وزارة التعـليم العـالي والبـحـث الـعـلمي

جـــامعــة يحي فارس الـــــــمدية

كلية الحقوق والعلوم السياسية

قسم الحقوق

# الاطار القانوني لإدراج الشركة في البورصة

مذكرة نهاية الدراسة للحصول على شهادة الماستر

تخصص قانون الاعمال

من إعداد الطلبة:

- عزوز زهير
- بوقرة أحمد

تحت إشراف الدكتور:

- بن عامر محمد

أعضاء لجنة المناقشة:

د/ بلحاج نصيرة: . . . . . رئيسا.

د/ بن عامر محمد: . . . . . مشرفا ومقررا.

د/ بلقاضي كريمة: . . . . . ممتحنا.

السنة الجامعية: 2025/2024


بسم الله الرحمن الرحيم

# شكر وتقدير

## بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله أولاً وآخراً، ظاهراً وباطناً، على جزيل نعمه وواسع فضله، فلولا توفيقه وعونه لما وصلنا إلى ما نحن عليه.

نتقدم بخالص الشكر وعظيم الامتنان لأستاذنا الفاضل

## الدكتور بن عامر محمد

الذي شرفنا بالإشراف على هذه المذكرة، فكان لنا نعم المرشد والداعم، وقدم لنا من علمه وتوجيهاته الكثير.

جزاه الله عنا خير الجزاء.

كما نخص بالشكر والتقدير كل من أسدى لنا يد العون والمساعدة، صغيرها وكبيرها، قريباً كان أو بعيداً، في سبيل إنجاز وإتمام هذه المذكرة.

ولا يفوتنا أن نعبر عن بالغ تقديرنا وامتناننا لأعضاء اللجنة المحترمين، الذين شرفونا بقبول مناقشة هذه المذكرة، وأثروها بملاحظاتهم وتوجيهاتهم البنّاءة.

نسأل الله أن يجعل هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم، وأن ينفع به.

# إهداء

الحمد لله الذي وفقنا وأعاننا، وزيَّننا بنعمة العلم، وأكرمنا بالتقوى، ووهبنا الصحة

يسرنا أن نهدي ثمرة جهدنا وعملنا هذا إلى:

إلى والدينا الكريمين، أطال الله في عمرهما ومتعنا ببرهما

وإلى جميع أفراد عائلتينا الكريمة

وإلى أساتذتنا الأفاضل، الذين لم يبخلوا علينا بعلمهم وتوجيههم

وإلى كل من قدّم لنا يد العون والمساعدة، قريبًا كان أو بعيدًا، في سبيل إنجاز هذا العمل المتواضع

نهدي هذا العمل عربون وفاء وامتنان

**أحمد وزهير**

# مقدمة

## مقدمة

تشكل الأسواق المالية المنظمة، وفي مقدمتها بورصات القيم المنقولة، عصب الاقتصادات الحديثة ومقياساً لحيويتها وتطورها، فهي لم تعد مجرد فضاءات لتبادل الأوراق المالية، بل أضحت منصات استراتيجية لحشد الموارد المالية وتوجيهها بكفاءة نحو المشاريع الاستثمارية الواعدة، مما يساهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة.

وفي هذا الإطار، يبرز موضوع إدراج الشركات في البورصة كأحد أهم الآليات التي تلجأ إليها المؤسسات الاقتصادية، بمختلف أحجامها وطبيعة نشاطها، سعياً وراء تعزيز قدراتها التمويلية، توسيع قاعدة ملكيتها، وتحسين صورتها المؤسسية وسمعتها في مجتمع الأعمال، فالإدراج يمثل نقلة نوعية للشركة من النطاق الخاص والمحدود، حيث تكون الملكية والتمويل محصورين غالباً، إلى الفضاء العام للاستثمار، حيث تخضع أسهمها للتسعير المستمر بناءً على قوى العرض والطلب في سوق يتسم بالتنظيم والرقابة والشفافية النسبية.

إن أهمية إدراج الشركات في البورصة لا تقتصر على كونه أحد أبرز الوسائل التمويلية الحديثة التي تُمكّن المؤسسات الاقتصادية من توسيع نشاطها وجذب رؤوس الأموال عبر فتح رأسمالها أمام جمهور المستثمرين، بل يتعدى ذلك ليكون مؤشراً هاماً على مدى التزام الشركة بمعايير الشفافية والإفصاح المالي، ومستوى انضباطها بقواعد الحوكمة الرشيدة ومتطلبات المساءلة.

هذه المتطلبات، وإن كانت تبدو في ظاهرها مجموعة من القيود الإضافية، إلا أنها في جوهرها تهدف إلى بناء وتعزيز جسور الثقة بين الشركة والقائمين عليها من جهة، وبين جمهور المستثمرين وسوق رأس المال من جهة أخرى، وهي الثقة التي تعد حجر الزاوية لأي سوق مالي فعال ومستدام.

وبالتالي، فإن عملية تحول الشركة من كيان مغلق، يعتمد ربما على مصادر تمويل تقليدية وعلاقات تعاقدية محدودة، إلى شركة عامة تطرح أسهمها للاكتتاب وتتداول أوراقها المالية أمام جمهور واسع ومتنوع من المستثمرين، هي عملية محورية ومعقدة ومتعددة الأبعاد، تتداخل في هذه العملية الاعتبارات المالية والاقتصادية مع الأطر القانونية والتنظيمية الدقيقة التي تضعها سلطات الإشراف والرقابة بهدف ضمان كفاءة السوق، وحماية الادخار، والحفاظ على حقوق كافة المتعاملين فيه.

فالإدراج في البورصة ليس غاية في حد ذاته، ولا يتم بشكل تلقائي أو عفوي، بل هو وسيلة قانونية منظمة ومقننة، تخضع لضوابط إجرائية وموضوعية صارمة تفرضها التشريعات المنظمة للأسواق المالية وهيئات الرقابة والإشراف عليها، ويستلزم هذا المسار القانوني المعقد مرور الشركة

عبر مراحل إجرائية متسلسلة ودقيقة، بدءًا من اتخاذ القرار الاستراتيجي باللجوء إلى السوق المالي، مروراً باستيفاء شروط القبول المتعددة والمتعلقة بالوضع القانوني والمالي للشركة وطبيعة الأوراق المالية المصدرة، وانتهاءً بالقيد الفعلي في سجلات البورصة وبدء التداول على تلك الأوراق، ولا تنتهي مسؤوليات الشركة عند هذا الحد، بل تبدأ مرحلة جديدة من الالتزامات القانونية والتنظيمية المستمرة التي تتعلق بالإفصاح الدوري والفوري عن المعلومات الجوهرية، والامتثال لمعايير الحوكمة المتقدمة، والخضوع للرقابة الدائمة من قبل هيئات السوق البورصي، كما أن لهذا الإدراج، وما يتبعه من عمليات تداول للقيم المنقولة، آثاراً قانونية بالغة الأهمية لا تمس الشركة في هيكلها الإداري والمالي فحسب، بل تمتد لتؤثر على حقوق والتزامات مساهميها، وعلى ديناميكية السوق ككل، بما في ذلك تطبيق آليات تنظيمية كتعليق التداول أو حتى شطب الإدراج في ظروف معينة تقتضيها المصلحة العامة للسوق وحماية مصالح المستثمرين.

تكمن أهمية دراسة موضوع "قواعد إدراج الشركة في البورصة وآثارها القانونية في التشريع الجزائري" في عدة جوانب:

- **الأهمية القانونية والتنظيمية:** تتجلى في الحاجة إلى فهم وتحليل الإطار القانوني المنظم لعملية الإدراج وتداول الأوراق المالية، وتقييم مدى كفايته ومواكبته للتطورات الحديثة في البورصة ، لا سيما في ظل صدور نظام جديد للبورصة (نظام 23-04)[1].

- **الأهمية الاقتصادية:** ترتبط بتعزيز دور بورصة الجزائر كأداة فعالة في تمويل الشركات الوطنية، خاصة الصغيرة والمتوسطة، وتنويع مصادر تمويل الاقتصاد الوطني بعيداً عن الاعتماد المفرط على التمويل البنكي أو الحكومي.

- **الأهمية العملية:** تفيد هذه الدراسة الشركات الراغبة في الإدراج من خلال توضيح الشروط والإجراءات والالتزامات المترتبة على ذلك، كما تفيد المستثمرين والمتعاملين في البورصة من خلال تسليط الضوء على آليات حماية حقوقهم وضمان شفافية المعاملات.

- **الأهمية الأكاديمية:** يساهم هذا البحث في إثراء المكتبة القانونية الجزائرية بدراسة متخصصة تتناول جانباً هاماً من قانون الأعمال والسوق المالي، وقد تفتح آفاقاً لبحوث مستقبلية.

1- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 23-04 المؤرخ 25 أكتوبر 2023، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 05، صادر في 25 جانفي 2024.

لقد وقع اختيارنا على هذا الموضوع لعدة أسباب، من بينها:

- ينبع اختيار هذا البحث من اهتمام شخصي بآليات عمل البورصة ودور تداول الأسهم في توفير بدائل تمويلية مبتكرة للشركات، خاصة في سياق اقتصادي يسعى لتنويع مصادر نموه، وهو ما يجعل فهم الإطار القانوني المنظم لهذه العمليات أمراً ذا أهمية خاصة؛
- صدور نظام جديد للبورصة (نظام 23-04) وهو ما يستدعي الدراسة والتحليل لبيان أهم مستجداته وآثاره المتوقعة؛
- الاهتمام المتزايد بتنشيط البورصة في الجزائر كجزء من استراتيجيات التنويع الاقتصادي؛
- الأهمية العملية والقانونية لعملية الإدراج بالنسبة للشركات والمستثمرين، وما تطرحه من إشكاليات قانونية تستحق البحث؛
- الرغبة في تعميق الفهم القانوني لآليات عمل البورصة والتزامات الشركات المدرجة.

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، أهمها:

- تحديد المفهوم القانوني لعملية إدراج الشركة في البورصة وتبيان طبيعتها القانونية المركبة؛
- تحليل وتقييم الشروط القانونية والتنظيمية اللازمة لإدراج الشركات في بورصة الجزائر، وفقاً لأحدث النصوص السارية؛
- تفصيل المراحل الإجرائية التي تمر بها عملية الإدراج؛
- دراسة الآثار القانونية المترتبة على إدراج الشركة، سواء على مركزها القانوني والتزاماتها، أو على قواعد تداول أوراقها المالية؛
- تحليل الأحكام المتعلقة بتعليق تداول الأوراق المالية وإلغاء إدراجها من البورصة؛
- محاولة تقييم مدى فعالية الإطار القانوني الحالي في تحقيق التوازن بين تشجيع الإدراج وحماية المستثمرين.

تأتي هذه الدراسة في سياق الجهود الجزائرية الرامية إلى تحديث وتطوير سوقها المالي، وإصلاح الإطار القانوني المنظم له لجعله أكثر جاذبية وفعالية، وهو ما تجسد في إصدار نظام جديد للبورصة مؤخراً.

في ظل سعي الجزائر لتطوير سوقها المالي كآلية لتمويل الاقتصاد الوطني، يمثل إدراج الشركات في البورصة وما يليه من تداول لأوراقها المالية واستمرار بقائها مدرجة، عملية محورية، هذه العملية برمتها محاطة بإطار قانوني وتنظيمي يهدف إلى تحقيق توازن دقيق بين تسهيل ولوج

الشركات للتمويل المباشر ودعم نمو السوق، وبين ضرورة ضمان حماية الادخار وسلامة ونزاهة التعاملات، **وعليه، تتمحور الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة في :**

**ما مدى فعالية الإطار القانوني الجزائري في تنظيم إدراج الشركات في البورصة، في ظل التحديات القانونية التي تواجه هذه العملية؟**

عند إعداد هذه المذكرة، واجهتنا بعض الصعوبات والتحديات، منها:

- حداثة بعض النصوص التنظيمية (مثل نظام 23-04) مما قد يعني قلة الدراسات الفقهية أو الاجتهادات القضائية المتعلقة بتطبيقها العملي، مما قد يتطلب جهداً استنباطياً أكبر في تفسير بعض جوانبها وتقييم آثارها المحتملة.

- إن موضوع إدراج الشركات في البورصة يخضع لإطار قانوني وتنظيمي متشعب ومتعدد المصادر، فالأمر لا يقتصر على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم97-03 وتعديلاته [1]، أو المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وتعديلاته [2]، أو نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 23-04، بل يمتد ليشمل أحكاماً في القانون التجاري، وأنظمة وتعليمات أخرى صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وربما مقررات داخلية لشركة إدارة بورصة القيم، هذا التشعب يتطلب جهداً كبيراً في جمع هذه النصوص وتحليلها بشكل متكامل لاستخلاص الأحكام الدقيقة.

- وجود محدودية في الدراسات التطبيقية والقانونية على خلاف الدراسات الاقتصادية التي تتناول بشكل عملي وتحليلي إشكاليات وتحديات إدراج الشركات وتداول أوراقها المالية في بورصة الجزائر، وتقييم فعالية النظام القانوني في الواقع العملي، هذا الأمر قد يقلل من فرص الاسترشاد بتجارب عملية موثقة ومحللة أكاديمياً في السياق الجزائري.

---

1- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997، معدل ومتمم بالنظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير 2012، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 41، صادر في 15 جويلية 2012.

2- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلّق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، صادر في 23ماي 1993، معدّل ومتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10جانفي 1996، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 03، صادر في 14 جانفي 1996 ومعدّل ومتمم بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، صادر في 19 فيفري 2003.

لتحقيق أهداف هذه الدراسة والإجابة على إشكاليتها، سيتم الاعتماد على :

- **المنهج الوصفي التحليلي:** من خلال وصف الإطار القانوني والتنظيمي لإدراج الشركات في البورصة، وتحليل النصوص القانونية والأنظمة ذات الصلة (خاصة المرسوم التشريعي 93-10 ونظام 23-04).

سنقسم هذا البحث الى فصلين ، وذلك على النحو التالي:

- **الفصل الأول: قواعد إدراج الشركة في البورصة،** يهدف هذا الفصل إلى بناء الأساس النظري والقانوني للدراسة، من خلال **مبحث أول** يتناول "مفهوم إدراج الشركة في البورصة"، ثم **مبحث ثاني** يعنى بـ "الضوابط القانونية لإدراج الشركة في البورصة"

- **الفصل الثاني: الآثار القانونية المترتبة على إدراج الشركة في البورصة،** بعد فهم قواعد الدخول إلى البورصة، ينتقل هذا الفصل إلى دراسة ما يترتب على هذا الدخول من آثار قانونية، فـ **المبحث الأول** يتناول "تداول أسهم الشركة في البورصة"، أما **المبحث الثاني** فيعالج "تعليق وإلغاء إدراج أسهم الشركة في البورصة".

# الفصل الأول:
# قواعد ادراج الشركة في البورصة

## الفصل الأول : قواعد ادراج الشركة في البورصة

يُعتبر إدراج الشركات في البورصة أحد أبرز الوسائل التمويلية الحديثة التي تُمكّن المؤسسات الاقتصادية من توسيع نشاطها وجذب رؤوس الأموال عبر فتح رأسمالها أمام المستثمرين، فهو لا يُمثل فقط آلية للتمويل، بل يُعدّ كذلك مؤشراً على مدى شفافية الشركة وانضباطها المالي، ما يجعل الإدراج خطوة استراتيجية في مسار تطورها.

وتكتسي عملية الإدراج طابعاً قانونياً منظماً، حيث تخضع الشركة المرشحة لجملة من الشروط والمتطلبات التي تفرضها هيئات السوق المالية،وتمر بعدة مراحل بدءًا من تقديم طلب الإدراج، مرورًا بمراجعة الوثائق والمعلومات المالية، وصولًا إلى الموافقة النهائية على الإدراج، تتطلب هذه العملية التزامًا من الشركة بالشفافية وتقديم معلومات دقيقة للمستثمرين والجهات الرقابية.

ويُنظر إلى الإدراج في البورصة من زاوية قانونية على أنه عقد بين الشركة وسوق الأوراق المالية، تترتب عنه التزامات متبادلة، أهمها التزام الشركة بالإفصاح، و الامتثال للضوابط القانونية والتنظيمية المنصوص عليها في القوانين السارية، كما تُوفر هذه العملية منصة قانونية لتسعير الأسهم وتقييم أداء الشركات بشكل شفاف ومقنن.

ولا يقتصر الإدراج على الجانب الإجرائي أو القانوني فحسب، بل ينطوي كذلك على مزايا استراتيجية للشركات، منها تحسين سمعة المؤسسة، وجلب مستثمرين جدد، وزيادة السيولة المالية، إضافة إلى تسهيل عمليات الاندماج أو الشراكات الاستثمارية الكبرى.

انطلاقاً من هذه الأهمية، سيُخصص هذا الفصل لتحديد قواعد إدراج الشركة في البورصة من خلال مبحثين: يتناول الأول مفهوم الإدراج، طبيعته القانونية، وأبرز مزاياه وعيوبه، في حين يسلط الثاني الضوء على الضوابط القانونية المنظمة للعملية، لاسيما شروطها ومراحلها الأساسية.

## المبحث الأول: مفهوم ادراج الشركة في البورصة

تعد البورصة من الركائز الأساسية في النظام المالي الحديث، حيث تمثل منصة لتمويل الشركات من خلال تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات إدراج الشركات في البورصة هو خطوة حاسمة ذات أهمية قانونية واقتصادية تتيح لها الوصول إلى مصادر تمويل جديدة، وتحقيق الاستدامة المالية من خلال جذب الاستثمارات المحلية والدولي.

تُخرج الشركة من نطاق التمويل الخاص إلى فضاء التداول العام، حيث يتم عرض أسهمها على جمهور المستثمرين ضمن سوق منظم وخاضع لرقابة دقيقة، وتكمن أهمية هذا الإدراج في كونه يسمح للشركة بالحصول على مصادر تمويل جديدة، ويعزز من شفافيتها ومصداقيتها، غير أن هذه العملية لا تتم بشكل عشوائي، بل تتطلب الامتثال لعدد من القوانين والضوابط و يجعلها خاضعة لمجموعة من الالتزامات القانونية التي تضمن إرساء بيئة من التنافسية النزيهة فضلا عن تنظيم السوق وحماية مصالح المستثمرين على حد سواء.

ولفهم هذا المفهوم بشكل دقيق، ارتأينا تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب أساسية؛ نتناول في **المطلب الأول** تعريف إدراج الشركة في البورصة من مختلف الزوايا القانونية والفقهية لتوضيح ماهيته، ثم ننتقل في **المطلب الثاني** إلى بيان الطبيعة القانونية لهذا الإدراج، وأخيرًا نُخصص **المطلب الثالث** لعرض أهم المزايا والعيوب التي تعود على الشركة من خلال دخولها سوق البورصة.

### المطلب الأول : تعريف إدراج الشركة في البورصة

تعد عملية إدراج الشركة في البورصة خطوة هامة في مسارها المالي تمكن الشركات من الوصول إلى الأسواق المالية وجمع رأس المال من خلال عرض أسهمها للجمهور، يتطلب هذا الإدراج تعريفًا دقيقًا من مختلف الزوايا، في هذا المطلب، سنتناول مفهوم إدراج الشركة في البورصة من خلال التعريفات المختلفة التي تتعلق به، حيث سنستعرض التعريف اللغوي لإدراج الشركة في البورصة **(الفرع الأول)**، وأيضا تعريف إدراج الشركة في البورصة من الناحية الفقهية **(الفرع الثاني)**، ثم التعريف القانوني لإدراج الشركة في البورصة **(الفرع الثالث)**.

**الفرع الأول: التعريف اللغوي**

في اللغة العربية كلمة إدراج تعني لف الشيئ في الشيئ ودرج الشيء في الشيء يدرجه درجا، وأدرجه يعني طواه وأدخله، و هي مصدر من الفعل "أدرج"، ويعني في اللغة وضع شيء ضمن شيء آخر أو إدخال شيء في قائمة أو سجل معين [1].

يتم استخدام هذه الكلمة في العديد من السياقات، لكن في سياق البورصة فإن الإدراج يشير إلى إدخال أسهم الشركة معينة في سوق الأوراق المالية بحيث تصبح قابلة للتداول من قبل المستثمرين.

**الفرع الثاني: التعريف الفقهي**

من المنظور الفقهي، إدراج الشركة في البورصة يُعتبر قرارًا قانونيًا و تنظيميا يسمح للشركة بطرح أسهمها للاكتتاب العام وتداولها في السوق المالية، هذا الإجراء يُفهم من حيث مفهوم العدالة والمساواة بين المستثمرين، إذ يهدف إلى توفير الشفافية وحماية حقوق الأطراف المشاركة في العملية الاقتصادية، فبإدراج أسهمها، تلتزم الشركة بالقواعد التي تضمن عدالة التداولات وتحقيق الربح العادل لجميع الأطراف المتعاملة.

قام الخبراء الإقتصاديون بتعريف الإدراج بأنه " العملية القانونية التي من خلالها يتم تسجيل الأوراق المالية داخل البورصة، مما يترتب على الجهات المسطرة الالتزام بالقيود والقواعد الخاصة بالإدراج "[2].

وعرفه خبراء اقتصاديون آخرون أيضا بأنه " قيد الشركة في البورصة وتسجيلها في جداول خاصة في البورصة، حتى يمكن التعامل على أساسها بالبيع والشراء، وغير ذلك من صور التعامل"[3].

