

دور شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير في تفعيل بورصة الجزائر *The role of variable capital companies in the revitalization of the Algerian Stock Exchange*



الدكتورة/ نوارة حمليل^{3,2,1}

¹ جامعة تيزي وزو، (الجزائر)

² مخبر القانون والعولمة، جامعة تيزي وزو

³ المؤلف المراسل: nouara.hamlil2018@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2021/11/22 تاريخ القبول للنشر: 2021/12/22 تاريخ النشر: 2022/04/28



مراجعة الهقال: اللغة العربية: أ. د. / لزه كرشو (جامعة الوادي) اللغة الإنجليزية: د. / محمد أكرم عربات (جامعة سطيف 2)

ملخص:

تعتبر شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير إحدى هيئات التوظيف الجماعي التي نص عليها المشرع الجزائري، والتي يعول عليها لتفعيل وتنشيط بورصة القيم المنقولة، كونها أنموذجا ممتازا لتعبئة مدخرات الجمهور وتوجيهها للبورصة بالنظر إلى خصوصية نظامها القانوني ومرونة رأسمالها، كما أنها تتمتع بالكفاءة المهنية والخبرة الفنية في الاستثمار المالي وتوظيف وإدارة محافظ القيم المنقولة. إلا أنها لم تتمكن من تحقيق هذا الهدف، إذ إنّ بورصة الجزائر تعاني من ركود راجع لعدة أسباب خلقت أزمة ثقة في هذه السوق.

الكلمات المفتاحية: هيئات التوظيف الجماعي؛ القيم المنقولة؛ الاستثمار المالي؛ إدارة محفظة

القيم المنقولة؛ بورصة الجزائر.

Abstract:

Variable capital investment companies are one of the collective employment entities provided for by the Algerian legislator, which is relied upon to operationalize and activate the securities stock exchange, as it is an excellent model for mobilizing the public's savings and directing them to the stock exchange with regard to the specificity of its legal system and the flexibility of its capital. Besides, it enjoys professional competence and technical expertise in financial investment and the employment and management of securities portfolios.

Nevertheless, they were not able to reach this end, as the Algerian Stock Exchange suffers from a recession due to several reasons which have lead to a crisis of confidence in this market.

Key words: Collective investment entities; securities; financial investment; securities portfolio management; Algiers Stock Exchange.

مقدمة:

تعدّ بورصة القيم المنقولة عصب الاقتصاد لكونها تؤدي عدّة وظائف أهمها تعبئة مدخرات الجمهور من أفراد ومستثمرين مؤسساتيين وتوجّهم نحو قطاعات استثمارية، ممّا يساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية وخلق الثروة، إلى جانب خلق مناخ تنافسي بين المؤسسات الاقتصادية. لكن بورصة الجزائر -للأسف- تراوح مكانها منذ نشأتها ولم تتمكن من تحقيق هذه الأهداف، وذلك راجع لعدة أسباب وعوامل، أهمها عدم جاهزية الاقتصاد الوطني آنذاك لاستقبال سوق مالية وبورصة قيم منقولة، نظرا للعجز الذي خلفته أزمة المديونية في أواخر الثمانينات بسبب انهيار أسعار البترول (الهاشي)، "أزمة المديونية الخارجية للجزائر، أسبابها وآثارها"، 1999، صفحة 96).

باشرت السلطات على إثر هذه الأزمة سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية والتي رافقتها إصلاحات في المنظومة القانونية، أهمها استقلالية المؤسسات الاقتصادية العمومية بموجب القانون رقم 88-01، المؤرخ في 01 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية (-قانون رقم 88-01، مؤرخ في 01 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، ج ر عدد 2، صادر في 13 جانفي 1988، ملغى..، 1988)، ثم إصلاح النظام المصرفي بموجب قانون النقد والقرض المؤرخ في 14 أفريل 1990 (قانون، قانون رقم 90-10، مؤرخ في 14 أفريل 1990 يتعلق بالنقد والقرض، ج ر عدد 16، سنة 1990، ملغى ، 1990) ثم تلتها مباشرة نصوص تنظيمية تتعلق ببورصة القيم المنقولة وكيفية إصدار وتداول القيم المنقولة منها المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة (مرسوم تنفيذي رقم 91-169 مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، ج ر عدد 26، صادر في 01 جوان 1991، ملغى..، 1991)، والمرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 28 ماي 1991، الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها (تنفيذي، مرسوم تنفيذي رقم 91-170 مؤرخ في 28 ماي 1991، يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها، ج ر عدد 26، صادر في 01 جوان 1991، ملغى..، 1990)

لكن توقيت إصدار هذه النصوص غير مناسب من الناحية القانونية والناحية الاقتصادية، فمن الناحية القانونية، صدرت هذه النصوص التنظيمية قبل صدور النص التشريعي المنظم لبورصة القيم المنقولة ألا وهو المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة (- مرسوم تشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 34، صادر في 23 ماي 1993، معدل ومتمم..، 1993)، قبل تعديل القانون التجاري للسماح بإصدار القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري (تشريعي، - مرسوم تشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 25 أفريل 1993، يعدل ويتمم الأمر رقم 75-58 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، ج ر عدد 27، صادر في 27 أفريل 1993، معدل ومتمم..، 1993).

