأنماط التي يتجسد بها،¹ والتي بقيت حاضرة بالتعديلات والقوانين اللاحقة، وإن ببعض التغيرات التي تلحق أحيانا الألفاظ المستخدمة، وأحيانا أشكال الاستثمار ذاتها بين شكلين أو ثلاث أشكال، لكن الثابت دوما هو اعتماد الاستثمار غير المباشر من خلال المساهمة في رأس مال الشركات بحصص عينية أو نقدية كأحد الأنماط الرئيسية للاستثمار.

والواقع أن الاستثمار غير المباشر يأخذ صورا متعددة، كالاستثمار في الأسواق المالية وأسواق السلع والمعادن والصرف الأجنبي،² وكذا القروض والودائع لدى البنوك وغيرها، وسنقتصر في هذا المقام على الاستثمار ببورصة الأوراق المالية من خلال تملك حصصا في الشركات القائمة أو الاكتتاب في الشركات الجديدة.

وبالرجوع لنص المادة 4 من القانون 18-22 نجدها تنص على أنه: "تخضع لأحكام هذا القانون الاستثمارات المنجزة من خلال:

- اقتناء الأصول المادية أو غير المادية التي تندرج مباشرة ضمن نشاطات إنتاج السلع والخدمات في إطار إنشاء أنشطة جديدة وتوسيع قدرات الإنتاج و/أو إعادة تأهيل أدوات الإنتاج،
- المساهمة في رأسمال مؤسسة في شكل حصص نقدية أو عينية،
- نقل أنشطة من الخارج".³

والملاحظ أن القانون 18-22 قد انفرد بميزة عن القوانين السابقة، وهو أنه تضمن تعريفات لبعض المصطلحات المفتاحية في تعريف أشكال الاستثمار، لكن لم يكن من ضمنها تعريف الاستثمار غير

¹ لم يكن المشرع بالقوانين السابقة يُشر إلى تلك الأنماط، باعتبار احتكار الدولة للنشاط الاقتصادي، واقتصار النشاط الخاص على مجالات محددة وبحجم استثمارات مسقف من حيث القيمة المالية، غير أن المرسوم التشريعي 93-12 المتعلق بترقية الاستثمار قد أشار بالمادة 02 منه إلى هذه الأنماط لكن بشكل مجمل لا يعطي صورة واضحة وتفصيلية خصوصا وأن الجزائر كانت في ذلك الوقت في مرحلة التحول من الاقتصاد الموجه إلى الانفتاح على الاقتصاد العالمي.

² أنور مصباح سوبره، شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي، ط 1، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، 2004، ص 185

³ القانون 18-22 المؤرخ في 24 يوليو 2022، المتعلق بالاستثمار، ج ر عدد 50 بتاريخ 28 يوليو 2022.

المباشر، بل اكتفى بما ورد بالمادة 04 بعبارة "المساهمة في رأسمال مؤسسة في شكل حصص نقدية أو عينية"، ويبدو أن المشرع قد قدر أنها لا تحتاج لتوضيح أو تعريف، فهو نمط لتوظيف الأموال يتجاوز في وجوده قانون الاستثمار، ويجد أساسه وتنظيمه كذلك بأحكام الشركات التجارية.

ثانياً: معايير التمييز بين الاستثمار المباشر والاستثمار غير المباشر

1- المعيار الشكلي:

يعتمد التمييز بين الاستثمارات المباشرة والاستثمارات غير المباشرة وفق هذا المعيار على أساس تبيان الصور المتعددة التي تتحقق بها، فيكون الاستثمار مباشراً إذا تحقق في شكل إنشاء مشاريع جديدة أو توسيع مشاريع قائمة أو تملك مشروع قائم أو جزء منه، أو تملك العقارات، ويكون الاستثمار غير مباشر إذا تعلق بالاكتمال في الأوراق المالية، أو شرائها من أسواق الأوراق المالية،⁴ والمشرع الجزائري قد حدد المقصود بالاستثمار بناءً على هذا المعيار، حيث عرّفت المادة 04 من القانون 18-22 الاستثمار حسب الأشكال التي يتجسد من خلالها، وهي: الاستثمار المباشرة (الإنشاء والتوسع وإعادة التأهيل)، وكذا الاستثمار غير المباشر من خلال المساهمة في رأسمال مؤسسة قائمة أو يراد تأسيسها في شكل حصص نقدية أو عينية، إضافة للصورة الأخيرة وهي نقل أنشطة من الخارج، والحقيقة أن هذا المعيار يبقى نسبي من حيث الأثر المترتب عنه في تصنيف الاستثمارات، فهو معلق على إرادة المشرع في ذلك، وكل تعديل يلحق الصور التي يتجسد فيها الاستثمار ينعكس مباشرة على تصنيفه.

2- المعيار الموضوعي: (معيار السيطرة على المشروع)

ويتم التمييز بين أنواع الاستثمارات حسب هذا المعيار بناءً على مدى قدرة المستثمر في توجيه الاستثمار والمشاركة في إدارته بطريقة فعالة، وعلى هذا إذا استهدف المستثمر السيطرة على المشروع أو المشاركة الفعلية في إدارته فإننا نكون أمام استثمار مباشر، أي إقامة علاقة اقتصادية مباشرة بين المستثمر والمشروع، أما إذا انتفت نية السيطرة على المشروع لدى المستثمر، واقتصر على الاشتراك في تمويله بطريقة غير مباشرة بشراء جزء من أسهم المشروع، فيكون الاستثمار غير مباشر.⁵

وعلى كل، فكلا المعيارين لا يحسم مسألة تصنيف الاستثمارات إلى مباشرة وغير مباشرة، لأنه في أي مرحلة من مراحل قيام المشروع الاستثماري قد نشهد تحولاً في طبيعة الاستثمار، فقد تتحول المساهمة

⁴ دريد محمود السامرائي، الاستثمار الأجنبي، المعوقات والضمانات القانونية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2006، ص 62

⁵ دريد محمود السامرائي، مرجع سابق، ص 62

بحصة نقدية أو عينية في مؤسسة ما وهي استثمار غير مباشر، إلى رغبة في السيطرة على المشروع من خلال عملية استحواذ تنتهي إلى استثمار على المدى البعيد.

وفي كل الأحوال تبقى الاستثمارات المنشأة أو المنجزة بهدف إقامة مشاريع صناعية أو إنتاجية هي الصورة الأكثر تجسيدا وتمييزا للاستثمارات المباشرة عن الاستثمارات غير المباشرة.

الفرع الثاني: تعريف الاستثمار غير المباشر من خلال قانون البورصة

تشكل قوانين البورصة امتدادا تشريعيًا لمنظومة القوانين الاقتصادية التي تستهدف في النهاية دعم وترقية الاستثمار باعتباره ركيزة أساسية للاقتصاد الوطني، ومن مظاهر هذا التكامل التشريعي أن أحكام قانون بورصة الأوراق المالية جاءت لتنظم النمط الثاني من أنماط الاستثمار الذي عبرت عنه الفقرة الثانية من المادة الرابعة من القانون 18-22، بالمساهمة في رأسمال مؤسسة سواء في شكل حصص نقدية أو حصص عينية.