استنتاجا من هذه التعاريف يمكن تعريف إدراج الشركة في البورصة على أنه " إجراء قانوني يسمح للشركة بتسجيل أسهمها في سوء الأوراق المالية لأجل أهداف تخدم مصالحها، يتطلب الإدراج الامتثال لشروط قانونية ومالية مشددة تضمن الشفافية وحماية حقوق الأطراف المتعاملة، بما في ذلك

---

1- محمد بن مكرم بن على، أبو الفضل، جمال الدين ابن منظور الأنصاري الرويفعى الإفريقى (إبن منظور)، **لسان العرب**، دار المعارف، كورنيش النيل، القاهرة، 1986، ص 1353.

2- مصعب علي عمر، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الأزهر، مصر، 2000، ص 113 مشار إليه في: عبد الباسط مولود، **تداول الأوراق المالية**، منشورات الحلبي الحقوقية، دمشق، ط1، 2009.

3- عبد الباسط مولود، **تداول الأوراق المالية**، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2009، ص 324.

المستثمرين، كما يُعتبر الإدراج آلية لضمان العدالة بين المستثمرين من خلال تنظيم السوق وفقًا لقواعد محددة تهدف إلى تحقيق الربح العادل والمساهمة في استقرار الاقتصاد ".

**الفرع الثالث: التعريف القانوني**

نظم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة ونظام COSOB رقم 23-04 المؤرخ في 23 أكتوبر 2023 الأحكام والقوانين التي تحدد شروط وإجراءات الإدراج في البورصة، ومع ذلك، لم يقدم المشرع الجزائري تعريفًا مباشرًا لإدراج الشركة في البورصة، بل اكتفى بتحديد المتطلبات والمراحل التي يجب أن تمر بها الشركات لإتمام هذه العملية على سبيل المثال ذكر المشرع في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم بالأمر 96-10 المؤرخ في 10 جانفي 1996 و القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003[1]: " يمكن أن تتم عمليات هو التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام، وكذلك شركات الأسهم خارج البورصة، وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق، تحدد لائحة اللجنة شراط تحقيق عمليات التداول هذه، وكذلك صفة المتدخلين ".

وبالنظر الى أحدث التشريعات نجد أن المشرع عرف بورصة القيم المنقولة في نظام 23-04 بأنها "إطار تنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة.." وتُعرّف "التسعيرة الرسمية" بأنها "قائمة القيم المنقولة المسجلة والمتداولة في البورصة" [2]، فالإدراج قانوناً هو عملية تسجيل وقبول القيم المنقولة للتداول ضمن هذه التسعيرة الرسمية وفقاً للشروط والإجراءات المحددة.

إن الشركة التي تستوفي الشروط المنصوص عليها في هذا النظام وتحصل على "قرار القبول" من اللجنة[3] هي التي تعتبر أوراقها مقبولة للتداول في "التسعيرة الرسمية"[4].

استنادا على ما سبق بعد دراسة المواد القانونية للنظام رقم 23-04 المؤرخ في 23 أكتوبر 2023 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة كمرجع أساسي الذي نص في العديد من مواده على شروط قبول إدراج الشركة في البورصة نستنتج أن كل شركة قامت بتحقيق الشروط القانونية

1- المادة 5 من المرسوم التشريعي 93-10، المرجع السابق.
2- المادة 2 من نظام 23-04، المرجع السابق.
3-المرجع نفسه، المادة 29.
4- نفس المرجع ،المادة 16.

والاجراءات المحددة تعتبر شركة مدرجة في البورصة ويمكن إعتبار أوراقها مقبولة للتداول ابتداءا من تاريخ تسجيلها.

**المطلب الثاني: الطبيعة القانونية لإدراج الشركة في البورصة**

يتميز إدراج الشركة في البورصة بطبيعة قانونية مركبة، إذ أنه عملية تنشأ عنها التزامات وتترتب عليها آثار قانونية تمس الشركة المصدرة، وعليه، سيتناول هذا المطلب تحليل هذه الطبيعة من خلال دراسة موضوعين متكاملين، حيث سنبحث في طبيعة عقد إدراج الشركة في البورصة كإجراء يجمع بين الخصائص التعاقدية والتنظيمية **(الفرع الأول)**، ثم ننتقل إلى فحص الشخصية المعنوية والطبيعة القانونية للشركة بعد الإدراج والآثار المترتبة على هذا الوضع القانوني الجديد **(الفرع الثاني).**

**الفرع الأول: طبيعة عقد إدراج الشركة في البورصة**

بعد دراسة النصوص القانونية للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ونظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 23-04 المؤرخ في 25 أكتوبر 2023 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة توصلنا إلى أن "عقد الإدراج" لا يرد كنص صريح في التشريع الجزائري بهذه التسمية، وأن الطبيعة القانونية تُستنتج من تحليل مجمل الإجراءات والالتزامات الناشئة عن عملية القبول للتداول في البورصة وفقاً للنظام العام للبورصة.

**أولا - عقد ذو طبيعة مختلطة:**

عند تحليل عقد إدراج الشركة في البورصة، يتبين أنه لا يندرج ضمن فئة واحدة من العقود الكلاسيكية، كالعقد المدني أو التجاري، وإنما يتصف بطبيعة قانونية مختلطة تجمع بين ما هو تعاقدي وما هو تنظيمي، فهذه العملية هي وضع قانوني مركب ينشأ من خلال مجموعة من الإجراءات والالتزامات والعلاقات التعاقدية والتنظيمية فالشركة، من جهة، تبادر بإرادتها إلى تقديم طلب للإدراج، الأمر الذي يفترض وجود علاقة تعاقدية بين الشركة من جهة، وهيئة البورصة من جهة أخرى، العلاقة مع "هيئة السوق المالية" (COSOB) يغلب عليها الطابع التنظيمي (إصدار التأشيرة والرقابة)، بينما العلاقة مع "إدارة البورصة" (شركة إدارة بورصة القيم - SGBV) قد تتضمن جوانب تعاقدية أكثر مباشرة تتعلق بالخدمات والتزامات التداول، ولكنها أيضاً محكومة بشكل كبير بالنظام العام للبورصة الذي تضعه COSOB، غير أن هذه الإرادة لا تكون مطلقة، إذ تخضع لقواعد تنظيمية صارمة تضعها الجهات المختصة لتنظيم السوق، وهو ما يضفي على العقد طابعًا خاصًا.

**ثانيا- الطابع التعاقدي للعقد:**

يُعتبر عقد الإدراج من حيث المنشأ نتيجة لتوافق إرادتين (إرادة الشركة التي ترغب في أن يتم إدراجها في البورصة، وإرادة هيئة البورصة التي تقبل إدراجها ضمن السوق المالي)، وبالتالي، فإن العلاقة القائمة بين الطرفين تتأسس على عقد إداري ذو طابع مالي خاص، تقوم فيه الشركة بالالتزام بشروط الإدراج مقابل الاستفادة من مزايا التواجد في البورصة التي سيتم ذكرها لاحقا، حيث أن "قرار القبول" الصادر عن COSOB هو قرار إداري يخضع لشروط تنظيمية[1]،

الانضمام إلى نظام البورصة يعني قبول الشركة بالخضوع لمجموعة قواعد تنظيمية وضعتها هيئة عامة (COSOB) وتنفذها شركة إدارة البورصة.

**ثالثا- عقد إذعان:**

انطلاقًا مما سبق، يمكن القول إن عقد الإدراج يقترب في بعض خصائصه من عقد الإذعان، وهو العقد الذي تُفرض فيه شروط من طرف واحد، وتكون فيه إرادة الطرف الآخر محدودة لا تتجاوز القبول أو الرفض، وفي حالة الإدراج، لا يكون أمام الشركة خيار سوى الإذعان للشروط القانونية والتنظيمية التي تفرضها هيئة البورصة المنصوصة من طرف القانون، خاصة ما يتعلق بآجال نشر القوائم المالية، والتصريح بالمعاملات الجوهرية، والامتثال لتوصيات الحوكمة، غير أن هذا الإذعان يظل جزئيًا، لأن إرادة الشركة لا تزال حرة في اختيار الدخول أو عدم الدخول في هذا العقد من الأساس، حيث لا تُجبر قانونًا على التواجد في السوق المالي، بل يتم ذلك بمبادرة منها لتحقيق منافعها.

**رابعا- مجموعة من العلاقات التعاقدية المحددة:**

ينشأ عن عملية الإدراج أو يتطلبها الدخول في علاقات تعاقدية محددة مع أطراف مختلفة:

**أ-عقد مع الوسيط في عمليات البورصة أو الراعي/مرقي البورصة:**

تلتزم الشركة بتعيين وسيط في عمليات البورصة لمساعدتها في إجراءات القبول والإدخال[2]، وفي حالات معينة (مثل قسم النمو)، يجب على الشركة تعيين "راع في البورصة"[3] بموجب "اتفاقية مرافقة" تحدد التزامات الطرفين[4]، هذه اتفاقيات خدمة ذات طبيعة تعاقدية واضحة.

1- المادة 29 من نظام 23-04، المرجع السابق.
2-المرجع نفسه، المادة 20.
3- المرجع نفسه ،المادة 48.
4- المرجع نفسه، المادة 49.

**ب- علاقة مع المؤتمن المركزي على السندات:**

يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمن المركزي وإيداع أوراقها المالية لديه [1]، هذا الانضمام والإيداع تحكمه اتفاقيات وقواعد المؤتمن المركزي.

**ج- عقد السيولة (اختياري لكنه منظم):**

في مرحلة ما بعد الإدراج، قد تبرم الشركة عقداً مع وسيط في عمليات البورصة (عقد سيولة) بهدف تنظيم سعر أوراقها المالية وتعزيز سيولتها[2].

**خامسا- عقد خاضع للرقابة:**

يتصف عقد الإدراج أيضًا بكونه عقدًا زمنيًا مستمرًا، بمعنى أن آثاره لا تنتهي بمجرد القبول بالإدراج، وإنما تستمر طالما استمرت الشركة مدرجة في السوق المالي، وهذا يُرتب التزامًا مستمرًا على الشركة لاحترام الشروط والضوابط التي فُرضت عليها، ويمنح في المقابل لهيئة السوق سلطة مراقبة تنفيذ تلك الالتزامات بصفة دورية، واتخاذ الإجراءات التأديبية المناسبة في حال وقوع إخلال، مثل تعليق الإدراج أو حتى شطبه النهائي، وكذا إنشاء التزامات تجاه جمهور المستثمرين من خلال إصدار القيم المنقولة وطرحها للجمهور عبر البورصة، تنشأ التزامات قانونية على الشركة تجاه المستثمرين، خاصة فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح عن المعلومات الجوهرية التي قد تؤثر على قراراتهم الاستثمارية وأسعار الأوراق المالية[3].

يتضح مما سبق أن عقد إدراج الشركة في البورصة هو عقد قانوني ذو طبيعة خاصة ومركبة، يجمع بين الإرادة التعاقدية من جهة، والخضوع للتنظيم والإشراف من جهة أخرى، فهو ليس عقدًا مدنيًا صرفًا، ولا عقدًا تجاريًا خالصًا، ولا حتى عقدًا إداريًا تقليديًا، بل هو عقد مالي ذو طبيعة تنظيمية وتعاقدية في آنٍ واحد، يُنظم بموجب قواعد قانونية آمرة، ويُبرم في إطار علاقة مستمرة خاضعة للرقابة.

**الفرع الثاني : الشخصية المعنوية والطبيعة القانونية للشركة بعد الإدراج**

بعد تحليل الطبيعة القانونية لعملية الإدراج في الفرع السابق، يركز هذا الفرع على الشركة المصدرة نفسها، وبحث آثار الإدراج على شخصيتها المعنوية وطبيعتها القانونية، سيتم تناول عدم تغير الشخصية المعنوية، والتحولات التي تطرأ على طبيعة الشركة عند انتقالها إلى شركة اكتتاب عام،

1- المادة 25 من نظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه، المادة 147.
3- المرجع نفسه، المادة 40.

وكذلك الآثار القانونية الهامة المترتبة على هذا الوضع الجديد، خصوصاً فيما يتعلق بالرقابة، وحرية الإدارة، وأساليب التمويل، والالتزامات المتزايدة بالشفافية.

**أولا- استمرار الكيان القانوني للشركة:**

يعرّف "المُصدر" في نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 23-04 بأنه " كل شخص معنوي مذكور في المواد 41و 45و 51و 52 من هذا النظام يقوم بإصدار قيمة منقولة أو أكثر.."[1]، هذا يعني أن الكيان الذي يصدر الأوراق المالية يجب أن يتمتع بالشخصية القانونية المعترف بها.

الشخصية المعنوية للشركة لا تتغير بعد إدراجها في البورصة، فالشركة تحتفظ بذات الكيان القانوني الذي كانت عليه قبل الإدراج، بمعنى آخر، الإدراج في حد ذاته لا يُنشئ شخصًا معنويًا جديدًا، ولا يؤدي إلى زوال أو تبدل الشخصية القانونية السابقة.

مثال: شركة مساهمة (SPA) تُدرج أسهمها في البورصة، تظل شركة مساهمة قبل وبعد الإدراج، بنفس الشخصية الاعتبارية، ولكن رغم ثبات الشخصية، فإن آثار الإدراج تفرض عليها التزامات إضافية وتُدخلها في نظام قانوني جديد أكثر صرامة، خاصة في ما يخص الشفافية، الحوكمة، وحماية المستثمرين.

**ثانيا- التحول في الطبيعة القانونية للشركة:**

ما يتغير فعليًا بعد الإدراج هو طبيعة الشركة من الناحية الاقتصادية والوظيفية، وليس من حيث الكيان القانوني، فقبل الإدراج، تُعد الشركة شركة مغلقة (privée) يقتصر فيها تداول الأسهم على عدد محدود من المساهمين أو بدعوة خاصة، أما بعد الإدراج، فإنها تتحول إلى شركة مساهمة مفتوحة للجمهور (Société faisant appel public à l'épargne - SAPE)

ويخضع هذا النوع من الشركات لقواعد خاصة، من بينها:

- الالتزام بنشر القوائم المالية بصفة دورية[2]؛
- فرض الإفصاح عن أي معلومة جوهرية قد تؤثر على سعر السهم؛
- خضوعها لرقابة الهيئة المنظمة للسوق المالي؛

1- المادة 2 من نظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه، المادة 40.

- تطبيق قواعد الحوكمة والمساءلة بشكل صارم؛
- إمكان دخول وخروج المساهمين بحرية عبر السوق[1].

على الرغم من أن الشخصية المعنوية للشركة تظل ثابتة ولا تتأثر بفعل الإدراج في حد ذاته، فإن تحول الشركة من كيان خاص إلى شركة تطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام وتخضع لقواعد التداول في سوق منظم، يُحدث آثاراً قانونية وتنظيمية عميقة على وضعها وآليات عملها، تتمثل أبرز هذه الآثار فيما يلي:

**أ/ توسيع نطاق الرقابة وتعميقها:**

تخضع الشركة المدرجة لرقابة مكثفة ومتعددة الأوجه تمارسها هيئة تنظيم السوق المالي (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها - COSOB) بالإضافة إلى شركة إدارة بورصة القيم، وذلك بهدف ضمان سلامة السوق، حماية الادخار، وشفافية المعاملات، وتشمل هذه الرقابة:

- المتابعة المستمرة لأنشطة الشركة ومدى التزامها بالالتزامات القانونية والتنظيمية المفروضة عليها؛
- التدقيق في مدى التزام الشركة بالإفصاح عن المعلومات المالية الدورية (السنوية والفصلية) والمعلومات الجوهرية الطارئة[2]؛
- مراقبة تداولات أسهم الشركة بشكل مباشر خلال جلسات البورصة من قبل المراقب المفوض من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها [3]، وكذلك من قبل شركة إدارة بورصة القيم التي تسهر على نظامية سير التداولات[4]؛
- إمكانية التحقيق في أي ممارسات أو تصرفات قد تمس بنزاهة السوق أو تؤثر على ثقة المستثمرين؛

في حال مخالفة الأنظمة، قد تتعرض الشركة لعقوبات تشمل:

1- المادة 19 من نظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه، المادة 40.
3- المرجع نفسه، المادة 116.
4- المرجع نفسه، المادة 119.

- تعليق تسعيرة أو تداول أسهمها، وهو إجراء يمكن أن يتخذه المراقب المفوض من اللجنة[1] أو شركة إدارة بورصة القيم[2]؛
- الشطب النهائي للقيم المنقولة من التسعيرة الرسمية، وهو قرار تتخذه اللجنة بناءً على حالات محددة - وتوصيات معينة[3]؛

(بالإضافة إلى إمكانية فرض غرامات مالية قد تنص عليها قوانين أو أنظمة أخرى ذات علاقة بعمل السوق المالي).

**ب/ تقييد نسبي لحرية الإدارة في اتخاذ بعض القرارات الاستراتيجية:**

تفقد الشركة المدرجة جزءاً من المرونة المطلقة التي كانت تتمتع بها كشركة مغلقة في اتخاذ قراراتها الكبرى، فالعديد من القرارات الهامة تصبح محاطة بإجراءات ومتطلبات إضافية تهدف إلى حماية مصالح عموم المساهمين وضمان الشفافية اللازمة، من أمثلة هذه القرارات:

- عمليات الاندماج أو الانقسام؛
- تعديل رأس المال، سواء بالزيادة أو التخفيض، والتي تُعتبر من "العمليات على السندات" وتخضع لإجراءات إعلانية وتنظيمية محددة[4]؛
- التغييرات الجوهرية في نشاط الشركة أو شكلها القانوني، تستلزم مثل هذه القرارات غالباً:
- الإفصاح المسبق والكامل للسوق المالي وعموم المستثمرين عن تفاصيل العملية وأثرها المتوقع، وذلك ضمن الالتزام العام بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية[5]؛
- الحصول على موافقة الجمعية العامة للمساهمين[6]، وفقاً للإجراءات التي يفرضها قانون الشركات والأنظمة الخاصة بالشركات المدرجة، هذا الإطار التنظيمي لا يهدف إلى شل قدرة الشركة على اتخاذ القرار، بل إلى ضمان أن القرارات الهامة تتخذ بشفافية وبعد دراسة كافية، وبما يحفظ حقوق جميع المساهمين، خاصة الأقلية.

1- المادة 118 من نظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه، المادة 119،120.
3- المرجع نفسه، المادة من 86 إلى 91.
4- المرجع نفسه، المواد من 137 إلى 142.
5- المرجع نفسه، المادة 40.
6- المادة 674 من القانون التجاري الجزائري.

**ج/ تحول في مصادر وآليات تمويل الشركة:**

يُعتبر الإدراج في البورصة نقطة تحول استراتيجية فيما يخص قدرة الشركة على تعبئة الموارد المالية اللازمة لنموها وتوسعها، فبدلاً من الاعتماد بشكل أساسي على المصادر التقليدية كالتمويل الذاتي أو الاقتراض المصرفي، يمنح الإدراج الشركة القدرة على الوصول المباشر إلى سوق رأس المال، مما يوفر لها بدائل تمويلية متنوعة وأكثر مرونة، من أبرزها:

- إصدار أسهم جديدة وطرحها للاكتتاب العام في السوق لزيادة رأس المال؛
- إصدار سندات دين أو أدوات مالية أخرى قابلة للتداول بشكل عام؛
- الاستفادة من ثقة واستثمارات قاعدة أوسع من المدخرين، سواء كانوا أفراداً أم مستثمرين مؤسساتيين، هذا التنوع في مصادر التمويل يمكن أن يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل الإجمالية للشركة، وتقليل درجة اعتمادها على المديونية المصرفية، ودعم مشاريعها الاستثمارية طويلة الأجل.

**د/ تعاظم الالتزامات المتعلقة بالشفافية والإفصاح المالي وغير المالي:**

تُبنى كفاءة الأسواق المالية واستقرارها بشكل كبير على مدى توافر المعلومات الصحيحة والدقيقة وفي الوقت المناسب، لذلك، يُعد تعزيز الشفافية والإفصاح من أبرز الآثار المباشرة لإدراج الشركة، حيث تُلزم الشركة المدرجة بما يلي:

- الإفصاح الفوري عن أية "معلومة جوهرية" أو أي حدث هام قد يكون له تأثير ملموس على سعر الأوراق المالية للشركة في السوق أو على قرارات المستثمرين المتعلقة بها، ويشمل ذلك تغييرات الإدارة العليا، توقيع عقود ذات أهمية استراتيجية، تحقيق نتائج مالية غير متوقعة، الدخول في نزاعات قانونية كبيرة، وغيرها من الأحداث المماثلة، هذا الالتزام يندرج ضمن تعهد الشركة بالامتثال لشروط نشر المعلومات الدورية والدائمة[1]؛
- الالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة في إدارتها وعملياتها، بما يعزز الشفافية، والمساءلة، وحماية حقوق المساهمين.

[1]- المادة 40 من نظام 23-04، المرجع السابق.

في الخلاصة، فإن هذه الآثار القانونية والتنظيمية تفرض على الشركة المدرجة مستوى عالياً من الانضباط المؤسسي والمالي، وتدعوها إلى تبني أفضل الممارسات في مجال الحوكمة والإفصاح، بما يتماشى مع متطلبات السوق المالي وتطلعات المستثمرين.

