

الاستثمار عن طريق ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية

شليحي كريمة (طالبة دكتوراه)

د/ هيفاء رشيدة تكاري

chelika@gmail.com

جامعة البليدة 2

تاريخ الإرسال: 2017/12/23 تاريخ المراجعة: 2018/12/25 تاريخ القبول: 2018/01/10

ملخص:

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا مهما في تنمية الاقتصاد الوطني الذي يعد محركا فعالا لعجلة الاستثمار الوطني، فهي التي تحقق أهدافا مزدوجة عندما تلعب دور العملة ذات الوجهين. تم السماح لهذه المؤسسات بالاستثمار والدخول الى سوق البورصة الجزائرية رغم احتواء هذا الأخير على المخاطر. إذ يرجع سبب الادراج بعد أن تم تكييفها وفقا للشروط المطلوبة قانونا للاستثمار فيه الى البحث عن مصدر تمويلي جديد يحقق الترقية للمؤسسات من جهة والاستثمار الوطني من جهة أخرى. نهدف من خلال دراستنا الى ابراز دور وأهمية اللجوء الى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصوصا في الوقت الراهن، وتبسيط الضوء على الأهداف التي تحققها هذه البورصة من ترقية وتطوير للمؤسسات وصولا الى تنمية وترقية الاقتصاد الوطني، سنحدد في هذه الدراسة المنفعة التي يحققها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونبرز أهميته البالغة في الجزائر رغم كونه قطاع غير مهتم به من طرف الدولة. لم تتفعل بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رغم المزايا الممنوحة لهذه المؤسسات المستثمرة ومرور (05) خمس سنوات على انشائها بسبب مخاطر تذبذب أسعار الأسهم والسندات وكذا الجهل بهذا القطاع الهام. الكلمات المفتاحية: الإدراج، حوافز الاستثمار في البورصة، أهداف الإدراج.

Abstract:

Small and Medium enterprises play an important role in the development of the national economy, which is an effective engine of



national investment at achieves double goals when playing the role of a two-sided currency. These institutions were allowed to invest and enter the Algerian stock market, although the latter contained risks. The reason for inclusion after being adapted according to the conditions required by law to invest it is to search for a new source of funding that promotes the promotion of institutions on the one hand and the national investment on the other hand. in this study, we aim at highlighting the role and importance of resorting to Small and Medium enterprises market, especially at the present time, and highlighting the objectives by the exchange from upgrading and developing institutions to develop and promote the national economy. Its importance in Algeria, despite being a sector not interested in it by the state. The SME Exchange, despite the advantages granted to these invested institutions, has not been active for five years because of the risk of volatility in stock and bond prices as well as ignorance of this important sector.

Key words: Listing, Incentive Investment, Listing Objectives.

مقدمة:

يعد موضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم المواضيع الاقتصادية المطروحة على الساحة الدولية والوطنية، خصوصا في ظل الأوضاع الاقتصادية الراهنة وأزمة أسعار النفط التي ضربت الجزائر في السنوات الأخيرة، مما جعلها أحد البدائل المعول عليها من أجل تطوير الاقتصاد والاستثمار الوطني.

تواجه هذه المؤسسات أثناء حياتها الاقتصادية العديد من التحديات نجد في مقدمتها مسألة التمويل. لم تعد المصادر التقليدية وخاصة القروض البنكية تفي بالغرض خاصة وأنها غير قادرة على تقديم الضمانات الكافية في ظل محدودية أصولها. ومن هذا المنطلق بات لزاما عليها البحث عن مصادر تمويلية أخرى تراعي ميزات وخصائصها، فتم اللجوء إلى استحداث مصدر تمويلي جديد نسبيا بالنسبة للجزائر ألا وهو التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية، وهي الصيغة نفسها التي لجأت إليها بعض الدول لعلاج مشكلة التمويل عندما أقدمت على إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.



تم تكييف آليات هذا السوق الصغير بما يتناسب والحاجات المالية للمؤسسات ويتوافق وخصوصياتها. وهذا من أجل العمل على ترقيتها إيماناً بالدور الفعال الذي باتت تكتسيه في الحياة الاقتصادية لمختلف الدول. اذ تحتوي هذه الأسواق على شروط وقيود تتناسب وخصائصها والتي يطلق عليها في بعض الأحيان ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بسبب عدم استطاعة تلك المؤسسات تحقيق شروط ومتطلبات الدخول الى البورصة الرئيسية، والتي نذكر من بينها سوق alternext الفرنسي الذي أنشأ في ماي 2005 وبورصة النيل المصرية التي أنشأت حديثاً وذلك في أكتوبر 2007. هذا المشرع الجزائري حذو هاته الدول وذلك ما يظهر من خلال انشائه داخل سوق سندات الرأسمال: سوقاً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الى جانب السوق الرئيسية الخاصة بشركات المساهمة وهذا من خلال تعديل نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03⁽¹⁾ المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01⁽²⁾، فبالرغم من كون البورصة في الجزائر لاتزال كياناً فتياً لا يرقى الى مستوى تطلعات المستثمرين الباحثين عن التمويل من جهة والمسؤولين المراهنين على تطوير الاستثمار بواسطتها من جهة أخرى واحتوائها على مخاطر ارتفاع وهبوط أسعار الأسهم والسندات في ظرف وجيز، إلا أن المشرع الجزائري قد سمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدخول هذا العالم المليء بالمخاطر والمفاجآت.

