

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



كلية الحقوق والعلوم السياسية



جامعة محمد لمين دباغين سطيف 2

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه العلوم في الحقوق
تخصص: قانون خاص

بعنوان:

تداول الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة في سوق الأوراق المالية

إشراف الدكتور:

بلعيساوي محمد الطاهر

إعداد الطالبة:

عاشوري وهيبة

لجنة المناقشة:

الصفة	مؤسسة الانتماء	الرتبة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	جامعة سطيف 2	أستاذة	أ.د. عماروش سميرة
مشرفا مقرر	جامعة سطيف 2	أستاذ	أ.د. بلعيساوي محمد الطاهر
ممتحنا	جامعة سطيف 2	أستاذ محاضر أ	د. وشتاتي حكيم
ممتحنا	جامعة سطيف 2	أستاذ محاضر أ	د. مهداوي حنان
ممتحنا	جامعة المسيلة	أستاذ	أ.د. بوخرص عبد العزيز
ممتحنا	جامعة عنابة	أستاذ	أ.د. قادري مجيد

السنة الجامعية: 2025/2024



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿... وَمَا أُتِيتُمْ مِنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلًا﴾

صدق الله العظيم

—سورة الإسراء الآية 85—

شكر وتقدير

لله الفضل من قبل ومن بعد على ما أنعم وسهل وأرشد، فله الحمد والشكر كله، والصلاة والسلام على رسوله الأمين، سيدنا محمد بن عبد الله وعلى آله وصحبه ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين، وبعد:

أتقدم بأسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة

إلى الذين مهدوا لنا أقدس رسالة في الحياة

إلى كل من أشعل شمعة في درب عالمنا

إلى من أعطى من حصيلة دربه لينير طريقنا

إلى كل أساتذتي

من الطور الابتدائي إلى الطور الجامعي

الذين ساهموا في وصولي إلى هذه الدرجة العلمية

كل باسمه ومقامه ودرجته العلمية لكم مني ألف شكر وامتنان

وأخص بالشكر والتقدير الأستاذ الفاضل بلعيساوي محمد الطاهر

الذي تفضل بالإشراف على هذه الأطروحة، والذي لم يبخل عليّ بالنصح والإرشاد،

فجزاك الله عنا كل خير. أكن لك سيدي الفاضل كل الاحترام والتقدير فقد

علمتني دقة العمل والصمود والتحدي

كما أتوجه بخالص الشكر إلى أعضاء اللجنة العلمية الموقرة الذين منحوني شرف

مناقشة هذا العمل المتواضع

فجزاهم الله عنا خير الجزاء.

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على رسوله الكريم خير الأنام محمد عليه أزكى الصلاة والسلام.
الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، اللهم لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك.
يسرني أن أتقدم بثمرة جهدي هذا إلى ملاكي وأملي في الحياة، إلى منبع الحب والحنان والتفاني إلى
بسمه الحياة وسر الوجود، إلى من كان دعاؤها سر نجاحي، وحنانها بلسم جراحي، إلى أغلى إنسان على
قلبي، إليك أُمي العزيزة

إلى من جرع الكأس فارغا ليسقيني قطرات حب، إلى من كلت أنامله ليقدم لنا لحظات سعادة، إلى من
حصد الأشواق من دربي ليمهد لي طريق العلم، إليك أبي العزيز
إلى من قاسمني عناء إعداد هذا العمل ولم يوفر الجهد في مساعدتي على إتمام هذه الرسالة رفيق دربي
وسندي إلى صاحب أصفى وأنقى قلب، إلى صاحب النيّات الصادقة،
إليك زوجي الغالي

إلى رفيق الطفولة وأول الأصدقاء، وأعز الناس وأقربهم لقلبي وخال أولادي يا رب بقدر حبي له أرزقه من
خيرات الدنيا، واجعل له من كل ضيق مخرج وأسعد قلبه بالدارين أخي خليل.
إلى من قال رب الكون فيهم ﴿سنشد عضك بأخيك﴾ من مدّ يده دون كلل، أدامك الله ضلعا ثابتا لي،
من أسند نفسي عليه عند الشدائد، أخي رمزي أسعد الله قلبك ونور دربك وحقق كل أحلامك.
إلى من تذكّرني بقوتي، وتضيء حياتي بتوجيهاتها ونصائحها، ووقفاتها معي في كل مراحل إعدادي
للأطروحة أختي الحنونة صبرينة حفظك الله وسدّد خطاك وجعل الجنة مبتغاك.
إلى من تحتل مكانة خاصة في قلبي وتمتاز بالعقل والحكمة، ولازمتني بنصائحها وتوجيهاتها في كل مراحل
إعدادي للأطروحة أختي ناريمان جعلك الله سعيدة الدارين وقريرة العينين لا تشتكين همّا ولا حزنًا ولا
مرضا.

إلى من أصبحت إضافة جميلة للعائلة، ونعمة عظيمة لوجودها بيننا، سنين الهناء وعمر من المسرات
فيارب احفظها وبارك في عمرها زوجة أخي منار.

إلى قرة عيني وشمعات حياتي ونور بصري أولادي محمد وأحمد حفظكما الله ونور دربكما وحقق كل
أحلامكما وجعل الجنة مبتغاكم.

إلى زوج أختي فوزي وأولاده محمد الأمين وجنى سندس حفظكم الله ورعاكم وسدّد خطاكم
إليكم أحتبي أهدي هذا العمل

قائمة المختصرات

1. قائمة المختصرات باللغة العربية

ج:	جزء.....
ج.ر:	الجريدة الرسمية.....
ط:	الطبعة.....
د.ط:	دون طبعة.....
د.س.ن:	دون سنة نشر.....
د.ب.ن:	دون بلد نشر.....
ص:	صفحة.....
ق م:	القانون المدني.....
ق ت:	القانون التجاري.....
ل.ت.ع.ب.م:	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.....
ب.ق.م:	بورصة القيم المنقولة.....
ش.ت.ب.ق.م:	شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....

2. Liste des principales abréviation

Art.	Article
N°	Numéro
p.	Page
Ed.	Edition

إن الاهتمام الملحوظ للعديد من الدول العربية، ومنها الجزائر بتأسيس وتطوير بورصات الأوراق المالية في العقود الأخيرة؛ ما هو إلا نتيجة للسياسات التي انتهجتها هذه الدول للإصلاح الاقتصادي وإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني؛ حيث أنها أدارت ظهرها لنظام الاقتصاد المغلق، وشرعت في الأخذ بنظام الاقتصاد الحر أو اقتصاد السوق، وإزالة العوائق أمام حركة الأموال والسلع، وتشجيع الاستثمار لتحقيق التنمية الاقتصادية، ومع تنفيذ برامج الخصخصة في هذه البلدان كان لا بد من الاهتمام بالبورصة كأحد الآليات المناسبة لتنفيذ برامج الخصخصة، وكآلية هامة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في القطاعات المختلفة في الاقتصاد ضمن سياسات الانفتاح الاقتصادي.

ومع أخذ الجزائر بنظام الاقتصاد الحر وانتهاجها سياسة الانفتاح الاقتصادي في التسعينات من القرن الماضي، كان لا بد من إعادة النظر في التشريعات المنظمة لسوق رأس المال، بما يتفق وسياسة الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها، الأمر الذي استلزم صدور نظام قانوني خاص بالبورصة؛ إذ أن المرور بالبورصة بات أيضا أمرا ضروريا لا يمكن الاستغناء عنه للعديد من الشركات لجمع رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار المطلوب، أو لتوسيع عمليات استثمارية قائمة أصلا.

لقد أصبح التعامل في سوق الأوراق المالية يشغل اهتمام الكثير ممن يشتغلون فيه، سواء كانوا عاملين أو متعاملين أو باحثين في جوانبه المختلفة الإدارية والاقتصادية والقانونية. وتزايد الاهتمام بسوق الأوراق المالية بعد أن احتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، التي تعتمد على نشاطات القطاعين العام والخاص، وذلك على اعتباره إحدى المؤسسات الاقتصادية القائمة على جمع المدخرات لتمويل استراتيجية التنمية الاقتصادية للبلاد.

ولما كانت التجارة عموما والاستثمار في سوق المال خصوصا؛ تتطلب توفير جو من الثقة والأمان للمستثمرين، فلم يغفل المشرع أهمية ذلك من خلال تنظيمه للإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالمعلومات عن أداء الشركات العاملة في سوق المال؛ هادفا بذلك توفير المناخ الجيد والمناسب للاستثمار بالأسهم من خلال تفعيل الرقابة على السوق، وتنظيم تداول المعلومات على نحو يحقق شفافية سوق المال أمام المستثمرين.

إن خاصية تداول الأسهم هي العامل الرئيسي في ازدهار شركات المساهمة، لأنها تتيح لجمهور المستثمرين الدخول إلى الشركة بحرية والخروج منها بسهولة، فكلما طرحت القيم المنقولة للتداول كلما ساعد ذلك على تشجيع الاستثمارات وترقية الاقتصاد الوطني لأية دولة، لا سيما مع ظهور عامل اقتصادي هام وأساسي يشجع على هذا التداول وهو السوق المالي أو البورصة وهي فضاء اقتصادي ومالي لتداول الأسهم بل والمضاربة فيها.

وتلعب بورصة القيم المنقولة دورا هاما في ازدهار شركات المساهمة بفضل ما توفره من قواعد تنظيمية محكمة تهدف إلى الرقابة على عمليات التداول وحمايتها، وهو ما يدفع بالمساهمين والمستثمرين إلى خوض غمار التداول والاستثمار، ما يسمح للمؤسسات العمومية والخاصة الاستفادة من مدخرات الأفراد واستثمارها في مشاريع كبرى ما

يعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني، وكل ذلك لا يمكن تحقيقه دون خاصية التداول التي تتمتع بها أسهم شركات المساهمة.

بخصوص القواعد التي تحكم عمليات التداول في البورصات تمت صياغتها استجابة لضرورات عملية محددة، كما أنها ليست نتاج جهد فقهي أو تشريعي، بقدر ما هي فعل الممارسين ورجال الأعمال والمشتغلين في البورصة، ومن ثمة فهو ليس نتيجة إعمال مبدأ سلطان الإرادة بقدر ما هو مفروض نتيجة لآليات السوق.

وقد تبني المشرع الجزائري في المادة 02 من القانون¹ 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي² 10/93 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة هيئة ثالثة إضافة إلى شركة تسيير البورصة ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، هيئة المؤتمن المركزي للسندات، والغرض الرئيسي من إنشائها هو إتمام عمليات المقاصة والتسوية لمعاملات الأسهم بالبورصة.

وبهذا يكون المشرع الجزائري قد تخلص من نظام الدعامات المحسوسة، أين كانت الأسهم تتجسد وفقا للقانون التجاري وقانون البورصة 10/93 في شكل دعامات يتم تداولها في صورتها المادية، وقد وجهت عدة انتقادات لهذا النظام وحل محله نظام جديد وهو القيد المركزي للسندات، أين أصبحت ملكية الأسهم تنتقل من البائع إلى المشتري عن طريق القيد في الحساب؛ أي تحويل الأسهم إلى قيود حسابية، مع العلم أن هذا النظام الجديد يقتصر على الشركات التي تقيد أسهمها في البورصة، أما الشركات الأخرى -أي تلك التي لا تقيد أسهمها في البورصة- فيتم تداول أسهمها وفقا للطرق التقليدية المتبعة في تداول الأسهم (فإذا صدرت في شكل أسهم إسمية كان تداولها عن طريق التحويل، وإذا صدرت في شكل أسهم لحاملها كان تداولها عن طريق التسليم).