أما من الناحية الاقتصادية فإن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية آنذاك لم تكن جاهزة لإدراجها في بورصة القيم المنقولة، ما دفع بالدولة إلى خوصصة بعض المؤسسات العمومية الاقتصادية لإطلاق بورصة الجزائر (Mahfoud, 1996, p. 27). انطلاقاً أقل ما يمكن القول عنها أنها انطلاقة خاطئة، أدت إلى قلة القيم المدرجة فيها، وعجزها عن استقطاب المستثمرين فيها (BOUZAR, 2020, p. 4).

إذا أردنا تنشيط بورصة القيم المنقولة في الجزائر، يجب خلق مناخ يشجع على الاستثمار فيها، بإدراج قيم منقولة جديدة لتنويع العرض، إضافة إلى تفتحها على نماذج استثمارية تعتمد على المخاطرة، وهي شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، التي تعرف في بعض الأنظمة بشركات رأسمال المخاطر، التي سنخصص لها هذه الدراسة بطرح إشكالية قانونية تتمثل في مدى مساهمة شركات ذات الرأسمال المتغير في تنشيط بورصة القيم المنقولة. تكون الإجابة على هذه الإشكالية باتباع منهج وصفي تحليلي، ونقدي لمختلف النصوص القانونية ذات الصلة بالموضوع بهدف إبراز دور هذه الشركات في خلق مناخ استثماري تنافسي في بورصة القيم المنقولة، مع التوقف عند كل نقص أو غموض يشوبها سواء في تنظيمها القانوني أو في آليات ممارستها لنشاطها، يتأتى ذلك في نظرنا بتقسيم البحث إلى مبحثين أساسيين هما:

المبحث الأول: شركات ذات الرأسمال المتغير نموذج ممتاز لتعبئة المدخرات.

المبحث الثاني: قدرة شركات ذات الرأسمال المتغير على توظيف واستثمار المدخرات داخل البورصة.

المبحث الأول:

الشركات ذات الرأسمال المتغير نموذج ممتاز لتعبئة المدخرات

كانت بلجيكا أول دولة سمحت بتوظيف الأموال بصيغة جماعية سنة 1822، تطورت تلك الصيغة لتظهر شركات التوظيف الجماعي سنة 1870 (Michel, 1986, p. 3)، سرعان ما انتشر هذا النموذج في باقي الدول الأوروبية ثم الولايات المتحدة الأمريكية (-حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري. تيزي وزو، 2014)، (2014).

أما المشرع الجزائري فقد نص عليها لأول مرة سنة 1996 بموجب الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (-أمر رقم 96-08 مؤرخ في 10 جانفي 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) و(ش.إ.ر.م.م) و(ص.ت.م)، ج ر عدد 03، صادر في 14 يناير 1996، 1996)، وتبنى نموذجين من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهي شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، ثم نظمها بموجب النظام رقم 97-04 المؤرخ في 04-97 المؤرخ في 23 نوفمبر 1997، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، ج ر عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997، 1997)، بموجب هذين النصين منح المشرع للشركة ذات الرأسمال المتغير نظاماً قانونياً خاصاً جعلها قادرة

على تعبئة مدخرات الجماهير سواء من حيث طبيعتها القانونية (المطلب الأول) أو من حيث مرونة رأسمالها (المطلب الثاني).

المطلب الأول: خصوصية الطبيعة القانونية لشركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، تناسب مع وظيفة تعبئة المدخرات

يهدف قيام هذه الشركة بمهامها المتمثلة في التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، أفردت لها أغلب التشريعات تنظيماً خاصاً يتميز عن باقي الشركات من حيث تعريفها (فرع أول) ومن حيث إجراءات تأسيسها (فرع ثاني).

الفرع الأول: تعريف شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وتمييزها عن المفاهيم ذات الصلة
أدى تطور وتنوع الاستثمارات المالية على مستوى الأسواق المالية العالمية إلى ظهور عدة أنواع من المتدخلين في السوق المالية تعرض خدمات استثمارية مختلفة وتطرح منتجات مالية متنوعة، لذا وجب تعريف شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير من ثم تمييزها عن بعض المفاهيم المشابهة.