نسعى من خلال هذه الورقة البحثية إلى تحقيق ما يلي:

تسليط الضوء على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنضمة إلى البورصة وكيف يمكن لها أن تساهم في تطوير الاستثمار، التعرّيج على مسألة الأهداف المحققة من ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة، التطرق الى الحوافز المقررة للمؤسسات المستثمرة في البورصة.

تظهر أهمية موضوعنا في: كونها تتعرض لأحد أهم المواضيع الاقتصادية المطروحة اليوم سعياً لإيجاد طرق تمويلية غير مباشرة أبرز مثال عنها نجد: البورصة باعتبارها مصدر تمويلي غير تقليدي، اذ تتضح أهميته في التأكيد على أهمية التوسع في هذا الموضوع ومعرفة مختلف أبعاده بما فيها مساهمته في تنشيط الاستثمار وتمويل هذه

المؤسسات بعدم الاعتماد على التمويل البنكي مما يحقق تقدم التمويل الوطني عبر الأوراق المالية في الترتيب العالمي بين الدول.

من خلال ما سبق يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة كالآتي: باعتبار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كيان صغير معول عليه كطريقة لتطوير الاستثمار، ما هي الظروف التي جعلت المشرع الجزائري يسمح لهذه المؤسسات بالاستثمار في البورصة بعد أن كانت حكرا على المؤسسات الكبرى فقط؟ وكيف يمكن ادراج هذه المؤسسات في البورصة من أجل تحقيق الهدف المرجو منها؟ وتدرج بعض الأسئلة الفرعية تحت هذه الإشكالية تتمثل في: ما لسبب الذي جعل المشرع الجزائري يفكر في خلق سوق بورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ هل ستمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحجمها هذا التناسب مع شروط الاستثمار في البورصة؟، ما الأسباب التي تجعل رؤساء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتخذون قرار الدخول الى البورصة؟ وماهي إجراءات ذلك؟.

للإحاطة بمختلف جوانب الموضوع للوصول الى الإجابة على الإشكالية الرئيسية استعملنا المنهج الوصفي والتحليلي كركيزتين في هذه الدراسة، اعتمدنا اتباع المنهج الوصفي في اطار التعريف بالمفاهيم والتعرض الى الأسس النظرية للبحث خاصة منها: تعريف المؤسسات، شروط الادراج بالإضافة الى الاعتماد على المنهج التحليلي الذي يقوم على التعامل مع المعلومات التي تم تجميعها باستعمال التفكير المنطقي الاستنتاجي لمحاولة الربط بين خلفية انشاء بورصة للمؤسسات ما يعود بالفائدة على المستثمرين فيها وكونها أداة فعالة لتنمية الاقتصاد الوطني.

قمنا بتقسيم الدراسة الى مبحثين تناولنا في المبحث الأول ظهور فكرة تخصيص بورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر أما المبحث الثاني فقد خصصناه لأسباب ودوافع دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الى البورصة الجزائرية.

المبحث الأول: ظهور فكرة تخصيص بورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في

الجزائر

ترجع فكرة انشاء بورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الى الرغبة في ترجمة نية المشرع في مواكبة التطور الذي وصلت اليه البورصات العالمية، الأمر الذي



استوجب تفعيل السوق المالية بتدشين سوق جديدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. لأجل هذا نطرح التساؤل التالي الذي حاولنا الإجابة عنه من خلال المطلبين: ماهي الأسباب التي تولدت عنها فكرة انشاء سوق صغيرة على مستوى البورصة؟ وماهي الإجراءات المطلوبة التي هيأت المناخ المناسب لذلك؟ الإجابة عن هذا التساؤل ستكون من خلال المطلبين الآتيين:

المطلب الأول: الاستعانة بتجارب الدول المنشئة لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

قبل توضيح كيفية تأثر المشرع الجزائري بتجارب الدول المنشئة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ينبغي علينا إعطاء تعريف لهذه السوق، إذ شاع بين عامة الناس أن البورصة هي سوق تداول الأوراق المالية بين المؤسسات الضخمة والمستثمرين، غير أن الاستثناء من ذلك هو ظهور على مستوى نفس السوق سوقا صغيرا يعنى بالأوراق المالية المصدرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فما المقصود ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

يمكننا تعريفها كالتالي: هي تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والآخذة في نمو رأسمالها أو غير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة. أو هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها⁽³⁾. مما يسمح لنا بالقول إنها مكان مخصص لتداول الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنضمة الى البورصة بموجب شروط مخففة مقارنة بشروط الشركات الضخمة.