وعلى الرغم من ذلك؛ فإن موضوع تداول الأسهم في البورصة لم يحظ بقدر كاف من اهتمام الباحثين، ولا تزال شريحة من الجمهور ولا سيما صغار المستثمرين لا تدرك بشكل كاف مضامينه وتنقصهم الثقة القانونية في هذا المجال، ومن هذا المنطلق تم اختيار الباحث للموضوع.

أهمية الدراسة:

عندما يدخل الفرد في خضم تعاملات بورصة الأوراق المالية، فإنه لا يتعامل فيها بمفرده، وإنما يؤثر ويتأثر بما حوله من تعاملات، وهنا ينشأ ما يسمى بتداول الأوراق المالية -الأسهم- في البورصة بيعا أو شراء، وتتداخل وتتشابك العلاقات القانونية بين أطراف هذه التداولات، وتظهر في هذه المرحلة أهمية مراقبتها حتى لا تنطوي على تداولات غير مشروعة تؤدي بدورها إلى صرف البورصة عن أداء مهامها الوظيفية.

¹ القانون 04/03، المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد 11، الصادرة في 19 فبراير 2003.

² المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد 34، الصادرة في 23 ماي 1993.

ونظرا لتداخل وتنوع أطراف عمليات تداول الأوراق المالية في البورصة، فإن إعمال أثر القانون بشأنها بل وإنفاذه يلعب دورا هاما في سلامة عمليات التداول، وهو ما يلقي بظلاله على حماية حقوق المتعاملين في البورصة، وخاصة صغارهم الذين لا يملكون الخبرات الكافية التي تمكنهم من إدراك حقيقة بعض الأمور، التي قد تؤدي بهم في نهاية المطاف إلى خسارة أموالهم وثرواتهم خلال آجال قصيرة.

ولذلك حرصت أغلب التشريعات المقارنة على العناية الشديدة بعمليات تداول الأوراق المالية في البورصة، لما لهذا الأمر من مردود إيجابي على كفاءة الاقتصاد الذي باتت تساهم فيه البورصة بدور مؤثر.

بناء على ما تقدم يظهر لنا أن أهمية هذه الدراسة من الناحية النظرية؛ تكمن في توسيع المعارف المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، الإحاطة بالكثير من القواعد المنظمة لبورصة الأوراق المالية في التشريع الجزائري، والتشريعات محل مقارنة كذلك، وبالخصوص الإمام بكل ما تعلق بتنظيم تداول أسهم شركة المساهمة في البورصة. هذا بالإضافة إلى التوصل إلى تقدير مدى نجاعة مختلف القواعد المنظمة لتداول الأسهم في بورصة الأوراق المالية الجزائرية، سواء تلك الواردة في المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم، أو في مختلف أنظمة لجنة السوق وتعليماتها وبالأخص نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة¹، بالموازاة مع التشريعات محل مقارنة، وبالتالي الوقوف على مواضع الخلل والنقص، التي تعتري هذه النصوص القانونية، ومنه المساهمة في إيجاد أفضل الحلول والمقترحات، بقصد التوصل إلى ضوابط محكمة لهذه الآلية، تسمح للبورصة الجزائرية بتحقيق كفاءة عالية في تمويل المشاريع الاقتصادية للدولة.

محاولة تقديم دراسة قانونية وافية حول نظام تداول الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة في سوق الأوراق المالية، بالموازاة مع التشريعات محل المقارنة، يمكن أن تفيد في إثراء المكتبة الجزائرية، التي تكاد تفتقر إلى الأبحاث القانونية حول هذا المجال والذي تسيطر عليه الدراسات الاقتصادية.

تظهر أهمية هذه الدراسة أيضا، من حيث قلة البحوث والرسائل العلمية القانونية التي تجمع القواعد الحاكمة لعملية تداول الأسهم بالبورصة، بالرغم من أهمية ذلك وحاجة المشتغلين بالبورصة -عاملين ومتعاملين وباحثين- لتجميع القواعد التي تحكم عملية التداول في البورصة.

أما من الناحية العملية؛ فيمكن أن تفيد هذه الدراسة إما المشرع الجزائري أو لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في حال الأخذ بالمقترحات المقدمة في نهاية البحث، وقد يستفيد منها المستثمرون في البورصة الجزائرية، وكذلك الوسطاء الماليين.

¹ نظام رقم 04/23 المؤرخ في 10 ربيع الثاني عام 1445 الموافق ل 25 أكتوبر سنة 2023، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد 5، مؤرخة في 25 جانفي 2024. هذا النظام يحل محل النظام 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997.

بناء على ما تقدم، يعد موضوع تداول أسهم شركة المساهمة في سوق الأوراق المالية من الموضوعات بالغة الأهمية في صعيد الدراسات القانونية والاقتصادية لأسواق المال، خاصة وأن موضوعات سوق المال والجوانب القانونية لتنظيمها وأدائها، لم تحظ بعد بدراسات تتناسب مع درجة أهميتها في الحياة الاقتصادية والقانونية، وبكاد يكون موضوع تداول أسهم شركة المساهمة في البورصة عاريا من تغطيات فقهية تعالج جل مسائلته ومشكلاته التي يثيرها.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى استقراء وتحليل مختلف النصوص القانونية والتنظيمية التي تحكم مسألة تداول أسهم شركة المساهمة في بورصة الأوراق المالية في التشريع الجزائري، مقارنة مع بعض التشريعات الأخرى، للوقوف على مدى نجاعتها في تنظيم هذا المجال الحساس، حيث يتم ذلك من خلال:

- بيان ماهية بورصة الأوراق المالية باعتبارها المجال الذي يهتم فيه عملية تداول الأسهم ضمن نظام متكامل لا يمكن فصله عن بعضه البعض.

- بيان ماهية الأسهم موضوع عمليات التداول في بورصة الأوراق المالية.

- بيان مختلف مراحل نشأة البورصة في الجزائر.

- إبراز مختلف القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة والقيود الواردة عليها.

- البحث عن الأحكام الخاصة بعقد بيع الأسهم في البورصة.

ومن أسباب اختياري لهذا الموضوع، كون المتعامل بالأسهم يتوافق وسياسة اقتصاد السوق ومبدأ الخصوصية، إذ تمثل الأسهم الملكية في المشروع حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين على خلاف سندات الدين؛ هذه الأخيرة هي قروض لها الأولوية في التسديد في حالة الإفلاس أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر.

كما أن موضوع تداول الأسهم في البورصة من المواضيع التي أسالت حبر الكثير في السنوات الأخيرة، إلا أن الأشخاص لا يزالوا يتجنبون الخوض في تعاملات البورصة داخل البورصة، بسبب نقص ثقافتهم الاستثمارية عن البيئة القانونية للتعامل في البورصة، بالإضافة إلى ندرة المؤلفات والبحوث والرسائل العلمية القانونية فيما يتعلق بالتصرفات القانونية الواردة على الأسهم.

ويجمع موضوع تداول الأسهم سواء داخل البورصة أو خارجها، بين الاقتصاد والقانون، فالأول يعطي المادة التي يضع لها الثاني الإطار القانوني، إذ لا يمكن الفصل بين الاقتصاد والقانون في مجال دراسة البورصات.

مشكلة البحث:

بالنظر إلى تميز سوق الأوراق المالية بالتشابك والتعقيد الناتج أساسا من التداخل بين مقتضيات اقتصادية وضرورات قانونية تستوجب حكم مختلف الآثار القانونية الناتجة عن التعامل بأسهم شركات المساهمة داخل هذه المؤسسة، فإن الضرورة تدفع إلى بحث كفاية وفعالية الأحكام والضوابط المنظمة لنشاط تداول أسهم شركة المساهمة باعتبارها أحد أهم الشركات الفاعلة في حقل بورصة الأوراق المالية في التشريع الجزائري بالمقارنة مع مختلف التشريعات المقارنة.

بمعنى ما مدى كفاية وفعالية الأحكام المنظمة لنشاط تداول أسهم شركة المساهمة في بورصة الأوراق المالية في التشريع الجزائري موازنة بالتشريعات المقارنة؟

ويندرج تحت الإشكالية الرئيسة التساؤلات الفرعية قصد الإلمام بجميع جوانب الموضوع والمتمثلة في:

- ماهية بورصة الأوراق المالية؟

- ماهية الأسهم موضوع عمليات التداول في بورصة الأوراق المالية؟

- ماهي مراحل نشأة البورصة في الجزائر؟

- فيما تتمثل القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة والقيود الواردة عليها؟

- ماهي الأحكام الخاصة بعقد بيع الأسهم في البورصة؟

في سبيل محاولة الإجابة على الإشكالية السابقة ارتأينا تقسيم البحث وفقا للتالي:

- الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسهم والسوق المالي الذي يتم فيه التداول، وقسمناه إلى مبحثين:

نتناول في المبحث الأول الأسهم موضوع عمليات التداول في بورصة الأوراق المالية، أما المبحث الثاني، فنتناول من خلاله تعريف البورصة ووظائفها.

- الفصل الثاني: إجراءات تسوية عمليات تداول الأسهم في البورصة، قسمناه إلى مبحثين:

خصصنا المبحث الأول لدراسة القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة والقيود الواردة عنها، أما المبحث الثاني فتناولنا من خلاله الآثار المترتبة على عملية تداول الأسهم في البورصة.

وانتهجنا في محاولتنا هذه على المنهج الوصفي التحليلي بغرض الوصول إلى المعرفة التفصيلية لعناصر الإشكالية من أجل جمع الأحكام القانونية التي تنظم الموضوع، والتوسع في دراستها قدر ما أمكن وصولا إلى المعرفة القانونية لهذا النظام؛ حيث تم جمع الأحكام المتعلقة بالموضوع من قوانين ولوائح وقرارات وتحليلها، ومعتمدين على المقارنة مع التشريعات السابقة في هذا المجال لاسيما التشريعين الفرنسي والمصري.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي للأسهم والسوق المالي الذي يتم فيه التداول

تتداول الأوراق المالية في سوق شأنا في ذلك شأن باقي السلع الأخرى، يطلق عليه تسمية "سوق الأوراق المالية" أو "البورصة"، وهذا السوق تتولى الدولة من خلال أجهزة متخصصة الإشراف عليه والرقابة على مجريات التعامل بداخله، لما له من عظيم الأثر في انتعاش حركة الاقتصاد القومي بأكمله، وذلك مرّده بطبيعة الحال إلى الدور الذي تلعبه بورصات الأوراق المالية في توجيه رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات الاحتياج، ومن هذا المنطلق، فقد أثّرت في البداية من خلال الفصل الأول تسليط الضوء على بورصات الأوراق المالية باعتبارها السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية بواسطة شركات السمسرة. أما الفصل الثاني فخصصناه لدراسة آليات تداول أسهم شركة المساهمة في البورصة.