ويمكن القول إن الاستثمار غير المباشر أو ما يعرف كذلك بالاستثمارات المحفظية في أسواق الأوراق المالية، هو مجموع الاستثمارات في الأدوات المالية المتاحة للاستثمار في السوق المالي كالأسهم والسندات وباقي الأوراق المالية الأخرى، إما بهدف المضاربة عليها باقتنائها لفترة معينة ثم بيعها عندما يرتفع سعرها في السوق المالي والحصول على أرباح إضافية، أو بهدف الاستثمار في الأصول على المدى البعيد، أو كذلك للاستقرار بسوق ما من خلال عمليات الاستحواذ على الشركات.⁶

والحقيقة أن المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، وكذا نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 23-04⁷ لم يتصديا لتعريف الاستثمار بالأوراق المالية، ولا يعد ذلك عيبا أو قصورا تشريعيًا، لأن توظيف الأموال كاستثمارات بالقيم المنقولة مثل دوما نشاطا ملازما لشركات المساهمة منذ نشأتها، وبالتالي فهو شكل من أشكال الاستثمارات لا يحتاج تخصيصا في التعريف به، ولم يوصف بالاستثمار غير المباشر إلا بعد أن تبلورت فكرة الاستثمار في إطار المفهوم الحديث لها (الاستثمار المباشر)، والتي ارتبطت بانتقال رؤوس الأموال بين الدول وتوظيفها في إنشاء مشاريع استثمارية صناعية طويلة الأمد، فكان أن وُصف بالمقابل لذلك الاستثمار بالقيم المنقولة بالاستثمار غير المباشر لتخلف فكرة الارتباط بين ملكية المشروع وإدارته، وسيطرة فكرة المضاربة على تداول الأسهم والسندات.

⁶ محمد كمال أبو عمشة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 21-22، 2013، ص 74

⁷ النظام رقم 23-04 المؤرخ في 25 أكتوبر 2023، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 05، بتاريخ 25 جانفي 2024.

وعلى كل، فبالرجوع لقانون بورصة القيم المنقولة 93-10 المعدل والمتمم، نجده يكرس صفة الاستثمار غير المباشر بالنسبة للقيم المنقولة، حينما نص بالمادة 30 منه بعد تعديلها⁸ على عبارة: " الادخار المستثمر بالقيم المنقولة"، في إشارة إلى أن الذي يوظف أمواله في القيم المنقولة لا يعد مستثمرا بقدر ما هو مُدَّخِر لأمواله وإن كان في مشروع استثماري مربح، ولربما يعود ذلك لكون المشرع بقانون البورصة يركز على عنصر التداول للقيم المنقولة بالبورصة، أكثر من فكرة ملكية الأصول بالشركات المدرجة بالبورصة. لكن يبدو أن هناك تحولا في نظرة المشرع للاستثمار بالقيم المنقولة بجسدها صدور نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 23-04 والذي تضمن العديد من الإشارات للاستثمار والمستثمرين، بالإضافة إلى تسمية المتعاملين والمدخرين والذباين بالمستثمرين، وهذا تطور ملفت يشير إلى رغبة المشرع في تهيئة وتفعيل دور البورصة في تمويل المشاريع الاستثمارية ودفع التنمية الاقتصادية، ولإضفاء الصفة الاستثمارية على كل الأموال سواء المحلية التي يتم تعبئتها عبر البورصة لضخها في الدورة الاقتصادية، أو الأجنبية التي يُراد جذبها للاقتصاد الوطني، والحافز في ذلك هو استفادتها من امتيازات وضمانات قانون الاستثمار. بالإضافة لذلك فقد أورد هذا النظام مجموعة من التعريفات ومنها تعريفه للمستثمرين، إذ جاء بالمادة 02 منه: "المستثمرون هم الأشخاص الطبيعيون أو المعنويون الذين يرغبون في استثمار رؤوس أموالهم في سندات رأس المال وسندات الدين وسندات هيئات التوظيف الجماعي المسعرة في البورصة"، وبالتالي فالمشرع قد عدّل الوصف الذي كان يضيفه على توظيف الأموال بالبورصة وجعله من قبيل الاستثمار بدلا من الادخار.

المطلب الثاني: صور الاستثمار غير المباشر ببورصة الأوراق المالية

تشهد أسواق القيم المنقولة تقسيمات عدّة لاسيما من حيث طبيعة الأوراق المالية المتداولة والتي تشمل عدة صور للاستثمار غير المباشر انطلاقا مما ورد بالنظام 23-04 (فرع أول)، كما تقسم أسواق المال كذلك إلى أسواق أولية أو ما تعرف كذلك بسوق الإصدار، وأسواق ثانوية أو أسواق التداول (فرع ثان)

الفرع الأول: صور الاستثمار غير المباشر الواردة بالنظام 23-04

على خلاف ما ورد بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة رقم 97-03 الملغى، فإن النظام الجديد لبورصة القيم المنقولة 23-04 قد حمل تفصيلا وافيا لتعداد الصور التي يتحقق بها الاستثمار غير المباشر بالقيم المنقولة وذلك من خلال تنوع أسواق التداول نفسها، فهناك سوق لسندات رأس المال (أولا)، وسوق لسندات الدين (ثانيا)، وسوق لهيئات التوظيف الجماعي (ثالثا)، وسوق للمستثمرين المحترفين (رابعا)، وأخيرا (سوق) لسندات الخزينة (خامسا).

⁸ القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 11، بتاريخ 19 فبراير 2003.

أولاً: سوق سندات رأس المال: وهو السوق الذي تُتداول فيه سندات الملكية، وتحديدًا أسهم الشركات المدرجة بالبورصة ويضم قسمين للتداول:

1- القسم الرئيسي: وهو قسم مخصص لتداول سندات رأس المال فقط للشركات التي يبلغ الحد الأدنى لرأس مالها 5 مليار دج، والتي توزع كذلك على الجمهور سندات رأس مال تعادل مليار دينار كحد أدنى، وتكون موزعة على 150 مساهماً على الأقل.⁹

2- قسم النمو: وهو مخصص لتداول سندات رأس المال فقط للشركات بغض النظر على رأس مالها، والتي توزع على الجمهور سندات بقيمة 10 مليون دج على الأقل، موزعة على خمسين 50 مساهماً على الأقل، وكذا الثلاثة أصناف من المستثمرين المحترفين المنصوص عليهم في المادة 61 من هذا النظام.¹⁰

ثانياً: سوق سندات الدين: ويشتمل كذلك على نوعين من الأقسام:

1- القسم الممتاز: ويقتصر التداول في هذا القسم على ما تصدره الدولة والجماعات المحلية من سندات دين، بغض النظر عن المبلغ المصدر، وكذلك سندات الدين التي تصدرها الهيئات العمومية وشركات المساهمة والتي يكون إصدارها برصيد يفوق أو يساوي 01 مليار دج يوم الإدخال.¹¹

2- القسم الناشئ: على عكس القسم الممتاز، فإنه يُتداول في هذا القسم سندات الدين التي تصدرها الهيئات العمومية وشركات المساهمة والتي لا يتجاوز رصيد إصدارها 01 مليار دج يوم الإدخال.¹²

ثالثاً: سوق هيئات التوظيف الجماعي: ويخضع لنفس أحكام القسم الرئيسي وقسم النمو.¹³

رابعاً: سوق المستثمرين المحترفين: يخصص التداول في سوق المستثمرين المحترفين لسندات رأس المال وسندات الدين بالإضافة إلى سندات هيئات التوظيف الجماعي المتداولة حصرياً لحساب المستثمرين المحترفين،¹⁴ وقد بينت المادة 61 من النظام 04-23 المستثمرين المحترفين بأنهم: المستثمرين المؤسسيين،¹⁵ المستثمرين المؤهلين.¹⁶

⁹ المادة 41 من النظام 04-23

¹⁰ المادة 45 من نفس النظام

¹¹ المادة 51 من نفس النظام

¹² المادة 52 من نفس النظام

¹³ المادة 55 من نفس النظام

¹⁴ المادة 60 من نفس النظام

¹⁵ "المستثمر المؤسسي: كل مستثمر ينتمي إلى إحدى الفئات الآتية: هيئات التوظيف الجماعي، البنوك والمؤسسات المالية، شركات التأمين وتعاضديات التأمين، الصندوق الوطني للاستثمار، شركات رأس المال الاستثماري، صناديق التقاعد والضمان الاجتماعي، أي

خامسا: سوق سندات الخزينة.**الفرع الثاني: التقسيم العمودي للأسواق المالية**

ويتعلق الأمر بالتقسيم العملي لأسواق الأوراق المالية والتي تشهد تداول القيم المنقولة خلال مرحلة أول إصدار لها أو ما تعرف بسوق الإصدار (أولا)، وكذا التداول الذي يتم بين المستثمرين في مرحلة لاحقة ضمن ما يعرف بسوق التداول (ثانيا).