**المطلب الثالث: تقييم ادراج الشركة في البورصة**

يُعد إدراج الشركة في البورصة خطوة انتقالية بالغة الأهمية في مسارها القانوني والاقتصادي، تعكس انفتاحها على السوق المالي وامتثالها لمتطلبات الشفافية والتنظيم، وتنظر العديد من الشركات إلى هذه العملية كخيار استراتيجي يُمكّنها من تحقيق التطور والتوسع، بالنظر لما يمكن أن ينجم عنها من نتائج إيجابية تعزز مكانتها المالية والمؤسساتية، ومع ذلك، فإن هذا القرار قد يرتب في المقابل جملة من الانعكاسات السلبية التي قد تُقيّد حرية إدارتها، وبناءً على ذلك، سنتناول في هذا الإطار أهم المزايا إدراج الشركة في البورصة **(الفرع الأول)**، إلى جانب أبرز السلبيات التي قد تترتب عنها **(الفرع الثاني)**

**الفرع الأول: مزايا إدراج الشركة في البورصة**

يُوفر التمويل عن طريق البورصة مجموعة من المنافع سواء للمؤسسة نفسها أو للمساهمين، حيث يُعد أداة فعالة لدعم الديناميكية المالية والتنظيمية للمؤسسة، كما يُساهم في تحقيق مصالح المساهمين من خلال ما يتيحه من فرص وإمكانات جديدة، ومن أهم المزايا التي تترتب عن إدراج الشركة في البورصة ما يلي :

**أولا- تعزيز السمعة وتوسيع قاعدة المساهمين:**

يسمح القبول بالبورصة للمؤسسة من التفتح على الخارج بفضل الدعوة العمومية للادخار ويمكن كذلك من دعم شهرتها وتعزيز سمعتها، ذلك أن القبول بالبورصة يعزز مصداقيتها في مواجهة الغير مما يجعلها معروفة من قبل الجمهور على المستويين الوطني والدولي[1].

تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها، وهي تسمح أيضا بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو

[1]- سهيلة قطاف، قانون الدخول للبورصة، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريريج، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2023/2022، 2022، ص 40.

لم يرغبوا في شراء أسهمهم[1]، وذلك تجسيدا لفكرة " يزول الشريك وتبقى المؤسسة "، حيث تسمح لأقلية المساهمين بالخروج السهل من المؤسسة دون أي أثر على الشكل القانوني للمؤسسة[2].

**ثانيا - رفع رأس المال وتنويع مصادر التمويل:**

مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى ( إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة .. ) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها، فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب[3].

حيث تعتبر البورصة فرصة متاحة للشركات من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة، وبالتالي يمكن للشركة ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها[4].

إن الدعوة العامة للادخار تنوب على التدين لدى المصارف سواء على المدى المتوسط أو الطويل، مما يؤدي إلى تطور وزيادة موارد للشركة ومضاعفة الموارد المستقرة للمؤسسة وتدعيم رأسمالها[5]، مما يمكنها من تمويل برامج الاستثمار الطموحة، يحدث هذا الدعم سواء عن الزيادة إلى رأس المال، أو بواسطة الإصدار لقرض سندي، حيث يمكن إعادة جدولة النفقات المالية خلال مدة حياة القرض[6].

**ثالثا- توفير السيولة وتسهيل تقييم الشركة:**

ان سهولة التبادل والتفاوض لقيم المؤسسات المقبولة في البورصة يرفع من سيولة هذه القيم، إذ يضاعف عدد المقبلين عليها ويحفز المنافسة بينهم[7].

---

1- عيساوي سهام، قانون البورصة، تخصص إدارة أعمال، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2021/2020، 2020، ص 67.

2- بلعشي عبد المالك، لعراب سارة، الإجراءات العملية لدخول بورصة الجزائر بين التشريعات القانونية ومطلب الكفاءة في التسعير، مجلة اقتصاديات النقود والتمويل (JMFE)، المجلد 01، العدد 01، جامعة الجزائر 03، 2020، ص 11.

3- عيساوي سهام، المرجع السابق، ص 67.

4- المرجع نفسه، ص 67.

5- سهيلة قطاف، المرجع السابق، ص 40.

6- ابن بوسحاقي فتيحة، بورصة الجزائر، واقع وآفاق، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002، ص20.

7- زريبات سميحة، النظام القانوني للبورصة في التشريع الجزائري (مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر)، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الدكتور مولاي الطاهر سعيدة، 2019، ص 46.

ومن جهة أخرى، يسهل الإدراج في البورصة عملية خروج كبار المساهمين، حيث تصبح أسهمهم قابلة للتداول بسهولة في السوق وبقيمة سوقية شفافة ومعروفة لدى الجمهور، مما يسمح لهم بتحقيق مبيعات أوراقهم المالية التي اشتروها عند نشأة المؤسسة [1]،وعندئذ يمكن إيجاد حائزا جديدا لهذه الأسهم، وبالتالي فإن توازن الشركة لا يتأثر أي تحافظ الشركة على توازنها رغم انسحاب شيك مهم[2]، وذلك نظرا لسهولة تحويل الأوراق المالية إلى سيولة، تبعا لتغيرات الأسعار من وقت إلى آخر[3].

لتقييم القيمة السوقية للمؤسسة المدرجة، وذلك من خلال آليتها المعتمدة على تحديد عدد الأسهم المصدرة من قبل الشركة وسعر السهم المتداول في السوق المالية، وبناءً عليه، فإن القيمة السوقية للمؤسسة تُحتسب وفق المعادلة التالية:

قيمة المؤسسة = عدد الأسهم × سعر السهم.

ويُستفاد من هذه الآلية في منح صورة تقريبية عن الوضع المالي للمؤسسة بالنظر إلى أن المعلومات المتعلقة بسعر السهم وعدد الأسهم تكون متاحة للجمهور عبر السوق المالي.

**رابعا- تحفيز الموارد البشرية وتحسين الأداء العام:**

فالشركة التي تندرج في البورصة تخصص بشكل عام، جزءا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها، وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية[4].

حيث أظهرت الدراسات أن الأجراء الذين يعملون في مؤسسة مدرجة في البورصة أكثر حافزية من الأجراء الذين يعملون في مؤسسات غير مدرجة في البورصة وهم أيضا أمناء لأن توجهاتهم هي نفس توجهات المؤسسة ( ثقافة المؤسسة )، كون الأجراء يملكون أسهم وسندات للمؤسسة العاملين بها ( نظام تحفيزي للرفع من مردودية العامل الأجير )[5].

1- لعشي عبد المالك، لعراب سارة، المرجع السابق، ص 12.
2- بن بوسحاقي فتيحة، المرجع السابق، ص 21.
3- بلعشي عبد المالك، لعراب سارة، المرجع السابق، ص 12.
4- عيساوي سهام، المرجع السابق، ص 68.
5- بلعشي عبد المالك، لعراب سارة، المرجع السابق، ص 12.

وأثبتت الدراسات الحديثة أن المؤسسات المدرجة بالبورصة حاضرة أكثر على الصعيد الدولي، معدل الهامش على الربح يرتفع بالإدراج في البورصة، نسب المديونية أقل والتمويل الذاتي أحسن وأكبر لهاته المؤسسات ( المسعرة بالبورصة ) "[1].

**خامسا- تعزيز الشفافية والحوكمة وحماية المساهمين:**

تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة، وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين، وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات " حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية[2].

ارتفاع مستوى حماية المساهمين لان المؤسسة المدرجة في البورصة يجب عليها قانونيا نشر عدة معلومات، وهذه المعلومات دورية وتساهم في خلق الشفافية للمساهمين ويتيح لهم وللجمهور إمكانية إعلان نسبة مساهمة كل شريك في المؤسسة، وبالتالي معرفة هوية الشريك الذي يتجه نحو السيطرة على الجزء الأكبر من المؤسسة وبالتالي معرفة من لديه أكبر نسبة من الأصوات في المؤسسة.

**الفرع الثاني- سلبيات إدراج الشركة في البورصة:**

وعلى الرغم من المزايا العديدة التي توفرها البورصة للمؤسسات المدرجة ضمنها، إلا أن هذا الإدراج لا يخلو من سلبيات ذات تأثير معتبر قد تنعكس سلباً على المؤسسة ونشاطها، الأمر الذي يجعل من قرار فتح رأس المال للاكتتاب العام أحد أكثر القرارات الاستراتيجية تعقيداً، وتتمثل أبرز هذه السلبيات فيما يلي:

**أولاً- فقدان السيطرة والتعرض لمخاطر الاستحواذ:**

يُعد فقدان السيطرة أحد أبرز التحديات التي تواجه المؤسسات بعد إدراجها في البورصة، إذ يترتب على فتح رأس المال للاكتتاب العام توزيع الملكية بين عدد كبير من المساهمين، هذا التوزيع يُفضي إلى تقليص السلطة التي كان يتمتع بها المؤسسون أو المسيرون الأصليون، خاصة إذا لم يحتفظوا بنسبة معتبرة من الأسهم تمنحهم قوة تصويتية مؤثرة، ومع مرور الوقت، قد يؤدي تراجع حصة الملاك

[1]- دبوب يوسف، محاضرات مقياس المؤسسة والأسواق المالية، جامعة الجزائر 30، الجزائر، الموسم الجامعي 2012/2011، غير منشورة.

[2]- عيساوي سهام، المرجع السابق، ص 68.

الأصليين إلى الحدّ من قدرتهم على اتخاذ قرارات استراتيجية، ويصبح مجلس الإدارة أو المساهمون الجدد ذوو التأثير الأكبر في رسم توجهات المؤسسة[1].

ويترتب على ذلك خطر آخر وهو احتمال تعرضها لمحاولة استحواذ عدائي، وهي وضعية تنشأ عندما يقوم أحد المستثمرين أو الجهات الفاعلة في السوق بشراء نسب متزايدة من أسهم المؤسسة عبر البورصة، دون الرجوع إلى إدارتها أو التنسيق معها، بغرض الحصول على السيطرة عليها، وتُصبح هذه الإمكانية واردة بشكل كبير في حالة تشتّت هيكل المساهمة، وغياب مساهمين يمتلكون حصصاً استراتيجية قادرة على مقاومة هذا النوع من التهديدات، ويُعتبر هذا الاستحواذ خطراً جدياً، لِما له من تداعيات على استقلالية المؤسسة وتوجهاتها المستقبلية، وقدرتها على تنفيذ خططها الاستراتيجية بحرية[2].

**ثانياً- التكاليف المالية المرتفعة للإدراج والتشغيل :**

إن عملية الإدراج بالبورصة وما يتبعها تجعل المؤسسة تتحمل تكاليف كبيرة مثل : تكاليف الدراسات الاقتصادية والمالية، تكاليف وعمولات الوسيط المالي، تكاليف الإعلان والإشهار، تكاليف طبع ونشر ملف المؤسسة، تكاليف من 5 إلى 10% من المبلغ الإجمالي الذي بيعت به الأوراق المالية لصالح إدارة البورصة وكذلك تكاليف متعلقة بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية[3]، أضف إلى ذلك أعباء مالية مستمرة، حيث لا تعتبر أرباح الأسهم من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة فهي بذلك لا يتولد عنها أي اقتصاديات ضريبية[4].

**ثالثاً- ضغوط السوق والتعرض لتقلبات القيمة:**

بمجرد إدراجها، تصبح قيمة الشركة مرهونة بتقييم السوق اليومي، مما يعرضها لضغوط نفسية وتشغيلية كبيرة، فهناك دائماً خوف من ردة فعل السوق بعد تسعير الورقة المالية، حيث قد لا تحظى

---

1- المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي 93-10، المرجع السابق.

2-BBC News عربي، **إيلون ماسك يكمل صفقة الاستحواذ على تويتر مقابل 44 مليار دولار**، BBC News عربي، 28 أكتوبر 2022، تم الإطلاع عليه بتاريخ 15 افريل 2025، https://www.bbc.com/arabic/business-63422139.

3- بلعشي عبد المالك، لعراب سارة، المرجع السابق، ص 13.

4- يوسف مسعداوي، **أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ** ، دار الخلدونية الجزائر ، 2016 ، ص 63.

الأوراق المالية باهتمام المستثمرين، أي أن الطلب عليها ضعيف [1]، مما يؤثر سلباً على سمعة المؤسسة.

كما أن هذا الوضع قد يجعل عملية إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس المال صعبة جدا من الناحية العملية، لأن هذه الأسهم قد لا تجد الإقبال عليها من الأفراد بسبب وضعية الجهة المصدرة، كضعف معدلات الأرباح الحالية، كما أن الشركات نفسها قد لا ترغب في اللجوء إلى هذا المصدر بهدف تجنب إدخال مساهمين جدد إلى الشركة، وبالتالي إحداث تغيير في الكيفية الحالية لتوزيع الأسهم، هذا بالإضافة أن المتطلبات المالية قد تكون لها صفة مؤقتة مما يجعل عملية الإقراض أفضل من إصدار أسهم جديدة[2].

وللتحكم في هذه المخاطر، قد تضطر الشركة لاتخاذ إجراءات مثل فرض شروط منع البيع (Lock-Up) ومعناه أن المساهمين القدامى لا يمكنهم بيع أسهمهم مباشرة بعد دخول المؤسسة إلى البورصة لفترة ما بين 6 و 18 شهر حتى يستقر سعر السهم، وهذا بموجب عقد بين الطرفين [3].

أو إنجاز عقود السيولة وهي اتفاق يبرم بين المؤسسة والوسيط المالي لمدة محددة على أن يتعهد هذا الأخير بتوظيف الأوراق المالية لدى مستثمرين وضمان متابعتها بعد دخول السوق، أي أن الوسيط المالي يوفر الأوراق المالية للمشتري إذا لم يجدها وكذلك يشتريها من البائع إذا لم يجد المشتري، حتى يحافظ على استقرار سعر الورقة المالية لمدة هي مدة العقد [4].

**رابعاً- القيود على السياسات المالية والضغط لتوزيع الأرباح:**

تفقد الشركة المدرجة جزءاً من مرونتها في رسم سياساتها المالية، حيث تكون مجبرة على توزيع الأرباح، نتيجة ضغط المساهمين أو وكلاؤهم أثناء التصويت في الجمعية العمومية وبالتالي فقدان المؤسسة لفرصة إعادة استثمار الأرباح الموزعة [5].

---

1- بلعشي عبد المالك، لعراب سارة، المرجع السابق، ص 13.

2- مروان عطوان ، **الأسواق المالية النقدية والمالية ( البورصات و مشكلاتها في عالم النقد والقرض )** ، الجزء الأول الطبعة الرابعة, ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، ص 229.

3- جوزيف أنطوان وماري كلير كابيو هوار ، **قاموس الأسواق المالية** ( ترجمة : أمال ليلى سربيس ) ، مطبعة الصفحات الزرقاء ، دون رقم للطبعة ، الجزائر ، 2010 ، ص 280.

4- بلعشي عبد المالك، لعراب سارة، المرجع السابق، ص 14.

5- المرجع نفسه، ص 13.

**خامساً- زيادة الالتزامات التنظيمية ومتطلبات الشفافية:**

فبمجرد قبول إدراجها، تصبح الشركة ملزمة قانوناً بالامتثال لشروط نشر المعلومات، حيث على الشركة أن "تتعهد .. بالامتثال للشروط المتعلقة بنشر المعلومات الدورية والدائمة كما هو محدد في أنظمة وتعليمات اللجنة"[1]، ويُضاف إلى ذلك الالتزام الأولي بنشر مذكرة إعلامية مفصلة تخضع لتأشيرة اللجنة عند الإدراج[2].

وكذلك ضرورة تطبيق قواعد الحوكمة التي تشرف عليها هيئة السوق، فبموجب القانون، تتأكد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) من تقيد الشركة بالأحكام المتعلقة بتشكيل وعمل أجهزتها الإدارية والرقابية وعقد جمعياتها العامة [3]، كما تفرض عليها أنظمة البورصة متطلبات حوكمة محددة، مثل ضرورة وجود هيئة للتدقيق الداخلي [4]، وهو ما يترتب عليه زيادة العبء الإداري والرقابي على الشركة.

1- المادة 40 من المرسوم التشريعي 93-10، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه،المادة 41.
3- المرجع نفسه، المادة35.
4- المرجع نفسه،المادة 36.

## المبحث الثاني: الضوابط القانونية لإدراج الشركة في البورصة

يُعتبر إدراج الشركات في البورصة خطوة محورية في مسار تحولها من شركات مغلقة إلى شركات ذات طابع عام، تسعى إلى تعبئة موارد مالية جديدة من خلال فتح رأس مالها أمام الجمهور، إلا أن هذا التحول لا يتم بطريقة عشوائية بل يخضع لإطار قانوني وتنظيمي صارم، يهدف إلى حماية السوق المالي من التقلبات غير المتوقعة، وضمان شفافية المعاملات، والحفاظ على مصالح المساهمين والمستثمرين على حد سواء، ويُعد هذا الإطار القانوني الضامن الأساسي لتحقيق التوازن بين حرية الشركات في الولوج إلى السوق المالية، وبين ضرورة احترام قواعد الحوكمة والشفافية والمصداقية.

وعليه، أحاط المشرّع عملية الإدراج بشروط والضوابط التي يجب أن تستوفيها الشركة الراغبة في دخول البورصة، سواء من حيث طبيعتها القانونية والمالية والتنظيمية، أو من حيث خصائص الأوراق المالية المزمع طرحها للتداول، كما وضع إجراءات تمر عبر مراحل متسلسلة، تخضع لرقابة هيئات تنظيم السوق المالي، بهدف التأكد من استيفاء الشروط القانونية وضمان حسن سير العملية.

وانطلاقًا من أهمية هذه الجوانب، سيتم في هذا المبحث دراسة الضوابط القانونية لإدراج الشركة في البورصة، وذلك من خلال التطرق إلى شروط الإدراج **(المطلب الأول)**، والتي تشمل الشروط المتعلقة بالشركة محل الإدراج، ثم بالقيم المنقولة المراد طرحها، ثم نتناول مراحل الإدراج **(المطلب الثاني)**، التي تمر بها الشركة حتى تصبح مدرجة بصفة رسمية في البورصة، وفقًا لما تقتضيه القوانين والأنظمة المعمول بها في التشريع الجزائري .

### المطلب الاول: شروط ادراج الشركة في البورصة

يخضع إدراج الشركات في البورصة إلى تنظيم قانوني دقيق، يفرض على الكيانات الراغبة في ولوج هذا السوق الامتثال لمجموعة من الشروط المحددة سلفًا من قبل المشرّع والهيئات المنظمة، وتتمثل هذه الشروط في متطلبات شكلية وموضوعية تتعلق سواء بالشركة نفسها أو بالأدوات المالية محل الإدراج.

وتنقسم هذه الشروط إلى فرعين أساسيين، يتمثل **(الفرع الأول)** في الشروط الخاصة بالشركات محل الإدراج، وهي تلك التي تتعلق بالشكل القانوني للشركة، وضعها المالي، أما **(الفرع الثاني)** فيتعلق بالشروط الخاصة بالقيم المنقولة محل الإدراج، أي الشروط الواجب توفرها في الأسهم أو السندات المطلوب تداولها في السوق المالي، وسيتم تفصيل هذه الشروط لاحقًا من خلال دراسة كل فرع على حدة.

**الفرع الأول: الشروط الخاصة بالشركات محل الإدراج**

تُعد الشروط المتعلقة بالشركات الراغبة في الإدراج في البورصة من الركائز الأساسية التي يعتمد عليها التنظيم القانوني للسوق المالي، بالنظر إلى أن هذه الشركات تشكّل الطرف الرئيسي في عملية الإدراج، وما يرتبط بها من التزامات قانونية ومالية وتنظيمية.

وقد وضع المشرّع الجزائري، من خلال المنظومة القانونية والتنظيمية المؤطرة لنشاط البورصة، مجموعة من المتطلبات الواجب توافرها في الشركة حتى تكون مؤهلة لولوج هذا السوق، وذلك حرصًا على تحقيق مبادئ الشفافية والملاءة المالية وضمان حماية حقوق المستثمرين، وتتنوع هذه المتطلبات لتشمل الجوانب الشكلية المتعلقة بالوضع القانوني للشركة، والجوانب المالية والتنظيمية المرتبطة بنشاطها، وممارساتها المحاسبية، فضلاً عن التزاماتها في ما يخص الإعلام المالي والحوكمة، وسيتم في هذا الفرع التطرق إلى هذه الشروط للإدراج في أسواق البورصة كما نصت عليها القوانين والأنظمة المعمول بها في الجزائر.

**أولا- شروط مشتركة:**

تخضع عملية إدراج الشركات في البورصة لمجموعة من الشروط العامة والمشتركة التي تهدف إلى ضمان جاهزية الشركة وتوافقها مع متطلبات السوق المالي، ففي البداية، يجب أن يكون قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة موضوع طلب قبول يودع لدى اللجنة، مرفقاً بمشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة (إجرائي، لكن المذكرة تتعلق بالشركة)[1]، ومن الناحية الهيكلية والمالية، يجب على الشركة التي تطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة أن يكون رأسمالها الاجتماعي مدفوعاً بالكامل [2]، وأن تقدم مسبقاً، قبل الإدخال في البورصة، ما يثبت إيداع سنداتها لدى المؤتمن المركزي على السندات [3].

وفي إطار الإجراءات التحضيرية، تلتزم الشركة بتعيين وسيط في عمليات البورصة يكلف بمساعدتها في إجراءات القبول والإدخال[4] ، كما يجب عليها الالتزام بقائمة العناصر التي تحددها تعليمة صادرة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، والتي تتضمن المستندات القانونية والاقتصادية والمالية والمحاسبية للشركة مقدمة الطلب [5]، وفي حالة رغبة الشركة في إدراج سندات

1- المادة 17 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه، المادة 19.
3- المرجع نفسه،المادة 25.
4- المرجع نفسه، المادة 20.
5- المرجع نفسه، المادة 26.