أولاً- تعريف الشركة ذات الرأسمال المتغير:

عرّف المشرع الجزائري شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير في المادة الثانية من الأمر رقم 96-08، بأنها شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول، وقد استوحى هذه التسمية من المشرع الفرنسي الذي عرّفها كذلك بموجب القانون المؤرخ في 03 جانفي 1979 (ROBLOT, 1995) René, Les organismes de placement collectif en valeur mobilière (OPCVM), المعدل والمتمم لاحقاً، خاصة بصدر نظام لجنة عمليات البورصة COB رقم 02-89 (Jean-Jacques, 2006, p. 2)، ثم بنظام سلطة السوق المالية AMF حسب آخر تعديل بتاريخ 10 نوفمبر 2020 المتوفر على موقع سلطة السوق المالية الفرنسية.

في حين تسميها بعض التشريعات منها القانون المصري بموجب القانون رقم 95 لسنة 1992 بصناديق الاستثمار (نهال، 2004، صفحة 340).

ثانياً- تمييز شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير عن المفاهيم ذات الصلة:

1- تمييزها عن صناديق التوظيف المشترك:

تعرف صناديق الاستثمار بأنها ملكية مشتركة لقيم منقولة يسعى مديروها إلى توظيفها في البورصة بتكوين محافظ الأوراق المالية (حسني، 1995، صفحة 28)، كما عرفت أيضاً أنها جهات تتلقى الأموال من المدخرين سواء كانوا أفراداً أو هيئات بهدف الحصول على صك يسمى وثيقة الاستثمار يعطي الحق في الحصول على نسبة من كل عائد من كل استثمار من أوجه استثمارات المحفظة (التهامي، 2001، ص 188).

أما من الناحية التشريعية فقد عرفها المشرع الفرنسي في المادة 20-214 L من التقنين النقدي والمالي، بأنها ملكية مشتركة لأدوات مالية. يعتبر هذا التعريف مصدر تعريف المشرع الجزائري للصناديق المشتركة بأنها: "ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناءً على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة" (المادة 13 من الأمر رقم 96-08).

انطلاقاً من هذه التعاريف يتضح جلياً أن الصناديق المشتركة للتوظيف لا تأخذ شكل الشركة مثل شركة ذات الرأسمال المتغير، بل ولا تتمتع أصلاً بالشخصية المعنوية وهذا ما نص عليه المشرع الجزائري في المادة 2/13 من الأمر رقم 96-08 إنما يقوم على الملكية المشتركة للقيم المنقولة. فهي تقوم بتسيير محافظ القيم المنقولة عبر توظيف المدخرات فيها عن طريق علاقة ثلاثية بين مسير الصندوق الذي يتخذ القرارات الاستثمارية، وأمين الصندوق وهو المؤسسة المؤتمنة التي تودع لديها القيم المنقولة، والمدخر صاحب الأموال المستثمرة (البخفاوي، 2006، صفحة 36).

2- تمييزها عن شركات الرأسمال الاستثماري:

يعود أول ظهور لفكرة رأسمال المخاطر إلى اليوناني Thaés DE MILET الذي أسس مشروع للإنتاج الصناعي لاستخراج زيت الزيتون بفضل الأموال التي حصل عليها من المقرضين. أما النظام المتعارف عليه حالياً لشركات رأسمال المخاطر ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1946 بفضل شركة American Reserch and Développement (حمزة، 2017، الصفحات 885-886).

اشتهر هذا النوع من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية التي تسميها بشركات رأس مال المخاطر لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة ومرافقتها الفنية والإدارية (بوحناش، 2012، صفحة 3). كما منحت لها مهام أخرى في دول أخرى بمساعدة الشركات المتعثرة وكذا تحويل الشركات إلى شركات أخرى أو خوصصة المؤسسات العمومية أو استرجاعها. كان القانون الفرنسي والجمعية الفرنسية للرأسمال الاستثماري قد تخلت عن تسمية رأسمال المخاطر واستبدلتها بتسمية شركات رأس المال الاستثماري (مزاهدية، 2017، صفحة 149).

لم يعرف المشرع الجزائري شركة الرأسمال الاستثماري إنما حدد موضوعها، فهي تهدف إلى المشاركة رأسمال الشركة وفي أية عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة (المادة 02 من القانون رقم 06-11). تختلف هذه الشركة عن شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير في أنها تساهم في التمويل المباشر للشركة بما يعرف برأسمال المخاطر قبل إنشائها برأسمال الجدوى، وعند إنشائها برأسمال تأسيسي وبمناسبة ممارسة نشاطها ونموها برأسمال النمو، عند استرجاع المؤسسة من مستثمر داخلي أو خارجي برأسمال التحويل (المادة 04 من القانون رقم 06-11). في حين شركة ذات الرأسمال المتغير توظف محفظة القيم المنقولة لزبائنها الذين يطمحون إلى تحقيق الأرباح وليس إلى التمويل.

أما من الناحية الإجرائية فإن تأسيس شركة الرأسمال الاستثماري لا يخضع لاعتماد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مثل شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، إنما لترخيص وزير المالية (المواد 8، 9، 10، من المرسوم التنفيذي رقم 08-56).