عندما يتابع المرء ما يدور حوله - خاصة خلال العقد الماضي وما شهدته من أحداث جسام - من صخب الحديث عن بورصات الأوراق المالية المحلية والدولية، وما يقع فيها من انخفاض أو ارتفاع - بحسب الأحوال - يجد نفسه منجذبا إليها تارة، ومتخوفا منها تارة أخرى، ومندهشا من أحوالها تارة ثالثة، فهذا هو ما يدور في خلد الشخص العادي.

أما الباحث في بورصات الأوراق المالية والمتعمق في دراستها - خاصة المعنى بدراستها من الناحية القانونية - فيجد من خلال بحثه ودراسته، أن الخوض في غمار البورصات سيختلف بحسب الزاوية محل الدراسة. بحيث تعد سوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية أنها حلقة الوصل بين الأوعية الادخارية والاستثمارية ؛ التي تكون بدورها محل الاهتمام لما لها من أهمية في المجالات المختلفة، كما أنها تقوم بدور فاعل في مجالات التنمية الاقتصادية، وتشجيع أصحاب رؤوس الأموال على تأسيس الشركات، وسوق الأوراق المالية أحد العناصر الأكثر حيوية لاقتصاد السوق الحرة، وكما أنها توفر للشركات إمكانية الوصول إلى رأس المال الموجود لدى المستثمرين الصغار مقابل إعطاء المستثمرين على امتلاك أسهم في الشركة، وتلعب شركات المساهمة دورا هاما في هذا الصدد، فهي الأداة الرأسمالية لتشجيع المدخرات من ناحية، والاضطلاع بالمشروعات الاقتصادية الضخمة؛ التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة تعجز قدرة الأفراد والشركات الصغيرة عن القيام بها من ناحية أخرى.

كما أن كفاءة البورصة تساهم في رفع كفاءة الشركات والمؤسسات الإنتاجية وزيادة حيويتها، فالتزام الشركات المسجلة في البورصة بنشر التقارير المالية يعد حافزا للإدارة على بذل أقصى جهد حتى تبدو صورتها مقبولة لدى حملة الأسهم، مما يساهم في إقبال المساهمين على الاكتتاب في أية إصدارات جديدة لزيادة رأس المال.

وتداول القيم المنقولة - الأسهم لأنها الموضوع الذي تنصب عليه الدراسة - في السوق المالي له معنى خاص، فهو العملية التي تهدف إلى نقل ملكية القيم المنقولة من البائع إلى المشتري عن طريق وسيط، أي لا توجد علاقة مباشرة ما بين البائع والمشتري، وإنما يوجد شخص ثالث بينهما يتولى إتمام الصفقة، وبناء على ما تقدم ارتأينا ولتبيان التنظيم القانوني لتداول أسهم شركة المساهمة في البورصة، ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين أساسيين: سنتناول في المبحث الأول: الأسهم موضوع عمليات التداول في بورصة الأوراق المالية. وفي المبحث الثاني: تعريف البورصة ووظائفها.

المبحث الأول

الأسهم موضوع عمليات التداول في بورصة الأوراق المالية

تعتبر قابلية الأسهم للتداول من الخصائص المميزة لشركة المساهمة، خاصة وأن شركة المساهمة تقوم على الاعتبار المالي ولكل شريك الحرية التامة في التنازل عن أسهمه للغير رغم وجود بعض القيود. وتأسيساً على ما سبق ذكره سنحاول تسليط الضوء على مفهوم الأسهم مع ذكر خصائصها في مطلب أول، كما سنتناول في مطلب ثاني أنواع الأسهم.

المطلب الأول

مفهوم الأسهم وخصائصها

ينقسم رأس مال شركة المساهمة إلى مجموعة متساوية من الحصص قابلة للتداول، يطلق عليها أسهم تشكل مجموعة رأس مال الشركة، كما تمثل الأسهم حصص الشركاء في رأسمالها، وتصدر الأسهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال، وتكون محلاً للاكتتاب في رأس مال الشركة، وتختلف عن سندات الدين من نواحي عديدة سواء من حيث عمر هذه الأدوات المالية أو من حيث قيمة الدخل¹.

¹-"Les action sont des titres de propriété de qui représentent une fraction du capital de la société émetrice, contrairement aux TCN ou aux obligation qui matérialisent des créances, les action sont émise soit au moment de la création de la société, on parle d'apports en fonds propres, soit lors d'une augmentation de capital. A la différence des instruments financiers à durée de vie indéfinie, dont les flux futurs de revenus, appelés dividendes, sont inconnus, on parle de valeur à revenus incertai...". Amélie Charles, Etienne redor, le financement des entreprises, Economica, Paris, sans date, p157.

إذا فأدوات الملكية هي تلك الحقوق المالية التي يمنحها المصدر للمستثمر، مقابل الحصول على التمويل اللازم، ويتحمل عائدا مدفوعا للمستثمر مقابل هذه التضحية¹، وللتعرف على الإطار المفاهيمي للأسهم جاءت دراسة هذا المطلب في فرعين: تناولنا في الفرع الأول تعريف الأسهم، وفي الفرع الثاني خصائص الأسهم.

الفرع الأول

تعريف السهم

سنتناول في هذا الفرع السهم لغة (أولا) ثم السهم اصطلاحا وتشريعيا (ثانيا).

أولا-السهم في اللغة

يطلق السهم في اللغة على معانٍ عدّة، منها الحظ، النصيب، الشيء من أشياء، والقدر الذي يقارع به، ويقال أسهم بينهم أي أقرع، وسأهمه أي قاسمه. وأخذ سهما أي نصيبا²، وورد في القرآن الكريم: "فسأهم فكان من المدحضين"³، أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين.

ثانيا-السهم اصطلاحا وتشريعيا

عرّف السهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات متعددة ومتقاربة، منها: "حق المساهم في شركة أموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري"⁴. ويعرف بأنه: "يطلق لفظ 'السهم' على حق الشريك في شركة المساهمة، أو شركة التوصية بالأسهم من جهة، وعلى الصك الثابت لهذا الحق من جهة أخرى"⁵. وفي تعريف آخر يمثل السهم: "نصيب المساهم في شركات الأموال، وهو يقابل حصة الشريك في شركة الأشخاص، ويقصد به الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه في الشركة"⁶.

¹ خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2006 ص 41.

² ابن منظور محمد بن مكرم، لسان العرب، المجلد الثالث، ط 1، دار صادر، بيروت، 1997، ص 58. كذلك أبو بكر الرازي، إيضاح مختار الصحاح، ط 1، دار البشائر للطباعة والنشر، دمشق، 1997، ص 210.

³ سورة الصافات الآية 141.

⁴ شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، د ط، دار هومة، الجزائر، 2005، ص 21.

⁵ عزيز العكيلى، القانون التجاري، د ط، مكتبة دار الثقافة، عمان، 1997، ص 280. كذلك محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية - الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، ط 2، دار النفائس للنشر والتوزيع، د ب ن، 2009، ص 29.

⁶ سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ط 5، دار النهضة العربية، القاهرة، 2011، ص 685.

وعرفه البعض بأنه: "الأسهم هي حصة في ملكية المنشأة تمنح صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات اتجاه الآخرين، كما يحق لجامعها الاشتراك في إدارة المنشأة"¹. وفي تعريف آخر: "السهم صك يثبت لصاحبه الحق في الحصول على حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يمتلكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محددة بمقدار ما يملكه من أسهم"².

وقد جاء تعريف السهم حسب نص المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري بأنه: "سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها".

من خلال المفاهيم السابقة، يمكن القول أن: "الأسهم عبارة عن صكوك ملكية متساوية القيمة غير محددة الأجل، تمثل حصة الشريك في رأس مال شركات الأموال، وتقدم إما في شكل نقدي، عيني، أو مختلطة، وهي قابلة للتداول بالطرق التجارية، تمكن صاحبها من المشاركة في اتخاذ قرارات المنشأة عن طريق حق التصويت، كما تخوله حق تلقي عائدا ماليا متغيرا من الأرباح، بالإضافة إلى امتلاك جزء شائع من رأسمالها".

الفرع الثاني

خصائص السهم

من خلال التعاريف السابقة الذكر يمكن أن نستشف بعض الخصائص التي يمكن أن نميز من خلالها السهم عن باقي الأوراق المالية الأخرى، ونذكر منها مايلي:

أولا-قابلية السهم للتداول

تتميز الأسهم بأنها صكوك قابلة للتداول، فشركة المساهمة ليست من شركات الاعتبار الشخصي، ولذا يجوز التصرف في الحصص المالية عن طريق التنازل عن الأسهم للغير³. ولذلك كثيرا ما يعبر تداول الأسهم عن المضاربة على قيمتها واختلاف ثمن بيعها عن ثمن شرائها، ولقد أدى ذلك ببعض إلى اعتبار نية الاشتراك في شركات المساهمة ضعيفة، أو لا ينشغل المساهمون بمشروع الشركة بقدر انشغالهم بحركة تبادل الأسهم في البورصة، لكن الواقع يشير إلى أن ثمن بيع السهم يدور حول قيمته الحقيقية، تلك القيمة التي تتوقف على نتائج مشروع الشركة، وبالتالي حتى في الفرض الذي

¹ إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية (دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، المجلد 17، العدد 2 لسنة 2016، ص6.

² محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية-دراسة مقارنة، د ط، دار الجامعة الجديدة، الأزراطية، مصر، 2007، ص6.

³ المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري تنص على مايلي: "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها".

يكتسب فيه المساهم أسهم إحدى الشركات لأجل المضاربة، يظل معنيًا بمشروع الشركة عابثًا بنتائجه، ولا شك أنه إذا استطاع بمساهمته في الإدارة التأثير في تحسين نتائج الشركة تكون نية الاشتراك متوافرة لديه.

وتتوقف طريقة تداول الأسهم على الشكل الذي تصدر فيه؛ إذ يتم التنازل عنه بطريقة القيد في سجل الشركة إذا كان اسميًا، وقد يصدر اذنيًا وفي هذه الحالة يمكن التنازل عنه عن طريق التظهير، وقد يكون السهم لحامله ويتم التنازل عن طريق التسليم¹.

ففي الحالة الأولى، أي إذا كان السهم اسميًا وبالتالي يتم التنازل عنه بطريقة القيد في سجلات الشركة وهذا ما جاء في الفقرة الثانية من نص المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري الجزائري بقولها: "...ويحول السند الاسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض²، وتحدد الشروط التي تمسك وفقها هذه السجلات عن طريق التنظيم".

قد نظم المشرع فعلا كيفية تداول الأسهم الاسمية عن طريق إمساك الشركة في مقرها سجلات أو دفاتر تعدها لهذا الغرض. هذا في الفصل الخامس المعنون بالقيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة وفي القسم الأول منه، والمعنون بمسك سجلات (أية شركة تصدر سجلات السندات الاسمية المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري هي نفسها التي تعد هذه السجلات).