إضافية من نفس الفئة التي تم قبولها مسبقاً، يتوجب عليها تقديم مذكرة إعلامية جديدة للتأشير عليها، وطلب قبول مرفق بملف مبسط تحدد اللجنة مضمونه[1].

وسعياً لضمان الشفافية الكاملة خلال هذه المرحلة، يجب على الشركة التي تطلب قبول قيمها المنقولة للتداول في البورصة أن ترسل إلى اللجنة جميع البلاغات والإعلانات ذات الطابع المالي والنشرات التي ستقوم بنشرها، وكذلك أي وثيقة معلومات اقتصادية أو مالية قد تنشرها، بغرض الحصول على موافقة اللجنة [2]، بالإضافة إلى ذلك، يجب على الشركة أن تبلغ اللجنة بأي تنازلات أو تخلٍ عن عناصر الأصول التي قد تحدث قبل إدخالها في البورصة [3].

وأخيراً، هناك مجموعة من الالتزامات المتعلقة بالحوكمة والشفافية المستقبلية، حيث يجب على الشركة أن تبرر وجود هيئة للتدقيق الداخلي تكون محل تقييم من قبل محافظ الحسابات، أو أن تلتزم بتنصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها [4]، كما يجب على الشركة التي تكون سنداتها موضوع طلب قبول للتداول في البورصة أن تتكفل بعمليات تحويل السندات [5]، وألا يوجد لديها مساهم مسيطر (غير الدولة أو شركة قابضة عمومية) قد ينجم عن علاقته بالشركة تعارض للمصالح مع بقية المساهمين، وإلا فقد لا تكون الشركة مؤهلة للقبول للتداول في البورصة [6]، وفي الختام، تتعهد الشركة بشكل صريح بالامتثال للشروط المتعلقة بنشر المعلومات الدورية والدائمة كما هو محدد في أنظمة وتعليمات اللجنة بعد إتمام عملية الإدراج[7].

**ثانياً- شروط خاصة بالقبول في القسم الرئيسي لسندات رأس المال (السوق الرسمي):**

للقبول في القسم الرئيسي لبورصة القيم المنقولة، والذي يُعتبر سوق النخبة للشركات الكبرى، يجب على الشركة المرشحة استيفاء مجموعة من الشروط القانونية والهيكلية والمالية الصارمة، فمن الناحية القانونية، يجب أن تكون الشركة منظمة على شكل شركة ذات أسهم (SPA)[8]، أما من ناحية الهيكل المالي، فيُشترط أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار جزائري

1- المادة 31 من النظام 23-04، المرج السابق.
2- المرجع نفسه،المادة 28.
3- المرجع نفسه، المادة 35.
4- المرجع نفسه، المادة 36.
5- المرجع نفسه، المادة 36.
6- المرجع نفسه، المادة 37.
7- المرجع نفسه، المادة 40.
8- بورصة الجزائر، **"شروط القبول"**، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، تم الاطلاع عليه بتاريخ 29 أفريل 2025، https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149.

(5,000,000 دج)[1]، وأن تبلغ رسملتها السوقية كحد أدنى خمسة مليارات دينار جزائري (5,000,000,000 دج)[2].

بالإضافة إلى ذلك، تفرض الأنظمة متطلبات تتعلق بتاريخ الشركة وأدائها المالي، إذ يجب على الشركة أن تكون قد نشرت كشوفها المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاث السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول، مع العلم أن هذا الشرط لا يطبق على الشركة التي يتم تأسيسها عن طريق اللجوء العلني للادخار[3]، كما يتعين عليها أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين (من غير محافظ حسابات الشركة)، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقريره التقييمي على ألا يكون عضواً فيها، ومن الشروط المتعلقة بالأداء أيضاً، أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفها اللجنة من هذا الشرط [4].

وأخيراً، هناك مجموعة من الالتزامات المتعلقة بالحوكمة والشفافية التي يجب على الشركة الامتثال لها، فيجب عليها إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي قد تطرأ على عناصر من أصولها قبل عملية الإدراج، كما يجب عليها إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم توجد هذه الهيئة، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيبها خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة، ومن منطلق ضمان استقرار الشركة، يُفترض تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة قبل الإدراج، مع الالتزام بالعمل على الامتثال لكافة شروط الكشف عن المعلومات بعد إتمام العملية.[5]

**ثالثا- شروط خاصة بالقبول في قسم النمو لسندات رأس المال (سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة):**

للقبول في "قسم النمو"، وهو السوق المخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة، تم وضع مجموعة من الشروط التي تتسم بمرونة أكبر مقارنة بالقسم الرئيسي، بهدف تشجيع هذا النوع من الشركات على دخول البورصة، بدايةً، يقتصر القبول في هذا القسم على سندات رأس المال التي

1- بورصة الجزائر، **"شروط القبول"**، المرجع السابق.
2- المادة 41 من النظام 23-04، المرجع السابق.
3- المرجع نفسه، المادة 42.
4- بورصة الجزائر، **"شروط القبول"**المرجع نفسه.
5- بورصة الجزائر، **"شروط القبول"**المرجع نفسه.

تصدرها شركات منظمة قانونياً على شكل شركة مساهمة [1]، مع العلم أن قبولها يتم بغض النظر عن رسملتها السوقية[2].

ومن الناحية المالية، يُشترط على الشركة أن تكون قد نشرت البيانات المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين الأخيرتين، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك، مع الإشارة إلى أن هذا الشرط لا ينطبق على الشركات التي يتم تأسيسها عن طريق اللجوء العلني للادخار[3]، بالإضافة إلى ذلك، يجب على الشركة أن تقدم تقريرها التقييمي طبقاً لأحكام المادة 43 من نظام 23-04[4].

وأخيراً، يتطلب الإدراج في هذا القسم وجود دعم ومرافقة متخصصة للشركة، حيث يجب عليها أن تعيّن راعياً في البورصة لمدة خمس (5) سنوات، يتولى مرافقتها أثناء عملية إصدار السندات وإعداد عملية القبول والتأكد من امتثالها بالتزاماتها الإعلامية والتنظيمية، ويجب أن يكون هذا الراعي مسجلاً لدى اللجنة التي تحدد شروط وكيفيات تسجيله بموجب تعليمة صادرة عنها[5]، ويجب التنويه إلى أن "اتفاقية المرافقة" التي تُبرم مع الراعي تكون "سارية المفعول لمدة لا تقل عن سنة واحدة "[6].

**رابعا- شروط خاصة بالقبول في سوق سندات الدين:**

يخضع قبول سندات الدين للتداول في البورصة لشروط محددة تتعلق بنوع المُصدر والقسم الموجه إليه، بالإضافة إلى متطلبات دعم وضمانات إضافية، فبالنسبة للقسم الممتاز، يجب أن تكون الهيئة المصدرة هي الدولة أو الجماعات المحلية، وكذلك الهيئات العمومية وشركات المساهمة [7]، أما القسم الناشئ، فيقتصر على الهيئات العمومية وشركات المساهمة [8].

وتجدر الإشارة إلى أنه بالنسبة للقسم الناشئ لسندات الدين، يُفرض على الشركة المصدرة التزام إضافي، حيث يجب عليها أن تعين راعياً في البورصة مسجلاً قانوناً لدى اللجنة طوال فترة بقاء سنداتها في البورصة، ليتولى مرافقتها أثناء عملية إصدار السندات وإعداد عملية القبول والتأكد من إمتثالها لالتزاماتها الإعلامية القانونية والتنظيمية[9]، وبشكل عام، يجوز للجنة أن تفرض على الشركة التي

1- المادة 45 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه، المادة 45.
3- المرجع نفسه، المادة 46.
4- المرجع نفسه،المادة 47.
5- المرجع نفسه، المادة 48.
6- المرجع نفسه، المادة 49.
7- المرجع نفسه، المادة 51.
8- المرجع نفسه،المادة 52.
9- المرجع نفسه، المادة 53.

تطلب قبول سنداتها للتداول في سوق سندات الدين، ولا سيما عندما يكون العرض موجهاً للجمهور، تقديم ضمان مالي أو تأمينات عينية أو تصنيف مالي معترف به من قبل اللجنة[1] .

**خامساً- شروط خاصة بالقبول في سوق هيئات التوظيف الجماعي:**

يتطلب إدراج القيم المنقولة الصادرة عن هيئات التوظيف الجماعي استيفاء مجموعة من الشروط الإجرائية والجوهرية التي تضمن شفافية الإصدار وجودة التداول، فبدايةً، يجب أن يكون قبول السندات للتداول في هذا السوق موضوع طلب قبول لدى اللجنة، مرفقاً بنشرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة[2]، ويجب أن يكون هذا الطلب مصحوباً بملف كامل يتضمن عناصر محددة، مثل ملخص النشرة، والقانون الأساسي للهيئة، والوثائق الخاصة بشركة التسيير إن وجدت [3].

وعلاوة على ذلك، يمتد الالتزام إلى مرحلة ما بعد الإدراج، حيث يجب على هيئة التوظيف الجماعي التي تم قبول سنداتها للتداول أن تضع آلية لتنشيط السوق من خلال تعيين ماسك للسوق، وذلك للتأكد من عدم انحراف سعر السوق للسندات بشكل محسوس عن قيمتها التصفوية [4].

**سادسا- شروط خاصة بالقبول في سوق المستثمرين المحترفين:**

بالنسبة للشركات أو الهيئات التي تدرج أوراقها المالية في سوق المستثمرين المحترفين، فإن السمة الأساسية هي أن هذه الأوراق المالية ستكون متداولة حصرياً لحساب "المستثمرين المحترفين" (المعرفين في المادة 61 من نظام 23-04).

ونتيجة لذلك، فإن الشركات المصدرة في هذا السياق تستفيد من إعفاءات هامة، حيث أن الأوراق المالية المقبولة للتداول في هذا السوق لا تخضع لأي من الشروط المتعلقة برأس مال الشركة أو بالحد الأدنى للرصيد السندي أو برأس المال الموزع على الجمهور.

**سابعا : شروط خاصة بالقبول في سوق سندات الخزينة**

لم يضع المشرع أي شروط لادراج الشركة في سندات الخزينة لأن هذا السوق مخصص للمتخصصين في سندات الخزينة وليس للشركات.

---

1- المادة 54 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه، المادة 56.
3- المرجع نفسه، المادة 57.
4- المرجع نفسه،المادة 59.

**الفرع الثاني- الشروط الخاصة بالقيم المنقولة محل الإدراج**

بعد أن استعرضنا في الفرع الأول الشروط الأساسية التي يتعين على الشركة المصدرة، ككيان قانوني ومالي، الوفاء بها تمهيداً لقبولها في البورصة، ننتقل في هذا الفرع لتناول مجموعة أخرى من الضوابط الجوهرية التي لا يكتمل إدراج الشركة بدونها، وهي تلك الشروط المتعلقة بالقيم المنقولة ذاتها التي ستكون محلاً للتداول، فالقيم المنقولة، سواء تجسدت في سندات رأس مال كالأسهم، أو في سندات دين، أو في حصص وأسهم هيئات التوظيف الجماعي، هي الأداة الاستثمارية الفعلية التي يتعامل بها المستثمرون، وهي التي تعكس قيمة الشركة وتخضع لتقلبات السوق.

وعليه، فإن فرض شروط محددة على هذه القيم المنقولة يهدف بالأساس إلى ضمان جودتها وقابليتها للتداول السليم والمنظم، وحماية مصالح المستثمرين، وتعزيز شفافية السوق وكفاءته، تسعى هذه الشروط إلى التأكد من أن الأوراق المالية المطروحة للإدراج تتمتع بخصائص معينة تجعلها صالحة للتداول، وتحقيق قدر كافٍ من التوزيع بين الجمهور لضمان مستوى ملائم من السيولة، وهو ما يسهم في تكوين سعر سوقي يعكس بشكل عادل قوى العرض والطلب.

**أولاً: شروط عامة مشتركة**

لضمان جودة ونظامية الأوراق المالية المتداولة، يضع التنظيم مجموعة من الشروط العامة والمشتركة التي يجب أن تتوفر في القيم المنقولة ذاتها لتكون مؤهلة للإدراج.

ففي المقام الأول، يحدد التنظيم أنواع القيم المنقولة التي يمكن قبولها للتداول، وهي سندات رأس المال وسندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة، والحقوق المرتبطة بها، وكذلك السندات التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي [1]، ويُشترط في جميع هذه السندات المذكورة أن تكون قابلة للتداول بحرية [2].

بالإضافة إلى ذلك، ومن منطلق الشمولية، يُطلب القبول لكل السندات التي تنتمي إلى نفس صنف تلك السندات التي سبق إصدارها [3]، كما يوجد شرط خاص بالقيم المنقولة التي تتيح الدخول في رأسمال

1- المادة 18 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه،المادة 19.
3- المرجع نفسه، المادة 24.

الشركة، حيث لا يجوز قبولها للتداول في البورصة إلا إذا كانت سندات رأس المال التي تستند إليها مقبولة هي أيضاً للتداول في البورصة، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك[1].

**ثانياً: شروط خاصة بسندات رأس المال في القسم الرئيسي (السوق الرسمي):**

بالنسبة للقسم الرئيسي، يضع التنظيم تعريفاً محدداً لسندات رأس المال ويفرض شروطاً كمية صارمة لقبولها.

فبدايةً، تُعتبر سندات رأس المال هي الأسهم وشهادات الاستثمار[2] ، ولكي يتم قبولها للتداول في هذا القسم، يُشترط أن تقوم الشركة بتوزيع جزء منها على الجمهور يعادل كحد أدنى مليار دينار (1.000.000.000 دج)، على أن تكون هذه السندات موزعة على ما لا يقل عن مائة وخمسين (150) مساهماً على أقصى تقدير في يوم الإدخال [3].

**ثالثاً- شروط خاصة بسندات رأس المال في قسم النمو (سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة):**

بالنسبة لقسم النمو، المخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة، فإن شروط قبول سندات رأس المال فيه تركز على ضمان حد أدنى من التوزيع والانتشار في السوق.

حيث يُشترط أن تقوم الشركة بتوزيع جزء من سندات رأسمالها على الجمهور يعادل كحد أدنى عشرة ملايين دينار (10.000.000 دج)، ويجب أن تكون هذه السندات موزعة على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين محترفين (المشار إليهم في المادة 61 من نظام 23-04)، وذلك في يوم الإدخال كأقصى أجل [4].

**رابعاً- شروط خاصة بسندات الدين في سوق سندات الدين :**

بداية، يُعرّف التنظيم سندات الدين بشكل محدد لتشمل سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة وسندات الاستحقاق ذات قسيمات الإكتتاب بالأسهم كسندات دين[5].

1- المادة 32 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه، المادة 2.
3- المرجع نفسه، المادة 41.
4- المرجع نفسه، المادة 45.
5- المرجع نفسه،المادة 2.

وينقسم سوق سندات الدين إلى قسمين رئيسيين، لكل منهما شروطه الخاصة :

**أ/ القسم الممتاز:**

يقتصر على تداول سندات الدين التي تصدرها الهيئات العمومية وشركات المساهمة، يجب أن يكون رصيد إصدارها يفوق أو يساوي مليار دينار (1.000.000.000 دج) يوم الإدخال[1].

**ب/ القسم الناشئ:**

سندات الدين التي تصدرها الهيئات العمومية وشركات المساهمة، يجب أن يقل رصيد إصدارها عن مليار دينار (1.000.000.000 دج) يوم الإدخال[2].

**خامساً- شروط خاصة بالسندات في سوق هيئات التوظيف الجماعي:**

لم يضع المشرط شروط خاصة للشركات الراغبة بتداول سنداتها للتداول في هذا السوق بل اكتفى بذكر أن الأحكام العامة المشتركة تطبق على هيئات التوظيف الجماعي ما لم تنص أحكام اخرى خلاف ذلك[3].

بالإضافة إلى انطباق الأحكام المشتركة المتعلقة بالقيم المنقولة وفقاً للمادة 55 من نظام 23-04، فإن القيم المنقولة الصادرة عن هيئات التوظيف الجماعي (مثل حصص أو أسهم صناديق الاستثمار) تخضع لشروط خاصة إضافية أو مفصلة، تهدف إلى ضمان شفافيتها وملاءمتها للتداول، ومن أبرز هذه الشروط المتعلقة بالسندات ذاتها:

**أ/ متطلبات الإفصاح الخاصة بالسندات في النشرة الإعلامية:**

يجب أن تتضمن النشرة الإعلامية (مذكرة المعلومات)، التي تخضع لتأشيرة اللجنة ويُحدد نموذجها بموجب تعليمة صادرة عنها، "خصائص هيئة التوظيف الجماعي والسندات المعنية"[4]، هذا يعني أن طبيعة هذه السندات (وحدات/حصص)، والحقوق التي تخولها، وكيفية تقييمها (مثل صافي قيمة الأصول)، وشروط الاكتتاب والاسترداد، يجب أن تكون محددة ومفصلة بوضوح في هذه الوثيقة الأساسية الموجهة للمستثمرين.

---

1- المادة 51 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه، المادة 52 .
3- المرجع نفسه، المادة 55.
4- المرجع نفسه، المادة 56.

**ب/ الوثائق التعريفية المحددة للسندات:**

يجب أن يكون طلب قبول هذه السندات للتداول مصحوباً بملف يتضمن، من بين أمور أخرى، "نسخة من العقود والوثائق الخاصة بكل نوع من أنواع هيئات التوظيف الجماعي المحددة بموجب تعليمة صادرة عن اللجنة"[1]، هذه الوثائق التعاقدية والتنظيمية تحدد الإطار القانوني والتشغيلي للقيم المنقولة الصادرة عن هيئة التوظيف الجماعي، وتوضح خصائصها الجوهرية.

**ج/ ضمان جودة تسعير وسيولة السندات في السوق:**

يجب على هيئة التوظيف الجماعي التي تم قبول سنداتها للتداول في هذا السوق أن "تضع آلية لتنشيط السوق من خلال تعيين ماسك للسوق كما هو منصوص عليه في المادة 147 أدناه، للتأكد من عدم انحراف سعر السوق للسندات بشكل محسوس عن قيمتها التصفوية"[2]، هذا الشرط يُعنى مباشرة بضمان أن سعر تداول القيمة المنقولة (السند) في البورصة يعكس بشكل عادل قيمتها الحقيقية (صافي قيمة الأصول)، ويهدف إلى توفير سيولة مناسبة لها، وهو أمر بالغ الأهمية لطبيعة عمل هذا النوع من القيم المنقولة.

**سادسا- شروط خاصة بالسندات في سوق المستثمرين المحترفين:**

يتميز سوق المستثمرين المحترفين بكونه سوقاً ذا طبيعة خاصة، حيث يُخصص التداول فيه لسندات رأس المال وسندات الدين، بالإضافة إلى سندات هيئات التوظيف الجماعي، والشرط الجوهري لهذا السوق هو أن تداول جميع هذه السندات يتم حصرياً لحساب المستثمرين المحترفين.

ونتيجة لهذه الخصوصية، فإن السندات المقبولة للتداول في سوق المستثمرين المحترفين لا تخضع لأي من الشروط المتعلقة برأس المال أو بالحد الأدنى للرصيد السندي أو برأس المال الموزع على الجمهور[3].

**سابعا- شروط خاصة بسندات الخزينة:**

يقتصر قبول التداول في سوق سندات الخزينة على سندات الخزينة المماثلة التي يتم تداولها من قبل المتخصصين في سندات الخزينة[4].

---

1- المادة 57 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2- المرجع نفسه،المادة 59.
3- المرجع نفسه، المادة 60.
4- المرجع نفسه،المادة 62.

**المطلب الثاني : مراحل ادراج الشركة في البورصة**

بعد أن حدد المطلب الأول الشروط الموضوعية والشكلية اللازمة لقبول الشركات وقيمها المنقولة للتداول، يتناول هذا المطلب المسار الإجرائي الفعلي لعملية الإدراج، فالانضمام إلى البورصة ليس مجرد استيفاء للشروط، بل هو عملية متكاملة تمر عبر خطوات محددة تهدف إلى ضمان الشفافية، وحماية المستثمرين، وتنظيم السوق، وعليه، سيعرض هذا المطلب المراحل الرئيسية الثلاث التي تمر بها الشركة لإدراج أوراقها المالية، بداية بمرحلة ما قبل الإدراج بما تشمله من تحضيرات **(الفرع الأول)**، ثم مرحلة الإدراج الفعلي وبدء التداول **(الفرع الثاني)**، وأخيراً مرحلة ما بعد الإدراج وما تتضمنه من التزامات مستمرة**(الفرع الثالث)**، وذلك استناداً إلى الإطار التنظيمي المعمول به والمعلومات المتاحة.

**الفرع الأول : مرحلة ما قبل الإدراج**

وهي المرحلة التمهيدية التي تسبق عملية الإدراج الفعلية في البورصة، وتشتمل على مجموعة من الإجراءات الأساسية التي يجب على المُصدر (الشركة) القيام بها، وتتضمن الخطوات التالية:

**أولا- القرار بإجراء عملية الإدراج:**

إن اتخاذ القرار الاستراتيجي باللجوء إلى الادخار العلني وإدراج الشركة في البورصة يخضع لقواعد حوكمة دقيقة تحدد السلطة المختصة بذلك.

تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة هي الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكن للجمعية العامة الاستثنائية أن تفوّض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية[1].

**ثانيا- الإعداد القانوني للشركة والأسهم:**

إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها بشكل دقيق على المستوى القانوني.