أولا: الاستثمار بسوق الإصدار (السوق الأولي)

وتعرف كذلك بتدفق رأس المال للتصدير، وهي السوق تخص الاكتتابات مباشرة عند أول إصدار للقيم المنقولة من طرف الشركات أو الهيئات المخول لها إصدارها، حيث يحصل الإصدار عند تأسيس مشاريع جديدة أو الزيادات في رأس مال المشاريع القائمة، وهي بذلك تساهم مباشرة في تعبئة الأموال المحلية أو الأجنبية وضخها في الدورة الاقتصادية، فيفيد بذلك المستثمرون بالقيم المنقولة، وكذا أصحاب المشاريع التي تأسست أو زادت رأس مالها بالدعوات العلنية للشراء، فيكون خيار تنمية الأموال الخاصة أرجح من خيار التمويل بالقروض البنكية، كما تفيد بذلك الدولة بتخفيف عبئ التمويل الحكومي للمشاريع عبر الشراكة مع رؤوس الأموال الخاصة.

وبذلك فسوق الإصدار هو بالفعل سوق استثماري بامتياز، لأن الأوراق المالية المعروضة فيه لاكتتاب الجمهور تقابلها تدفقات نقدية متأتية من الادخار أو من الأرباح والعوائد الاستثمارية السابقة، أي من خارج دائرة الأموال الموظفة بالسوق، وهذا ما يشكل إضافة في حجم الاستثمارات في الدولة.

ثانيا: الاستثمار بسوق التداول (السوق الثانوي)

هيئة عمومية مرخص لها قانونا أو بموجب قانونها الأساسي بالاستحواذ على حصص في رأسمال شركات أخرى أو القيام بعمليات توظيف في القيم المنقولة. " الفقرة الأولى من المادة 60 من النظام 04-23

¹⁶ "المستثمر المؤهل: كل مستثمر ينتمي إلى إحدى الفئات الآتية : شركات تسيير صناديق الاستثمار، شركات تسيير هيئات التوظيف الجماعي، الوسطاء في عمليات البورصة المؤسسون على شكل شركات تجارية، شركات إدارة الأصول، مستشارو الاستثمار التساهمي، المساهمون ومسيري الشركات التي تكون سندات لها مقبولة في سوق المستثمرين المحترفين، الشركات أو مجمع الشركات التي يتجاوز إجمالي ميزانيتها العامة الموحدة أو رقم أعمالها حدا معينا يحدد بموجب تعليمية صادرة عن اللجنة، المساهمون ومسيري هيئات التوظيف الجماعي وشركات التسيير وكذا الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين المكلفون بتسييرها، الأشخاص الطبيعيين الذين يملكون محفظة من القيم المنقولة والسندات المماثلة أو ودائع بقيمة إجمالية تزيد عن حد معين يحدد بموجب تعليمية صادرة عن اللجنة، أي شخص طبيعي أو معنوي يرغب في أن يعامل كمستثمر مؤهل بشرط الإقرار كتابيا للوسيط الخاص به في عمليات البورصة عن قدرته على فهم وتقييم المخاطر المحتملة، واجتياز اختبار الدراية والملاءمة المتعلق بالاستثمار في القيم المنقولة، الذي يعده الوسيط في عمليات البورصة الخاص به. " الفقرة الثانية من المادة 60 من النظام 04-23

وهي السوق التي يحصل فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها بالسوق الأولية، أي أن هذه السوق يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين والمدخرين، وليس بينهم وبين الشركات أو الهيئات المصدرة للأوراق المالية.¹⁷

والواقع أن هذا النوع من الاستثمار لا يؤدي إلى زيادة في الناتج الإجمالي المحلي كونه، لا يمثل إنتاج مباشر ولا يؤدي إلى خلق عناصر إنتاج جديدة، بل هو عبارة عن انتقال حقوق ملكية الشركات من خلال تبادلات مالية بين الأفراد أي انتقال الأوراق المالية من مجموعة إلى أخرى، وقد لا ينجم عن هذا النوع من الاستثمارات أية زيادة في الناتج الإجمالي مثل تداول الأسهم والسندات والبيع بالدفع المؤجل، باستثناء حالة الإصدار الأولي للأسهم العادية إذ أنها تعد إضافة جديدة إلى الناتج الإجمالي ويؤدي إلى زيادة تراكم رأس المال.¹⁸

المبحث الثاني: جاذبية السوق المالي للاستثمارات غير المباشرة

يمكن الحديث عن جاذبية ببورصة الأوراق المالية للاستثمارات غير المباشرة من خلال ما توفره من امتيازات بالنسبة للمستثمرين (مطلب أول)، وللاقتصاد الوطني (مطلب ثان)، وكذا بالنسبة للبنوك (مطلب ثالث)، وللشركات المصدرة للقيم المنقولة (مطلب رابع).

المطلب الأول: امتيازات الاستثمار غير المباشر بالنسبة للمستثمرين

رغم أن الاستثمار ببورصة القيم المنقولة لا يماثل الاستثمارات المباشرة التي تسعى كل الدول لاستقطابها، ومع ذلك لا يمكن إنكار أنه يشكل رافدا معتبرا في تعبئة المدخرات وجذب رؤوس الأموال الوطنية أو الأجنبية، وهو يوفر في هذا الإطار عدة امتيازات في مجال الشفافية (فرع أول)، وكذا في مجال حركة رؤوس الأموال (فرع ثان)، وتكريس حرية الاستثمار (فرع ثالث).

الفرع الأول: في مجال الشفافية

تظهر امتيازات الاستثمار غير المباشر في مجال الشفافية من حيث تعزيز السوق المالي لعنصر الشفافية والإفصاح باعتباره أحد أهم متطلبات بورصة القيم (أولا)، فضلا عن تكريس الشفافية كمبدأ عام بقانون الاستثمار (ثانيا).

أولا: تعزيز السوق المالي للشفافية والإفصاح بموجب قوانين البورصة

¹⁷ محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كتب عربية، 2006، ص 46

¹⁸ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، ص 45

تشكل أسواق الأوراق المالية فضاءً لتداول القيم المنقولة، نظرا لما توفره من آليات وضمانات قانونية ومنها المساواة في تحصيل المعلومات بالنسبة للمدخرين، وللمستثمرين بشكل عام،¹⁹ وتداول الأسهم بالبورصة كسوق منظمة في حد ذاته يعطي الانطباع بالثقة والأمان للمستثمرين.²⁰

ونظرا لأهمية المعلومات خاصة المالية باعتبارها العنصر الأساسي من بين مجموع العوامل ذات التأثير في القرار الاستثماري بالسوق المالي، فقد مثلت دوماً حاجساً كبيراً للمستثمرين بالقيم المنقولة، فكفاءة البورصة تعتمد على شفافية المعلومات، لذلك فالشفافية تبقى الهدف المنشود دوماً من طرف السلطات الوصية،²¹ وفي هذا فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تسهر في إطار حماية السوق على مراعاة قواعد أخلاقيات المهنة والتي من ضمنها حسبما ورد بالمادة 49 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، وجوب معاملة جميع الزبن على قدم المساواة، وكذا عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها، بل ويصل الأمر إلى المتابعة الجزائية عند إساءة استغلال المعلومات الامتيازية أو نشر معلومات مغلوطة وسط الجمهور، أو القيام بمناورات تهدف لتضليل الجمهور.²²

وفي ذات السياق ورد بالفقرة الثانية من المادة 05 من النظام 23-04 أنه: "تقوم ش.ا.ب.ق.²³ بإشعار اللجنة²⁴ بدون تأخير، بأي مخالفة أو انتهاك لقواعد السوق أو اتفاق بين متدخلين اثنين أو أكثر أو أي شذوذ آخر من شأنه المساس بسلامة وشفافية السوق"، كما وردت العديد من النصوص بالنظام 23-04 خصوصا المواد 17 وما بعدها، والتي تدفع في عمومها باتجاه تكريس متطلبات الشفافية والافصاح المالي بالنسبة للشركات المدرجة بالبورصة ولقيمتها المنقولة كذلك، فالأمر المهم بالنسبة للمشرع لا يتوقف على مجرد توفير المعلومات لفائدة المستثمرين بالسوق، بل يتعداه لتكون المعلومات المتاحة تضمن المساواة والتكافؤ في الفرص الاستثمارية لجميع المتدخلين بالسوق المالي.