الفرع الثاني: شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير شركة أسهم من نظام خاص

تتمتع شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير بنظام قانوني خاص يسمح لها بأداء وظيفتها المتمثلة في تعبئة مدخرات الجمهور، وتوظيفها واستثمارها في البورصة، وذلك بجعلها شركة أسهم تخضع للقانون التجاري تارة، وتخضع لأحكام أخرى تارة أخرى، باعتبار أن شركة الأسهم التي تتجرأ رأسمالها إلى أسهم قابلة

للإصدار والتداول في البورصة، وهي الخاصية الأساسية التي تقوم عليها هذه الشركة. هذا ما نادى به غالبية الفقه الحديث (حميل، 2014، صفحة 222)، رغم وجود معارضين لتطبيق شكل شركة الأسهم على شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير لغياب نية المشاركة لدى المساهمين في شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير الذين يهدفون إلى وضع أموالهم تحت تصرف الشركة كي تستثمرها لحسابهم، كما أن ثبات رأسمال شركة المساهمة يمكن تطبيقه على شركة الاستثمار القائمة على مبدأ التغير في رأسمالها. نزولا عند هذه الانتقادات جعلت أغلب التشريعات النظام القانوني لشركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير نظاما خاصا وهجينا تطبق عليها أحكام شركة المساهمة المنصوص عليها في القانون التجاري مع استبعاد الأحكام التي لا تتلاءم مع وظيفة شركة الرأسمال المتغير، خاصة ما يتعلق فيها بحركة رأسمال الشركة.

الفرع الثاني: تأسيس شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير بمدخرات الجمهور أولاً- التأسيس باللجوء العلني للدخار:

بالرجوع إلى أحكام القانون التجاري فإن شركات المساهمة قد تتأسس إما عن طريق اللجوء العلني للدخار، أو ما يسمى بالاككتاب العام أو دون اللجوء العلني للدخار، وهو ما يعرف بالاككتاب الخاص أو الاككتاب المغلق، أما شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، نظرا لطبيعة نشاطها فهي تتأسس عن طريق اللجوء العلني للدخار بموجب قانون أساسي مرفق يتضمن بيانات جوهرية إلزامية (المادة، المادة 11 من النظام رقم 04-97)، أما عن رأسمالها التأسيس فلا يجب أن يقل عن 5 ملايين دينار جزائري طبقا للمرسوم التنفيذي رقم 96-474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996، يتضمن تطبيق المادتين 8 و23 من الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، (مرسوم تنفيذي رقم 96-474 مؤرخ في 28 ديسمبر 1996، يتضمن تطبيق المادتين 8 و23 من الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ج ر عدد 84، صادر 29 ديسمبر 1996، 1996).

ثانياً- الاعتماد شرط جوهري:

بمجرد إعداد القانون الأساسي للشركة يودع أمام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لطلب الاعتماد كون نشاط تسيير محفظة القيم المنقولة نشاطا مقننا يخضع لسلطة ضبط السوق المالية طبقا للمادة 5 من الأمر رقم 96-08 والمادة 5 من النظام رقم 04-97، التي لها أجل شهرين لإصدار قرار منح الاعتماد إذا كان الطلب مستوفيا لكل الشروط أو رفضه مع احتفاظ المعنى بحق الطعن، طبقا للمادة 6 من الأمر رقم 96-08، بعد صدور قرار الاعتماد (المادة 14 من النظام رقم 04-97).

تتمتع شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير بخصوصية أخرى هي وجود مؤسسة مؤتمنة تودع لديها الاككتابات، والتي جعلتها المادة 36 من الأمر رقم 96-08 بحارسة الأصول (ه.ت.ج) والتي حددت بموجب القرار المؤرخ في 13 أوت 1998، والمتمثلة في البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة على أن يكون مقرها في الجزائر، وهي من تتولى رقابة القرارات التوظيفية لشركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير.

المطلب الثاني: مرونة رأسمالها سبب قدرتها على تعبئة المدخرات:

تأسّس شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير برأسمال قدره خمسة ملايين دينار جزائري (5.000.000 دج) طبقا للمادة 8 من الأمر رقم 08-96، كذلك المرسوم التنفيذي رقم 474-96، يقسم رأسمالها حصص نقدية أو عينية يقدرها مندوب الحسابات، وتودع لدى الشركة المؤتمنة التي تم الاتفاق معها، لكن المشرع الجزائري ونتيجة للتقليد الأعلى للمشرع الفرنسي نص في الفقرة 19 من المادة 11 من النظام رقم 04-97 على إلزامية تقديم تقرير مندوب الحسابات في ملف الاعتماد المودع لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، في حين أن المادة 14 من النظام نفسه تنص على أن الجمعية العامة للشركة وبعد اعتمادها وتسجيلها في السجل التجاري هي من تعين مندوب الحسابات (حميل، 2014، صفحة 230) يجب أن يساوي رأسمال الشركة في أي وقت قيمة الأصل الصافي بعد خصم المبالغ القابلة للتوزيع (المادة 9 من الأمر رقم 08-96)، سواء تم تعديله بالزيادة (فرع أول) أو بالتخفيض (فرع ثاني).