وذلك لأنه كثيراً ما تُلزَم الشركة بإجراء تغييرات في نظامها الأساسي وشكلها القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في تسعيرة البورصة[2].

---

[1]-بورصة الجزائر، بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، ، تم الاطلاع عليه بتاريخ 29 أفريل 2025، https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163

[2]- بورصة الجزائر، بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، ، المرجع نفسه.

يجب على الشركة التي تطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة أن يكون رأسمالها الاجتماعي مدفوعاً بالكامل، ويجب أن تكون السندات المذكورة قابلة للتداول بحرية[1].

**ثالثا- تقييم الشركة:**

يُعد تقييم الشركة وأصولها خطوة جوهرية في مرحلة ما قبل الإدراج لضمان تحديد قيمة عادلة للأسهم المصدرة.

وعليه، يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، على أن يكون من غير محافظي حسابات الشركة، أو من خلال أي خبير آخر تعترف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتقييمه، شريطة ألا يكون عضواً في هذه الأخيرة[2]، وقد نص النظام العام للبورصة صراحة على هذا الشرط، حيث يجب على الشركة التي تكون سنداتها موضوع طلب القبول للتداول في القسم الرئيسي أن تقدم تقريرها التقييمي الذي ينجزه عضو من المصف الوطني للخبراء المحاسبين بخلاف محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير تقييم آخر مسجل قانونا لدى اللجنة، عدا أحد أعضائها [3].

كما يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها للتداول في قسم النمو أن تقدم تقريرها التقييمي طبقاً لأحكام المادة 43 من النظام 23-04 [4].

وفي النهاية، يُعتمد على هذا التقييم كأحد الأسس الهامة في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم[5].

**رابعا- اختيار الوسيط في عمليات البورصة (المرافق أو مرقي البورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة):**

تُعد عملية اختيار الوسيط المالي خطوة إجرائية وقانونية محورية في مسار الإدراج.

حيث يجب على الشركة التي تطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة بتعيين وسيط في عمليات البورصة يكلف بمساعدتها في إجراءات القبول والإدخال [6]، وبشكل عام، ينبغي على الشركة أن

1- المادة 19 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، ، المرجع السابق.
3- المادة 43 من النظام 23-04، المرجع السابق.
4- المرجع نفسه،المادة 47.
5- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع السابق.
6- المادة 20 من النظام 23-04، المرجع السابق.

تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة ليكون قائداً للفريق، وتتمثّل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال، ومن بين مهامه المحددة، يقوم الوسيط الذي يتصرف كمستشار للشركة، بإخطار شركة إدارة بورصة القيم برغبته في تقديم طلب قبول قيم منقولة للتداول في البورصة [1]،ومن أجل تحسين فرص توظيف السندات، يتعاون الوسيط قائد الفريق مع وسطاء آخرين فيشكلون معاً ما يعرف بـ "نقابة التوظيف" التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية [2].

أما بالنسبة للشركات التي تدرج في أسواق تتطلب دعماً خاصاً، فقد أوجد المشرع آلية مرافقة متخصصة، ففي حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تدرج في قسم النمو، ينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى "مرقي البورصة"، وتنص المادة 48 من نظام 23-04 على أنه يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات رأسمالها للتداول في قسم النمو أن تعين هذا الراعي لمدة خمس (5) سنوات، ليتولى مرافقتها أثناء عملية إصدار السندات وإعداد عملية القبول والتأكد من امتثالها لالتزاماتها الإعلامية القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات[3]، وينطبق هذا الالتزام كذلك على الشركة التي تطلب قبول سندات الدين الخاصة بها للتداول في القسم الناشئ، حيث يجب أن تعين راعياً في البورصة مسجلاً قانوناً لدى اللجنة وذلك طوال فترة بقاء سنداتها في البورصة [4].

**خامسا- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية:**

يُعد إعداد مشروع "المذكرة الإعلامية" وتقديمه للجهات الرقابية من أهم الخطوات الإجرائية في مسار الإدراج، حيث تمثل هذه الوثيقة المصدر الرئيسي للمعلومات للمستثمرين.

فبموجب التنظيم، يجب أن يكون قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة موضوع طلب قبول يودع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرفقاً بمشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة، ويتم إعدادها وفقاً للشروط المحددة بموجب تعليمة صادرة عن اللجنة [5] ويتعين على الشركة تقديم هذا المشروع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، على أن يتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة،

1- المادة 22 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع السابق.
3- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع نفسه.
4- المادة 53 من النظام 23-04، المرجع نفسه.
5- المرجع نفسه، المادة 17.

مثل عددها وسعرها وشكلها القانوني [1]،وبالنسبة للحالات الخاصة مثل هيئات التوظيف الجماعي، فقد نص التنظيم على وجوب أن تتضمن النشرة الإعلامية خصائص الهيئة والسندات المعنية، ويحدد نموذجها بموجب تعليمة من اللجنة [2].

**سادسا- إيداع ملف طلب القبول لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:**

يحتوي ملف القبول على جملة من الخطوات والعناصر التي يجب اتباعها بحذافيرها.

يجب تقديم طلب قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة قبل ستين (60) يوماً على الأقل من التاريخ المحدد للإدخال في البورصة، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك[3]، يجب أن يحتوي ملف طلب القبول على قائمة عناصر يجب أن يحتوي عليها بموجب تعليمة صادرة عن اللجنة[4]، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

- طلب القبول؛
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛
- مشروع المذكرة الإعلامية؛
- مشروع الدليل؛
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛
- معلومات عن التمويل؛ معلومات اقتصادية ومالية؛
- الوثائق القانونية؛
- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني ..)[5].

- أي تعديل يطرأ على أحد العناصر المكونة لملف القبول بين تاريخ إيداع الملف وتاريخ تبليغ قرار اللجنة، يجب أن يبلغ إلى هذه الأخيرة من قبل الشركة مقدمة الطلب[6].

---

1- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع السابق.
2- المادة 56 من النظام 23-04، المرجع السابق.
3- المرجع نفسه،المادة 23.
4- المرجع نفسه،المادة 26.
5- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع نفسه.
6 المادة 27 من النظام 23-04، المرجع السابق.

**سابعا- الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها :**

تخضع عملية الموافقة على طلب الإدراج لسلطة تقديرية ورقابية من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ضمن آجال وإجراءات محددة قانوناً.

فبموجب التنظيم، تملك اللجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة[1]، وتفصيلاً، وللجنة مدة شهرين (2) لدراسة طلب قبول قيم منقولة للتداول، وذلك اعتباراً من تاريخ استلام ملف طلب القبول كاملاً، وفي حالة طلب اللجنة لمعلومات إضافية، يتم تعليق هذا الأجل إلى حين استلام المعلومات المطلوبة، كما تحدد المادة ذاتها مدة صلاحية قرار القبول بأربعة (4) أشهر، ويجوز للجنة تمديدها لمدة أربعة (4) أشهر إضافية بناء على طلب مبرر من الشركة[2]، وعلاوة على ذلك، فإنه يجوز للجنة رفض طلب قبول سند للتداول في البورصة عندما ترى أن ذلك يضر بمصلحة السوق والمستثمرين[3].

**ثامنا- الانضمام إلى المؤتمن المركزي على السندات:**

يُعد الانضمام إلى نظام الإيداع المركزي للسندات شرطاً أساسياً وإلزامياً قبل إتمام عملية الإدراج الفعلية في البورصة.

حيث يتعين على الشركة، قبل إجراء عملية الإدراج، الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم، أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات[4]، وقد أكد التنظيم على هذه الخطوة كشرط مسبق، إذ أنه يجب على الشركة التي تطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة أن تقدم مسبقاً، قبل الإدخال في البورصة، ما يثبت إيداع سنداتها لدى المؤتمن المركزي على السندات[5].

**تاسعا- إطلاق حملة التسويق:**

تُعد الحملة التسويقية ونشر المعلومات خطوة حيوية لضمان نجاح عملية توظيف السندات، وهي عملية تخضع بدورها لضوابط قانونية تهدف لضمان شفافية ودقة المعلومات المقدمة للجمهور.

---

1- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع السابق.
2- المادة 29 من النظام 23-04، المرجع السابق.
3- المرجع نفسه،المادة 30.
4- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع نفسه.
5- المادة 25 من النظام 23-04، المرجع السابق.

فسعياً لإنجاح العملية، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة، مثل الإذاعة والتلفزيون والصحف، وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف[1]، ولضمان وصول المستثمرين إلى المعلومات الرسمية، يفرض التنظيم وضع المذكرة الإعلامية المؤشر عليها من قبل اللجنة تحت تصرفهم في مقر الشركة المعنية، وفي مقر شركة إدارة بورصة القيم، ولدى الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بالإدخال، كما تُنشر عبر الإنترنت على المواقع الإلكترونية للشركة واللجنة وشركة إدارة بورصة القيم[2] ، وبهدف حماية المستثمرين من أي معلومات مضللة، فقد تم فرض قيد قانوني هام، حيث لا يجوز أن يحتوي أي سند إعلامي آخر يتعلق بالعملية على معلومات تختلف عن تلك المدونة فعلاً في المذكرة الإعلامية المؤشر عليها، ويجب التصديق عليه من قبل اللجنة قبل نشره[3].

**عاشرا- بيع السندات (الاكتتاب أو التوظيف):**

تعتبر عملية بيع السندات للجمهور، أو ما يعرف بالاكتتاب أو التوظيف، مرحلة حاسمة تسبق الإدراج الفعلي، وهي تخضع لآليات عملية وتنظيمية دقيقة.

تتم عملية بيع السندات للمستثمرين، أو ما يعرف بالاكتتاب أو التوظيف، عموماً من خلال الشبكة المصرفية، حيث يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك الأعضاء في نقابة التوظيف، وذلك من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة [4]، وينظم القانون توقيت هذه العملية بمرونة، حيث يمكن أن يتم توزيع السندات المقبولة في التسعيرة الرسمية للبورصة على الجمهور، كلياً أو جزئياً، في اليوم الذي يتم تسعيرها فيه لأول مرة في السوق، أو في الفترة التي تسبق أو تلي ذلك، شريطة موافقة شركة إدارة بورصة القيم [5]، وتفصيلاً، يمكن القيام بتوزيع السندات على الجمهور خلال الفترة التي تسبق تسعيرتها الأولى في السوق، وذلك في إطار التوظيف المضمون أو التوظيف بين الجمهور الذي ينجزه وسيط واحد أو أكثر من الوسطاء في عمليات البورصة [6].

1- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع السابق.
2- المادة 33 من النظام 23-04، المرجع السابق.
3- المرجع نفسه،المادة 34.
4- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع نفسه.
5- المادة 63 من النظام 23-04، المرجع السابق.
6- المرجع نفسه،المادة 64.

**حادي عشر- كشف النتائج:**

تُعد مرحلة كشف نتائج عملية توظيف السندات الخطوة التي تحدد مصير الإدراج بشكل نهائي.

ففي حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأنّ العرض كان إيجابياً وتُنشر نتائج العملية للجمهور، أما إذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة[1]، ويوضح التنظيم هذه العملية، حيث أنه إذا كان العرض إيجابياً، تُنشر نتيجة إجراء التسعيرة الأولى المعتمدة في إعلان يذكر فيه على وجه الخصوص، سعر التداول أو السعر الاسترشادي المسجل، وعدد السندات المتبادلة، والشروط التي ستنجز فيها التسعيرات خلال جلسات البورصة المقبلة، وبخلاف ذلك، ترفض شركة إدارة بورصة القيم إدخال القيمة المنقولة في البورصة[2].

**ثاني عشر- تسوية العملية:**

تُختتم عملية الطرح الأولي بتسوية المعاملات، وهي المرحلة النهائية التي يتم فيها نقل ملكية السندات فعلياً وتسديد قيمتها.

ويقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج [3]، ويؤكد التنظيم على هذا الإجراء، حيث يجب أن تتم التسوية النقدية وتسليم السندات المتداولة في البورصة تتم خلال الآجال المحددة من طرف المؤتمن المركزي على السندات [4].

**الفرع الثاني: مرحلة الإدراج**

تُمثل مرحلة الإدراج اللحظة التي تبدأ فيها حياة الورقة المالية في السوق المنظم، وهي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في تسعيرة البورصة فعلياً[5].

يتم إدخال القيم المنقولة في البورصة بعد أن تقرر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قبولها، وذلك بموجب قرار القبول [6]، وبناءً على ذلك، تقوم شركة إدارة بورصة القيم بالإعلان عن بدء التداول، حيث تنشر إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة يوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند

1- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع السابق.
2- المادة 70 من النظام 23-04، المرجع السابق.
3- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع السابق.
4- المادة 152 من النظام 23-04، المرجع السابق.
5- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع السابق.
6-المادة 29 من النظام 23-04، المرجع السابق.

وسعر إدخاله[1]، حيث يجب على شركة إدارة بورصة القيم أن تُنهي إلى علم السوق بافتتاح إجراء إدخال قيمة منقولة عبر نشر إعلان قبل عشرة (10) أيام عمل على الأقل من التاريخ المقرر لأول تسعيرة، على أن يتضمن هذا الإعلان بيانات محددة مثل هوية المصدر، والوسيط المكلف بالإدخال، وخصائص السندات، والسعر أو نطاق السعر، وتاريخ وإجراء التسعيرة الأولى[2].

وتجدر الإشارة إلى أنه خلال هذه الفترة وقبل بدء التداول، يجوز للمصدر، بعد موافقة شركة إدارة بورصة القيم، تعديل السعر الثابت أو النطاق السعري المعلن مبدئياً، شريطة أن يكون ذلك منصوصاً عليه في المذكرة الإعلامية المؤشر عليها، ويُنشر هذا التعديل قبل خمسة (5) أيام عمل من انتهاء العملية [3]، كما يجوز لشركة إدارة بورصة القيم أن تقرر تأجيل إدخال قيمة منقولة إلى تاريخ لاحق، مع إعلان القرار وأسبابه والموعد الجديد [4].

وبعد انعقاد أول جلسة تسعير، تقوم شركة تسيير بورصة القيم بنشر نتائج هذه الجلسة للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة، ويتوافق هذا الإجراء مع نشر نتائج إجراء التسعيرة الأولى إذا كان العرض إيجابياً [5].

**الفرع الثالث: مرحلة ما بعد الإدراج**

تبدأ هذه المرحلة مباشرة بعد بدء تداول القيمة المنقولة في البورصة، وتتضمن التزامات مستمرة على الشركة المصدرة لضمان شفافية السوق وحماية المستثمرين.

**أولا- عقد السيولة (عند الاقتضاء):**

يُعد عقد السيولة أداة تنظيمية هامة تُمنح للشركات المدرجة، حيث يُسمح لها، من أجل ضبط أسعار أسهمها وتعزيز استقرارها، بشراء أسهمها الخاصة في السوق بموجب هذا العقد[6].

1- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع السابق.
2- المادة 67 من النظام 23-04، المرجع السابق.
3- المرجع نفسه،المادة 68.
4- المرجع نفسه، المادة 68.
5- المرجع نفسه، المادة 70.
6- بورصة الجزائر، "**عملية الإدراج في البورصة**"، المرجع نفسه.

ويتم توقيع هذا الاتفاق بين الشركة المصدرة ووسيط في عمليات البورصة، ويكون الغرض الرئيسي منه هو تحديد الشروط والضوابط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الشركة في السوق، بهدف تعزيز سيولة السندات وضمان انتظام تسعيرتها [1].

ويمكن لشركة إدارة بورصة القيم أن ترخص لوسيط في عمليات البورصة للتدخل في السوق لضمان تنشيط قيمة منقولة مقبولة في التسعيرة الرسمية، ويتم هذا التدخل بموجب عقد يُبرم بين الوسيط وأحد الأطراف التالية: المصدر (بهدف وضع برنامج لإعادة شراء الشركة لأسهمها المسعرة في البورصة بغرض تنظيم سعرها)، أو مع مساهم أو شركة إدارة بورصة القيم أو المصدر (من أجل تنشيط سوق قيمة منقولة معينة، حيث يؤدي الوسيط بالنسبة إليها وظيفة ماسك للسوق) [2].

**ثانيا- نشر المعلومات (الالتزامات المستمرة بالإفصاح):**

إن من أهم الآثار القانونية المترتبة على الإدراج هو خضوع الشركة لالتزام مستمر بالشفافية، فبموجب القانون، تتعهد الشركة التي تطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة بالامتثال للشروط المتعلقة بنشر المعلومات الدورية والدائمة كما هو محدد في أنظمة وتعليمات اللجنة [3].

ويتجسد هذا الالتزام بالإعلام الدائم في أنه ما إن يتمّ تسعير السند في البورصة حتّى تُصبح الجهة المصدرة مُلزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات [4].

أما الالتزام بالإعلام الدوري، فيتعين على الشركة بموجبه إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (**COSOB**) وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات [5]،وتجدر الإشارة إلى أن أنظمة وتعليمات أخرى صادرة عن اللجنة هي التي تفصل هذه الالتزامات بشكل أكبر.

1- بورصة الجزائر، **"عملية الإدراج في البورصة"**، المرجع السابق.
2- المادة 147 من النظام 23-04، المرجع السابق.
3- المرجع نفسه، المادة 40.
4- بورصة الجزائر، **"عملية الإدراج في البورصة"**، المرجع السابق.
5- بورصة الجزائر، **"عملية الإدراج في البورصة"**، المرجع نفسه.

# الفصل الثاني :

# الآثار القانونية المترتبة على إدراج الشركات في البورصة

## الفصل الثاني: الآثار القانونية المترتبة على ادراج الشركات في البورصة

يعتبر إدراج الشركات في البورصة مرحلة فارقة في حياتها القانونية والتجارية، ذلك أن أثره لا يقتصر على الجوانب الاقتصادية فحسب، بل يتعداه ليطال جوانب قانونية عديدة والتي تعيد تشكيل العلاقة بين الشركة والمساهمين والجهات الرقابية.

وعليه فإن إدراج الشركات في البورصة يُخضعها لمجموعة من الالتزامات والقيود التي تفرضها قوانين السوق المالية، وذلك بهدف تحقيق درجة كبيرة من الشفافية وتحقيق الانضباط في التداول وهو ما يشكل الأساس الذي يقوم عليه الاستقرار في البورصة الوطنية.

وفي هذا الصدد يتناول هذا الفصل تحليل الآثار القانونية المترتبة على إدراج الشركة في البورصة، ويعرض من خلال مبحثين جوهريين، يُعنى المبحث الأول بدراسة تداول أسهم الشركة في البورصة من حيث التنظيم القانوني، أما المبحث الثاني فيركز على تعليق وإلغاء إدراج أسهم الشركة في البورصة.

## المبحث الأول: تداول أسهم الشركة في البورصة

تقوم عمليات البورصة على تداول الأوراق المالية، سواء من خلال بيعها او شرائها، وهذه العملية لا تتم مباشرة من البائع الى المشتري بل تتم عن طريق تدخل الوسيط المعتمد، وتحكمها قواعد تنظيمية كما قد تفرض عليها بعض القيود، إذ تتدخل شركة إدارة بورصة القيم بالتنسيق مع المؤتمن المركزي على السندات بقواعد مهنية لتنظيم وضبط إجراءات تنفيذ عمليات التداول.

وبناء على ذلك ينقسم هذا المبحث إلى مطلبين متكاملين يتناول أولهما قواعد تداول أسهم الشركة في البورصة، فيما يخصص المطلب الثاني لدراسة القيود الواردة على تداول أسهم الشركة في البورصة.

### المطلب الأول: قواعد تداول أسهم الشركة في البورصة

تنطلق عملية التداول في البورصة من خلال قيام الوسطاء الماليين بإيداع أوامر زبائنهم لدى شركة إدارة البورصة، وتضطلع هذه الأخيرة بمهمة استقبال العروض والطلبات المتعلقة بالأوراق المالية المطروحة، ثم تعقد جلسات يتم فيها مطابقة الأوامر المختلفة وفق آلية تسعير تهدف الى تحقيق أقصى درجات الكفاءة في مطابقة العرض مع الطلب.

#### الفرع الأول: تنظيم حصص التداول

تُدار حصص التداول في البورصة من خلال مطابقة أوامر البيع والشراء وفقًا لنظام تسعير يستند إلى مبدأ العرض والطلب، بحيث يتم تحديد السعر الذي يحقق أكبر قدر ممكن من توافق الأوامر، مما يضمن عدالة التسعير وشفافية التداول.

**أولا- أوامر البورصة:**

تعد هذه المرحلة من المراحل الجوهرية التي تمر بها الورقة المالية قبل وصولها إلى الجمهور، وهنا يتجلى الدور المحوري للوسيط في سوق البورصة، والذي يحمل على عاتقه مسؤولية نقل أوامر زبائنه وتنفيذها وفقا للقواعد المهنية والتنظيمية.

**أ/ تعريف اوامر البورصة:**

عرفت أوامر البورصة على أنها: "وكالة يعطيها الزبون المستثمر لوسيط في عمليات البورصة، ببيع أو بشراء قيمة معينة في البورصة، وهذا الأمر ضروري بالنسبة لهذا الأخير لمباشرة مهامه

مراعيا شروط عمليات التداول، وبالتالي لا يكون الأمر صالحا إلا إذا أعطي للوسيط الذي يتمتع بسلطة قانونية لإجراء العملية[1].

كما عرفت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أوامر البورصة على أنها : تعليمة يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الاخير في إطار وكالة تسيير أو في إطار التداول لحسابه الخاص[2].