وتتكون سجلات الملكية من أوراق متشابهة يتم الكتابة على وجه واحد منها، وتخصص صفحة لكل صاحب حق في سند أو مجموعة سندات من النوع الذي يشمل السجل، ويتم القيد في السجل بحسب تاريخ حصول صاحب الحق على الورقة المالية؛ أي تكوينها حسب الترتيب الزمني لتاريخ إصدارها³. كما تخصص كل ورقة منها لصاحب سند واحد في حالة تعدد المالكين، بسبب ملكيتهم المشتركة أو ملكيتهم الرقبة أو حقهم في الانتفاع بالسندات المذكورة.

وعلاوة على ذلك يمكن مسك بطاقات، تتضمن الترتيب الأبجدي أسماء أصحاب السندات، وعناوينهم والعقد والصنف وأرقام سندات كل مالك من ملاكها عند الاقتضاء. هذا على خلاف المشرع المصري الذي حدد عدد الأوراق المالية إذا زاد عددها في النوع الواحد عن مائة، حينها يتم مسك هذه البطاقات⁴. ولا يمكن أن تشكل بيانات هذه

¹ محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية-رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، د ط، دار الجامعة الجديدة، د ب ن، 2006، ص113.

² المرسوم التنفيذي رقم 438/95 مؤرخ في 23 سبتمبر 1995، المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات، ج ر، العدد 80 لسنة 1995.

³ نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ط 2، ديوان المطبوعات الجامعية، د ب ن، 2007، ص189.

⁴ عبد الغني الأزهرى، التنظيم القانوني لرهن الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة طنطا، 2006، ص209.

البطاقات دليلاً يناقض البيانات التي تتضمنها السجلات، وإذا تعارضت البيانات الواردة في هذه الفهارس مع تلك المدرجة بالسجلات تكون العبرة بالبيانات الواردة بالسجلات¹.

والجدير بالذكر أن المادة 16 من المرسوم التنفيذي رقم 438/95 السالف ذكره؛ فقد تعرضت للبيانات التي يجب أن تتضمنها السجلات فجاءت كالتالي: "تتضمن السجلات المذكورة في المادة السابقة البيانات المتعلقة بعمليات تحويل السندات وتغييرها لاسيما ما يأتي:

1- تاريخ العملية.

2- اسم صاحب السندات القديم والجديد ولقبه وموطنه في حالة التحويل.

3- أسماء أصحاب السندات وألقابهم ومواطنهم في حالة تحويل السندات إلى حاملها في شكل سندات اسمية.

4- القيمة الاسمية وعدد السندات المحولة.

5- إذا أصدرت الشركة أسهما من أصناف مختلفة، أو إذا لم يمسك سوى سجل واحد من الأسهم الاسمية تتضمن تلك السجلات صنف الأسهم المحولة، أو المغيرة وخصائصها عند الاقتضاء.

6- تخصيص رقم ترتيبى للعملية.

وفي حالة التحويل يمكن تعويض اسم صاحب السندات القديم برقم ترتيبى يسمح بإيجاد الاسم في السجلات. بناء عليه، تعد هذه الخاصية أهم ميزة تتصف بها الأسهم، حيث بفضلها تصبح الأسهم أكثر مرونة في سوق الأوراق المالية، مما يسمح لحاملها إمكانية التنازل عنها بالطرق التجارية².

ثانياً- تساوي الأسهم من حيث القيمة

يقسم رأسمال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة³، وكنتيجة لذلك فإن السهم غير قابل للتجزئة. كما أصبحت المساواة لا تتعلق بالقيمة الاسمية للسهم بقدر ما تتعلق بالحقوق والواجبات التي تمنحها الأسهم للمساهمين في الشركة، ولكن هناك استثناء بإصدار أسهم تمنح أصحابها مزايا خاصة؛ كنصيب الربح أو في فائض التصفية أو يكون لها أكثر من صوت، والمقصود بالمساواة؛ أن تتساوى جميع الأسهم في الحقوق التي تنتمي إلى طائفة واحدة. والحكمة من ذلك هي تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة، وتيسير توزيع الأرباح على المساهمين، وتنظيم سعر الأسهم في

¹ عبد الغني الأزهرى، المرجع السابق، ص 209.

² محمد الصيرفي، البورصات، دط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 154.

³ والجدير بالذكر، أنه قد اختلفت التشريعات في تحديد القيمة الاسمية للسهم، إذ حددها المشرع الأردني بدينار واحد، بينما المشرع المصري ترك مسألة تحديدها لنظام الشركة؛ على ألا يقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن ألف. أما المشرع الجزائري وبالرجوع للمادة 715 مكرر 50 من القانون التجاري نجده لم يعطي حداً أدنى أو أقصى للقيمة الاسمية للسهم، وترك ذلك للقانون الأساسي حيث جاء في نص المادة السالفة الذكر مايلي: "تحدد القيمة الاسمية للأسهم عن طريق القانون الأساسي".

البورصة¹. كما لا بد من التمييز بين القيمة الاسمية والقيمة الحقيقية للسهم، فالقيمة الاسمية هي القيمة المذكورة في السند ومجموع هذه القيم تكون رأس مال الشركة، والسهم عندا يصدر فإنه يصدر بالقيمة التي دفعت لامتلاكه².

أما قيمة الإصدار فيقصد بها قيمة إصدار السهم بقيمة أقل من قيمته الاسمية أو الحقيقية بقصد زيادة رأس مال الشركة. كما لا يجوز إصدار الأسهم بأقل من قيمتها الاسمية، وذلك سواء عند تأسيس الشركة أم عند زادة رأس مالها إذ يكون حينئذ غير مكتتب فيه بالكامل³.

أما القيمة الحقيقية أو الفعلية للسهم؛ فهي تمثل نصيب المساهم في أموال الشركة بعد خصم ديونها. وهي كذلك النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة، أي رأس المال المدفوع وموجودات الشركة، وما أضيف إليها من أرباح وهذه القيمة هي القيمة الاسمية عند ابتداء الشركة ولكنها تختلف عنها بعد ذلك⁴.

فإذا تعرضت الشركة إلى خسارة وكان صافي أصولها أقل من رأس مالها المحدد في عقدتها ونظامها تكون القيمة الحقيقية هي هذه الحالة أقل من القيمة الاسمية، وإذا كانت الشركة تحقق أرباحا وكونت لها أموالا احتياطية وكانت أصولها تزيد على رأسمالها فإن القيمة الحقيقية في هذه الحالة تكون أعلى من القيمة الاسمية. فالشركة إذا حققت نجاحا وتوسعت وفت أموالها فإن هذه الزيادة تكون من حق المساهمين، إذ الربح هو المقصود من الشركة، وإن حققت الشركة خسارة في أعمالها فإن القاعدة هي اقتسام الخسارة⁵.

والمعلوم كذلك أن القيمة الاسمية للسهم تختلف عن قيمته التجارية أو القيمة في الأسواق المالية، حيث تقدر قيمة السهم في السوق بقيمته الحقيقية لأن هذه القيمة تمثل ما سيصيب السهم من قيمة فيما لو تمت تصفية الشركة، بمعنى أن السهم يجب أن يباع بثمن عادل مساوي للمبلغ الذي يحصل عليه المساهم فيما لو انحلت الشركة، ولكن الظروف الاقتصادية والسياسية وكذلك سمعة الشركة وسعة نشاطها وتوزيعها للأرباح، كل ذلك يؤثر في القيمة التجارية، وبالتالي نجد قيمة الأسهم تخضع للمضاربة وإلى قاعدة العرض والطلب فهي في تغير مستمر تبتعد قيمتها أو تقترب من القيمة الحقيقية⁶.

¹ د/عباس مصطفى المصري، تنظيم الشركات التجارية، د ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002، ص261.

² نادية فضيل، المرجع السابق، ص188.

³ عباس حلمي المنزلاوي، القانون التجاري (الشركات التجارية)، ط 4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 199، ص92.

⁴ أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص58.

⁵ مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق، أصول القانون التجاري، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، د س ن، ص339.

⁶ فوزي محمد سامي، الشركات التجارية (الأحكام العامة والخاصة، دراسة مقارنة)، ط 1، دار الثقافة، عمان، 2006، ص289.

غير أن هناك ظروفًا تؤثر على قيمة السهم في البورصة أهمها مقدار الأرباح التي تحققها الشركة، وقيمة أصولها، واحتمالات المستقبل بالنسبة إليها، وقانون العرض والطلب، والظروف السياسية والاقتصادية للدولة، والمضاربات على الصعود والنزول¹.

بناءً عليه، يتضح لنا أن القيمة الاسمية للسهم أو القيمة النسبية للسند هي المبلغ الذي يوافق المصدر على سداده لحامله بحلول تاريخ الاستحقاق، ويعرف هذا المبلغ بالقيمة الأساسية، أو القيم الاسمية، أو قيمة الاسترداد، أو قيمة الاستحقاق²؛ هذه الأخيرة يتم تحديدها من قبل القانون، ويستوي في ذلك كل أنواع الأسهم، إذ أنها تقوم على مبدأ المساواة في الحقوق والالتزامات، والحكمة من تساوي قيم الأسهم هي سهولة تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية، بالإضافة إلى تسهيل عملية توزيع الأرباح، وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة³.

ثالثاً-عدم قابلية السهم للتجزئة

تمثل هذه الخصيصة أهمية بالغة في النظام القانوني الذي يحكم شركات المساهمة فيما يتعلق بما تصدره من أسهم، وطبيعة العلاقة بين السهم الذي تصدره ورأس المال المملوك لها من حيث المسؤولية المترتبة على ديون الشركة، إضافة إلى طبيعة العلاقة فيما بين مالك السهم والشركة. كما أن السهم يمثل وحدة واحدة غير قابلة للتجزئة، بمعنى أن السهم يمثل وحدة واحدة ولا يجوز تقسيمه إلى وحدات أقل، إذ لا يمكن تقسيم الصك المحتوي لهذه الحقوق، ولذا فإن ما ينتج عن هذا السهم أو الصك من حقوق تنقسم فيما بين المساهمين من حيث الأرباح⁴.

وعليه فالمقصود بعدم قابلية السهم للتجزئة؛ أنه لا يجوز أن يتعدد مالكو السهم في مواجهة الشركة، فإن حدث وأن تملك السهم أكثر من شخص بطريق الإرث أو الوصية أو الهبة فإن هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة، إذ يجب عليهم اختيار شخص واحد ليتولى ممارسة الحقوق المرتبطة بالسهم في مواجهة الشركة؛ ويترتب على ذلك نتيجة مهمة، وهي أن هذا الانقسام في الحقوق الناتجة عن السهم لا تسري على العلاقة فيما بين السهم والشركة استناداً إلى أن الشركة تعرف السهم أكثر مما تعرف المساهم⁵.

¹ مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق، المرجع السابق، ص338.

² "The par value of a bond is the amount that the issuer agrees to repay the holder of the debt instrument by the maturity date. This amount is also referred to as the principal, face value, redemption value, or maturity value..." Frank J. Fabozzi, The Handbook of financial instruments, published by John Wiley Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2002, p3.

³ أحمد محمد لطفي أحمد، المرجع السابق، ص47.

⁴ وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية، ط 1، دار الفكر الجامعي، القاهرة، 2012، ص38.