ثانيا: تكريس الشفافية كمبدأ عام في قانون الاستثمار

¹⁹ أيت مولود فاتح، "حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري"، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تيزي وزو، 2012 ص 261

²⁰ نواصية الزهراء، التنازل عن الأسهم، ط 01، منشورات زين الحقوقية والأدبية، بيروت 2019، ص 169

²¹ براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة إدارة، العدد 21، 2001، ص 95

²² المادة 60 من القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 11 بتاريخ 19 فبراير 2003.

²³ شركة إدارة بورصة القيم

²⁴ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

تعتبر الشفافية من أهم مقومات التنافسية في المجال الاقتصادي، وهي تسعى رئيسي لكل التشريعات من أجل تحقيق أعلى مستويات الكفاءة في الأداء خصوصا بالنسبة للسوق المالي، وهذا ما يشكل أساسا للامتداد الذي ورد بالفقرة الثانية من المادة 03 من القانون 22-18 المتعلق بالاستثمار التي كرست الشفافية والمساواة في التعامل مع الاستثمارات بكافة صورها ومنها الاستثمار غير المباشر كأحد المبادئ الراسخة في السياسة الاستثمارية التي أسس لها قانون الاستثمار الجديد.

الفرع الثاني: في مجال حركة رؤوس الأموال

كثيرا ما يسترشد المستثمرين عند توجيه أموالهم لوجهة ما بما توفره لهم تلك الوجهة من سهولة وتيسير في نقل الأموال، سواء بالنسبة للدخول والخروج من تلك السوق وما يترتب على ذلك من سهولة في تسهيل الأصول المستثمرة، أو من حيث نقل العائدات بالنسبة للاستثمارات الأجنبية، وفي هذا الإطار فإن بورصة القيم المنقولة بما تتميز به من حرية التداول تسمح للمستثمرين بالحصول على السيولة في أي مرحلة كان فيها الاستثمار (أولا)، كما أن قانون الاستثمار 22-18 يوفر ميزة هامة للمستثمرين تتمثل في ضمان تحويل عائداتهم المالية (ثانيا).

أولا: تسهيل وتسريع تداول الأصول بالبورصة: توفير السيولة

بفعل خاصية التداول الحر للأوراق المالية فإن السوق المالي يضمن إمكانية الاستثمار على المدى القريب أو البعيد على حد سواء، مع استفادة المستثمرين في كلا النمطين من امتياز توفير السيولة في أوقات الحاجة للأموال.

فاستدامة واستقرار العرض والطلب بالبورصة يشكل ضمانا جديا للتعامل بالقيم المنقولة وتداولها خارج تأثيرات الخوف من صعوبة اقتناء الأصول أو صعوبة التخلص منها عند الحاجة للسيولة،²⁵ ولذلك فسهولة تداول أسهم الشركات المدرجة بالبورصة يمثل بالنسبة للمستثمرين عامل جذب لتوظيف أموالهم بها، باعتبار أن إمكانية تسهيل تلك الأصول تبقى متاحة في كل وقت فقط بعرض الأسهم للبيع بالبورصة ومن دون المساس برأس مال الشركة، وبهذا، فالاستثمار في القيم المنقولة يستجيب لرغبات المستثمرين سواء على المدى القصير أو على المدى الطويل.

فالمستثمر على المدى القصير والذي لا يخطط للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكها لفترات طويلة، والمستثمر في أصول الشركة على المدى البعيد ولكن قد يحتاج إلى الأموال في الوقت الحاضر، وفي نفس الوقت فإنه لا يملك استرداد قيمة أسهمه من الشركات التي أصدرتها، فيظهر هنا امتياز الاستثمار غير المباشر من خلال

²⁵ شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، 1993، ص 14

بورصة القيم المنقولة بحيث تسمح سيولة السوق المالي للمستثمرين باستعادة مدخراتهم أثناء نشاط المشروع وبصورة سريعة وسهلة، عبر بيع أوراقهم المالية متى ما دعت الضرورة لذلك. فالبورصة إذن تجعل من الأوراق المالية أصولاً أقرب إلى السيولة، وتشجع بذلك المدخرين على استثمار أموالهم مع احتفاظها دوماً بطابع الادخار لتلك الأموال.

ثانياً: تكريس قانون الاستثمار لحق المستثمرين في ضمان تحويل عائدات رأسمال المستثمر

الحقيقة أن معظم الأحكام التي تناولتها نصوص القانون 22-18 فيما يخص الضمانات الممنوحة ترتبط أكثر بالاستثمارات المباشرة، غير أن للاستثمارات غير المباشرة نصيب كذلك من هذه الضمانات والامتيازات، لاسيما بالنسبة لمسألة تحويل رأس المال المستثمر وعائداته. إذ تستفيد وفقاً للفقرة الأولى من المادة 08 الاستثمارات المنجزة انطلاقاً من اقتناء حصص في رأسمال في صورة حصص نقدية مستوردة بالطرق المصرفية، والتي تم تحريرها بعملة حرة التحويل يتولى تسعيرها بنك الجزائر بانتظام ويتم التنازل عنها لصالحه، والتي تساوي في قيمتها أو تفوق الحدود الدنيا المحددة حسب التكلفة الكلية للمشروع، من ضمان تحويل رأسمال المستثمر والعائدات الناجمة عنه، كما تستفيد من نفس الضمان حسب الفقرة الثالثة، الحصص العينية شريطة أن يكون مصدرها خارجياً وأن تكون محل تقييم طبقاً للقواعد والإجراءات التي تحكم إنشاء الشركات.

الفرع الثالث: في مجال حرية الاستثمار

لا خلاف في أن مبدأ حرية الاستثمار قد أصبح في وقتنا الحاضر مبدأً توجيهياً راسخاً في المنظومة التشريعية الجزائرية، وسقف التكريس لهذا المبدأ هو الدستور الجزائري، إضافة لما ورد من تأكيد وتفصيل بقوانين البورصة (أولاً)، وقانون الاستثمار (ثانياً).

أولاً: حرية الاستثمار بقوانين البورصة

إن وجود بورصة للقيم المنقولة تقوم على حرية المنافسة، من شأنه أن يؤدي إلى كفاءة عالية في توجيه الموارد المالية إلى المجالات الأكثر ربحية،²⁶ وهذا ما يتيح هامشاً أوسع للمستثمرين من أجل يفاضلوا بين الاستثمارات القائمة، وهذه الخيارات بالنسبة للمستثمرين وللمدخرين تنشأ أساساً في ظل حرية المنافسة بالبورصة.