وقد وفقت اللجنة في تعريف أوامر البورصة بشكل شامل، حيث ميزت بوضوح بين الأمر الذي يوجهه الزبون للوسيط بإرادته المنفردة، وبين ما يقوم به الوسيط ضمن صلاحياته وفقا لما ينص عليه عقد الوكالة.

**ب/ شكل أوامر البورصة:**

يصدر الزبون أمره بالبيع أو الشراء إلى وسيط عمليات البورصة ، وحتى تستوفي الأوامر لشكلها القانوني المقبول فقد فرضت شركة إدارة بورصة القيم أن يكون الأمر محررا وفق نموذج مشتمل على البيانات المتعلقة بنوع الأمر وسعر التنفيذ وتاريخ الصلاحية والكمية محل الصفقة وذلك وفق ما يلي:

-بيان اتجاه العملية (بيع شراء)
-تعيين القيمة محل التداول وخصائصها،
-عدد السندات التي سيتم تداولها،
-بيان او حد السعر،
-مدة صلاحية الأمر،
-بيانات صاحب الأمر،
-وبصفة عامة كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذ.[3].

يتلقى وسيط عمليات البورصة أوامر زبائنه بأي وسيلة كانت فيمكن تلقيها كتابة، كما يمكن أن تكون شفاهة أو عبر الهاتف في حالة الاستعجال أو بموجب رسالة إلكترونية أوبالفاكس في بعض البورصات، ويتعين على العميل في هذه الحالة تأكيد الأمر الصادر منه بإرسال أمر كتابي، وبالنسبة

[1] -علي مقداد، المطول في القانون التجاري، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان ،2008 ، ص124.
[2] - المادة 122 من النظام 23-04 ، المرجع السابق.
[3]- المرجع نفسه، المادة 124 .

وسيط عمليات البورصة الذي يتولى تنفيذ الأوامر في إطار وكالة التسيير أو النشاط بمقابل فيجب أن تكون محل وثيقة مكتوبة مرسلة من الشخص المكلف بتسيير محفظة الأوراق المالية للزبائن، أو الشخص المكلف بالعمليات ذات المقابل إلى الشخص المكلف بالمفاوضات.

**ج/ تنفيذ أمر البورصة:**

ينتقل أمر البورصة من خلال قيام الآمر بإرسال هذا الأمر إلى الوسيط في عمليات البورصة وفق الشروط المحددة بينهما في إتفاقية الحساب، و بأي وسيلةٍ كانت، فإذا تم إرسال الامر كتابة، فيجب تحريره وفقا للنموذج المستعمل من طرف الوسيط في عمليات البورصة و المعتمد من طرف اللّجنة، و يلتزم الآمر بتوقيعه[1]، أما إذا أُرسل الأمر شفاهة بواسطة الهاتف، يلتزم الآمر بتأكيد أمره كتابيا.

تكون الأوامر التي بادر بها الوسيط في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل، محل وثيقة مكتوبة ترسل من طرف الشخص المكّلف بتسيير المحافظ المالية للزبائن أو الشخص المكّلف بعمليات الطرف المقابل إلى الشخص المكلف بعمليات المفاوضة،[2] وفي جميع الأحوال، يلتزم الوسيط بتسجيل كل أمر مرسل إليه من الآمر، بتاريخ وساعة الاستلام، وذلك بمجرد استلامه، كما يلتزم بالاستعجال في تقديم الأوامر للسوق ، الأمر الذي يكسبها أولوية التنفيذ في جلسة التداول[3].

**ثانيا-تسعير القيم المنقولة المتداولة في البورصة:**

تسهر شركة إدارة بورصة القيم على تنظيم حصص التداول، حيث تعمل هذه الأخيرة على ضبط الأسعار من خلال اعتماد مجموعة من الآليات والطرق المتنوعة، تسمح لها بتحقيق تسعير أمثل، مما ينعكس إيجابا على حجم المبادلات.

**أ/ تعريف التسعير في البورصة:**

عرف التسعير في البورصة بأنه : "السعر الناتج عن مواجهة أوامر البيع بأوامر الشراء"[4].

تبنى المشرع الجزائري تعريفا يقترب من التعريف السابق في المادة 82 من النظام 97-03 التي تنص على أن:"تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف وسيط عمليات البورصة على السند المستعمل للتسعيرة وأثناء اجتماع التسعيرة تحت رقابة شركة إدارة بورصة القيم[5].

1 -المادة1/97 من النظام 97-03 ، مرجع سابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 3/97 .
3 - المرجع نفسه، المادة 98 .
4 -حليل نوارة ، النظام القانوني للسوق المالية في الجزائر ، أطروحة دكتوراه في القانون ، جامعة تيزي وزو ، ص388
5 -المادة 72 من النظام 97-03 ، المرجع السابق

**ب/ تنظيم حصص التسعيرة في البورصة الجزائرية:**

أسندت مهمة تنظيم حصص التسعيرة في البورصة الجزائرية إلى شركة إدارة بورصة القيم [1]، حيث يتجسد هذا التنظيم في تحديد رزنامة جلسات التداول للسنة المدنية إضافة إلى تنظيم ساعات فتح و إغلاق جلسات التداول[2].

تحديد أيام عمل شركة إدارة بورصة القيم من الأحد إلى الخميس، وإذا صادف يوم عطلة، تُعقد الجلسة في يوم العمل التالي، حيث تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة أيام بالأسبوع من 9:30 الى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات[3].

يسهر على السير الحسن لحصص التسعيرة ومراقبتها ثم توثيق نتائجها أشخاص تعينهم شركة إدارة البورصة، يطلق عليهم تسمية ممثلي شركة البورصة [4]، يتصرفون بإسم ولحساب الشركة بصفتهم موظفين أو أعوان متعاقدين، يملكون صلاحيات واسعة في تسيير حصص التسعيرة وحل النزاعات الناشئة أثناءها[5]، كما يمكنهم أن يقدموا توصيات واقتراحات إلى مجلس إدارة الشركة التي تتخذ الإجراءات المناسبة لتحسين ظروف عمل البورصة[6].

**ج/ أساليب التسعير:**

المسار المطبق لتسعير القيم المنقولة المتداولة في السوق هو أسلوب التسعير الثابت أو المستمر، وذلك بتطبيق مبادئ السوق المجمع الذي تديره الأوامر وفق الشروط المحددة بموجب مقرر صادر عن شركة إدارة بورصة القيم[7].

في أسلوب التسعير الثابت، ينتج سعر تداول قيمة منقولة عن مواجهة، بعد فترة تراكم دون تنفيذ، لجميع أوامر الشراء والبيع المقدمة من الوسطاء في عمليات البورصة، ويكون هذا السعر وحيداً لكل قيمة وسارياً على جميع معاملات تلك الجلسة.

1 - المادة 106 من النظام 23-04 ، المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 111.
3 -بورصة الجزائر، "مواقيت و طريقة التسعير" ، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر sgbv ، تم الاطلاع عليه بتاريخ 14 ماي 2025 ،
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147
4 -تعينهم شركة تسيير بورصة القيم من بين أعضاء لجنة المفاوضين، تتكون هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء أو أكثر يعينهم مجلس إدارة شركة البورصة من بين الوسطاء المعتمدين ومن أعوان الشركة، انظر المادة 140 من القرار 98-02.
5 -المادة 19 من القرار 98-02، صادر عن شركة تسيير بورصة القيم، مؤرخ في 22 مارس 1998 يتضمن اجراءات ادخال القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات.
6 - المرجع نفسه، المادة 17.
7 - المادة 112 من النظام 23-04، المرجع السابق.

أما في أسلوب التسعير المستمر، فتتم مقارنة أوامر الشراء والبيع أثناء معالجتها، شيئاً فشيئاً، باستمرار بواسطة نظام التسعير، ما يؤدي إلى حساب سعر تداول آني لكل قيمة[1].

يتم تحديد المعايير المطبقة لتحديد أسلوب تسعير القيمة المنقولة المقبولة في التسعيرة الرسمية بموجب مقرر من شركة إدارة بورصة القيم[2].

**الفرع الثاني: الإفصاح والشفافية**

يعتبر الافصاح من اهم الاسس التي يرتكز عليها التداول، كونه يعمل على إشهار وإتاحة المعلومات المتعلقة بالاسعار والصفقات للجمهور، مايمكن المتعاملين من اتخاذ قرارات واعية في ظل سوق تسوده النزاهة والشفافية.

**أولا- متطلبات الإفصاح**

يحتوي النظام 2000-02 الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، أهم الإجراءات المنظمة لعملية الإفصاح عن المعلومات من طرف الشركات المدرجة التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، والذي يفرض عليها الإفصاح عن أي معلومة هامة، وإيداع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة، تقرير سنوي يحتوي على القوائم المالية السنوية، وتقرير محافظي الحسابات ومعلومات دورية ودائمة ونشرها في جرائد وطنية [3].

وتفرض لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على كل شخص طبيعي أو معنوي امتلك عددا من الأسهم أو حقوق التصويت ، يمثل أكثر من خمسة (05) بالمائة من رأس مال الشركة ، أو حقوق التصويت لشركة تكون أسهمها متداولة في البورصة ، أن يصرح بالعدد الإجمالي للأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها ، للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولشركة تسيير بورصة القيم ، في أجل أقصاه خمسة عشر يوما ابتداء من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة [4] ، ويكون التصريح كتابيا حول هوية وإقامة الشخص الطبيعي أو المعنوي وعلاقته بالشركة المدرجة ، طبيعة العملية ، عدد

1 - المادة 113 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 112.
3 - المواد رقم 5، 7، 8، 11، 13 و 15 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 2000-02 ، الصادر بتاريخ 20 جانفي 2000 ، متعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 50، صادرة بتاريخ 16 أوت سنة 2000.
4 - المادة 6 مكرر من القانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فبراير سنة 2003، يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية عدد 11، صادرة بتاريخ 19 فيفري 2003.

الأسهم أو حقوق التصويت المشتراة أو المتنازل عنها ، وعدد الأسهم أو حقوق التصويت المملوكة سابقا [1].

**ثانيا- شفافية السوق:**

تعتبر المعلومة حجر الزاوية في العمل داخل البورصة، وفي هذا السياق تُعتبر النشرة الرسمية للتسعيرة الوسيلة القانونية والرسمية لنشر المعلومات المرتبطة بالسوق، بما فيها من المعطيات المتعلقة بالقيم المنقولة المدرجة والمعلومات الضرورية لحسن سير السوق،

يحدد بموجب مقرر من طرف شركة إدارة بورصة القيم شكل ومضمون ودورية النشرة الرسمية للتسعيرة [2] ولا يُسمح بإجراء أية تعديلات على هذه النشرة بعد نشرها، باستثناء حالات الأخطاء المادية أو الإغفالات، والتي تُنشر بدورها في عنوان بارز دون تأخير[3] .

في ذات السياق، تُسند مهمة مراقبة جلسات التداول إلى مراقب مفوض من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة والذي يسهر على احترام قواعد الشفافية وضمان ألا تؤدي المعاملات أو الأوامر إلى إرسال إشارات مضللة بخصوص الأسعار أو العرض والطلب، أو التأثير غير المشروع على مستويات الأسعار[4]، ويملك هذا المراقب صلاحية التدخل أثناء الجلسات لتسوية النزاعات الظرفية المتعلقة بتأويل الأحكام المنظمة للسوق [5].

كما تلتزم شركة إدارة بورصة القيم بإعلام الجمهور بكل ما يطرأ من أحداث تمس القيم المنقولة، سواء تعلقت بشطب طوعي أو بحوادث أخرى[6]، وهو ما يرسخ مبدأي الشفافية الكامل والتواصل المستمر مع المستثمرين.

**الفرع الثالث: تنظيم حصص التسوية**

تنتهي حصة التداول في البورصة بإعلان شركة إدارة بورصة القيم عن إقفالها، متبوعا بنشر النتائج المسجلة خلال الجلسة، وتعرض هذه النتائج على لوحة المقصورة، التي تبين القيم التي حصل عليها التداول، أسعارها، وعدد العمليات المنفذة بشأنها، إضافة إلى القيم التي تم التداول بشأنها[7] .

1 - المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم 03-03، صادر بتاريخ 18 مارس 2003، يتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأس مال الشركات المتداولة أسهمها في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 37 ، صادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003.
2 - المادة 7 من النظام 23-04، المرجع السابق.
3 - المرجع نفسه، المادة 8.
4 - المرجع نفسه، المادة 116.
5 - المرجع نفسه، المادة 117.
6 - المرجع نفسه، المادة 113.
7 - حمليل نوارة، مرجع سابق ص398.

**أولا-تعريف نظام التسوية:**

عرفت المادة 35 من النظام 03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي بقولها :"يسمح نظام تسوية السندات وتسليمها الأمر الذي يسيره المؤتمن المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها"[1].

وتعرف كذلك على أنها: "مجموعة الإجراءات التي علق القانون على إتمامها نقل ملكية الأوراق المالية محل التداول في بورصات الاوراق المالية"[2] .

**ثانيا-مراحل التسوية:**

تمر التسوية بمرحلتين رئيسيتين: التصديق على العمليات ثم قيدها.

**أ/ التصديق على العمليات:**

في السوق المنظمة يتلقى الوسيط الجامع طلبات التنفيذ من المتداول، ويقوم بالتحقق منها ومقارنتها بجداول التداول، وبناء على ذلك يتم إرسال إشعار بقبول التنفيذ أو رفضه، ويتم التصديق تلقائيا في حال عدم الرد ضمن الأجل المحدد [3].

**ب/ قيد العمليات:**

يتولى هذه المهمة النظام الفرعي لحل العمليات، الذي يتعامل مع أوامر التسليم مقابل الدفع، بعد التحقق من توفر السندات فيما يخص المسلم (البائع) والنقود فيما يخص المستلم (المشتري) [4]، وتعتبر العمليات مختتمة نهائيا بعد المصادقة عليها، كما يبلغ المؤتمن المركزي بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية، فيتم القيد المتزامن مع دفاتر الحسابات من قبل كل من المؤتمن المركزي وبنك الجزائر [5].

**ثالثا- تأكيد ونفاذ المعاملات:**

تتم المصادقة على المعاملات في جلسة البورصة ضمن الآجال والشروط المحددة بموجب مقرر من شركة إدارة بورصة القيم [6].

تعتبر العمليات نافذة بمجرد تسجيلها، ولايمكن الرجوع فيها إلا في حالات الإلغاء المنصوص عليها.[7]

1 - المادة 35 من النظام 03-01 ،مؤرخ في 18 مارس 2003 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية عدد 73 ،صادرة في 30 نوفمبر 2003.
2 - أشرف الضبع ،تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة ، 2007، ص194.
3 - المادة 44 من النظام 03-01، المرجع السابق.
4 - المرجع نفسه، المادة 56.
5 - المرجع نفسه، المادة57.
6 - المادة 148 من النظام 23-04 ، المرجع السابق.
7 - المرجع نفسه، المادة 149.

يصبح المشتري مالكا للسندات بعد تنفيذ الأمر مباشرة، ويفقد البائع ملكيتها [1].

**المطلب الثاني: القيود الواردة على تداول أسهم الشركة في البورصة**

يخضع إدراج أسهم الشركة في البورصة لمنظومة قانونية صارمة، تفرض قيودا متعددة على حرية التداول، تأتي هذه القيود كضرورة لبناء سوق مالية تتسم بالنزاهة، الشفافية، والعدالة، بما يكفل حماية المستثمرين، وتتخذ هذه القيود طابعين مختلفين: أولهما قيود قانونية أو تشريعية **(الفرع الأول)** وثانيهما القيود التنظيمية **(الفرع الثاني).**

**الفرع الاول: القيود القانونية**

تستند هذه القيود إلى نصوص تشريعية ذات طابع إلزامي، وهي تجرم الأفعال التي تهدد سلامة التداول أو تخل بثقة الجمهور، وتفرض عقوبات صارمة لضمان الامتثال.

**أولا- حظر التداول بناء على معلومات داخلية:**

يعاقب بالحبس من ستة (6) أشهر إلى خمس (5) سنوات، وبغرامة قدرها 30.000 دج (ويمكن رفعها حتى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، على ألا تقل عن مبلغ الربح نفسه)، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط، كل شخص تتوفر له، بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته، معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته، أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات[2] .

**ثانيا- نشر معلومات خاطئة أو مضللة:**

يعاقب بنفس العقوبات المذكورة أعلاه كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى، عن منظور أو وضعية مصدر تكون سنداته محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة، من شأنه التأثير على الأسعار.

**ثالثا- المناورات السوقية:**

يُعاقب بنفس العقوبات المذكورة أعلاه كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس، مباشرة أو عن طريق شخص آخر، مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير. وتعد العمليات التي تنجز على هذا الأساس عمليات باطلة [3].

1 - المادة 150 من النظام 23-04 ، المرجع السابق.
2 - المادة 1/60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المرجع السابق.
3 - المرجع نفسه، المادة 60.

**رابعا- دور المراقب في منع التلاعب:**

يسهر المراقب المفوض من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) على التأكد من أن المعاملات والأوامر المدخلة في نظام التسعير لا تؤدي إلى إعطاء إشارة خاطئة أو مضللة عن العرض أو الطلب أو السعر، أو تحديد سعر سند مدرج عند مستوى غير طبيعي، أو خلق وضع مهيمن أو ظروف أخرى غير عادلة[1] .

**الفرع الثاني: القيود التنظيمية**

تفرض هذه القيود بموجب أنظمة وقرارات صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بصفتها الهيئة الرقابية المكلفة بالإشراف على السوق وتنظيمه، وتهدف هذه القيود إلى تعزيز مستويات الشفافية والمصداقية، المتابعة المستمرة، وضمان استقرار السوق.

**أولا- قيود خاصة على بعض الأشخاص:**

تفرض في بعض الحالات قيود خاصة تنظم كيفية تداول فئات معينة من الأشخاص (مثل موظفي البورصة).

**أ/ القيود الواردة على تداولات مستخدمي شركة إدارة البورصة:**

يجب على مستخدمي شركة إدارة بورصة القيم أن يحصلوا على ترخيص صريح من المدير العام للشركة لإجراء المعاملات على السندات المقبولة في البورصة لحسابهم الخاص أو لحساب أزواجهم أو أبنائهم، يجب إبلاغ اللجنة (COSOB) بهذه المعاملات.

لا يجوز تنفيذ هذه المعاملات في ظروف امتيازية مقارنة بتلك التي استفاد منها زبائن الوسطاء في عمليات البورصة[2] .

يمكن لشركة إدارة بورصة القيم فرض قيود تكميلية على المعاملات التي ينفذها مستخدموها[3].

**ب/ قيود على ممارسات الوسطاء في عمليات البورصة:**

**- تقديم أوامر السوق:** يجب على الوسطاء تقديم الأوامر التي يتلقونها أو يبادرون بها على مستوى السوق دون تأخير ودون مقاصة ولا جمع مسبق لأوامر الشراء وأوامر البيع المنصبة على نفس القيمة المنقولة[4] .

1 - المادة 116 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 12.
3 - المرجع نفسه، المادة 13.
4 - المرجع نفسه، المادة 123.

**-التداول للحساب الخاص للوسيط:** لا تنفذ العمليات ذات المقابل للوسطاء إلا بعد تنفيذ أوامر الزبائن (في حالة التسعير الثابت) أو عند عدم تلبية طلبات الزبائن بعد مدة محددة (في حالة التسعير المستمر.[1].

### ج/ اتفاقيات حظر البيع (Lock-up Agreements):

قد يخضع بعض المساهمين، خاصة المؤسسين أو كبار المساهمين، لقيود تعاقدية تمنعهم من بيع أسهمهم لفترة محددة بعد عملية الإدراج الأولي للشركة في البورصة (عادة ما بين 6 إلى 18 شهراً)، وذلك بهدف المساهمة في استقرار سعر السهم في الفترة الأولى للتداول، ويتم ذلك بموجب عقد بين الأطراف المعنية والشركة أو متعهدي التغطية [2]، (هذه قيود تعاقدية وليست بالضرورة مفروضة بشكل مباشر من نظام البورصة العام، ولكنها ممارسة شائعة ومقبولة في السوق).

### ثانيا- قيود خاصة على عمليات التداول:

حيث تفرض أحيانا قيود على أنواع معينة من الصفقات (مثل الصفقات الكبيرة).

### أ/ تنظيم معاملات الكتل (الصفقات الكبيرة):

تُعرف معاملة الكتلة بأنها المعاملة المنصبة على كمية معينة من السندات، متفق عليها بين الوسيط المشتري والوسيط البائع، والمرخص بها وفقاً لأحكام نظام البورصة[3] .

لا يمكن أن تنصب معاملات الكتل إلا على قيمة منقولة واردة في القائمة المضبوطة من قبل شركة إدارة بورصة القيم، ويجب أن يكون عدد السندات المتداولة يساوي على الأقل الحجم العادي لكتلة القيمة المنقولة المعنية المحدد بمعايير تضعها شركة إدارة بورصة القيم [4]،لا يرخص بمعاملات الكتل إلا في نهاية جلسة البورصة[5].

يتم تحديد سعر معاملات الكتل ضمن هوامش معينة نسبةً لأسعار السوق السائدة أو المحددة، وفقاً لما هو مفصل في المادة 132 من نظام 23-04.

يجب التصريح بكل معاملة كتلة إلى شركة إدارة بورصة القيم من طرف الوسطاء الذين أنجزوها، وتراقب الشركة نظاميتها وتدمجها في الإحصائيات اليومية للسوق [6].