⁵ فهد صقر عياد المطيري، النظام القانوني لتداول الأسهم، مذكرة ماجستير، قسم القانون الخاص، كلية الدراسات القانونية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات، 2008، ص103. وراجع كذلك: إبراهيم سيد أحمد، العقود والشركات التجارية فقها وقضاء، ط 1، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص177.

في حالة عدم اتفاق بين الأطراف على من يمثلهم، يتم تعيين الوكيل من قبل القضاء بناء على طلب أحد المالكين الشركاء الذي يهمه الأمر وهذا ما نصت عليه المادة 02/679 من القانون التجاري الجزائري.

بناء عليه، وبلاستناد إلى نص المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري الجزائري¹، يتبين أنه بالإمكان أن يرد حق الانتفاع على السهم، ويحتفظ فيه المالك الأصلي بملكية الرقبة، كأن يوهب حق الانتفاع إلى شخص آخر بينما يحتفظ المالك بملكية سهمه من دون الانتفاع به، ففي مثل هذه الحالة تكون الأرباح من حق المنتفع، أما رد قيمة السهم فيكون للمالك الرقبة، كما أن التصويت عادة في الجمعيات العمومية العادية يكون من حق المنتفع².

والجدير بالذكر أن خاصية عدم قابلية السهم للتجزئة لها مبررات قانونية، نردها فيما يلي:

1- لا يقصد بمبدأ المساواة في قيمة الأسهم تساوي الحقوق والواجبات الممنوحة للمساهمين فقط، وإنما يعني كذلك تساوي المساهمين في الحقوق والواجبات في عدد الأسهم التي يملكونها ونوع السهم نفسه ويترتب عن هذه النتائج الآتية³:
أ- من الجانب العملي؛ إن عدد الأسهم يحدد الأغلبية اللازمة لصحة انعقاد الجمعيات العمومية للشركة، وبناء على ذلك تقرر الشركة ما تصدره من قرارات.

ب- إن ملكية المساهم من أسهم هو ما يحدد لكل مساهم ما يملكه من أصوات، وبناء على ذلك فإنه من الصعب وغير العملي تقدير هذه النسب إذا كانت الأسهم مختلفة القيمة، من هنا فإن تجزئة السهم على الورثة حسب نسب الإرث يشكل عائقاً أمام عملية احتساب النسب بالأرباح واجتماعات الجمعية العمومية⁴.

2- إن القيمة الفعلية التي يمثلها السهم أثناء عملية التداول مهما كانت عالية لا تمثل قيمة ثابتة، الأمر الذي يؤدي بحال انخفاض قيمة السهم عند تداوله إلى أن تصبح الأجزاء ضئيلة جداً، وذلك يتنافى مع عمل شركات المساهمة⁵.

رابعاً- المسؤولية المحدود

لا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا في حدود ما يملكه من أسهم، فلا يجوز الرجوع عليه بأي مبلغ مهما بلغت ديون الشركة أو خسارتها، وليست المسؤولية المحدودة الخاصية المميزة للسهم عن سائر حصص الشركاء؛ إذ أن الشريك الموصي لا يسأل إلا في حدود حصته وتحديد مسؤولية المساهم على هذا النحو يتعلق بالنظام العام⁶

¹ تنص المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري الجزائري على مايلي: "تعتبر القيم المنقولة اتجاه المصدر، سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكبة الرقبة".

² فوزي عطوي، الشركات التجارية، د ط، منشورات الحلبي الحقوقية، د ب ن، د س ن، ص 140.

³ فهد صقر عياد المطيري، المرجع السابق، ص 10.

⁴ إبراهيم سيد أحمد، العقود والشركات التجارية فقها وقضاء، المرجع السابق، ص 180.

⁵ فوزي عطوي، الشركات التجارية، المرجع السابق، ص 144.

⁶ مصطفى كما طه ووائل أنور بندق، المرجع السابق، ص 389.

والجدير بالذكر أنه إضافة للخصائص السابقة للسهم؛ توجد خاصية العائد المحصل عليه من الأسهم؛ هذا الأخير يعطي السهم نوعين من العائد عائد رأسمالي عند بيع السهم، وعائد جاري له عدة قيم¹ وهي:

- قيمة اسمية للسهم تحدد عند تأسيس الشركة، وتمثل في القيمة التي تدون على قسيمة السهم² عند إصدارها لأول مرة، والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني. لذلك يمكن تسميتها بالقيمة القانونية³، وهي قيمة لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم.

- قيمة دفترية للسهم، وتعرف بالقيمة المحاسبية للسهم وتمثل في نصيب السهم الواحد، وتحسب بقسمة صافي الأصول على عدد الأسهم العادية، تستخرج من سجلات ودفاتر الشركة على أساس قيمة الأصول في دفاتر الشركة⁴.
- قيمة سوقية للسهم، وهي القيمة التي تحدد للسهم في السوق وفق قوى العرض والطلب، وعرفت بأنها؛ السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية، والتي تتسم بالتقلب من وقت لآخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء الشركة المتوقع⁵.

المطلب الثاني

تمييز السهم عن مختلف النظم المشابهة له

بعدما تعرّفنا على مفهوم وخصائص الأسهم؛ وجدنا أن هذا الأخير عبارة عن سند يتعلق بحق مالي وقابل للتداول، لذا فإنه يتشابه مع أوراق أخرى مثل الأوراق المالية والأوراق التجارية والأوراق النقدية، ورغم هذا التشابه إلا أنه توجد فروق كبيرة بينهما وهو الأمر الذي سنقوم بتوضيحه على النحو التالي:

الفرع الأول

التمييز بين السهم والأوراق المالية

تنقسم الأوراق المالية أو القيم المنقولة التي تصدرها شركات الأموال إلى عدة أنواع: وهي السندات وحصص التأسيس وشهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت؛ بالإضافة إلى الأسهم، وبما أن هذه الأخيرة هي محور دراستنا فسندرس الفرق بينها وبين الأوراق المالية فيما يلي:

¹ نزار سناء، دور آلية التوزيع المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001-2015)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، 2015، ص18.

² عصران جلال عصران، الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، د ط، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص23.

³ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، د ط، دار البازويزي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص161.

⁴ محمد الصيرفي، المرجع السابق، ص155.

⁵ هلال يوسف صالح، المرجع السابق، ص7.

أولاً- التمييز بين الأسهم والسندات

تعرف السندات بأنها: "صكوك تمثل قروضا تعقدتها شركات المساهمة والتوصية بالأسهم عن طريق الاكتتاب العام، ولذلك يعد صاحب السند دائنا للشركة ويستحق فوائد ثابتة مهما كانت نتيجة استغلالها، وله الحق في اقتضاء دينه في الميعاد المحدد لانتهاء مدة القرض"¹.

كما عرفها البعض بأنها: "صكوك مكتوبة متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية بحسب شكلها، تثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض إلى الشركة أو الجهة المصدرة لها، وحقهم في الحصول على فوائد ثابتة محددة مقدما تستحق سنويا -في الغالب- بصرف النظر عما تحققه من أرباح أو خسائر، وحقهم في اقتضاء ديونهم المثبتة في هذه الصكوك في الميعاد المحدد لانتهاء أجل القرض"².

المعلوم أن المشرع الجزائري نص على أنواع معينة من السندات التي يجوز لشركة المساهمة أن تصدرها إذا احتاجت إلى أموال جديدة لمدة طويلة، فتلجأ في هذا الشأن إلى الاقتراض عن طريق إصدار سندات قابلة للتداول، تخول صاحبها حق الحصول على فائدة سنوية واسترداد قيمة السند في الميعاد المحدد، وتطرح هذه السندات للاكتتاب العام. وتنقسم هذه السندات إلى نوعين:

يتمثل النوع الأول في سندات المساهمة؛ وحسب ما جاء في المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري الجزائري؛ هي عبارة عن سندات دين تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم القيمة الاسمية للسند، ويكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضح حدوده بدقة.

أما النوع الثاني من السندات فيتمثل في سندات الاستحقاق؛ وحسب ما جاء في المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري الجزائري؛ هي سندات قابلة للتداول تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية.

بناء عليه وبعد عرض مفهوم السندات يتضح لنا أن هذه الأخيرة لها أوجه شبه واختلاف مع الأسهم؛ فبخصوص محاور الاتفاق نعرضها في النقاط التالية:

1- يصدر كل منهما اسميا، ويبقى اسميا إلى حين سداد صاحبه كامل قيمته³.

¹ عمر ناطق يحيى الحمداي، عمليات المصارف الواردة على الأوراق المالية من الوجهة القانونية، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2015، ص 26.

² محمد شكري الجميل العدوي، أسهم الشركات التجارية في ميزان الشريعة الإسلامية، دراسة فقهية مقارنة، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 154.

³ محمد صبري هارون، المرجع السابق، ص 33.

2- لصاحب السهم أو السند حق الاشتراك في إدارة الشركة والرقابة عليها، من خلال الجمعية العامة للمساهمين وفقا لما جاء في المادة 715 مكرر 36 من القانون التجاري الجزائري¹. لكن هذا في حالة ما إذا نص نظام الشركة على ذلك، لكن الأصل أنه من غير الممكن إشراك أصحاب السندات في التصويت في الجمعية العامة، إذ يعطى لهم حق في إبداء الرأي حول جدول الأعمال المقدم من طرف الجمعية، باستثناء التدخل أو إبداء الرأي في عملية توظيف مسيري الشركة أو إقالتهم لأنها ليست صلاحياتهم².

3- إن لكل منهما قيمة اسمية.

4- كل من السهم والسند يدر على صاحبه دخلا دوريا.

5- إن كل منهما قابل للتداول بالطرق التجارية³.

6- إن الأسهم والسندات عبارة عن قيم منقولة تصدرها شركات المساهمة، وهذا حسب تعريف المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 430.

7- يستعمل كل من السهم والسند من وسائل لتمويل الشركة عن طريق المستثمرين والمدخرين، إلا أن السهم يتلاءم مع المستثمرين الذين يرغبون في المخاطرة مقابل الحصول على ربح يتناسب ودرجة المخاطرة التي يتحملونها، بينما السند يتلاءم مع المستثمرين الذين يخشون المخاطرة ويحاولون تجنبها مقابل الحصول على فائدة تكون أقل من الفائدة التي تنجم عن السهم الذي يحصل عليه صاحبه، فضلا عن نصيب في الربح، كما له حق المشاركة في تسيير الشركة ومراقبة إدارتها⁴.

8- لم يشترط المشرع الجزائري ضرورة توافر الجنسية الجزائرية بالنسبة لحاملي السندات أو الأسهم، على خلاف المشرع المصري الذي يشترط عدم مساهمة العنصر الأجنبي في أغلب الشركات إذا ما تعلق الأمر بالأسهم أما السندات فلم يتطلب ضرورة ذلك⁵.

¹ جاء في المادة 715 مكرر 36 من القانون التجاري الجزائري: "يمكن أن ينص القانون الأساسي على أن للشركة الحق في طلب تعريف الحائزين على أسهم أو سندات أخرى تمنح على الفور أو لأجل، الحق في التصويت في جمعيات مساهمها وكذا عدد السندات التي يملكها كل واحد منهم".