بعد أن تطرقنا إلى مفهوم هذه السوق، قمنا باختيار في إطار دراستنا هذه بعض الدول المتقدمة والنامية كنموذج استند اليهما المشرع الجزائري في استيحاء فكرة انشاء سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية، لنفصل هذه المسألة في الفرعين التاليين:

الفرع الأول: ظهور سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة

دعت الحاجة بالدول المتقدمة من أجل تطوير اقتصادها الى ايجاد مصادر تمويلية وتويعها بابتداع ما يعرف بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصاتها،

فقد أدى هذا الى انشائها على التوالي في العديد من هذه الدول، لذا نستعرض تاريخ نشأتها في بعض الدول المتقدمة كالآتي:

بريطانيا: أنشئت في عام 1995 من القرن الماضي، ولا توجد في هذه البورصة حد أدنى لعدد أو حجم أو عدد المشاركين أو حاملي الأسهم، والمؤسسات ليست في حاجة لوجود خط تمويل مسجل، وتوجد في هذه البورصة 1600 مؤسسة مسجلة وبلغ حجم التداول والمعاملات 61 مليار دولار أمريكي.

كوريا: أنشئت في 1996 وتتميز بأنها تأثرت بالنمو الكبير والضحخ لقطاع تكنولوجيا في كوريا، وتضم 962 مؤسسة مسجلة فيها، وتبلغ قيمة حجم التداول والمعاملات السنوية في المتوسط 450 مليار وحجم السوق 780 مليار دولار ويبلغ معدل النمو السنوي لهذه السوق أكثر من 84,5% عام 2005 وتعتبر من أكبر معدلات النمو في بورصات العالم المثيلة.

إيطاليا: أنشئت عام 2001 وتشير المعلومات المتاحة أن هذه البورصة معقدة كثيرا في قواعد تنظيم وإدخال المشروعات الصغيرة والمتوسطة بدرجة أكثر من المشروعات التي تعمل في الأسواق الرئيسية لتوفير المزيد من الحماية للمستثمرين، وتضم حوالي 76 مؤسسة مسجلة فيها، وبلغ قيمة حجم التداول السنوي حوالي 30 مليار دولار أمريكي وحجم السوق تبلغ 32 مليار دولار⁽⁴⁾.

فرنسا: تعد بورصة Alternext الفرنسية أبرز نموذج لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة، فمن أجل تدعيم السوق الثانية واعطائها دفعة جديدة تتماشى والتطورات والأوضاع الراهنة خاصة في السوق الأوربية والتزاما من المسؤولين المعنيين بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، قامت سوق Euronext بإنشاء السوق الفرعية المعروفة باسم Alternext في ماي 2005 من أجل تسهيل دخول هذه المؤسسات للبورصة، كما يهدف ذلك الفرع الى توفير سوق أكثر مرونة بقواعد تشغيل جديدة، تضمن حماية المستثمرين وتحقيق الشفافية مع توفير السيولة، فأى مؤسسة صغيرة أو متوسطة مهما كان مجال نشاطها ومن أي دولة يمكنها تقديم طلب تسجيل في Alternext⁽⁵⁾.

الفرع الثاني: ظهور سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول النامية

حيث نتعرض لكل من مصر والجزائر على سبيل المثال كما يلي:

مصر: من بين الدول النامية التي أنشئت فيها سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصر عام 2007، اذ تتواجد بورصة النيل المصرية داخل بورصتي القاهرة والإسكندرية تم تخصيصها لقيود وتداول الشركات الواعدة متوسطة وصغيرة الحجم لتوفير التمويل اللازم لهم للتوسع والنمو وبما يسمح برفع قدرتهم التنافسية وتوفير المزيد من فرص العمل، وذلك في إطار يجمع بين المرونة في قيود الشركات الواعدة مع توفير الحماية لحقوق كل من الشركات المقيمة والمستثمرين. تعتبر بورصة النيل هي أول سوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا للشركات الصغيرة والمتوسطة، حيث ستوفر بورصة النيل فرص للتمويل والنمو للشركات ذات الإمكانيات الواعدة من كافة القطاعات بما في ذلك الشركات العائلية⁽⁶⁾.

الجزائر: بقصد الاستفادة من تجارب الدول المذكورة سابقا، استدعى الأمر من السلطات الجزائرية دراسة إمكانية انشاء سوق مالي يتناسب وخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهو ما تجسد فعليا عند انشاء سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة، التي ترجع الى سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 السابق ذكره المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97. ويمكن لهذا السوق أن يوفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال⁽⁷⁾.

في هذا الاطار تم ادخال تعديلات على القانون العام للبورصة بغية استقطاب عدد أكبر من المتعاملين اليها، حيث تقوم السياسة الجديدة لتطوير البورصة على تعزيز مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة، لأن السوق تحتاج الى تنوع واندماج عن طريق هذا النوع من المؤسسات كون الخطة الجديدة تسمح برفع أموال وتمويل عمليات المؤسسات عن طريق البورصة ولهذا تم انشاء قسم خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽⁸⁾.