1 - المادة 146 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2 - راجع فيما سبق، ص23 من هذه المذكرة .
3 - المرجع نفسه، المادة 129 من النظام 23-04، المرجع السابق.
4 - المرجع نفسه، المادة 130.
5 - المرجع نفسه، المادة 131.
6 - المرجع نفسه، المادة 133،134.

**ب/ التصريح بتجاوز حدود المساهمة (نظام رقم 03-03):**

يُعد نظام رقم 03-03 المؤرخ في 15 مارس 2003، المتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداولة أسهمها في البورصة، قيداً تنظيمياً محورياً يهدف إلى تعزيز شفافية هيكل الملكية في الشركات المدرجة، لا يُقيد هذا النظام التداول بشكل مباشر بقدر ما يفرض التزامات إفصاحية صارمة.

- **نطاق الالتزام وشكله:**

يلزم هذا النظام كل شخص طبيعي أو معنوي، يتصرف بشكل فردي أو جماعي، بالتصريح كتابيًا لـ COSOB، وللشركة المعنية، ولشركة بورصة القيم المنقولة (SGBV) عند تجاوز نسب معينة من رأسمال الشركة أو حقوق التصويت في الشركات المدرجة [1]، ويجب تقديم نفس التصريح عند الانخفاض عن هذه النسب [2].

- **الحدود المُوجبة للتصريح ومحتوى التصريح:**

تُطبق هذه الالتزامات التصريحية عند تجاوز أو الانخفاض عن نسب 10%، 20%، 33.33%، 50%، 66.66%، و90% من رأسمال الشركة أو حقوق التصويت [3].

يجب أن يتضمن التصريح معلومات تفصيلية عن:

- الحدود المتجاوزة واتجاه التجاوز،
- طبيعة العملية (اكتساب، تنازل، استلام بغير مقابل)،
- عدد الأسهم أو حقوق التصويت المعنية بالعملية،
- عدد الأسهم أو حقوق التصويت المحازة سابقًا وطبيعة الحيازة [4].

**ج/ متطلبات الإفصاح المستمر من الشركات المدرجة (نظام رقم 2000-02):**

يُشكل نظام رقم 2000-02 المؤرخ في 20 يناير 2000، والمتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، قيدًا تنظيميًا أساسيًا يضمن الشفافية والتدفق

1 - المادة 1 من النظام 03-03، المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 2.
3 - المرجع نفسه، المادة 1.
4 - المرجع نفسه، المادة 2.

المستمر للمعلومات إلى السوق، الهدف هو منع أي استغلال للمعلومات غير المعلنة وضمان تكافؤ الفرص.

يُلزم النظام الشركات المدرجة بنشر معلومات دورية لتمكين الجمهور من اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة [1]، تتضمن هذه الالتزامات:

**1/ جداول الحسابات السداسية:**

تشمل ميزانيات، جداول النتائج، وملاحق، وتخص الفترة المنصرمة منذ اختتام السنة المالية الأخيرة حتى نهاية السداسي الأول [2]، يجب أن تُقدم هذه الجداول مقارنةً بالفترة المماثلة من السنة المالية السابقة [3].

**2/ معلومات إضافية:**

أي معلومات أخرى تراها COSOB ضرورية لإعلام الجمهور [4].

1 - المادة 15 من النظام 2000-02، المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 15.
3 - المرجع نفسه، المادة 17.
4 - المرجع نفسه، المادة 6.

## المبحث الثاني: وقف ادراج أسهم الشركة في البورصة بين التعليق والشطب

بعد أن يتم إدراج أسهم الشركة وتداولها في البورصة، قد تنشأ ظروف أو مستجدات قانونية أو مالية تستدعي إما وقف تداول هذه الأسهم بشكل مؤقت، وهو ما يعرف بتعليق التداول، أو إنهاء إدراجها بشكل دائم، وهو ما يعرف بالشطب أو إلغاء الادراج، وعليه يهدف هذا المبحث إلى تسليط الضوء على الضوابط القانونية التي تحكم هذين الإجراءين الهامين، لما لهما من تأثير مباشر على الشركة والسوق.

### المطلب الأول: تعليق إدراج أسهم الشركة في البورصة

رغم أن مصطلح تعليق الادراج الاسهم قد لايرد حرفيا بنفس الصياغة، إلا أن مضمونه يتجلى في إيقاف مؤقت لتداول تلك الأسهم في البورصة، يتم اللجوء عادة إلى هذا الإجراء حماية للمستثمرين وضمان سلامة السوق.

#### الفرع الأول: الأسباب الرئيسية لتعليق الإدراج

تتمتع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) بصلاحية سن تقنينات متعلقة بـ تعليق تحديد أسعارها للقيم المنقولة [1]، ويمكن للجنة (COSOB) أن "تأمر بتعليق تحديد سعر الأسهم ضمانا للإعلام وحماية للمدخرين"[2].

**أولا-ضمان سلامة السوق ونزاهة المعاملات:**

يمكن للمراقب المفوض من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) أن يقضي خلال اجتماع البورصة "بتعليق تحديد سعر او عدد من الأسعار"[3] .

كما يمكن لهذا المراقب أن يقوم خلال جلسة البورصة "بتعليق تسعيرة واحدة أو أكثر" إذا تبين أن المعاملات أو الأوامر المدخلة قد تؤدي إلى إعطاء إشارة خاطئة أو مضللة عن العرض أو الطلب أو السعر، أو تحديد سعر السند عند مستوى غير طبيعي، أو خلق وضع مهيمن أو ظروف أخرى غير عادلة [4].

يمكن لشركة إدارة بورصة القيم، بناء على بيانات أو اتجاهات السوق، أن "توقف التسعير تحفظيا واستئنافه خلال الجلسة"[5].

---

1 - المادة 31 من المرسوم التشريعي 93-10، المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 45.
3 - المرجع نفسه، المادة 47.
4 - المادة 116، 118 من النظام 23-04، المرجع السابق.
5 - المرجع نفسه، المادة 119.

**ثانيا-انتظار نشر معلومات جوهرية:**

وهو السبب الأكثر شيوعًا، يتم تعليق التداول عندما تكون هناك معلومات مهمة للغاية لم يتم الإفصاح عنها بعد للعموم، والتي قد تؤثر بشكل كبير على سعر السهم، الهدف هو منع التداول بناءً على معلومات غير متكافئة.

حيث تؤكد المادتان 12 و13 من النظام رقم 96-02 [1] على ضرورة نشر الإعلام الواجب.

**ثالثا-مواجهة أحداث هامة أو ظروف سوق غير منظمة:**

يمكن لشركة إدارة بورصة القيم(SGBV)، بعد موافقة المراقب المفوض من اللجنة، "قطع جلسة البورصة أو تعليق تداول سند مقبول في التسعيرة الرسمية"، إذا رأت أن أحداثا سعر قيمة منقولةً هامة من شأنها الإضرار بالسوق بوجه عام، أو إنهاء ظروف السوق غير المنظمة [2].

يمكن للجنة (COSOB) أن تعلق لمدة لا تتجاوز خمسة أيام كاملة عمليات البورصة إذا ما حدث حادث كبير، ينجر عنه اختلال في سير البورصة أو حركات غير منتظمة لأسعار البورصة، وإذا تطلب الأمر تعليقاً لمدة تتجاوز خمسة أيام، يكون القرار من اختصاص الوزير المكلف بالمالية [3].

**رابعا-بطلب من اللجنة لدراسة عرض عمومي للسحب:**

بطلب من اللجنة، تقوم شركة إدارة بورصة القيم بتعليق تسعيرة السند المعني بالعرض العمومي للسحب الذي يسبق الشطب الطوعي، لغرض دراسته [4].

**الفرع الثاني: الجهات المخولة بتعليق الإدراج، إجراءاته، وآثاره**

يحدد التنظيم القانوني الاطراف المخولة بإصدار قرار تعليق الاسهم، وفي مقدمتها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كما يوضح كيفية الاعلان عن هذا القرار، بالاضافة إلى توضيح مصير الاوامر التي تكون مسجلة في السوق عند لحظة صدور القرار.

**أولا -الجهات المخولة باتخاذ قرار تعليق الإدراج:**

تخول صلاحية اتخاذ قرار تعليق الادراج لكل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة إدارة بورصة القيم.

1 - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-02، المؤرخ في 26 يونيو 1996 ، يتعلق بالاعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية الى الادخار عند اصدارها قيما منقولة، الجريدة الرسمية عدد 36 ،صادر في 1 جوان 1997، معدل ومتمم.

2 - المادة 120 من النظام 23-04، المرجع السابق.

3 - المادة 48 من المرسوم التشريعي 93-10 المرجع السابق.

4 - المادة 95 من النظام 23-04 المرجع السابق.

**أ/لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB):**

يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن تأمر بتعليق تحديد سعر الأسهم، [1] كما يمكنها تعليق عمليات البورصة لمدة تصل إلى خمسة أيام في حال وقوع حادث كبير [2].

المراقب المفوض من قبلها يمكنه تعليق التسعيرة خلال الجلسات [3].

**ب/شركة إدارة بورصة القيم (SGBV):**

يمكنها إيقاف التسعير تحفظياً بناءً على بيانات السوق، كما يمكنها تعليق تداول سند (بعد موافقة المراقب) بسبب أحداث هامة أو ظروف سوق غير منظمة [4].

تقوم بتعليق تسعيرة السند المعني بالعرض العمومي للسحب بطلب من اللجنة [5].

**ج/الوزير المكلف بالمالية:**

يختص بقرار تعليق عمليات البورصة إذا تجاوزت المدة خمسة أيام كاملة بسبب حادث كبير [6].

**ثانيا-إجراءات الإعلان عن التعليق واستئناف التداول:**

القرارات التي تتخذها اللجنة (COSOB) بتعليق تحديد سعر الأسهم تُنشر في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة [7].

كل قطع لجلسة البورصة أو تعليق لتداول سند من قبل شركة إدارة بورصة القيم يكون محل إعلان منها [8].

التعليق لغرض دراسة العرض العمومي للسحب يكون محل إعلان ينشر في النشرة الرسمية للتسعيرة، دون تأخير، من قبل شركة إدارة بورصة القيم[9] .

عند استئناف التداول بعد قرار اللجنة بشأن العرض العمومي للسحب، تستأنف شركة إدارة بورصة القيم تسعيرة السند وفقاً للشروط التي تحددها، ويكون ذلك محل إعلان ينشر في النشرة الرسمية للتسعيرة [10].

1 - المادة 45 من المرسوم التشريعي 93-10، المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 48.
3 - المرجع نفسه، المادة 47.
4 - المادة 119، 120 من النظام 23-04، المرجع السابق.
5 - المرجع نفسه، المادة 95.
6 - المادة 48 من المرسوم التشريعي 93-10، المرجع السابق.
7 - المرجع نفسه، المادة 45.
8 - المادة 120 من النظام 23-04، المرجع السابق.
9 - المرجع نفسه، المادة 95.
10 - المرجع نفسه، المادة 98.

**ثالثا-آثار تعليق الإدراج (على الأوامر القائمة):**

في حالة تعليق تداول قيمة منقولة ما، تنقضي صلاحية الأوامر المدونة في دفتر الأوامر بشأنها تلقائياً عندما يتجاوز هذا التعليق جلسة واحدة من جلسات البورصة[1] .

**المطلب الثاني: شطب أسهم الشركة من البورصة**

إلغاء إدراج القيمة المنقولة في البورصة يعني شطبها وازالتها بشكل دائم من قائمة الأوراق المالية المعتمدة للتداول في سوق البورصة المنظم، يترتب على ذلك عدم إمكانية تداول تلك القيمة المنقولة عبر أنظمة البورصة.

**الفرع الأول: أنواع الشطب من البورصة**

قد يتم شطب الاسهم من البورصة إما تلقائيا وذلك بزوال اسباب الادراج، أو بطلب من الشركة نفسها، في إطار ما يسمى بالشطب الاختياري، او بقرار تصدره الهيئات الرقابية المختصة وهو ما يعرف بالشطب الاجباري.

**أولا -الشطب التلقائي:**

يتم شطب القيمة المنقولة تلقائياً عند استحقاق السند (خاصة سندات الدين التي يحين أجل سدادها) أو عند حل الشركة وتصفيتها[2] .

**ثانيا-الشطب الإجباري/الإلزامي (بقرار من الهيئات الرقابية):**

يمكن لشركة إدارة بورصة القيم أن تقدم للجنة (COSOB) توصيات بخصوص شطب قيم منقولة من التسعيرة الرسمية، ويكون شطب القيمة المنقولة محل قرار تصدره اللجنة وينشر في النشرة الرسمية للتسعيرة [3].

**ثالثا-الشطب الطوعي/الاختياري (بناءً على طلب المصدر):**

يمكن أن تشطب القيمة المنقولة من التسعيرة الرسمية بناءً على طلب من المصدر(الشركة)، ويخضع هذا النوع من الشطب عادةً لإجراء العرض العمومي للسحب [4].

1 - المادة 126 من النظام 23-04،المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 89.
3 - المرجع نفسه، المادة 86.
4 - المرجع نفسه، المادة 89، 92.

**الفرع الثاني: أسباب وإجراءات الشطب الطوعي (بناءً على طلب المصدر)**

عندما تقرر الشركة طوعا انها لا ترغب في بقاء أسهما مدرجة، فإن عليها الالتزام بإجراءات قانونية محددة، اهمها عادة تقديم عرض للمستثمرين الراغبين في البيع، ضمانا لحقوقهم وحماية لهم من الاضرار المحتملة لهذا القرار.

**أولا-الشرط الإجرائي الأساسي للشطب الطوعي:**

يخضع الشطب الطوعي للقيمة المنقولة من قبل المصدر لإجراء العرض العمومي للسحب [1]، يهدف هذا الإجراء إلى منح مساهمي الأقلية فرصة للخروج من الشركة بسعر محدد قبل أن تصبح أسهمهم غير قابلة للتداول في سوق منظم.

**ثانيا-إجراءات طلب الشطب الطوعي والعرض العمومي للسحب:**

**أ/ تقديم الطلب والمذكرة الإعلامية:**

يجب أن يكون الشطب الطوعي موضوع طلب شطب يقدمه المصدر إلى اللجنة (COSOB) مرفقاً بمشروع مذكرة إعلامية (تخضع لتأشيرة اللجنة) تتعلق بالعرض العمومي للسحب، وتُعد وفق شروط تحددها تعليمة من اللجنة[2].

يُرفق طلب الشطب بملف يحدد محتواه بموجب تعليمة صادرة عن اللجنة [3].

**ب/ تعليق التداول للدراسة:**

بطلب من اللجنة، تقوم شركة إدارة بورصة القيم بتعليق تسعيرة السند المعني بالعرض العمومي للسحب لغرض دراسته من قبل اللجنة [4].

**ج/ قرار اللجنة بشأن العرض:**

للجنة أجل عشرة أيام عمل، من تاريخ استلام الطلب كاملاً، لاتخاذ قرارها بشأن قبول مشروع العرض العمومي للسحب، هذا الأجل يُعلق في حالة طلب معلومات إضافية [5].

1 - المادة 92 من النظام 23-04،المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 93.
3 - المرجع نفسه، المادة 94.
4 - المرجع نفسه، المادة 95.
5 - المرجع نفسه، المادة 96.

يتم إخطار المصدر بقرار اللجنة (الذي يكون معللاً في حالة الرفض)، ويُحال قرار اللجنة إلى شركة إدارة بورصة القيم لنشره في النشرة الرسمية للتسعيرة [1].

**د/ استئناف التداول (إن وجد):**

تستأنف شركة إدارة بورصة القيم، بعد استلام قرار اللجنة، تسعيرة السند موضوع العرض العمومي للسحب وفقاً للشروط التي تحددها، ويكون ذلك محل إعلان [2].

**ه/ إتاحة المذكرة الإعلامية:**

توضع المذكرة الإعلامية المؤشرة والمتعلقة بالعرض العمومي للسحب تحت تصرف المستثمرين في مقر الشركة ولدى شركة إدارة بورصة القيم والوسطاء المعنيين، وتنشر عبر الإنترنت [3].

يحدد البيان الذي يعلن عن العرض العمومي للسحب، هوية المصدر والمبادر (حسب الحالة)، الوسطاء، سعر إعادة الشراء، الكمية المعروضة، وتاريخ بدء وانتهاء العملية [4].

**و/ تنفيذ العرض:**

يتعهد المصدر أو المبادر، خلال فترة لا تقل عن ثلاثين (30) يوماً متتالية، بإعادة شراء جميع السندات المقدمة إليه في إطار العرض، تقوم شركة إدارة بورصة القيم بتجميع كل أوامر البيع المقدمة من طرف الوسطاء وضمان معالجة العملية، لا تنفذ إلا الأوامر التي يكون سعرها موافقاً لسعر العرض[5].

**س/ الإعلان النهائي بالشطب:**

عند انتهاء مدة العرض العمومي للسحب، ومهما كانت نتيجته، يتم الإعلان عن شطب جميع سندات الشركة المعنية، ويتم نشر إعلان بالشطب من قبل شركة إدارة بورصة القيم في النشرة الرسمية للتسعيرة [6].

1 - المادة 97 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 98.
3 - المرجع نفسه، المادة 99.
4 - المرجع نفسه، المادة 100.
5 - المرجع نفسه، المادة 101.
6 - المرجع نفسه، المادة 102.

**الفرع الثالث: أسباب وإجراءات الشطب الإجباري (بقرار من الهيئات الرقابية)**

قد تقرر السلطات الرقابية في بعض الحالات إجبار الشركة على الخروج من البورصة، وذلك كإجراء تنظيمي يتخذ عند وقوع مخالفات جسيمة من طرف الشركة، أو إذا لم تعد الشركة تلتزم بالقوانين وقواعد الادراج.

**أولا-السلطة المختصة بالشطب الإجباري:**

تتخذ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) قرار شطب القيمة المنقولة [1].

يمكن أن يتم ذلك بناءً على توصيات من شركة إدارة بورصة القيم [2].

يُنشر قرار الشطب في النشرة الرسمية للتسعيرة ويحدد تاريخ دخول التدبير حيز التطبيق [3].

**ثانيا-الأسباب التي قد تؤدي إلى الشطب الإجباري:**

بناءً على تحليل سوق القيمة المنقولة ومصالح حاملي السندات، يمكن لشركة إدارة بورصة القيم أن توصي بشطبها، مع مراعاة عناصر مثل:

**-ضعف السيولة والتداول:** المعدل اليومي للمعاملات المعبر عنه بالدينار وبعدد السندات، وعدد أيام التداول التي كانت فيها السندات محل تسعيرة، وذلك على مدار سنة (تُحدد المعايير الخاصة بهذه النقطة بموجب مقرر من شركة إدارة بورصة القيم).

**-توزيع أرباح الأسهم:** عدم توزيع أرباح على الأسهم خلال السنوات المالية الثلاث الأخيرة.

انخفاض قيمة السندات الموزعة على الجمهور: مقارنة بالقيمة الدنيا التي يشترطها السوق، والتي تقيمها شركة إدارة بورصة القيم خلال الفحص السنوي.

**-عدم الامتثال لالتزامات الإعلام:** الإخفاق في الوفاء بالالتزامات المتعلقة بنشر المعلومات الدورية والدائمة [4].

يمكن أيضاً أن يكون الشطب نتيجة لمخالفات جسيمة أخرى لأحكام التشريع والتنظيم الساري على الشركات المدرجة، والتي قد تكشف عنها تحقيقات تجريها اللجنة [5].

1 - المادة 45 من المرسوم التشريعي 93-10، المرجع السابق.
2 - المادة 86 من النظام 23-04، المرجع السابق.
3 - المادة 45 من المرسوم التشريعي 93-10، المرجع السابق.
4 - المادة 87 من النظام 23-04، المرجع السابق.
5 -المادة 37 من المرسوم التشريعي 93-10، المرجع السابق.

**الفرع الرابع: آثار الشطب من البورصة**

يتناول هذا الفرع النتائج المترتبة على قرار شطب أسهم الشركة من البورصة، سواء كانت هذه النتائج تمس الشركة ذاتها، او على المساهمين المالكين لهذه الأسهم، او على الاوراق المالية الاخرى.

**أولا-على الشركة والمساهمين (بشكل عام):**

**أ/ فقدان السيولة:**

تصبح الأسهم غير المدرجة أقل سيولة بشكل كبير، مما يعني صعوبة تحويلها إلى نقد بسرعة وبسعر يعكس قيمتها العادلة، نتيجة لفقدان ميزة التداول في إطار منظم كما هو معرف في المادة 1 من المرسوم التشريعي 93-10.

**ب/ صعوبة تحديد القيمة السوقية:**

بغياب سوق منظم وتداول مستمر، يصبح تحديد القيمة السوقية للشركة وأسهمها أكثر صعوبة وتعقيداً، حيث ينشأ هذا الأثر عن غياب الاليات الرسمية لتحديد الأسعار التي توفرها البورصة (نظام التسعير وتحديدها وإصدار نشرة رسمية للسعر).

**ج/ تحديات في الحصول على تمويل مستقبلي:**

قد تجد الشركة المشطوبة صعوبة أكبر في جمع تمويلات جديدة من خلال إصدار أسهم أو أدوات مالية أخرى، حيث تفقد ميزة الوصول المباشر إلى قاعدة واسعة من المستثمرين عبر البورصة، وهذا التحدي نتيجة لفقدان أهلية اللجوء العلني للادخار الذي ينظمه المرسوم التشريعي 93-10.