² راجع نص المادة 715 مكرر 79 من القانون التجاري الجزائري.

³ بدیعة علی أحمد، أحكام الأسهم والسندات وغيرها من المستحقات، دراسة فقهية مقارنة، ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 11.

⁴ جاء في المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري: "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة لتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر". حسب رأينا كان على المشرع الجزائري استعمال عبارة صكوك بدلا من عبارة سندات، والسندات هي إما سندات رأس مال وهي الأسهم أو سندات دين وهي السندات في حد ذاتها حسب المادة 715 مكرر 33 "يمكن لشركات المساهمة أن تصدر ما يأتي: 1- سندات كتمثيل لرأس مالها.

2- سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها...". فهل من خلال تعريف المشرع للقيم المنقولة فيه تفضيل من طرف المشرع لسندات الدين على سندات رأس المال "مع العلم أن التعامل بسندات الدين في البورصة الجزائرية أكثر تعاملًا به من سندات رأس المال.

⁵ نادية فضيل، المرجع السابق، ص 221.

⁶ بدیعة علی أحمد، المرجع السابق، ص 13.

9- لم يشترط القانون دفع نسبة معينة من قيمة السند عند الاكتتاب أو تحديد مدة معينة يجب الوفاء خلالها بقيمة السند، بخلاف الاكتتاب في الأسهم، بحيث يلزم القانون المساهم أن يدفع قيمة ربع على الأقل من القيمة الاسمية للأسهم الذي حازها عند الاكتتاب، على أن يسدد الباقي دفعة واحدة، أو على دفعات بناء على قرار صادر من مجلس الإدارة في أجل لا يمكن أن يتجاوز 5 سنوات ابتداء من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري¹.

10- إن المشرع لم يضع حدا أدنى أو أقصى لقيمة السند، كما أنه لم يضع ذلك لقيمة السهم، بل ترك الأمر لتقدير المؤسسين، وقد كان المشرع الجزائري سنة 1975 يضع حد أدنى لقيمة السهم، حيث كانت القيمة الاسمية للسهم لا تقل عن 100 دج. أما الآن وبعد انتهاء الجزائر للنظام الاقتصادي الحر أصبح تقدير قيمة الأسهم متروكا لمؤسسي الشركة، وهذا حسب ما جاء في المادة 715 مكرر 50 من المرسوم التشريعي 08/93 المؤرخ في 25 أبريل 1993 تحدد القيمة الاسمية للأسهم عن طريق القانون الأساسي².

والجدير بالذكر أن للسهم والسند نقاط اختلاف تتمثل فيما يلي:

- 1- لا يسدد السهم إلا عند تصفية الشركة، أما السند فله وقت محدد لسداده³.
- 2- يمثل السهم جزءا من رأس مال شركات المساهمة، بمعنى أن صاحبه يعتبر مالكا لجزء من رأس مال الشركة، بينما يمثل السند جزءا من قرض على الشركة أو البنك أو الحكومة، بمعنى أن صاحبه مقرض أو دائن⁴.
- 3- إن حامل السند تنقطع صلته بالشركة عند استيفاء قيمة السند، أما حامل السهم فتبقى صلته بالشركة قائمة إذا استهلك سنده أو يبقى له حق المساهمة في الربح والاشتراك في الجمعية العامة للشركة⁵.
- 4- لحامل السند ضمانا عاما مقرر على أموال الشركة، ولذلك عند حل الشركة أو تصفيتها يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المستحقة، أما صاحب السهم فلا يأخذ شيئا إلا بعد تصفية السندات وقضاء الديون المستحقة على الشركة. بمعنى أن حامل السند له ضمان عام على أموال الشركة، بحيث يستوفي قيمة سنده وفوائده المستحقة قبل أن يستوفي أصحاب الأسهم قيمة أسهمهم.

¹ المادة 596 من القانون التجاري الجزائري.

² على خلاف المشرع المصري، لم يضع حدا أدنى لقيمة السند خلافا لقيمة السهم الذي حدد له حد أدنى هو خمسة جنيهات، وحدد له حد أقصى هو ألف جنيه. د/ محمد شكري الجميل العدوي، المرجع السابق، ص159.

³ محمد صبري هارون، المرجع السابق، ص34.

⁴ بديعة علي أحمد، المرجع السابق، ص12.

⁵ محمد شكري الجميل العدوي، المرجع السابق، ص158.

5- ينتج السهم جزء من ربح الشركة أو البنك، يزداد وينقص تبعاً لنجاح الشركة أو البنك، وزيادة ربحها أو نقصه ويتحمل قسطه من الخسارة، أما السند فله فائدة ثابتة عن القرض الذي يمثله سند لا تزيد ولا تنقص وليس معرضاً للخسارة؛ بمعنى أن صاحب السند يتلقى فائدة ثابتة سنوياً سواء ربحت الشركة أم خسرت¹.

مما سبق يتضح لنا أن لكل من السهم والسند قيمة اسمية؛ وهي القيمة المقدرة عند إصداره، وقيمة سوقية تتحدد في سوق الأوراق المالية، وكل منهما قابل للتعامل والتداول بين الأفراد، كسائر السلع مما يجعل بعض الناس يتخذونها وسيلة للتجارة بالبيع والشراء ابتغاء الربح من ورائها، وتتأثر الأسعار في السوق المذكورة تبعاً لزيادة العرض والطلب، كما تتأثر بالأحوال السياسية للبلد ومركزها المالي، ونجاح الشركة، ومقدار الربح الحقيقي للأسهم، والفائدة الحقيقية للسندات، بل وتتأثر بالأحوال العالمية من حرب وسلام.

ثانياً- التمييز بين الأسهم وشهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت

الثابت أنه وحسب نص المواد 715 مكرر 6/66 والمادة 715 مكرر 70 من القانون التجاري الجزائري أن شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت تصدر بمناسبة زيادة رأس مال الشركة أو تجزئة الأسهم الموجودة، وفي هذه الحالة يتم عرض إحداث شهادات الاستثمار على جميع حاملي الأسهم في نفس الوقت بنسبة تساوي نصيبهم في رأس المال، وتحدد الجمعية العامة طرق توزيع الرصيد الذي كان من الممكن إحداثه لم يحدث الفقرة 1 من المادة السابقة؛ بمعنى أنه يستبعد إمكانية إنشاء هذه الشهادات عند تأسيس الشركة حسب نص المادة 715 مكرر 61 من القانون التجاري. وتصدر هذه الشهادات بقرار من الجمعية العامة بناءً على تقرير مجلس الإدارة، والمراقبة حسب الحالة وبناءً على تقرير مندوب الحسابات، ويجب أن لا تزيد قيمة هذه الشهادات عن نسبة $\frac{1}{4}$ من رأس المال الاجتماعي للشركة المصدرة حسب ما نصت عليه المادة 715 مكرر 66 من القانون التجاري الجزائري، ويخضع إصدار هذه الشهادات وتسديدها لنفس القواعد التي تخضع لها الأسهم وهذا ما قضت به المادة 715 مكرر 68.

1- التمييز بين الأسهم وشهادات الاستثمار

اجتهد الفقه في تعريف شهادات الاستثمار فذهب أحدهم إلى القول بأنها: "صكوك تسلمها صناديق الاستثمار مقابل المبالغ النقدية التي يودعها الراغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية"². وبالرجوع للمشرع الجزائري نجد أن المادة 715 مكرر 62 من القانون التجاري نصت: "تمثل شهادات الاستثمار التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة، حقوقاً مالية، وهي قابلة للتداول".

¹ محمد صبري هارون، المرجع السابق، ص 14.

² طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص 58.

وبناء عليه نجد أن شهادات الاستثمار تعطي نفس الحقوق المالية للأسهم؛ وهي صكوك قابلة للتداول وقيمتها تعادل قيمة الأسهم، وتعتبر من الأوراق المالية، حيث تصدر اسمية أو لحاملها. وفي حالة زيادة رأسمال الشركة يستفيد المساهمون وحاملو شهادات الاستثمار من حق اكتتاب تفضيلي في شهادات الاستثمار الصادرة، ويتخلى حاملو شهادات الاستثمار عن حقهم في الاكتتاب في جمعية خاصة، وتخضع الجمعية الخاصة لحائزي شهادات الاستثمار للقواعد المتعلقة بالجمعية العامة غير العادية للمساهمين.

وتطبق القواعد المتعلقة بإصدار الأسهم وتسديدها على شهادات الاستثمار، ويجوز لحامل شهادات الاستثمار الاطلاع على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين¹.

2- التمييز بين الأسهم وشهادات الحق في التصويت

تصدر شهادات الحق في التصويت في صورة اسمية؛ وهي يمنح لصاحبها حق التصويت، حق المعلومات وحق تقديم المشروعات وتحليلها، ولكن لا تمنح لصاحبها حق اقتسام الأرباح، وهي بذلك لا تعتبر من الأوراق المالية². والثابت أنه يجب أن تصدر شهادات الحق في التصويت بعدد يساوي عدد شهادات الاستثمار، وتوزع شهادات الحق في التصويت إذا كانت موجودة بين حاملي شهادات الحق في التصويت كل على حسب حقه³. وقد نصت المادة 715 مكرر 63 من القانون التجاري الجزائري على أنه: "تمثل شهادات الحق في التصويت حقوقاً أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم".

والجدير بالذكر أنه يجوز التنازل عن شهادات الحق في التصويت، لجامل شهادة الاستثمار، ويعاد تكوين السهم بقوة القانون بين يدي حامل شهادة الاستثمار وشهادة الحق في التصويت، ولا يجوز منح شهادة تمثل أقل من حق واحد في التصويت، ويجوز لحاملي الشهادات حق في الاطلاع على وثائق الشركة⁴.

الفرع الثاني

التمييز بين السهم والأوراق التجارية

من التعريفات السابق ذكرها للسهم أن هذا الأخير عبارة عن صك يتعلق بحق مالي وقابل للتداول، وفي سياق التمييز بين السهم والورقة التجارية لابد من الرجوع للمقصود من هذه الأخيرة؛ والتي يعرفها الفقهاء بأنها: "صك يتم

¹ عمارة عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، د ط، دار المعرفة، الجزائر، 2000، ص 279.

² طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص 63.

³ الفقرة الخامسة من المادة 715 مكرر 66 من القانون التجاري الجزائري.

⁴ المادة 715 مكرر 67 من القانون التجاري الجزائري.

تحريره مستوفيا للبيانات التي ينص عليها القانون، على أن يتضمن التزاما تجاريا بدفع مبلغ نقدي واحد مستحق في تاريخ معين، مع إمكان نقل الحق في اقتضائه من شخص لآخر عن طريق التظهير والمناولة¹.

كما يعرف البعض الورقة التجارية بأنها: "صكوك مكتوبة وفق شروط معينة وبيانات محددة قانونا، منها الإلزامية زمنها الاختيارية، وتضمن التزاما بدفع مبلغ نقدي محدد في أجل معين أو قابل للتعين، تقبل التداول وفق الطرق التجارية"².