والشيء الأبرز في تكريس حرية الاستثمار بالقيم المنقولة، يظهر في مساعدة المستثمرين على توزيع المخاطر من خلال تعدد المحافظ الاستثمارية من خلال توظيفها بالعديد من المشاريع، فبورصة الأوراق

²⁶ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص 667

المالية ذات الكفاءة العالية والقابلية للاندماج في الأسواق العالمية تكون لها من جهة، ميزة توزيع المخاطر وكذا خفضها إلى مستويات معقولة، وتعتبر بذلك عامل جذب للمدخرين، ومن جهة أخرى فإن تنوع درجة المخاطر يحفز المستثمرين على توظيف بعض من أموالهم في مشاريع ذات المخاطر العالية وذات العائد المرتفع، وفي كلا الحالتين يكون اقتصاد الدولة هو المستفيد، لأن هذه العملية تضمن تعبئة للموارد وتمويلا لمختلف المشاريع الاقتصادية أيا كانت درجة المخاطر المصاحبة لها.

ثانيا: تكريس قانون الاستثمار لحرية الاستثمار

كرست المادة 1/3 من القانون 18-22 حرية الاستثمار كمبدأ ثابت في الاستثمار عموما بما فيه الاستثمار غير المباشر، فقد نصت على: يرسخ هذا القانون المبادئ الآتية:

- حرية الاستثمار: كل شخص طبيعي أو معنوي، وطنيا كان أو أجنبيا، مقيم أو غير مقيم، يرغب في الاستثمار هو حر في اختيار استثماره، وذلك في ظل احترام التشريع والتنظيم المعمول بهما. وبمقتضى هذا النص فإن حرية الاستثمار تظهر من خلال:

- أن للمستثمرين كامل الحق في الخيار بين أي شكل من أشكال الاستثمار التي تضمنتها المادة 04، والتي من بينها الاستثمار بالقيم المنقولة، باعتباره شكلا متاحا لكل مستثمر وطني أو أجنبي لا يحق لأي جهة كانت فرضه عليه أو منعه منه.

- تقليص مجالات الاستثمار الإستراتيجية: وهي المجالات التي كانت الدولة تحتكرها أو تفرض فيها نسب مساهمة وطنية لا تقل عن 51%، وهذا ما يتيح للمستثمرين الأجانب إمكانية تملك الاستثمارات القائمة بنسب تضمن لهم السيطرة عليها، وقد يتحول حينها الاستثمار غير المباشر إلى استثمار مباشر إذا صاحبه إحدى العمليات المبينة بالمادة 4، كالتوسع أو إعادة التأهيل أو حتى نقل أنشطة من الخارج.

المطلب الثاني: امتيازات الاستثمار ببورصة القيم بالنسبة للاقتصاد الوطني

تظهر أهمية بورصة القيم المنقولة بالنسبة للاقتصاد الوطني في المساهمة في تنوع مصادر التمويل للمشاريع الاستثمارية وللاقتصاد عموما من خلال قدرتها على تعبئة الادخار العام (فرع أول)، وكذا على المساهمة في تحقيق التوازن المالي للدولة (فرع ثان).

الفرع الأول: أهمية بورصة القيم المنقولة في تعبئة الادخار العام

بورصة الأوراق المالية هي قناة لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة الادخار العام وجذب رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية، فهي تشكل في ظل توفر خاصية الكفاءة، عامل جذب وتحفيز للمستثمرين على توظيف أموالهم، فالمستثمر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية من أسهم وسندات باستخدام الأموال الفائضة لديه أملا في

الحصول على الربح الذي يتحقق إما عن طريق الفوائد التي تنتجها الأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة،²⁷ فإنه يساهم في الحالتين في عملية التمويل. وبذلك تساهم سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي حيث توفر الفرصة للمدخرين لتتويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لرغباتهم من حيث المخاطرة والعائد والسيولة،²⁸ ومن هذه الزاوية فبورصة الأوراق المالية تتيح للمدخرين استثمار أموالهم مع وجود عديد الخيارات أمامهم، فالأموال الموظفة تبقى تُدر أرباحاً ناتجة عن نشاط الشركة، وتسمح لهم في نفس الوقت باسترجاع أموالهم لاستخدامها عند الحاجة أو توظيفها في مشاريع أخرى مع إمكانية تحقيق فوائد عن فوارق الأسعار عند بيع الأسهم.

الفرع الثاني: أهمية بورصة القيم المنقولة في تحقيق التوازن المالي للدولة

يعتبر التوازن المالي من أهم الأهداف التي تطمح إليها الدولة، لأنه يعكس وجود اقتصاد قوي ومنتج، ومن شأن سوق الأوراق المالية أن تلعب دوراً أساسياً في ضبط هذا التوازن، سواءً إمكانية المساهمة في ضبط الموازنة العامة للدولة، لاسيما إذا كان السوق فعالاً وكفؤاً ويعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، أو المساهمة في تحويل جزء من ديون الدولة الخارجية إلى استثمارات، إذ تساهم البورصة في تخفيف الضغط على موازنة الدولة فيما يتعلق بالمدىونية الخارجية، ففي وجود فرصة استبدال ديون تلك الدول بمساهمات في بعض من شركاتها، يمكن للدولة تخفيف مشكلة مدىونيتها الخارجية.²⁹ بالإضافة لذلك تدعم البورصة تحقيق التوازن في الأموال الوطنية، وتحديدًا بين الأفراد والمؤسسات التي تمتلك فائضاً من الأموال غير الموظفة، وبين المؤسسات التي تعيش أزمات مالية، أو ترغب في توسيع استثماراتها، فتساهم بورصة القيم المنقولة في الانتقال السلس والمُراقب للأموال من جهة الفائض إلى جهة العجز.³⁰ ومن جهة أخرى تساهم أسواق الأوراق المالية في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك الأسواق للاكتتاب العام،³¹ وبذلك تكون بورصة الأوراق المالية ضماناً إضافية للحكومة للاقتراض

²⁷ زيدان محمد، نورين بومدين، " دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006

²⁸ دحماني نور الهدى، العابد برينيس شريفة، " سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي - دراسة حالة اندونيسيا والجزائر"، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، ص 120.

²⁹ محمد كمال أبو عمشة، " الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62، 2013، ص 81

³⁰ بن مختار إبراهيم، ضمانات وامتيازات الاستثمار ببورصة القيم المنقولة، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، المجلد 09، العدد 01، 2024، ص 51

الداخلي من المواطنين، أو اللجوء إلى الصيغ التشاركية عند إقامة المشاريع وذلك بمساهمة المواطنين مباشرة في عمليات التمويل، وبذلك تقلل الدول من اعتمادها في تمويل المشاريع التنموية على ما تحصله من إيراداتها العادية، وفي المقابل لذلك لا يخشى الأفراد تجميد أموالهم خلال فترة القرض، إذ يكون بإمكانهم استعادة أموالهم ببيع تلك السندات بالبورصة، وعلى هذا، فالأصول المالية من أسهم أو سندات ما كان لها أن تؤدي وظيفتها في الاقتصاد بالكفاءة اللازمة، ما لم توجد أسواق رأس المال التي تتداول بها تلك السندات انطلاقاً من الوظيفة التمويلية التي تلعبها تلك الأصول المالية في الاقتصاد،³² وتحقق بها قاعدة حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة في إحدى صورها.

كما تخفف بورصة القيم المنقولة على الخزينة العمومية أعباء المساعدات المالية في إطار عمليات الدعم التي تقدمها الدولة لمؤسساتها الاقتصادية المتعثرة، فالبعض من هذه المؤسسات تستهلك أموالاً كبيرة دون أي جدوى اقتصادية، على اعتبار أنها في الغالب تقوم على مرافق عمومية يغلب معها الاعتقاد لدى المسيرين بعدم جدوى ذلك الفكر الإبداعي والمخاطر والذي يسعى لتطوير وتوسيع هذه الشركات مادامت تضمن تقديم الخدمة العمومية ولو في حدها الأدنى، وهنا توفر بورصة القيم المنقولة ميزة هامة للدولة ولهذه المؤسسات الاقتصادية عند فتح رأسمالها أمام الاكتتاب العام ولو جزئياً، وهذا من شأنه أن يجلب لها من جهة التمويل اللازم لسد العجز أو توسيع النشاط، ومن جهة أخرى دخول كفاءات جديدة للجهاز الإداري وجلب المعارف والتكنولوجيات الحديثة،³³ وقد تجسد هذا في مبادرة السلطات العمومية مؤخراً بفتح رأس مال البنوك التجارية العمومية.