المطلب الثاني: إرساء أرضية الاستثمار المناسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
بقصد تحقيق نفس أغراض ظهور سوق للأوراق المالية للمؤسسات في باقي الدول
وجب على المشرع الجزائري توفير البيئة الملائمة التي تفي بالهدف من وراء انشاء
بورصة. إذ تهدف البورصة الى تأمين السيولة أي تأمين عمليات التداول بالبيع والشراء
وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، حيث تمتد المشروعات
بالأموال اللازمة للاستثمار وممارسة نشاطها وبالتالي تساعد على تمويل أهداف
التنمية الاقتصادية⁽⁹⁾. لأجل هذا أقدم المشرع على وضع معايير يمكن من خلالها معرفة
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنقوم بالتطرق اليها في الفرع الأول، أما الفرع الثاني
فقد خصصناه للكشف عن شكل الشركة التجارية الواجب ان تتخذه المؤسسة
الصغيرة والمتوسطة لدخول السوق المخصص لها على مستوى البورصة.

الفرع الأول: المعايير المستند اليها في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

هناك عدة عوامل تتحكم في إعطاء تعريف موحد للمشروعات الصغيرة والمتوسطة
نظرا لاختلاف أنشطة هذه المؤسسات وتباين دورها في اقتصاديات الدول المتقدمة
والدول النامية⁽¹⁰⁾. يمكن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق ما جاء في القانون
التوجيهي لترقية هذه المؤسسات لسنة 2017⁽¹¹⁾ والذي يركز على ثلاث معايير وهي:
عدد العمال، رقم الأعمال السنوي ومجموع الحصيلة السنوية. وفي هذا الإطار تعرف
المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بأنها كل مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات تشغل من
واحد 01 الى مائتين وخمسين 250 شخصا، حيث لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 04
ملايير دج، أو لا يتجاوز مجموع الحصيلة السنوية مليار دج⁽¹²⁾.
وبالرجوع الى القانون التوجيهي لسنة 2017 نجد المشرع يصنفها وفقا للجدول
التالي⁽¹³⁾:

المعايير	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي	الحصيلة السنوية (مليون دج)
مشروع مصغر	من 01 الى 09	أقل من 40 مليون دج	لا يتجاوز 20 مليون دج
مشروع صغير	من 10 الى 49	لا يتجاوز 400 مليون دج	لا يتجاوز 200 مليون دج
مشروع متوسط	من 50 الى 250	بين 400 مليون دج الى 4 ملايين دج	بين 200 مليون دج الى مليار دج

سبقت الإشارة أن الشركات المسموح لها بدخول البورصة هي شركات المساهمة الضخمة ذات الرساميل الكبرى والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا وفقا للنظام العام المتعلق ببورصة القيم المنقولة 01-12، إلا أنه وبعد اجرائنا لمقارنة بسيطة لاحظنا وجود اختلاف كبير بين هذين النظامين خاصة من حيث الرأسمال الواجب توفره لدى الشركة لإدراجها في البورصة فمقدار رأسمال الدخول غير محدد بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على عكس شركات المساهمة، أما رأس المال المطلوب توفره عند تأسيس المؤسسات أو الشركات هو نفس المقدار. وعليه بتوافر هذه المعايير وعدم توفرها على الرأسمال الضخم يمكننا القول بأننا أمام مؤسسة صغيرة ومتوسطة. وفي الواقع بعد الزيارة الميدانية التي قادتنا الى مقر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وجدنا أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتداول اوراقها المالية في السوق المخصص لها هو: 00 مؤسسة، غير أن المدير العام للبورصة أعلن عن تحضير أول مؤسسة صغيرة ومتوسطة لاقتحام سوق الأسهم قريبا أي خلال سنة 2017⁽¹⁴⁾. إذ نلاحظ أن هناك تخوف من أصحاب الشركات والمؤسسات من دخول عالم البورصة الذي يرونه عالما مليئا بالمخاطر أهمها أنهم يعتقدون أنه بدخولهم للبورصة فإنهم سيفقدون السيطرة على مؤسساتهم.

الفرع الثاني: الشكل المفروض اتخاذه على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة
فرض على المؤسسات اتخاذ شكل معين يسمح لها بدخول سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فأى شكل للشركات التجارية فرض قانونا على هذه المؤسسات؟. الإجابة على هذا التساؤل لن تكون إلا بواسطة تحليل بعض نصوص المواد: اذ نصت المادة الأولى من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة⁽¹⁵⁾ على أنه: " تؤسس بورصة للقيم المنقولة. وتعد بورصة القيم المنقولة اطارا لتنظيم وسير العمليات

فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم". جاء هذا النص صريح ويشير الى الأشخاص المسموح لهم بدخول البورصة، وبما أننا نود تحديد الشكل الذي يجب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتخاذه من أجل دخولها هي الأخرى الى البورصة، وجب علينا الرجوع الى النص الذي سمح بإنشاء سوق لها على مستوى البورصة وهو النظام 12-01 المذكور سابقا، اذ لم تكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قبل إمكانية في طرح أسهمها في البورصة كون رأسمالها صغير وهي تكون في شكل شركات مسؤولية محدودة وليست شركات مساهمة، غير أنه مؤخرا تم الموافقة على إمكانية ذلك تشجيعا لها في الدخول الى السوق المالية كمستثمرة وفقا لشروط جد مرنة.

لأجل ذلك جاءت المادة 09 من النظام المذكور أعلاه والتي تضمنت المواد المتعلقة بشروط ادراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبالضبط المادة 46 التي نصت على أنه: "يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم...". وعليه يفهم من هذه المادة أنه يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التي ترغب في دخول سوق البورصة أن تتخذ شكل شركة مساهمة عند تأسيسها وهو الشكل المفروض عليها قانونا، مما يفهم منه اقضاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتخذ الشركات التجارية الأخرى شكلا لها.