وبناء عليه يتضح أن الأوراق التجارية تتميز عن الأسهم في فروق كثيرة تتمثل في الآتي:

1- إن الأسهم عبارة عن أوراق مالية تصدرها الشركات سواء كانت عامة أو خاصة، بينما الأوراق التجارية تصدرها الشركات والأفراد، ومعنى ذلك أن الأوراق المالية أعمال للأشخاص المعنوية أما الأوراق التجارية فهي أعمال للأشخاص الطبيعية والمعنوية معا على حد سواء³.

2- إن الأوراق التجارية قابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقا موضوعه مبلغا من النقود يستحق الوفاء بمجرد قبولها كأدوات لتسوية الديون شأنها في ذلك شأن النقود، وهي السفتجة، الشيك، السند لأمر، سند الخزن، عقد تحويل الفاتورة وسند النقل. أما الأسهم فيتم الوفاء بقيمتها في أوقات محددة أو معينة ينظمها الشخص الذي أصدرها⁴.

3- إن الأوراق التجارية تتضمن التزاما بدفع مبلغ معين من النقود بمجرد الاطلاع أو بتاريخ محدد، ويجري العرف على قبولها أداة وفاء تقوم مقام النقود في المبادلات، فهي قابلة للخصم بطبيعتها، كلما زاد معدل تداولها بالخصم قلت القيمة التي يحققها آخر من قدمها للخصم، وذلك قبل حلول موعد الاستحقاق.

أما الأسهم فتكون متوسطة وطويلة الأجل ولا تخضع لإجراءات الخصم، لتقلب أسعارها ارتفاعا وانخفاضاً تبعاً للظروف الاقتصادية والسياسية، وما يطرأ على المركز المالي للجهة المصدرة لهذه الأوراق، وبالتالي لا تقوم مقام النقود في الوفاء، وإن كان لمالكها الحق في تحصيل قيمتها إما باستردادها من الجهة المصدرة لها أو ردها متى كان جائزا، أو من خلال تداولها بسوق القيم المنقولة⁵.

4- إن تداول الأسهم يتم داخل مكان محدد يطلق عليه البورصة متى كانت الأوراق مقيدة في جداول البورصة، بينما الأسهم الغير مقيدة في الجداول يتم تداولها مثل الأوراق التجارية بحرية.

¹ محمد علي سويلم، المرجع السابق، ص9.

² رعمة بلجودي، النظام القانوني لتداول الأوراق المالية بالبورصة، مكتبة الوفاء القانونية، ط 1، الإسكندرية، 2016، ص32.

³ رعمة بلجودي، المرجع نفسه، ص33.

⁴ نادية فضيل، المرجع السابق، ص181.

⁵ محمد علي سويلم، المرجع السابق، ص10.

- 5- تخضع الأوراق التجارية في تنظيمها لقوانين خاصة، وهي في الجزائر القانون التجاري حيث تناولها المشرع في الكتاب الرابع تحت عنوان السندات التجارية، أما الأسهم فتخضع في تنظيمها للقانون التجاري، والقانون رقم 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة¹، بالإضافة إلى النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.
- 6- إن تداول الأسهم المقيدة في جداول البورصة يجب أن يتم عن طريق الوسطاء في البورصة، في حين أن الأسهم الغير مقيدة في جداول البورصة يتم تداولها مثل الأوراق التجارية دون اشتراط تدخل الوسطاء.
- 7- إن الأسهم هي عبارة عن سندات تمثل حق ملكية الأسهم، بينما الأوراق التجارية تمثل حق دائنية تعطي فائدة، وهي تستحق مرة واحدة مع أصل الدين، كما أن الورقة تستحق خلال فترة زمنية قصيرة. بينما الأسهم تعطي فائدة وهي تستحق عدة مرات كلما حققت الشركة أرباحا².
- 8- إن الأسهم والأوراق التجارية وإن كانت تصدر في صورة سندات مكتوبة، إلا أن لكل منها بياناته الخاصة، فالأسهم يجب أن تتضمن بيانات معينة، مثل نوع الورقة وقيمتها وتاريخ إصدارها واسم الشركة المصدرة وعنوان المركز الرئيسي، وأن تصدر الأسهم في دفاتر ذات أرقام متسلسلة، بينما الأوراق التجارية تحتوي على بيانات خاصة مثل، اسم المستفيد وتاريخ الاستحقاق وما إذا كان الأمر بالدفع لحامله أو لإذن، ويترتب على عدم ذكر هذه البيانات أن تفقد الورقة صفتها التجارية وتصبح مجرد التزام مدني³.
- 9- إن العرف التجاري يجري على قبول الأوراق التجارية كأداة وفاء وتقوم مقام النقود، بينما لا يجري العرف على قبول الأسهم كأداة وفاء، أما فيما يخص الأسهم فلا يمكن إلزام التجار بقبوله لتسوية ديونهم لعدم جريان العرف على ذلك، ولتذبذب قيمة الأسهم وارتباطها بقانون العرض والطلب مما يصعب معه إمكانية تحديد قيمتها⁴.
- 10- إن مالكي الأسهم لا يضمنون ملاءة الجهة المصدرة لهذه الأوراق، فإذا ما أفلسست الجهة المصدرة بعد التعامل ونقل ملكيتها، فإن ذلك لا يرتب المسؤولية على مالك السهم، وعليه هو التزام بتسليم الورقة المالية خالية من العيوب، أما في الأوراق التجارية فإن الساحب أو المحرر يكون ضامنا يحكم القانون لقيمة الورقة التجارية عند عدم الوفاء، وكل شر يقضي بالإعفاء من هذا الضمان يعتبر كأنه لم يكن⁵.

¹ نظام 04/03 مؤرخ في 18 نوفمبر 2003، متعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد 73 لسنة 2003.

² طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص28.

³ طاهر شوقي مؤمن، المرجع نفسه، ص27.

⁴ محمد علي سويلم، المرجع السابق، ص12.

⁵ سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق، ص51.

المطلب الثالث

أنواع الأسهم

الأسهم على أنواع مختلفة تتحدد تبعاً للناحية التي ينظر من خلالها إلى الأسهم، فمن حيث طبيعة الحصة التي قدمها الشريك (الفرع الأول)، تنقسم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية، ومن حيث الشكل تنقسم إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها وأسهم لأمر (الفرع الثاني). كما نقترح تقسيماً آخر للأسهم جاءت به القوانين المتعلقة بالخصوصية، ورغم أنها مؤقتة إلا أننا نعتبرها مهمة في هذه المرحلة، وهي الأسهم بالنظر إلى مالكيها وهي السهم النوعي وأسهم الأجراء، ومن بالنظر إلى مالكيها تنقسم الأسهم إلى نوعين؛ السهم النوعي وأسهم الأجراء (الفرع الثالث)، ومن حيث الاستهلاك، أي رد قيمة السهم إلى الشريك تنقسم إلى أسهم رأس المال وأسهم تمتع (الفرع الرابع)، ومن حيث الحقوق التي تقرها للشريك، تنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة (الفرع الخامس).

بناءً عليه، تصنف الأسهم إلى عدة أنواع، وذلك تبعاً لتعدد المعايير المعتمدة في عملية التصنيف، يكون بيانها على النحو التالي:

الفرع الأول

التصنيف تبعاً لطبيعة حصة المساهم

تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك إلى أسهم نقدية وأسهم عينية وأسهم حصة العمل.

أولاً- الأسهم النقدية

تعرف الأسهم النقدية بأنها: "الأسهم التي يحصل عليها المساهم، لقاء الحصة النقدية التي قدمها لتكوين رأس مال الشركة، وتمثل حصصاً نقدية في رأس مال الشركة، يوجب القانون وحسب نص المادة 596 من القانون التجاري الجزائري الوفاء بربع قيمتها على الأقل عند الاكتتاب فيها. كما أنها قابلة للتداول حتى قبل سداد قيمتها الاسمية بالكامل شرط أن تظل محتفظة بشكلها الاسمي"¹.

وملاحظ أن القانون المصري اشترط أن يتم الوفاء بعشرة بالمائة من قيمتها الاسمية على الأقل عند الاكتتاب. تزداد إلى خمسة وعشرون خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ تأسيس الشركة، على أن تسدد القيمة الاسمية بالكامل خلال مدة لا تزيد على 5 سنوات من تاريخ تأسيس الشركة، على أن الأسهم النقدية لحاملها يجب الوفاء بكامل قيمتها عند التأسيس².

¹ Dominique Legeais, op cit, p294.

² مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق، المرجع السابق، ص390.

ثانيا- الأسهم العينية

الأسهم العينية؛ وهي التي يتحصل عليها مؤسس الشركة لقاء تقديمه مالا غير النقود، وتتضمن الأسهم العينية البيانات التي يرد في الأسهم النقدية ويذكر فيها أنها أسهم عينية. والقوانين التي تجيز للشركة إصدار أسهم عينية تشترط أن تكون المقدمات التي قدمها صاحب الأسهم العينية تساوي في قيمتها قيمة تلك الأسهم، ولهذا تخضع المقدمات العينية إلى تقدير قيمتها بالنقد، والتقدير يخضع لإجراءات معينة نص عليها القانون¹، ترمي إلى التحقق من أن قيمة المقدمات تساوي قيمة الأسهم التي تعطي مقابلها، وذلك حماية لمكونات رأس المال الذي يمثل الضمان العام للدائنين. ويجب الوفاء بالحصصة العينية كاملة بمجرد الاكتتاب فيها، وليس مثلما هو الحال بالنسبة للأسهم النقدية كما سبق وأن ذكرنا.

وترمي تلك الإجراءات إلى الحد من مبالغة المؤسسين في تقدير قيمة الحصصة العينية، لأنهم في الغالب هم الذين يقدمون مثل هذه الحصص لقاء حصولهم على الأسهم، وبالتالي فإن تقدير الحصصة العينية من المؤسس، بأكثر من قيمتها الحقيقية لا يمس فقط مصلحة الدائنين في الضمان العام لديونهم، وإنما يمس أيضا مصلحة المساهمين لأن مثل هذه الحالة تجعل أصحاب الحصصة العينية يأخذون من الشركة أسهما لا تعادل القيمة الحقيقية لما قدموه من أموال عينية².

ثالثا- الأسهم الممنوحة لحصة العمل

تعد الحصصة بعمل من الحصص التي يمكن للشريك المساهمة بها في الشركات التجارية لتحقيق أهدافها، ويقصد بحصة عمل؛ أن يلتزم ويتعهد مقدمها بالقيام بعمل نافع ومستمر لصالح الشركة التي ينوي الدخول فيها كشريك، فيصبح بذلك شريكا كباقي الشركاء، ولا بد أن يكون فنيا وليس مجرد عمل يدوي وإلا انقلب إلى مجرد عامل يشترك في الربح، فهناك فرق جوهري بين الشريك بحصة عمل وعمل الأجير، حيث أن هذا الأخير يخضع لعلاقة التبعية والخضوع لأوامر مستخدميه، بينما الشريك بحصة عمل يتمتع بالاستقلالية في أداء عمله ويتمتع بنفس الحقوق والالتزامات مع الشركاء الآخرين مقدمي الحصص الأخرى³.