**ه/حقوق المساهمين:**

في حالات الشطب الطوعي، يهدف إجراء العرض العمومي للسحب إلى توفير مخرج للمساهمين الراغبين في بيع أسهمهم قبل فقدان ميزة التداول في سوق منظم [1].

**و/ تغير في الالتزامات التنظيمية:**

بينما قد تتخلص الشركة من بعض الالتزامات الصارمة المفروضة على الشركات المدرجة (مثل بعض متطلبات الإفصاح التفصيلية والفورية)، إلا أنها تظل خاضعة لأحكام القانون التجاري وقوانين الشركات الأخرى.

1- المادة 101 من النظام 23-04 ، المرجع السابق.

**ثانيا-على القيم المنقولة الأخرى المرتبطة:**

شطب سند رأس المال (الأسهم) يعني الشطب من التسعيرة الرسمية لكل السندات المرتبطة به أو التي تشير إليه مثل سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، وكذلك القسيمات والحقوق المتعلقة بسند رأس المال هذا، ومع ذلك يمكن لشركة إدارة بورصة القيم أن توصي بشطب بعض خطوط التسعيرة فقط (أي ليس بالضرورة كل السندات المرتبطة)[1].

يتم الاحتفاظ بسندات الدين في التسعيرة الرسمية إلى غاية تسديدها (ما لم تشطب لأسباب أخرى تتعلق بالمصدر أو بالسند نفسه)[2] .

1 - المادة 90 من النظام 23-04، المرجع السابق.
2 - المرجع نفسه، المادة 92.

# خاتمة

## خاتمة

وفي ختام هذه الدراسة التي تناولت بالبحث والتحليل " الإطار القانوني لإدراج الشركة في البورصة "، والتي سعينا من خلالها إلى تفكيك الإطار القانوني والتنظيمي الذي يحكم هذه العملية المحورية في حياة الشركات والسوق المالي الجزائري، يمكننا استخلاص جملة من النتائج والتوصيات التي نأمل أن تساهم في إثراء هذا الحقل القانوني الهام.

لقد بدأنا هذه الدراسة ورحلتنا البحثية في الفصل الأول بتأسيس الإطار النظري والقانوني لعملية الإدراج والقواعد الملازمة لذلك، حيث تم تحديد مفهوم الإدراج من زواياه المختلفة، وتبيان طبيعته القانونية المركبة التي تجمع بين الإرادة التعاقدية والخضوع لنظام قانوني وتنظيمي ذي طابع عام، كما تم تقييم المزايا التي تسعى إليها الشركات من خلال الإدراج، مثل تنويع مصادر التمويل وتعزيز السمعة، وفي المقابل، تم استعراض السلبيات والتحديات التي تواجهها، كالتكاليف المرتفعة وفقدان جزء من السيطرة، بعد ذلك، انتقل الفصل إلى تفصيل الضوابط القانونية المنظمة للعملية، من خلال استعراض دقيق للشروط الواجب توافرها في الشركة وفي القيم المنقولة عبر مختلف أسواق وأقسام البورصة، ثم تتبع المراحل الإجرائية التي تمر بها الشركة بدءاً من اتخاذ القرار وحتى بدء التداول الفعلي.

ثم انتقلنا من خلال بحثنا في الفصل الثاني إلى دراسة الآثار القانونية المترتبة على إتمام عملية الإدراج، حيث تم في المبحث الأول تحليل قواعد تداول أسهم الشركة في البورصة، بدءاً بآليات التسعير وتنظيم الجلسات، مروراً بخصائص أوامر البورصة، وانتهاءً بتسوية المعاملات، كما تم تسليط الضوء على القيود الهامة المفروضة على عمليات التداول، سواء تلك المتعلقة بحظر الممارسات المخلة بنزاهة السوق كاستغلال المعلومات الداخلية والتلاعب، أو القيود الخاصة المفروضة على فئات معينة من الأشخاص أو أنواع من التعاملات، أما المبحث الثاني فقد خُصص لدراسة الأدوات التنظيمية التي تضمن انضباط السوق، وهما تعليق إدراج الأسهم كإجراء مؤقت، وإلغاء الإدراج (الشطب) كإجراء نهائي، حيث تم تفصيل أسباب كل منهما، والجهات المخولة باتخاذهما، والإجراءات المتبعة، والآثار المترتبة على كل منهما.

لقد توصلنا في هذه الدراسة، في معرض إجابتها على الإشكالية المطروحة، إلى أن الإطار القانوني والتنظيمي الجزائري الحالي، وخصوصاً بعد صدور نظام 23-04، ينجح إلى حد كبير في وضع منظومة قانونية شاملة ومتكاملة تنظم شروط وإجراءات إدراج الشركات وتداول أوراقها وتعليق وشطب إدراجها، فالنصوص توفر الأدوات اللازمة لتحقيق التوازن بين تنمية السوق عبر توفير أسواق مرنة، وحماية المستثمرين عبر فرض التزامات صارمة بالشفافية والحوكمة وتجريم الممارسات المخلة بنزاهة السوق.

إلا أن فعالية هذا الإطار على أرض الواقع تواجه تحديات ومعوقات أساسية، تتمثل في حداثة النصوص التنظيمية التي تحد من وجود فقه واجتهاد قضائي بشأنها، وتشعب المنظومة القانونية الذي قد يشكل عائقاً أمام الشركات، بالإضافة إلى أن نجاح آليات الرقابة والجزاء يعتمد بشكل كبير على مدى صرامة وموضوعية التطبيق العملي من قبل هيئات السوق.

ومن خلال هذا التحليل الوصفي والمنهجي للإطار القانوني والتنظيمي، توصلنا إلى النتائج التالية:

1. إن الإطار القانوني الجزائري المنظم لإدراج الشركات، خاصة بعد صدور نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 23-04، قد قطع شوطاً هاماً نحو بناء منظومة قانونية شاملة ومفصلة تهدف إلى تنظيم السوق وفقاً للمعايير الحديثة، حيث وضع شروطاً وإجراءات واضحة لمختلف مراحل العملية.
2. يسعى المشرع الجزائري وهيئات الرقابة بشكل واضح إلى تحقيق توازن دقيق بين هدفين استراتيجيين يتمثلان في تشجيع الشركات على الإدراج لتنمية السوق المالي (ويتجلى ذلك في إنشاء أسواق مرنة مثل "قسم النمو")، وضمان حماية المستثمرين ونزاهة السوق (ويتجلى ذلك في فرض التزامات صارمة تتعلق بالشفافية والإفصاح والحوكمة، ووضع آليات للرقابة والجزاء كالشطب والتعليق).
3. تؤكد الدراسة أن الطبيعة القانونية لإدراج الشركة في البورصة ليست عقداً بالمعنى التقليدي، بل هي وضع قانوني مركب ينشأ عن قرار إداري بالقبول صادر عن هيئة رقابية، ويترتب عليه انضمام الشركة إلى نظام قانوني عام وإلزامي، بالإضافة إلى نشوء علاقات تعاقدية محددة مع أطراف السوق.

4. رغم شمولية الإطار القانوني، إلا أن فعاليته العملية قد تواجه بعض التحديات، أبرزها حداثة بعض النصوص التنظيمية مما يعني غياب الاجتهاد القضائي والفقهي الكافي بشأنها، وتشعب النصوص القانونية والتنظيمية التي يجب على الشركة الإلمام بها، بالإضافة إلى محدودية الدراسات التطبيقية ودراسات الحالة التي يمكن الاسترشاد بها لتقييم أثر هذه القواعد على أرض الواقع.

5. تؤكد الدراسة أن الإطار القانوني الجزائري، يوفر بالفعل أدوات قانونية متكاملة لتعليق وشطب إدراج الأوراق المالية، فالنصوص تنظم بوضوح صلاحيات هيئات السوق في اتخاذ هذه الإجراءات، وتفصل حالات الشطب الطوعي والإجباري، مما يؤكد صحة الفرضية، إلا أن فعالية هذه الآليات في حماية السوق والمستثمرين تبقى مرهونة بشكل كبير بالسلطة التقديرية الممنوحة للجهات الرقابية، وبمدى صرامة وموضوعية تطبيقها العملي.

وبناءً على هذه النتائج، واستشرافاً لآفاق تطوير سوق الأوراق المالية الجزائري، نقترح من خلال هذه الدراسة مايلي:

- **تعزيز الوضوح وتسهيل الوصول إلى المعلومة القانونية:**

يُقترح على هيئة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها **(COSOB)** وشركة إدارة بورصة القيم **(SGBV)** العمل على إصدار "أدلة إرشادية" موحدة ومبسطة موجهة للشركات، خاصة الصغيرة والمتوسطة، تجمع وتشرح بشكل متكامل كافة الشروط والإجراءات والالتزامات المستمرة المطلوبة للإدراج، وذلك لمساعدتها على فهم الإطار القانوني المتشعب والتغلب على تعقيداته.

- **دعم التطبيق العملي للنظام الجديد:**

نظراً لحداثة نظام 23-04، يُوصى بتكثيف الحملات التوعوية وورش العمل الموجهة للشركات، والمحاسبين، والمحامين، والوسطاء الماليين، لشرح مستجدات النظام وتوحيد فهم آليات تطبيقه العملي.

- **تطوير آليات دعم الشركات المدرجة في قسم النمو:**

بالإضافة إلى الشروط المرنة للإدراج، يُقترح دراسة إمكانية وضع آليات دعم لاحقة لهذه الشركات بعد إدراجها، كتقديم تسهيلات في تكاليف البقاء مدرجة أو تبسيط بعض متطلبات الإفصاح

الدوري (مع الحفاظ على جوهر الشفافية)، وذلك لتخفيف العبء عليها وتشجيعها على الاستمرار في السوق.

- **تشجيع البحث العلمي التطبيقي:**

دعوة الجامعات ومراكز البحث القانوني والاقتصادي إلى تشجيع الدراسات التطبيقيةودراسات الحالة التي تقيم أثر الإطار القانوني الجديد على الشركات المدرجة وعلى السوق ككل، وذلك لبناء رصيد معرفي وطني يساهم في تطوير التشريع والممارسة مستقبلاً.

- **تعزيز الإفصاح عن أسباب قرارات التعليق والشطب:**

نقترح أن تتضمن الإعلانات الرسمية المتعلقة بقرارات التعليق أو الشطب الإجباري أسباباً أكثر تفصيلاً للقرار المتخذ، وذلك لتوعية السوق والمساهمين بالمخالفات التي أدت إلى الجزاء، مما يساهم في تحقيق الردع العام وتحسين مستوى الامتثال لدى الشركات الأخرى.

- **اعتماد آلية للمراجعة الدورية للتنظيم:**

نقترح إنشاء آلية للمراجعة والتقييم الدوري للإطار التنظيمي لبورصة القيم (كل ثلاث أو خمس سنوات مثلاً)، بمشاركة مختلف الفاعلين في السوق، وذلك لضمان بقاء القواعد التنظيمية متوافقة مع تطورات السوق واحتياجات الاقتصاد الوطني، ومعالجة أي ثغرات قد يكشف عنها التطبيق العملي.

- **الانتقال من التركيز على الامتثال التنظيمي إلى بناء منظومة سوق متكاملة**

لتحقيق الفعالية المنشودة لبورصة الجزائر، نقترح الانتقال من التركيز على الامتثال التنظيمي إلى بناء منظومة سوق متكاملة. يتم ذلك عبر استراتيجية وطنية لدعم ومرافقة الشركات لتسهيل إدراجها، مع إطلاق برنامج شامل لتنمية الثقافة المالية والاستثمارية بهدف توسيع قاعدة المستثمرين وتعميق سيولة السوق، مما يحقق التوازن بين العرض والطلب.

# قائمة المصادر والمراجع

**أولا- قائمة المصادر:**

**أ) النصوص التشريعية**

1- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، الصادر في 23 ماي 1993.

2- الأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 جانفي 1996، يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 03، صادر في 14 جانفي 1996.

3- القانون رقم 03-04، المؤرخ في 17 فبراير سنة 2003، يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية عدد 11، صادرة بتاريخ 19 فيفري 2003. (واستدراك في الجريدة الرسمية عدد 11، صادرة بتاريخ 07 ماي 2003).

**ب) النصوص التنظيمية:**

1- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-02، المؤرخ في 26 يونيو 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، الجريدة الرسمية عدد 36، صادر في 1 جوان 1997، معدل ومتمم.

2- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997.

3- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 2000-02، الصادر بتاريخ 20 جانفي 2000، متعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 50، صادرة بتاريخ 16 أوت سنة 2000.

4- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01، المؤرخ في 18 مارس 2003 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية عدد 73، صادرة في 30 نوفمبر 2003.

5- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-03، المؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأس مال الشركات المتداولة أسهمها في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 37، صادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003.

6- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير 2012، يعدل ويتمم النظام رقم 97-03، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 41، صادر في 15 جويلية 2012.

7- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 23-04 المؤرخ في 25 أكتوبر 2023، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 05، الصادر في 25 جانفي 2024.

**ج) القرارات:**

1- القرار 98-02، صادر عن (ش ت ب ق)، مؤرخ في 22 مارس 1998 يتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات.

**ثانيا- قائمة المراجع:**

**أ) الكتب**

1- محمد بن مكرم بن على، أبو الفضل، جمال الدين ابن منظور الأنصاري الرويفعى الإفريقى (إبن منظور)، لسان العرب، دار المعارف، كورنيش النيل، القاهرة، 1986.

2- أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.

3- علي مقداد، المطول في القانون التجاري، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2008.

4- مولود عبد الباسط، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2009.

5- أنطوان جوزيف وماري كلير كابيو هوار، قاموس الأسواق المالية، (ترجمة: أمال ليلى سربيس)، مطبعة الصفحات الزرقاء، الجزائر، 2010.

6- مسعداوي يوسف، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016.

7- حسني علي خربوش، محفوظ احمد جودة، عبد المعطي رضا، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، (د.ت).

8- عطوان مروان، الأسواق المالية النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والقرض)، الجزء الأول، الطبعة الرابعة, ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، (د.ت).

**ب) المطبوعات الجامعية:**

1- دبوب، يوسف، محاضرات مقياس المؤسسة والأسواق المالية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، الموسم الجامعي 2012/2011، (غير منشورة).

2- عيساوي سهام، قانون البورصة، تخصص إدارة أعمال، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, السنة الجامعية 2021/2020.

3- سهيلة قطاف، قانون الدخول للبورصة، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريريج، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2023/2022.

**ج) المقالات العلمية:**

1- بلعشي، عبد المالك ولعراب، سارة، "الإجراءات العملية لدخول بورصة الجزائر بين التشريعات القانونية ومطلب الكفاءة في التسعير"، مجلة اقتصاديات النقود والتمويل**(JMFE)** ، المجلد 01، العدد 01، جامعة الجزائر 03، 2020.

**د) الوثائق الأكاديمية:**

**1/ أطروحات الدكتوراه:**

1- مصعب علي عمر، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الأزهر، مصر، 2000. (مشار إليه في: عبد الباسط مولود، تداول الأوراق المالية).

2- حمليل نوارة، النظام القانوني للسوق المالية في الجزائر، أطروحة دكتوراه في القانون، جامعة تيزي وزو، (د.ت).

**2) رسائل الماجستير:**

1- ابن بوسحاقي فتيحة، بورصة الجزائر، واقع وآفاق، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002.

**3) مذكرات الماستر:**

1- زريبات سميحة، النظام القانوني للبورصة في التشريع الجزائري، مذكرة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الدكتور مولاي الطاهر سعيدة، 2019.

**ه) المواقع الإلكترونية**

1- موقع **bbc news** عربي، **https://www.bbc.com/arabic/**

2- الموقع الرسمي لبورصة الجزائر **SGBV**، **https://www.sgbv.dz/ar**

# الفهرس


مقدمة ..... 1

الفصل الأول : قواعد ادراج الشركة في البورصة ..... 7

المبحث الأول: مفهوم ادراج الشركة في البورصة ..... 8

المطلب الأول : تعريف إدراج الشركة في البورصة..... 8

الفرع الأول: التعريف اللغوي ..... 9

الفرع الثاني: التعريف الفقهي..... 9

الفرع الثالث: التعريف القانوني..... 10

المطلب الثاني: الطبيعة القانونية لإدراج الشركة في البورصة..... 11

الفرع الأول: طبيعة عقد إدراج الشركة في البورصة..... 11

الفرع الثاني : الشخصية المعنوية والطبيعة القانونية للشركة بعد الإدراج ..... 13

المطلب الثالث: تقييم ادراج الشركة في البورصة ..... 18

الفرع الأول: مزايا إدراج الشركة في البورصة ..... 18

الفرع الثاني- سلبيات إدراج الشركة في البورصة:..... 21

المبحث الثاني: الضوابط القانونية لإدراج الشركة في البورصة ..... 25

المطلب الاول: شروط ادراج الشركة في البورصة ..... 25

الفرع الأول: الشروط الخاصة بالشركات محل الإدراج ..... 26

الفرع الثاني- الشروط الخاصة بالقيم المنقولة محل الإدراج..... 31

المطلب الثاني : مراحل ادراج الشركة في البورصة..... 35

الفرع الأول : مرحلة ما قبل الإدراج ..... 35

الفرع الثاني: مرحلة الإدراج ..... 41

الفرع الثالث: مرحلة ما بعد الإدراج ..... 42

الفصل الثاني: الآثار القانونية المترتبة على ادراج الشركات في البورصة..... 45

المبحث الأول: تداول أسهم الشركة في البورصة..... 46

المطلب الأول: قواعد تداول أسهم الشركة في البورصة ..... 46
الفرع الأول: تنظيم حصص التداول ..... 46
الفرع الثاني: الإفصاح والشفافية ..... 50
الفرع الثالث: تنظيم حصص التسوية ..... 51
المطلب الثاني: القيود الواردة على تداول أسهم الشركة في البورصة ..... 53
الفرع الاول: القيود القانونية ..... 53
الفرع الثاني: القيود التنظيمية ..... 54
المبحث الثاني: وقف ادراج أسهم الشركة في البورصة بين التعليق والشطب ..... 58
المطلب الأول: تعليق إدراج أسهم الشركة في البورصة ..... 58
الفرع الأول: الأسباب الرئيسية لتعليق الإدراج ..... 58
الفرع الثاني: الجهات المخولة بتعليق الإدراج، إجراءاته، وآثاره ..... 59
المطلب الثاني: شطب أسهم الشركة من البورصة ..... 61
الفرع الأول: أنواع الشطب من البورصة ..... 61
الفرع الثاني: أسباب وإجراءات الشطب الطوعي (بناءً على طلب المصدر) ..... 62
الفرع الثالث: أسباب وإجراءات الشطب الإجباري (بقرار من الهيئات الرقابية) ..... 64
الفرع الرابع: آثار الشطب من البورصة ..... 65
خاتمة ..... 68
قائمة المصادر والمراجع ..... 73

# الملخص

# الإطار القانوني لإدراج الشركة في البورصة

# The legal framework for company listing on the stock exchange

**من إعداد الطلبة:**

**عزوز زهير**

**بوقرة أحمد**

---

**ملخص:**

تتناول هذه الدراسة بالتحليل الإطار القانوني والتنظيمي لإدراج الشركات في بورصة الجزائر، مستعرضةً كامل مسار الورقة المالية المدرجة، حيث يفصل الفصل الأول قواعد الدخول إلى البورصة، من حيث الشروط المتطلبة في الشركة وقيمها المنقولة، والمراحل الإجرائية اللازمة، أما الفصل الثاني، فيبحث في الآثار القانونية المترتبة على الإدراج، مستعرضاً قواعد تداول الأسهم وقيوده، بالإضافة إلى آليات تعليق وشطب القيم المنقولة من التسعيرة الرسمية، وتخلص الدراسة إلى أن المشرع الجزائري قد أرسى منظومة قانونية متكاملة تهدف لتحقيق التوازن بين تنشيط السوق وحماية المستثمرين.

**الكلمات المفتاحية:** بورصة الجزائر؛ الإدراج ؛ القيم المنقولة ؛ تداول الأسهم ؛ تعليق وشطب الإدراج ؛ المستثمرين.

**Abstract:**

This study analyzes the legal and regulatory framework for company listing on the Algiers Stock Exchange, covering the entire lifecycle of a listed security, Chapter One details the rules for admission to the stock exchange, in terms of the conditions required of the company and its securities, and the necessary procedural stages, Chapter Two examines the legal effects resulting from listing, reviewing the rules and restrictions on share trading, in addition to the mechanisms for suspending and delisting securities from the official quotation, The study concludes that the Algerian legislator has established a comprehensive legal system aimed at achieving a balance between stimulating the market and protecting investors.

**Keywords:** Algiers Stock Exchange ; Listing ; Securities ; Share Trading ; Suspension and Delisting ; Investors.

**Résumé:**

Cette étude analyse le cadre juridique et réglementaire de l'introduction en bourse des sociétés à la Bourse d'Alger, couvrant l'ensemble du parcours d'un titre coté, Le premier chapitre détaille les règles d'admission à la cote, en termes de conditions exigées de la société et de ses valeurs mobilières, ainsi que les étapes procédurales nécessaires, Le second chapitre examine les effets juridiques découlant de l'introduction en bourse, en passant en revue les règles et restrictions de négociation des actions, en plus des mécanismes de suspension et de radiation des valeurs mobilières de la cote officielle, L'étude conclut que le législateur algérien a mis en place un système juridique complet visant à réaliser un équilibre entre la dynamisation du marché et la protection des investisseurs.

**Mots-clés:** Bourse d'Alger ; Introduction en Bourse ; Valeurs Mobilières ; Négociation d'Actions ; Suspension et Radiation de la Cote ; Investisseurs.