الفرع الأول: زيادة رأسمال شركة الاستثمارات ذات الرأسمال المتغير

تستمد شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير تسميتها من هذه الخاصية المتمثلة في مرونة رأسمالها، فخروجا عن القواعد العامة المنصوص عليها في القانون التجاري يجوز لهذه الشركة تعديل رأسمالها كيف ما تشاء دون الحاجة إلى الإجراءات المنصوص عليها في القانون التجاري.

فتعديل رأسمالها غير مقيد بمدة خمس سنوات، ولا بانعقاد الجمعية العامة غير العادية، لأن طبيعة الشركة قائمة على جمع المدخرات بالتالي إصدار أسهم جديدة للمكتتبين الجدد، طبقا للمادة 3 من الأمر رقم 08-96 التي تنص على ما يلي: «تصدر أسهم الشركة ويعاد شراؤها في كل وقت...».

رغم مرونة إجراءات زيادة رأسمال شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير بما يتماشى مع طبيعة نشاطها وتمكينها من جلب المدخرات وتوظيفها في بورصة القيم المنقولة لتندشيطها، إلا أنها تخضع لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التي لها أن تتدخل بموجب لائحة وفق مقتضيات السوق لتحديد دورية إصدار هذه الأسهم وإعادة شرائها، وذلك حفاظا على حسن سير السوق المالية من حيث تكافؤ العرض والطلب (المادة 3 فقرة 2 من الأمر رقم 08-96).

الفرع الثاني: تخفيض رأسمال الشركة:

طبقا للمادة 3 من الأمر رقم 08-96 يحق لكل شريك أن يبيع حصصه متى شاء وعلى الشركة إعادة شرائها، وهذا ما يؤدي إلى تخفيض رأسمال الشركة دون الحاجة إلى قرار الجمعية العامة غير العادية (المادة 3 و5 من الأمر رقم 08-96)، هذه الميزة هي التي تجذب المستثمرين للاستثمار في هذا النوع من الشركات، وهي قدرتهم على التحرر منها متى أتيحت لهم فرص استثمارية أخرى.

لكن تخفيض رأسمال الشركة مقيد بحد أدنى لا يجوز تجاوزه، وهو نصف الحد الأدنى لرأسمالها، أي مليونين ونصف دينار جزائري طبقا للمادة 12 من الأمر رقم 08-96 والمادة 23 من النظام رقم 04-97.

المبحث الثاني:

قدرة شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير على استثمار مدخرات الجمهور داخل البورصة

تؤدي شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وظيفة اقتصادية هامة في خلق حركية الأموال وتوجيهها للاستثمارات المربحة، مما يحقق تمويلا مستمرا لها، ويحقق عائدا معتبرا للمدخرين أصحاب المحافظ، وذلك بفضل الإدارة المحترفة لشركة ذ.ر.أ.م بحكم خبرتها الفنية المتخصصة في هذا المجال (مطلب أول)، مما يجعل من التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أو الإدارة الجماعية لمحفظة القيم المنقولة أكثر استقطابا للرساميل والمدخرات (مطلب ثاني).

المطلب الأول: تمتع شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير بالخبرة الفنية في الاستثمار المالي:

تنشأ شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير من طرف خبراء متخصصين في مجال القيم المنقولة بصفة خاصة، والاستثمار بصفة عامة، خبرة تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية في السوق على دراية ومعرفة فنية متخصصة (فرع أول)، يضاف إلى خبرة المؤسسين خبرة المؤسسة المؤتمنة التي تراقب استثمارات الشركة في السوق (فرع ثاني).

الفرع الأول: اعتماد الشركة على خبرة مؤسسيها في الاستثمارات المالية:

يقوم الاستثمار المالي على التضحية برغبات استهلاكية حالية، على أمل إشباع رغبات أكبر في المستقبل، مقابل تحمل درجة معينة من المخاطرة، لا تتأتى الموازنة بين التضحية المطلوبة والفائدة المرجوة مع المخاطرة المحتملة إلا بكفاءة مهنية وفنية عالية ودراية تامة بأوضاع السوق.

توفر هذه الخبرة في مؤسسي شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير بحكم كفاءتهم العلمية وخبرتهم المهنية وبمعارفهم بحالة الاقتصاد الكلي والجزئي الخاص بكل قطاع على حدة، خبرة تمكنهم من وضع مخطط استثماري لكل مساهم وزبون يأخذ بعين الاعتبار الفرص المتاحة للاستثمار والمخاطر المصاحبة له ولفرضيات التقلبات المتوقعة وغير المتوقعة. تمثل الخبرة الفنية والمهنية لمؤسسي الشركة السبب الرئيسي لقبول المدخرين توجيه مدخراتهم واستثمارهم بآلية التوظيف الجماعي لمحافظ القيم المنقولة.