المطلب الثالث: بالنسبة للبنوك

تقرض معطيات الاقتصاد الحديث تعدد وتنوع مصادر التمويل، ما يعني التكامل الوظيفي بين البنوك وبورصة القيم المنقولة في المساهمة في العملية التمويلية للاستثمارات المنجزة أو المراد إنجازها، وعلى قدر ما تستفيد الشركات المدرجة بالبورصة من الجهاز المصرفي باعتبار مرافقة البنوك لعمليات الإصدار أو الاكتتابات بالترويج لها وتنفيذها، بقدر ما تستفيد من السوق المالي بدورها البنوك والمؤسسات المالية باعتبارهم من المستثمرين المؤسسيين والمحترفين،³⁴ حيث يمكنها توظيف الفائض من الأموال المتاحة لها

³¹ أديب قاسم، "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013،

ص 162

³² بن مختار إبراهيم، مرجع سابق، ص 52

³³ بن مختار إبراهيم، مرجع سابق، ص 52

³⁴ المادة 61 من النظام 23-04 سابق الذكر

بدلاً من تركها عاطلة دون الاستثمار، وكذا المشاركة في المشروعات الاستثمارية الجديدة كمؤسس أو مساهم في رأس المال،³⁵ وهو الأمر يفتح لتلك البنوك والمؤسسات المالية مجالات أخرى للاستثمار تدر عليها عوائد مالية عن قيامها بعمليات الوساطة سواءً بالنسبة لسوق الإصدار، عندما تتولى البنوك والمؤسسات المالية تلقي الاكتتابات من جمهور المكتتبين لفائدة الشركات المصدرة للقيم المنقولة، أو بالنسبة للسوق الثانوي عندما تضطلع بمهام تسيير المحافظ المالية لفائدة زبائنها.

والأهم في كل الأحوال هو أن بورصة القيم المنقولة تبقى منشطا ومحركا للقطاع المصرفي، بما يفرض على البنوك حتمية تنويع منتجاتها وتحسين الخدمات والعروض المطروحة بالسوق لزيادة قدراتها التنافسية، وكل هذا يرتد بآثره إيجابيا على أدائها في مهام التمويل للاقتصاد الوطني.

المطلب الرابع: بالنسبة للشركات المصدرة للقيم المنقولة

تستفيد شركات المساهمة المصدرة للقيم المنقولة من وجود البورصة، وهذا الامتياز في الحقيقة هو امتداد طبيعي لعلاقة طبيعية ومتلازمة، فالسلعة المتداولة بالبورصة أساسا هي القيم المنقولة التي تصدرها تلك الشركات، لذلك فالآثر الإيجابي للبورصة على الشركات المصدرة يكون مباشرا وتلقائيا.

الفرع الأول: حجم تداول الأسهم بالبورصة كمؤشر على الوضعية المالية

تعمل بورصة القيم كحافز للشركات المسعرة أسهمها بها لمتابعة مدى التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها،³⁶ وهذا ما يضع تلك الشركات دائما أمام حتمية تحسين أوضاعها المالية، وتبني قواعد الإدارة الرشيدة وحوكمة الشركات، وهذا طبعا يصب في زيادة القيمة السوقية لأسهمها، مما يجعل منها أصولا مطلوبة في السوق المالي، وكل هذه الأمور هي مؤشرات إيجابية للمستثمرين تؤثر في قراراتهم الاستثمارية بأسهم الشركة.³⁷

ومن جهة أخرى فالوضعية الجيدة لأسهم الشركة المتداولة بالبورصة تجعل الشركة في أريحية مالية نوعا ما إذا ما أرادت توسع المشروع الاستثماري الذي تقوم عليه، فيكون أمامها إما خيار التمويل من السوق المالي لتكون الزيادة في رأس مالها بمثابة تنمية لأموالها الخاصة وزيادة في أصولها، كما يمكنها كذلك وانطلاقا من ملاءتها والوضعية المالية الجيدة لها أن تحصل على القروض البنكية بشكل أيسر، فالإقبال

³⁵ أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص 128

³⁶ دينا أحمد عمر، "آثر أسواق الأوراق المدلية العربية عي النمو الاقتصادي"، مجلة تنمية الرافدين، العدد 96، مجلد 31، لسنة 2009،

ص 60

³⁷ بن مختار إبراهيم، مرجع سابق، ص 53

المتزايد على التعامل بأسهم الشركة هو بمثابة شهادة ضمان للمقرضين،³⁸ وللمدّخرين والمستثمرين بالقيم المنقولة وكل المستثمرين المحتملين. ويمكن في هذه الحالة للبورصة أن تكون بمثابة نقطة التقاء بين الاستثمارات طويلة الأجل مع التمويل طويل الأجل.³⁹

الفرع الثاني: تحفيز تبني قواعد الحوكمة

يشكل تبني قواعد حوكمة الشركات ركيزة أساسية لبناء اقتصاد شفاف وخالق للثروة، باعتبار أن وجود هذه القواعد بالمنظومة التشريعية والتنظيمية للدول هو مطلب أساسي للمستثمرين للانتقال بأموالهم إلى دولة دون أخرى، أو لتوظيف مدخراتهم داخل الدولة نفسها، فقواعد حوكمة الشركات هي ضمانات قوية تتيح للدول استقطاب رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية، بناءً على الثقة والامتيازات التي توفرها للمدّخرين والمستثمرين بالقيم المنقولة وللاقتصاد ككل.⁴⁰

وتتأكد الضرورة بشكل أكبر إلى اعتماد مبادئ حوكمة الشركات بالنسبة للدول التي تعتمد على التمويل من الأسواق المالية لإقامة المشاريع أو توسيعها، حيث تسود ثقافة تحويل المدخرات إلى استثمارات بتوظيفها كأصول منتجة وسهلة الاسترداد، مدفوعة في ذلك بما توفره قواعد الحوكمة من امتيازات الشفافية والمساءلة والمساواة، فالتزام قوي بين البورصات وقواعد حوكمة الشركات، على اعتبار أن البورصة هي البيئة الطبيعية والحاضنة لتطبيق قواعد الحوكمة.

إن وجود بورصة للقيم المنقولة يعمل على تمكين الشركات من توسيع قاعدة المساهمة بها، من خلال استقطاب أموال المستثمرين، ويرتكز هذا الاستقطاب بالأساس على مدى تطبيق قواعد الحوكمة بتلك الشركات، لاسيما بالنسبة لتعزيز كفاءة ونجاعة الإدارة وتكريس مسؤولية القائمين بالإدارة،⁴¹ إضافة لدعم حقوق ومصالح المساهمين وتعزيز الشفافية والإفصاح المالي.