المبحث الثاني: أسباب ودوافع دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الى البورصة الجزائية.

لابد من الإشارة الى الأهداف التي تحققها هذه المؤسسات من هذا السوق. فدخولها لم يأتي هباء بل وفق استراتيجية تضعها المؤسسات نصب عينها، فماهي الدوافع التي أدت بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الى دخول البورصة؟ (المطلب الأول) في مقابل حصولها على تحفيزات تشجيعية تحثها على ذلك؟ (المطلب الثاني).

المطلب الأول: الهدف من لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الى البورصة

وجب علينا تقديم عرض مفصل للأهداف التي يتوخى المشرع تحقيقها، فانطلاقا من الفقرة الثانية للمادة 43 من التعديل الدستوري لسنة 2016 التي نصت: "...تعمل الدولة على تحسين مناخ الاعمال، وتشجع على ازدهار المؤسسات دون تمييز خدمة

للتنمية الاقتصادية الوطنية...." يمكننا استنتاج أن دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الى البورصة مزدوج الهدف فمن جهة تحقق أهداف خاصة للمؤسسة (الفرع الأول) وأهداف للدولة الجزائرية (الفرع الثاني).

الفرع الأول: أهداف الدخول الى البورصة المتعلقة بالمؤسسة

تسعى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة في البورصة جاهدة لتحقيق العديد من الأهداف نذكر من بينها:

أولا-الرفع من رأسمالها

إذا قررت الشركة تطوير نشاطها لترقية مكانتها في السوق ، سيتطلب منها ذلك ضخ أموال ضخمة في مشاريعها الجديدة ، لكنها قد تعجز عن طريق التمويل الداخلي ، فتضطر الى فتح رأسمالها عن طريق طرح سندات يكتب فيها الجمهور ، سواء كانت سندات دين أو سندات رأسمال⁽¹⁶⁾ إذ هو أفضل دليل عن رغبتها في كسب شركاء جدد بقصد توسيع قاعدة المساهمين رغبة منها في الحصول على سيولة نقدية تؤدي الى رفع رأسمالها المكتتب فيه عند التأسيس⁽¹⁷⁾.

ثانيا- تحسين أداء المؤسسة

بعد طرح المؤسسة لقيمها المنقولة التي قد تعرف في صعودا ونزولا في قيمتها في الوقت نفسه بسبب التغيرات التي تفرضها متطلبات العرض والطلب في سوق الأوراق المالية ، بالإضافة الى جو المنافسة ، فنشاط المؤسسة يقوم على المنافسة التامة طالما أن بيع وشراء الأوراق المالية يتم عند مستويات أسعار متفاوض عليها في تسعيرة البورصة

ثالثا- تصحيح المركز المالي للمؤسسات

إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات ، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقعها ، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل ، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي ، وهو ما قد يؤدي الى اجراء بعض التعديلات في سياستها أملا في تحسين مركزها عن طريق تطوير تقنيات التسيير⁽¹⁸⁾.

الفرع الثاني: أهداف الدخول إلى البورصة المتعلقة بالدولة

في إطار السياسة التي اعتمدها الدولة الجزائرية في تحسين مناخ الاعمال تسعى الى العمل على ازدهار المؤسسات لكونها العصب النابض في الاقتصاد الجزائري فيمكننا توضيح الأهداف المتوخاة فيما يأتي:

أولاً- تحريك الاقتصاد

تؤدي البورصة بما فيها من سوق للمؤسسات الضخمة والصغرى دورا هاما في الحياة الاقتصادية، أصبحت بذلك مقياسا للادخار والاستثمار وترقيته، باعتبارها القناة التي تمر منها رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض الى الوحدات ذات العجز لأجل تمويل المشاريع وتحقيق حركية في الاقتصاد وهو ما يظهر تأثير دور المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على اقتصاد الدولة⁽¹⁹⁾.

ثانياً- توجيه ومراقبة الاستثمار

تعمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تكوين جيل من المستثمرين الصغار الذين لا يملكون رؤوس أموال كبيرة ولا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة. وهذا الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف الصغار المستثمرين يعود أساسا لقدرتها على توظيف المدخرات الفردية⁽²⁰⁾. كما تتيح عملية الدخول الى البورصة بمراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق، باعتبارها مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية⁽²¹⁾.

ثالثاً- ترقية الاستثمار

تسعى الدولة في ظل الأزمة الاقتصادية الى جذب المدخرات المكتنزة لدى المواطنين وضخها في البنوك، لذا تعد البورصة أحد هذه الوسائل المطورة للاستثمارات، حيث يمكن للأفراد الراغبة في الاستثمار عبر الأوراق المالية أن تحقق الثروة لاستثمارها واستثمار الدولة عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح سندات حكومية في البورصة هذا ما يوفر كمية عالية من السيولة من جهة أخرى، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات

المساهمة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ازدياد التجاء الحكومات الى الاقتراض العام من الشعب.