الفرع الثاني: رقابة المؤسسة المؤتمنة على التوظيفات والقرارات الاستثمارية للشركة:

نصت أغلب التشريعات على ضرورة وجود طرف ثالث في العلاقة الاستثمارية بين شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير ومكتتبها، وهي المؤسسة المؤتمنة، وذهبت الكثير من التشريعات إلى اعتبارها بنكا أو مؤسسة مالية.

ساير المشرع الجزائري هذا النهج باشتراط وجود مؤسسة مؤتمنة بموجب الأمر رقم 96-08، فالمؤسسة المؤتمنة تكون وحيدة ومتميزة عن شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير يتم اختيارها على أساس قائمة أشخاص معنوية يحددها الوزير المكلف بالمالية على أن تعين هذه المؤسسة ضمن القانون الأساسي للشركة (المادة 36 من الأمر رقم 96-08)، تم بالفعل تحديد القائمة التي تختار منها المؤسسة المؤتمنة وهي البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة (قرار صادر عن وزير المالية مؤرخ في 13 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة

36 من الأمر رقم 08-96 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، ج ر عدد 70، مؤرخ في 20 سبتمبر 1998، 1998).

إنّ وجود المؤسسة المؤتمنة التي تعتبر حارسة للقيم المنقولة المودعة لديها، يشكل ضماناً حقيقية للمدخرين خاصة الصغار منهم، فهي تحميهم من خطر المضاربة المبالغ فيها التي قد تُقدم عليها الشركة، وكذلك من خطر استعمال وسوء استغلال هذه القيم المنقولة من طرف المؤسسين لتحقيق أغراض شخصية. بالإضافة إلى أن هذه المؤسسة تزرع الثقة في المكتتبين في جدية هذا الاستثمار، وسد محاولات السماسرة من إنشاء شركات استثمار وهمية للنصب على المدخرين، خاصة وأن الأمر رقم 08-96 منح لها صلاحيات رقابية بموجب المادة 3/36 منه، فهي تلتزم بالتأكد من صحة القرارات الاستثمارية المتخذة.

تكون بذلك المؤسسة المؤتمنة طرف آخر متخصص يتدخل في تسيير محفظة القيم المنقولة وليس مجرد حارس مادي لها أو مجرد عقد وديعة. من جهة أخرى تضمن للمدخر مصداقية الشركة وأن نشاطها حقيقي وليس صوري تهدف من ورائه الشركة إلى النصب على المكتتبين.

المطلب الثاني: تمكن الشركة المدخرين من الاستفادة من مزايا التوظيف الجماعي في تسيير محافظ القيم المنقولة

يرتكز الاستثمار في القيم المنقولة على إدارة محافظ مالية متنوعة لتحقيق أكبر قدر من الأرباح في ظل مخاطر محددة، هذا ما جعل نشاط الإدارة الجماعية لمحافظ القيم المنقولة يتمتع بأهمية بالغة، خاصة في الأسواق المالية النشطة التي يصعب على المستثمر الفرد متابعة وملاحقة تصورات السوق وتحديد سياسة استثمارية ناجحة، لذا يفضل المستثمر إسناد هذه المهمة إلى شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير التي تختار وتكون له محفظة قيم منقولة متنوعة (فرع أول) ثم تُديرها وفقاً للمبادئ والأساليب الفنية لإدارة محافظ القيم المنقولة (فرع ثاني).

الفرع الأول: تنوع محفظة القيم المنقولة للمستثمر:

تعرف محفظة القيم المنقولة بأنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية من أجل أغراض استثمارية وتحقيق الأرباح (عوض، 2006، صفحة 21)، كما تعرف بأنها مجموعة من الأدوات الاستثمارية التي يمسكها المستثمر بهدف تحقيق عائد معين عند مستوى معقول من المخاطرة من خلال تنوع مكوناتها وفقاً لأساليب علمية صحيحة (مصطفى، 2006، صفحة 4).

تتبع شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير عدة معايير في تكوين وتنوع محفظة الزبون بمزيج من البدائل والفرص الاستثمارية في سبيل تخفيض مخاطر الاستثمار لأدنى درجة ممكنة من بينها معيار جودة الصكوك المكونة للمحفظة، وهي تلك الصكوك التي تتناسب معدلات عوائدها مع معدلات المخاطر فيها (تيم، 2004، صفحة 108).

تأخذ شركة الاستثمار في حسابها عند تكوين محفظة القيم المنقولة أنواع الأسواق العاجلة والأجلة والمحلية والأجنبية، وكذلك الظروف المحيطة بها (حاتم، 2019، صفحة 22).