الفرع الثالث: ارشاد وتوجيه المستثمرين

تعمل بورصة القيم المنقولة كموجه للاستثمار، حيث يتجه المستثمرون إلى توظيف أموالهم بالمشاريع التي ترتفع قيمة أسهمها، باعتبار أن ذلك هو مؤشر على أفضلية الاستثمار فيها، وبذلك يتم ترشيد الانفاق

³⁸ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 667

³⁹ محروس حسن، مرجع سابق، ص 41

⁴⁰ بن مختار إبراهيم، مرجع سابق، ص 54

⁴¹ أزهرى الطيب الفكي، مرجع سابق، ص 121

الاستثماري،⁴² وعدم المخاطرة في مشاريع غير رابحة، ولا يقدح في هذا الامتياز كون أن البورصة تتأثر بالمعلومات المغلوطة والأخبار الكاذبة ما قد يجعلها لا تؤدي هذه الوظيفة بالشكل المطلوب، وهذا أمر وارد جدا في واقع الحال، لكنه يبقى أمرا عارضا لا يعبر عن حقيقة أسواق الأوراق المالية بشكل عام، كما أن هناك جزاءات جنائية ترصدها جل التشريعات ومنها المشرع الجزائري⁴³ لمواجهة التلاعبات وإساءة استغلال المعلومات الامتيازية بالبورصة أو إحداث اضطراب بها.

المبحث الثالث: متطلبات وتحديات ومخاطر الاستثمار غير المباشر بالسوق المالي

إن عناصر الجذب التي توفرها بورصة القيم المنقولة تبقى رهينة متطلبات وتحديات لنجاح الاستثمار غير المباشر ببورصة القيم المنقولة (مطلب أول)، كما تبقى عرضة لمخاطر وسلبات الاستثمار ببورصة القيم المنقولة (مطلب ثان).

المطلب الأول: متطلبات وتحديات نجاح الاستثمار غير المباشر ببورصة القيم المنقولة

إن نجاح بورصة القيم المنقولة في أن تكون رافدا داعما للاقتصاد الوطني يتطلب جملة من الشروط (فرع أول)، التي تمكن من تجاوز التحديات القائمة (فرع ثان) للوصول إلى سوق للأوراق المالية ذات كفاءة عالية في الأداء.

الفرع الأول: متطلبات نجاح الاستثمار غير المباشر ببورصة القيم المنقولة

أ- وجود اقتصاد منتج قادر على خلق الثروة والتي تؤدي بدورها إلى خلق ادخارات فردية أو قومية، يمكنها أن تتحول إلى استثمارات منتجة عند توظيفها.

ب- العمل على سن منظومة تشريعية تعزز كفاءة السوق المالي، لاسيما من حيث ما يتطلبه الاستثمار بالقيم المنقولة من الشفافية وحرية المنافسة وتبني قواعد الحوكمة.

ت- اتساع السوق المالي وتعدد المتدخلين، لأن واقع الحال في الجزائر يفرز لنا معطيات سلبية عن نشاط البورصة وحجم الإدخال والتداول لكافة أشكال القيم المنقولة، ما يعني أن البورصة بوضعها الحالي لا توفر ولا تساهم في تمويل الاقتصاد، فكل القيم المدرجة بها لا تشهد تداولاً نشطاً يحفز على اللجوء للبورصة لتعبئة الادخار، ويقع على عاتق السلطات المعنية توفير عوامل الجذب

⁴² أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة، صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال، (الخطوات العملية - الثغرات القانونية)، دار إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص 59

⁴³ المادة 60 من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 34 بتاريخ 23 مايو 1993، المعدل والمتمم بالقانون 03-04 المؤرخ في 17-02-2003، ج ر عدد 11، بتاريخ 19-02-2003.

للمستثمرين الوطنيين أولاً الراغبين في إنشاء مشاريعهم للذهاب نحو البورصة كبديل للتمويل عبر القروض البنكية أو الصناديق الخاصة بذلك.

ث- وجود قدر كافي من رؤوس الأموال الاستثمارية الوطنية التي لا يُخشى مغادرتها، ولعل هذا الأمر يحتاج إلى خطط استراتيجية تسم بالتواجد الفعال والمؤثر لرؤوس الأموال الوطنية في البورصة، لأن رؤوس الأموال الأجنبية (وهي غير موجودة في الواقع) لا يؤمن جانبها في حال الأزمات والتوترات السياسية مع الدول التي تنتمي إليها تلك الأموال.

ج- التكامل بين الأسواق المالية الإقليمية والعالمية: فما يشغل المستثمر عند إقدامه على اتخاذ قراره الاستثماري هو درجة المخاطرة المرتبطة بالأصل المالي، غير أن تكامل البورصات العالمية أدى إلى تنوع المخاطر مما يكسب المستثمر ضمانات حتى وإن تعرضت البعض من أصوله المالية للخسائر، حيث يتسنى له التعويض من باقي الأصول المالية المكونة لحافظته الاستثمارية.

الفرع الثاني: تحديات الاستثمار غير المباشر بالسوق المالي الجزائري

أ - من حيث طبيعة المشاريع القائمة، فأغلبها شركات برؤوس أموال عمومية أو عائلية وكلاهما لا يشجع على فتح رأس المال في إطار البورصة، ما يعني أن هذه المشاريع لا تستفيد من امتيازات التمويل الذاتي الذي توفره البورصة، ويبقى خيار الاقتراض باللجوء للتمويل البنكي هو أسهل وأبسط الطرق للتمويل.

ب - ضعف أداء البورصة نفسها وعجزها عن تعبئة الادخار العام وجذب الاستثمارات.

ت - صغر حجم السوق المالي في الجزائر، قلة الشركات المسعرة. قلة العرض وانعدامه أحياناً.

ث - نقص ثقافة تحويل المدخرات (خاصة خارج البنوك) إلى استثمارات.

المطلب الثاني: مخاطر وسلبيات الاستثمار ببورصة القيم المنقولة

إن استثمار الأموال ببورصة القيم المنقولة هو جزء من النشاط الاستثماري عموماً، وهو يخضع لكافة المخاطر التي تواجه أي نشاط اقتصادي، غير أن هناك بعض المخاطر التي تتفصل عن قواعد الربح والخسارة والمرتبطة بظروف السوق وكفاءة المستثمر وطبيعة الاستثمار، ومن هذه المخاطر أو المحاذير التي تقصد النشاط الاستثماري ببورصة القيم المنقولة وتخرجه عن إطاره الطبيعي والسليم نجد:

الفرع الأول: تجاوز المحظورات الشرعية

تشيع في معظم الأسواق المالية عمليات المضاربات، والتي تؤدي إلى أسعار بعيدة عن الأسعار الحقيقية للمنتجات أو الأوراق المالية، فيحدث فيها ما يشبه النجش، أي الزيادة في السعر بغير قصد الشراء،⁴⁴ كما

⁴⁴ رفيق يونس المصري، فشل الأسواق المالية، دار المكتبي، دمشق، ط 01، 2007، ص12

تنتشر في حالة الابتعاد عن الاستثمار الحقيقي ظاهرة الانتقال الاحتياطي للأموال من صغار المستثمرين إلى كبار الرأسماليين أو ما يعرف شرعا بأكل أموال الناس بالباطل.

الفرع الثاني: مخاطر المضاربات

المضاربة في أصلها عمل مشروع، وتعني السعي لتحقيق الربح من العمل أو التجارة، لكن العمليات التي يطلق عليها المضاربات تختلف تماما عن المضاربة، فالمضاربات هي عمليات مقامرة ومراهنة قد تكون عشوائية، أو قد تكون محسوبة ومُعد لها مسبقا.

وتنتشر أكثر في الظروف الاستثنائية أو أوقات الأزمات المالية الناتجة عن الاحتكارات أو الممارسات اللاأخلاقية من بعض المتعاملين بالبورصة من خلال نشر الإشاعات والأخبار الكاذبة والمعلومات المغلوطة، وقد شهدت البورصات العالمية العديد من الانتكاسات الناتجة عن ظروف وملابسات خارجية لا علاقة لها بالسير العادي للبورصة، بل بمناورات تبتدئ بنشر معلومات كاذبة أو مغلوطة وتنتهي بانهيارات مدمرة للسوق وللمستثمرين.

الفرع الثالث: هجرة رؤوس الأموال الأجنبية

من المخاطر الجدية التي تواجهها البورصات العالمية خصوصا في أوقات الأزمات أو عند ارتباط تلك الاستثمارات بحسابات سياسية فتتحول لتنفيذ استراتيجيات الدول صاحبة الأموال.