المطلب الثاني: الحوافز الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة في البورصة

صرح مدير البورصة الجزائرية يزيد بن موهوب يوم الخميس 12 جانفي 2017 لقناة الشروق نيوز الخاصة بأن: "عدم تمكن البورصة من استقطاب أكثر من خمسة مؤسسات يعود الى جهل الشركات للامتيازات التي تمنحها البورصة لإعادة تمويل نفسها، كما أن استراتيجيتنا خلال السنة الجارية هو تمويل المشاريع انطلاقا من البورصة وفقا لنموذج اقتصادي جديد...". يتبين من هذا التصريح أن المؤسسات تتمتع بحوافز تشجيعية بقصد حثها على الدخول الى البورصة وتعويضها عن المخاطر التي قد تصيبها. بالنسبة للمؤسسات نجدها تتمثل في التخفيف من شروط قبولها (الفرع الأول) بالإضافة الى البساطة في اجراءات إدراجها في البورصة (الفرع الثاني).

الفرع الأول: التخفيف من شروط قبول ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة

تم اعفاء هذا الكيان الصغير من بعض الشروط المفروضة قانونا على المؤسسات الكبرى وهو ما سنوضحه من خلال ما يلي:

أولاً- عدم خضوع قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لشروط قبول الشركات الضخمة نفسها: عند استقراء نصوص مواد النظام 12-01 نجدها تحدد بدقة شروط جد مرنة للقبول التي يجب أن تتوفر في هذه المؤسسات وهي كالآتي:

- أن تكون المؤسسة ذات نظام شركة أسهم⁽²²⁾ (هو الأمر الذي سبق بيانه عندما تحدثنا عن الشكل المفروض قانونا اتخاذه)، لا يوجد اختلاف هنا بين المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وشركة المساهمة لأن المؤسسة تتخذ شكل شركة مساهمة حيث اشترط المشرع في الشركة أن تكون مسعرة أو يمكن تسعيرها⁽²³⁾.

- أن تعين المؤسسة مستشارا مرافقا لها بموجب اتفاقية مبرمة بينهما يدعى «الراعي في البورصة» لمدة (05) سنوات ويكلف بمساعدتها أثناء اصدار سنداتها في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في



مجال الإعلام، يلعب الراعي دور الوسيط في البورصة المطلوب من الشركة الضخمة تعيينه أين يكلف بمساعدتها في إجراءات القبول والادخال⁽²⁴⁾ يبدو من خلال هذا أن دور الراعي في البورصة أكثر توسعا وأهمية من الوسيط بسبب أن المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة تحتاج الى ترقية ومرافقة.

- أن تكون المؤسسة قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين الأخيرتين ما لم تقرر لجنة عمليات البورصة خلاف ذلك وتعفى من هذا الشرط إذا كانت قيد التأسيس من خلال الطلب العلني على الادخار، هو الشرط ذاته المطلوب توفره لدى شركة الضخمة⁽²⁵⁾.

- يجب أن تقوم المؤسسة بفتح رأسمالها الاجتماعي على مستوى أدناه 10٪ وذلك يوم الادراج على أبعد تقدير، وهنا يبرز التخفيف المحفز للمؤسسة حيث اشترط المشرع من الشركة الضخمة أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20٪ على الأقل من رأسمال الشركة وذلك يوم الادراج على أبعد تقدير⁽²⁶⁾.

- ما تجدر الإشارة اليه أنه تم اعفاء المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من استيفاء بعض الشروط تشجيعا لها من الدولة للانضمام الى البورصة وهي النقطة الإيجابية التي تحسب للمشرع الجزائري، تتمثل هذه الإعفاءات فيما يلي: عدم استيفاء شروط الربحية والرأسمال الأدنى المطلوبان في شركات المساهمة الضخمة التي يطلب منها أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك، وألا يقل رأسمالها الذي تم وفاقه عن خمسمائة مليون (500.000.000 دج)، بالإضافة إلى تقديم تقرير تقييمي لأصولها ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه⁽²⁷⁾ وكذا أن تبرر وجود هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، وان لم تتوافر مثل هذه الهيئة لدى الشركة فعليها تنصيبها خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها في التداول في البورصة⁽²⁸⁾.

ثانيا- عدم خضوع الأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لشروط الأوراق المالية الصادرة عن الشركات الضخمة

لا بد من توافر شروط قبول القيم المنقولة حتى يمكن أن تكون موضوع تداول. غير أن هناك اختلاف بين شروط قبول المؤسسات والشركات الضخمة، إذ يجب على المؤسسات أن توزع سندات رأسمالها على الجمهور على عدد أدناه (50) مساهما أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين وذلك يوم الادراج على أبعد تقدير. في حين يشترط على الشركات الضخمة أن تكون الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بكاملها طبقا لأحكام المادة 33 من النظام العام للجنة 97-03. كما يجب عليها أن توزع سندات رأس المال على جمهور يقدر ب(150) مساهما وذلك يوم الادراج على أبعد تقدير طبقا لأحكام المادة 08 من النظام 12-01، والملاحظ أن عدد المساهمين المطلوب في المؤسسة أقل من الشركة وذلك بسبب صغر حجمها وتشجيعا من الدولة لتحقيق استثماراتها.