الفرع الثاني: استعمال الشركة لأساليب فنية متخصصة في إدارة محافظ القيم المنقولة:

تتبع شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير عدة أساليب في إدارة محافظ القيم المنقولة للمدخرين المستثمرين، نذكر منها:

- أسلوب الموازنات Méthode d'arbitrage توازن فيها الشركة ظروف الاستثمار جملة وتفصيلا لمعرفة متى تباع ومتى تشتري.
- الأساليب الآلية méthodes automatiques التي تهتم فقط بالأسعار داخل البورصة ومؤشراتها (أحمد، 2006، صفحة 379).

هذه الأساليب لا يتقنها المدخر الفرد ولا المستثمر المؤسسي. إضافة إلى هذه الأساليب الفنية تركز الإدارة الجماعية لمحافظة القيم المنقولة على مبادئ قانونية منها ما يتعلق بالقواعد الخاصة بتسيير وإدارة محافظ القيم، وأخرى بالقواعد العامة للعقد الذي يربط المستثمر بالشركة من جهة، والعقد الذي يربط الشركة بالمؤسسة المؤتمنة من جهة أخرى (ESSOMBIE-MOUSSIO, p 21):

تتم إدارة محافظ الزبائن تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفقتها السلطة الضابطة المانحة للاعتماد، فيقع على عاتق الشركة التزام بإعلام الجمهور، وإعلام اللجنة إعلاما دوريا عن طريق النشرات التي يجب عليها نشرها. كما تلتزم باحترام كل النصوص التشريعية والتنظيمية المنظمة لنشاطها بصفة خاصة، والمنظمة للسوق المالية بصفة عامة، وكل إخلال بها يعرضها للسلطة التأديبية للجنة، إضافة إلى الجزاءات المدنية والجزائية المنصوص عليها قانونا، ناهيك عن رقابة التسيير والاستثمارات التي تمارسها المؤسسة المؤتمنة، وهذا كله من شأنه أن يعزز ثقة المستثمرين في مثل هذا النوع من الشركات لتوجيه مدخراتهم إلى السوق المالية.

الخاتمة:

تعتبر شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير مكون أساسي لنجاح وصفة الاستثمار في بورصة القيم المنقولة. وعياً من المشرع بالدور المنوط بها نظمها بموجب الأمر رقم 08-96، ثم أصدرت اللجنة النظام رقم 04-97 لتطبيق أحكام هذا الأمر، ليتحدد بذلك الإطار القانوني لهذا النوع من الشركات.

وُجدت هذه الشركات لتفعيل وتنشيط السوق المالية بصفة عامة وبورصة القيم المنقولة بصفة خاصة، نظرا لقدرتها على تعبئة مدخرات الأفراد وجمهور المستثمرين وتوجيهها لتمويل الاستثمارات المربحة، عن طريق توظيفها في محافظ القيم المنقولة وإدارتها إدارة جماعية تتمتع بقدر عالٍ من الكفاءة الفنية والمهنية.

لكن رغم كل هذه الميزات والمحسن التي تتمتع بها شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، إلا أن بورصة الجزائر لم تتمكن من الاستفادة بها كونها لم تعرف اعتماد سوى شركة واحدة، وهي شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير SICAV CELIM المنشأة من طرف ثلاث بنوك عمومية بنسب متساوية.

يعود ذلك إلى انعدام العمليات في بورصة الجزائر وقلة الأدوات المالية المعروضة فيها، فقلة العرض والطلب لا يساعد على تشكيل ولا إدارة محافظ القيم المنقولة، مما أدى إلى إحجام المستثمرين عن ضخ

أموالهم في بورصة الجزائر، أما المدخر البسيط فقد أصبح عاجزاً عن الادخار بسبب التضخم الذي حال دون قدرة المواطنين ذوي الدخل المتوسط على التوفير، بل يضطرون إلى توجيه كل مداخيلهم إلى الاستهلاك الآني، ضف إلى ذلك أن الفئة المدخرة تفضل توجيه مدخراتها إلى المصاريف التي تضمن لها فوائد ضئيلة لقاء مخاطر محدودة. (الزهراء، 2021، صفحة 671)

ناهيك عن أزمة الثقة في بورصة الجزائر، التي تسير تسييراً إدارياً بيروقراطياً، وأن البنوك الجزائرية أغلغها بنوك عمومية ومجرد شبابيك إدارية لا تخلق فرصاً استثمارية ولا تطرح أدوات مالية جديدة تجذب بها المستثمرين. كل هذه الأسباب وغيرها جعلت من بورصة الجزائر لا تستهوي المستثمر الأجنبي ولا حتى المستثمر الوطني.