إن التركيز المتعمد من بعض المضاربين لتوظيف الأموال باستثمارات قصيرة المدى وبشكل مكثف يؤدي إلى السيطرة على المخزون المالي داخل الدولة، ثم بيعها فجأة بعد خلق جو من عدم الثقة في الوضع الاقتصادي للدولة، يشكل ضربة قوية لاقتصاد تلك الدولة نتيجة التهافت على التخلص من الأسهم التي بدأت قيمتها في الانهيار، وما ينجر عن ذلك من حالات الإفلاس والعجز عن سداد الديون، لتكون بعدها الفرصة مواتية لأطراف أخرى للتدخل لشراء تلك الأسهم بأثمان زهيدة، وتكون كذلك الفرصة للهيئات المالية الدولية للتدخل ببرامج المساعدة مع اشتراط عمليات الخصخصة وتقليص الإنفاق الحكومي وخفض قيمة العملة وغيرها من الإجراءات، وهذا تماما ما حدث مع ما يعرف بالنموذج الآسيوي عام 1998.⁴⁵

الفرع الرابع: سيطرة الاستثمارات قصيرة المدى على البورصة

المعروف أن بورصة القيم المنقولة هي سوق مفتوح للاستثمارات بكافة أشكالها، أي القصيرة أو طويلة الأجل، وتوجهات المستثمرين في اختيار طبيعة الاستثمار تحكمها رغبات وحسابات شخصية لكل مستثمر، فمن يريد تحقيق عوائد مالية وسريعة فهو يستثمر على المدى القصير بشراء وبيع الأوراق المالية وتحقيق

⁴⁵ صلاح عبد الكريم، النقود والمؤسسات والأسواق المالية، سفير الدولية للنشر، القاهرة، ط1، 2010، 61

هوامش ربح من فارق الأسعار، وهذا النوع من الاستثمارات يتسم بمخاطر عالية، يرتضي المستثمرون تحملها نظير العوائد المالية المرتفعة كذلك، لكن المخاطر المرتبطة بهذا النوع من التعامل بالبورصة هو أنه لا يشكل إضافة لا في الثروة القومية ولا في رؤوس الأموال المستثمرة، كما أنه يشكل مجالا مناسباً للمضاربات وعمليات الاحتيال التي تنتهي بانتقال الثروات بطرق غير شرعية وسيطرة القلة من الرأسماليين على الوحدات الاقتصادية المنهارة بمبالغ تافهة، وهذا بخلاف الاستثمار طويل الأجل الذي يركز على ملكية الأصول وزيادة القدرات الانتاجية والمشاركة في إدارة المشاريع بشكل إيجابي، ويمكن أن ينقلب إلى استثمار مباشر إذا ارتبط بعمليات استحواذ وتوسع للمشاريع.

ولذلك يبقى الاستثمار طويل الأجل رغم عوائده المنخفضة نسبياً أقل من حيث المخاطر المصاحبة له،⁴⁶ وهذا ما يضع على عاتق الهيئات المكلفة بأسواق المال مسؤولية حماية السوق المالي من هذه المخاطر المضرة بالاقتصاد.

خاتمة:

برغم ما قد يصاحب وجود سوق للأوراق المالية مفتوح على الاستثمار الوطني والأجنبي من مخاطر تهدد الاقتصاد كالتضخم الناتج عن عمليات المضاربة المفرطة والعشوائية، أو الأزمات التي تلحق الشركات نتيجة تداول معلومات مغلوطة عن حقيقة المركز المالي لها، إلا أن هذه المخاطر هي ظرف ملازم للنشاط الاقتصادي عموماً لا يمكن إلغائها نهائياً، ويبقى الأكيد أن وجود بورصة للأوراق المالية له من الإيجابيات ما يجعله ضرورة تملئها عولمة النشاط الاقتصادي وحركية رؤوس الأموال داخليا أو بين الدول، فهو يفتح للدولة آفاق أوسع تساعد بشكل ملحوظ عملية التنمية من مختلف الأوجه والمجالات التي سبق عرضها.

والجزائر كدولة مقبلة على تحولات عميقة في سياستها الاقتصادية قائمة على تعزيز وترقية الاستثمارات الوطنية والأجنبية لم تغفل خيار بورصة القيم المنقولة لتكون رافداً للاقتصاد الوطني، وهذا ما كرسته قانون الاستثمار 18-22 من خلال نص المادة 04 منه، وكذا مباشرة الدولة لإصدار نظام جديد لبورصة القيم المنقولة والذي من أهم ما ورد فيه في هذا الموضوع هو إطلاق وصف المستثمرين على كل المتعاملين بالسوق المالي ممن كان يسميهم بالمدخرين والزبائن، وفي هذه إشارة واضحة لتناغم نظام بورصة القيم المنقولة مع قانون الاستثمار.

إن إعادة بعث وتنشيط بورصة القيم المنقولة في الجزائر تبقى خطوة هامة يتعين على الدولة المبادرة بها من أجل تنويع مصادر التمويل واستقطاب رؤوس الأموال، وهذا ما يكون انطلاقة من عصرنة النصوص

⁴⁶ رفيق يونس المصري، مرجع سابق، ص 13

المنظمة لبورصة القيم المنقولة لزيادة التحفيز التي تجذب الشركات لتسعير أسهمها بالبورصة ودفع المستثمرين على توظيف أموالهم بهذه الشركات، وتحفيز الأفراد والمؤسسات على استثمار مدخراتهم بالقيم المنقولة، من أجل ضخ المزيد من الأموال في الاقتصاد الوطني.

قائمة المصادر والمراجع:

أولاً: النصوص القانونية

القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 11، بتاريخ 19 فبراير 2003.

المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 34 بتاريخ 23 مايو 1993، المعدل والمتمم بالقانون 04-03 المؤرخ في 17-02-2003، ج ر عدد 11، بتاريخ 19-02-2003.

النظام رقم 04-23 المؤرخ في 25 أكتوبر 2023، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 05، بتاريخ 25 جانفي 2024.

ثانياً: الكتب

أزهري الطيب الفكي، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة، صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال، (الخطوات العملية - الثغرات القانونية)، دار إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
أنور مصباح سوبره، شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي، ط 1، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، 2004.

رفيق يونس المصري، فشل الأسواق المالية، دار المكتبي، دمشق، ط 01، 2007.
صلاح عبد الكريم، النقود والمؤسسات والأسواق المالية، سفير الدولية للنشر، القاهرة، ط 1، 2010.
شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، 1993.
دريد محمود السامرائي، الاستثمار الأجنبي، المعوقات والضمانات القانونية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2006.

دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار، 2009.
محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، منشورات كتب عربية، 2006.
منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
نواصرية الزهراء، التنازل عن الأسهم، ط 01، منشورات زين الحقوقية والأدبية، بيروت 2019 .

ثالثا: الرسائل والمذكرات

أيت مولود فاتح، "حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري"، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تيزي وزو، 2012 .

رابعا: المقالات

أديب قاسم، "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.

براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة إدارة، العدد 21، 2001

دينا أحمد عمر، "أثر أسواق الأوراق المدلية العربية عي النمو الاقتصادي"، مجلة تنمية الرافدين، العدد 96، مجلد 31، لسنة 2009.

بن مختار إبراهيم، ضمانات وامتيازات الاستثمار ببورصة القيم المنقولة، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، المجلد 09، العدد 01، 2024.

دحماني نور الهدى، العابد برينيس شريفة، "سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي - دراسة حالة اندونيسيا والجزائر"، مجلة اقتصاديات المال والأعمال.

محمد كمال أبو عمشة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، 2013.

زيدان محمد، نورين بومدين، " دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006.