الفرع الثاني: تبسيط إجراءات ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة
في إطار تحقيق مساعي الدولة في اللجوء الى إعطاء دفع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للإدراج في البورصة، تم تقرير إجراءات مبسطة على المؤسسات اتخاذها، تمثلت فيما يلي:

أولاً- إبرام المؤسسات المستثمرة اتفاقية مرافقة مع الراعي في البورصة
أسلفنا الذكر ضمن شروط قبول ادراج المؤسسات أنه عليها اتخاذ شخص معنوية يسمى الراعي في البورصة بإبرام اتفاقية بينهما.

فرغبة من المشرع في بعث الطمأنينة لدى رؤساء المؤسسات وحثهم على الدخول الى البورصة، تم توفير هذا الشخص الذي يعمل على الرقي بهذا الكيان الصغير وترشيده بكل الواجبات والمخاطر التي من المحتمل أن يتعرضون اليها خلال تعاملهم فيها. يسمى هذا الشخص بالراعي في البورصة ويخضع للنظام 15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، الذي عرفه بأنه: «كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص»⁽²⁹⁾. خصص هذا الراعي

كشخص يعمل على تنوير هذه المؤسسات بكيفية طرح السندات في البورصة، كما يعمل على توضيح مكانة هذه المؤسسات وسط الشركات المدرجة بغرض تحفيز الجمهور على الاكتتاب في أسهمها⁽³⁰⁾.

ثانيا- ضمان تقديم المعلومات الصحيحة للجمهور المستثمر.

بعد توافر الشروط المطلوبة لقبول قيد المؤسسات لا يبقى عليها إلا تقديم طلب التأشير على المذكرة الاعلامية الى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تسهر على حماية المستثمرين، اذ تتأكد من أن المؤسسات المقبولة تداول قيمها المنقولة بتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها وصحة المعلومات. ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييما لنوعية العملية التي يقرها المصدر(المؤسسة)، بل تعني أن المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية⁽³¹⁾ ملائمة ومتسقة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب او اقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية⁽³²⁾.

وعليه بعد حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على المذكرة الإعلامية يمكن بعد ذلك للمؤسسة أن تنشر هذه المذكرة للجمهور الذي يبقى له حرية اتخاذ قرار الاكتتاب في القيم المنقولة المطروحة من عدمه. فالتزام المؤسسة بتقديم المعلومات الصحيحة للجمهور الراغب في شراء قيمها المنقولة عبر نشر مذكرة الاعلام يعد ابسط الإجراءات الواقعة على عاتقها.

خاتمة

إن الظروف التي جعلت المشرع الجزائري يتخذ قرار السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالاستثمار في البورصة هو كونه أصبح مطلبا ملحا وضروريا فرضته السياسة الاقتصادية الوطنية (الأزمة الاقتصادية) وكذا مسابرة التحولات الاقتصادية العالمية اذ هي الكيان المعول عليه لتطوير الاستثمار الوطني. فتعتبر سوق الأوراق المالية مؤشرا هاما لترقية المناخ الاستثماري والاقتصادي لكل دولة من الدول عن طريق تجميع المدخرات وتخصيصها الى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا ماليا.

وجدنا ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة إذا توافرت فيها الشروط القانونية المطلوبة من طرف لجنة البورصة لقبول ادراجها فهي جد مرنة ومخفضة مقارنة

بشروط شركات المساهمة تتنوع بين شروط وجب توافرها في المؤسسة وأخرى في الأوراق المالية المصدرة عنها.

توصلنا الى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور العملة بوجهين عند التحدث عن الأهداف المرجو منها تحقيقها اذ تحقق: الرفع من رأسمال المؤسسة وتحسين أدائها، تحريك الاقتصاد وتوجيه وترقية الاستثمار.

لاحظنا أن البورصة الوسيلة الفعالة التي تحقق التوسع في العمل الاستثماري من خلال تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية نظر التحقيق ضمان استدامة للشركات مهما كان حجمها، فتجسدت رغبة المشرع الجزائري في رفع حجم المشاريع الاستثمارية من خلال الامتيازات الممنوحة لرؤساء هذه المؤسسات (فتح رأسمال المؤسسة بحد أدنى 10٪ وتخفيض الضريبة على أرباح المؤسسة بقدر الرأسمال المفتوح، حصولها على مستشار مرافق.) بغية الاعتماد على التمويل الحديث في الجزائر خاصة في ظل تذييلها للترتيب العالمي للدول المعتمدة مؤسساتها على التمويل من البورصة.

رغم منح المشرع جملة من الحوافز لرؤساء المؤسسات بقصد تشجيعهم، إلا أننا لاحظنا عدم الوجود الفعلي لهذه المؤسسات في البورصة، لذا نسعى في ختام دراستنا الى تقديم جملة من التوصيات نأمل من القائمين على القطاع المالي والبورصة العمل على الأخذ بها:

- العمل على جذب رؤساء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الى دخول البورصة من خلال الترويج وتعريفهم بحوافز الاستثمار بالقضاء على تخوفهم من فقدان مؤسساتهم نتيجة فتح رأسمالها.