الإحالات والمراجع:

1. التهامي عرفات إبراهيم، التشريعات الاقتصادية، دار النهضة العربية. القاهرة 2001.
2. عبد الجواد محمد عوض، التدفقات علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
3. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2004.
4. المصري حسني، صناديق الاستثمار المشتركة في القانون الكويتي والقانون المقارن، مطبوعات جامعة الكويت، الكويت، 1995.
5. البخفاوي هشام، التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار. مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.
6. بوحناش فدوى، شركة الرأسمال الاستثماري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2012.
7. حاتم مولود، النظام القانوني لعقد تسيير محفظة القيم المنقولة، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه طور ثالث، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2019.
8. -حسن محمود مصطفى النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 2006.
9. حميل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري. تيزي وزو، 2014.
10. طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، أطروحة دكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق جامعة القاهرة، 2006.
11. فتحي أحمد نهال، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، رسالة لنيل درجة دكتوراه في الحقوق، جامعة حلوان، مصر، 2004.

12. بوجعيدر الهاشمي، "أزمة المديونية الخارجية للجزائر، أسبابها وآثارها". مجلة العلوم الإنسانية. جامعة الإخوة منتوري قسنطينة، عدد 12، لسنة 1999، ص. ص 96-107.
 13. فراحي بلال، سعدي فاطمة الزهراء، آليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر (الأداء، المعوقات والحلول)، مجلة آفاق علمية، المجلد 13، العدد 3، سنة 2021.
 14. قدور نبيلة، العربي حمزة، "التمويل برأسمال المخاطر وأهم تجارب بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس الجزائر)"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد السابع جوان 2017، ص 882-901.
 15. - مزاهدية رفيق، عبد الله بلعدي، "شركة رأسمال المخاطر رؤية شرعية، قانونية واقتصادية"، مجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عباس لغزو خنشلة، العدد 8، جوان 2017، ص ص 140-166.
 16. - قانون رقم 01-88، مؤرخ في 01 جانفي 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، ج ر عدد 2، صادر في 13 جانفي 1988، ملغى.
 17. قانون رقم 10-90، مؤرخ في 14 أفريل 1990 يتعلق بالنقد والقرض، ج ر عدد 16، سنة 1990، ملغى
 18. - مرسوم تشريعي رقم 08-93 مؤرخ في 25 أفريل 1993، يعدل ويتمم الأمر رقم 58-75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، ج ر عدد 27، صادر في 27 أفريل 1993، معدل ومتمم.
 19. -مرسوم تشريعي رقم 10-93 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 34، صادر في 23 ماي 1993، معدل ومتمم.
 20. -أمر رقم 08-96 مؤرخ في 10 جانفي 1996، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و(ص.ت.م)، ج ر عدد 03، صادر في 14 يناير 1996.
 21. قانون رقم 11-06، مؤرخ في 24 جوان 2006، يتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري، ج ر عدد 42، صادر في 25 جوان 2006.
 22. مرسوم تنفيذي رقم 169-91 مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، ج ر عدد 26، صادر في 01 جوان 1991، ملغى.
 23. مرسوم تنفيذي رقم 170-91 مؤرخ في 28 ماي 1991، يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها، ج ر عدد 26، صادر في 01 جوان 1991، ملغى.
 24. مرسوم تنفيذي رقم 171-91، مؤرخ في 28 ماي 1991، يتعلق بلجنة البورصة، ج ر عدد 26، صادر في 01 جوان 1991، ملغى.
 25. مرسوم تنفيذي رقم 474-96 مؤرخ في 28 ديسمبر 1996، يتضمن تطبيق المادتين 8 و23 من الأمر رقم 08-96 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ج ر عدد 84، صادر 29 ديسمبر 1996.
 26. نظام رقم 04-97 مؤرخ في 23 نوفمبر 1997، يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، ج ر عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
 27. مرسوم تنفيذي رقم 56-08، مؤرخ في 11 فيفري 2008، يتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري، ج ر عدد 09 صادر في 24 فيفري 2008.
 28. قرار صادر عن وزير المالية مؤرخ في 13 أوت 1998، يتضمن تطبيق المادة 36 من الأمر رقم 08-96 المؤرخ في 10 يناير 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، ج ر عدد 70، مؤرخ في 20 سبتمبر 1998.
29. ESSOMBE-MOUSSIO Jean-Jacques, "La gestion de portefeuille" dictionnaires Jolly Bourse, édition Jolly, Paris, 2006.

30. JEANTIN Michel, *Société d'investissement à capital variable (SICAV)*, Juris-classeur, Paris, 1986.
31. ROBLLOT, René, *Les organismes de placement collectif en valeur mobilière (OPCVM)*, Edition Ansu, Paris, 1995. ARTICLES .
32. BOUZAR Chabha, «les contraintes de développement du marché financier Algérien», *Revue CAMPUS*, N° 18, 2020, pp 2-22.
33. DJEBBAR Mahfoud, «la privatisation des entreprises publiques, rôle du marchés financier», *Revue des sciences humaines*, N°5, 1995, p27.