- العمل على درء مخاطر استثمار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة من خلال التعريف بنشاط المستشار المرافق الذي يسعى الى تحقيق أهداف المؤسسة.

- جذب الجمهور المدخر والمكتنز لأمواله خارج البنوك الى اقتناء القيم المنقولة المطروحة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال التعريف بالأسهم وكيفية امتلاكهم لجزء في رأسمال المؤسسة وكذا السندات الدين التي تسمح لهم باسترجاع أموالهم مقابل عمولة معينة.

- العمل على تكثيف النشاطات العلمية التعريفية بسوق البورصة الذي لا يزال العالم الفتى المجهول المعالم لدى عامة الشعب وممتملكي المؤسسات، بالإضافة الى التعريف باحتوائه على سوق سندات رأسمال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هدفه الوصول الى الرقي وتقديم الدعم لهذه المؤسسات.

- العمل على تكثيف التعاون مع بورصات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتطورة بقصد الاحتكاك والتعلم من خبراتها وقدراتها.

- العمل على فتح باب الاستثمار في البورصة عن طريق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أمام الأجانب مما يخلق الروح التنافسية بينهم وبين الوطنيين.

نود التنويه والتأكيد على أن بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والشركات هي الأمل في حل وعلاج مشكل الأزمة الاقتصادية الراهنة لكونها توفر التمويل الضروري لها وترقي الاستثمار في نفس الوقت، مما يتوجب على السلطات الاهتمام بهذا القطاع المهم لعدم تناسيه.

الهوامش:

(1) - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية العدد 87 الصادر في 15 نوفمبر 1997.

(2) - المادة 09 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير 2012 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة رقم 97-03، الجريدة الرسمية العدد 41 الصادر في 15 جويلية 2012.

(3) - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 423.

(4) - ربحان الشريف، بومود ايمان، بورصة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحدث مصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة بجامعة باجي مختار، عنابة، ص 07-08.

(5) - خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، دراسة استشرافية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2007-2008، ص 101.

(6) - خالد ادريس، المرجع نفسه، ص 105.

(7) - عن الموقع الالكتروني الخاص بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة: www.sgbv.com تاريخ المراجعة 24 مارس 2017



- (8) - جبار محفوظ، عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، 2006، ص08-09.
- (9) - عصام حنفي محمود، القانون التجاري، الجزء الأول، الاعمال التجارية- التاجر- المحل التجاري- شركات الأشخاص، المستوى الأول- فصل دراسي ثاني، كلية الحقوق- جامعة بنها، ص361، عن الموقع www.pdfactory.com
- (10) - شوقي جباري، مصطفى قمان، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - مع الإشارة الى حالة الجزائر- مقال منشور في مجلة التنظيم والعمل، 2014، العدد05، ص3.
- (11) - القانون17- 02 المؤرخ في10 يناير2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية العدد02، الصادر بتاريخ11 يناير2017.
- (12) - المادة 05 من القانون 17- 02، السالف الذكر.
- (13) - المواد 08- 09- 10 من القانون نفسه.
- (14) - منقول عن تصريحه لجريدة الشروق يوم20/12/2016.
- (15) - المرسوم التشريعي93- 10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المؤرخ في23/05/1993، الجريدة الرسمية العدد34 الصادر بتاريخ23/05/1993.
- (16) - حمليل نواره، الاكتتاب في رأسمال شركة الأسهم، مداخلة في ملتقى وطني حول النظام القانوني للشركات بين التشريع والتطور التكنولوجي، يومي19 و20 ماي2014، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تيزي وزو، ص01.
- (17) - دور البورصة، عن الموقع الالكتروني: www.elbassair.net تاريخ المراجعة 2017/01/07.
- (18) - محمد أيمن عزت الميداني، تطور أسواق الرأسمالية في سوريا، المركز السوري للاستثمارات والأبحاث في إدارة الاعمال، 2002.
- (19) - دور البورصة، المرجع السابق.
- (20) - بطاش غانية- بن نعميه سعيدة، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الليسانس، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2013/2014، ص40.
- (21) - كروش نور الدين، المرجع السابق، ص64.
- (22) - وفقا للمادة 09 المتضمنة المادة 46 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 12- 01.
- (23) - وفقا للمادة 715 مكرر30 من القانون التجاري الجزائري.
- (24) - المادتين 09- 03 على التوالي من النظام12- 01 السالف الذكر.
- (25) - المادة 09 من النظام12- 01 والمادة 31 من النظام97- 03.

- (26) - المادتين 09-07 على التوالي من النظام 12-01.
- (27) - المادتين 09-07 من النظام 12-01.
- (28) - المواد: 34-32-36 من النظام 97-03 السالف الذكر.
- (29) - المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 15-01 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم الصادر بموجب قرار وزير المالية، المؤرخ في 15 ابريل 2015، الجريدة الرسمية العدد 55 الصادر في 21 أكتوبر 2015.
- (30) - المواد 02-03-04 من النظام 15-01 السالف الذكر.
- (31) - المادة 16 من القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- (32) - التقرير السنوي 2007 للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ص 09.