والأصل هو عدم جواز المساهمة بهذا النوع من الحصص في شركات الأموال نظرا للاعتبار المالي التي تقوم عليه، غير أن المشرع الجزائري أجاز المساهمة بحصة عمل في شركات المساهمة البسيطة التي تعد شركة مستحدثة في القانون التجاري الجزائري؛ وذلك بتعديل بعض نصوص القانون التجاري بموجب القانون رقم 15-20⁴، بحيث أجاز فيها المساهمة بحصة من عمل في الشركات ذات المسؤولية المحدودة، ليستتبع بتعديل آخر، القانون رقم 22-09، ليضيف لنا

¹ يرجع للمادة 601 من القانون التجاري الجزائري.

² فوزي محمد سامي، المرجع السابق، ص 292.

³ إبراهيم سيد أحمد، العقود والشركات التجارية، ط 1، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص 177.

⁴ القانون رقم 15-20 المؤرخ في 30 سبتمبر 2015 يعدل ويتمم الأمر رقم 75-59، الجريدة الرسمية، عدد 71، المؤرخة في 30 ديسمبر 2015.

نوعا جديدا من الشركات التجارية؛ وهي شركة المساهمة البسيطة، ورغم كون هذه الأخيرة من شركات الأموال بامتياز إلا أنه أجاز فيها المساهمة بحصة من عمل¹.

الجدير بالذكر أن البعض أرجع هذا التحول للظروف الاقتصادية والاجتماعية، من أجل فتح المجال أمام الاستثمار والتشجيع على إنشاء الشركات، وبالتالي امتصاص مشاكل البطالة وفتح المجال أمام الشباب من أجل إظهار الخبرات والتجارب لتحقيق المصلحة العامة والخاصة².

على الرغم من أن هذه التعديلات لها من المحاسن الشيء الكثير، لكنها في نفس الوقت وضعت القانون التجاري في وضعية حرجية³، باعتبارها زعزعت العديد من الثوابت التي يقوم عليها هذا القانون بصفة عامة وشركات الأموال بصفة خاصة، فمن جهة الحصة بعمل لا تشكل ضمانا عاما للدائنين باعتبارها لا تدخل في تكوين رأس مال الشزمة، ومن جهة أخرى فإن مسؤولية الشركاء في هذا النوع من الشركات محدودة وغير تضامنية، وما يزيد من عمق الإشكال هي الحرية التي منحها المشرع الجزائري للشركاء في تحديد رأسمال هذه الشركة، وهو ما يجعل مصلحة الغير على المحك في غياب الضمانات الكافية، وهو نفس الأمر بالنسبة لمصلحة الشركة فقد تحرم هذه الأخيرة من التطور والازدهار نتيجة نفور الغير وعدم اطمئنانه للتعامل معها⁴.

الثابت لنا أن الحق في تداول الأسهم لا يتماشى مع خصوصية الحصة بعمل نظرا للطابع الشخصي التي تتميز به هذه الحصة، فمقدم الحصة هو الوحيد الملزم بالقيام بها دون سواه مما يفسر عدم قابلية هذا النوع من الأسهم للتداول وهو ما أقره المشرع الجزائري من خلال نص المادة 715 مكرر 140 ف1 من القانون 09-22 السالف الذكر بقولها: "يمكن شركة المساهمة البسيطة أن تصدر أسهم غير قابلة للتصرف فيها ناتجة عن تقديم عمل".

¹ المادة 715 مكرر 140 من القانون 09-22 المؤرخ في 09/05/2022، المنظم تعديل القانون التجاري، ج ر، عدد 32، المؤرخة في 2022/05/14.

² زايدي خالد، القواعد الأساسية في الشركات التجارية، د ط، دار الخلدونية للنشر، الجزائر، 2018، ص54.

³ صمودي سيد أحمد، ارتدادات قبول الحصة بعمل في شركة ذات المسؤولية المحدودة، مداخلة في إطار يوم دراسي تحت عنوان تأسيس الشركات التجارية في ظل التحولات المعاصرة-الشركات ذات المسؤولية المحدودة أنموذجا-، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الجليلي ليايس، 25 أبريل 2017، الجزائر.

⁴ المادة 566 من القانون التجاري الجزائري 59/75.

الفرع الثاني

التصنيف تبعاً للشكل القانوني للأسهم

تنقسم الأسهم من حيث شكلها إلى أسهم اسمية (أولا) وأسهم لحاملها (ثانيا) وأسهم إذنية (ثالثا).

أولا- الأسهم الاسمية

إن الأسهم الاسمية هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم، وتثبت ملكيته بقيد في سجل الشركة، وعندما يراد نقل ملكيته إلى شخص آخر لا بد من تسجيل الانتقال في سجل الشركة أو تسجيل الانتقال في سجل السوق المالية. كما تصدر الأسهم الاسمية في الشكل الاسمي حتى يتم الوفاء بها والحكمة من ذلك أن الأسهم الاسمية لا تتداول إلا بطريق القيد في دفاتر الشركة. الأمر الذي يمكنها من معرفة أسماء المتنازلين السابقين واسم المتنازل إليه الأخير، فتستطيع إذا الشركة أن توجه إليه المطالبة بأداء الباقي من قيمة السهم في حالة عدم دفعه لها من قبل¹.

وتقرر الشركة بقانونها الأساسي ما إذا كانت الأسهم اسمية أو لحاملها، كما يمكنها أن تفرض أن تكون إلزاميا في شكل اسمي، وهذا من أجل تأمين المراقبة والحماية لذمتها المالية² لكن ليس لها الحق أبدا أن تفرض إلزاميا الشكل لحامله لأنه من حق كل مساهم أن يطلب سند اسمي³.

وقد فرض المشرع الشكل الاسمي على أسهم معينة وهذا نظرا لطبيعتها قاصدا بذلك حماية مصالح معينة، ويبقى مبدئيا وأنه يمكن تصور ذلك الشركات غير المسعرة في البورصة، أما بالنسبة للشركات التي تتداول أسهما في سوق منظمة فللمساهمين الخيار بين الشكل الاسمي أو لحامله⁴.

وفيما يلي الأسهم الواجب أن تكون أسهم اسمية بنص القانون:

1- الأسهم النقدية الغير محررة بأكملها طبقا لنص المادة 715 مكرر 52 من القانون التجاري الجزائري؛ يجب أن تبقى في الشكل الاسمي لحين تحريرها، وذلك من أجل تجنب وجود حاملين متتابعين مسؤولين عن عدم التسديد.

2- الأسهم المحررة من قبل أعضاء مجلس الإدارة ومجلس المراقبة طبقا لنص المادة 619 والمادة 659 من القانون التجاري الجزائري، وذلك من أجل ضمان تسييرهم، وبالرغم من أن المشرع لم ينص صراحة على وجوب تسميتها من خلال إيداعها في حساب مغلق وحضر التصرف فيها، كما أن وجوب تملك نسبة معينة منها 20% على الأقل لا يمكن إثباتها إلا بالشكل الاسمي.

¹ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، د ط، دار بن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 54.

² محمد صبري هارون، المرجع السابق، ص 225.

³ ريان هاشم، التنظيم القانوني للتداول الالكتروني للأوراق المالية، د ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013، ص 12.

⁴ فوزي محمد سامي، المرجع السابق، ص 180.

3- الأسهم الخاضع التنازل عنها لشرطي الاعتماد والشفعة، والتي يجب أن تكون في شكل اسمي من أجل ضمان تطبيق هذا الشرط طبقا للمادة 715 مكرر 55 فقرة 5 من القانون التجاري الجزائري.

4- الأسهم التي اشتريتها الشركة باسمها من أجل العمليات المالية التي تقوم بها وفقا للمواد 714 وما بعدها، أو لتقديمها لعمالها.

5- الأسهم الحاصلة على حق التصويت المتعدد طبق لنص المادة 715 مكرر 44 من القانون التجاري الجزائري، وتفقد هذا الحق بتحويلها إلى سندات لحاملها، وكذلك التي تتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب للأسهم أو سندات استحقاق الجديدة.

6- الأسهم-السندات الأخرى-للمؤسسة العمومية التي ستخصص والمكتتب فيها من قبل الجمهور¹.

وقد كان يفرض على الأسهم العينية الشكل الاسمي خلال فترة عدم قابليتها للتداول بموجب المادة 709 من القانون التجاري الجزائري، وعلى غرار التشريع الفرنسي الذي ألغى هذا الحظر ومعه شرط الاسمية بقانون 05 جانفي 1988، فقد استبعد المشرع الجزائري بدوره ذلك بمرسوم 08/93 ومنه فلا شيء يمنع أن تكون الأسهم الممثلة لحصة عينية في شكل لحامله.

كذلك يضاف الشكل الاسمي عادة على الأسهم المشتراة أو المكتتب بها من قبل العمال ضمن بعض الشروط تتعلق بالشركاء في الشركة التي تشغلهم، كما فرضا بعض التشريعات الشكل الاسمي على أسهم بعض الشركات نظرا لخصوصية نشاطها، مثل شركات الصحافة، والإعلام وشركات التأمين... الخ، وكذلك الشركات ذات رأس المال المتغير في فرنسا.

بناءا عليه فالسهم الاسمي؛ هو السهم الذي يحمل اسم المساهم، وتثبت ملكيته بقيد اسم المساهم في دفاتر الشركة، ويتم نقل ملكية الأسهم بعد إتمام قيدها في سوق القيم المنقولة وفقا للوسائل المعدة لذلك، وبالنسبة للأسهم الاسمية غير المقيدة في البورصة فيتم نقل ملكيتها بقيدها في دفاتر الشركة، ويجوز لأصحاب الشأن ما يفيد انتقال الملكية.

ثانيا- الأسهم لحاملها

هو السهم الذي لا يحمل اسم المساهم وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، ولا يجوز أن تصدر الشركة أية أسهم لحاملها ما لم تكن قد دفعت قيمتها بالكامل، ولا يكون لحائزي الأسهم لحاملها الحق في التصويت في اجتماعات الجمعية العامة للشركة.

¹ المادة 15 من المرسوم التنفيذي 96-134 المتعلق بشروط تملك الجمهور للأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص، ج ر، عدد 23 لسنة 1996.

وتنتقل ملكية الأسهم لحاملها بمجرد المناولة اليدوية وتسري عليها قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية، بمعنى أن الحق ثابت في الصك ذاته، فتصبح حيازته دليلا على ملكيته¹.

وقد نصت المادة 715 مكرر 34 من القانون التجاري الجزائري على إمكانية اعتماد الشركة لهذا النوع من الأسهم، والتي أخضعها لأحكام خاصة، ويترتب على عدم ذكر اسم صاحبها اعتبار الحامل مالكا، ونظرا لاندماج الحق مع الصك فإنها تعتبر من قبل المنقولات المادية، حيث يسري عليها قاعدة الحيازة في المنقول سند الحائز، هذا إذا اكتسبت الأسهم لحاملها الشكل المادي، حيث تنتقل فيها الملكية بمجرد التسليم اليدوي.

ويمكن أن تكسي القيمة الصادرة بالجزائر إما شكلا ماديا بتسليم السند طبقا للمادة 715 مكرر 37 من القانون التجاري الجزائري. ويمكن أن يحول السند الحامل عن طريق مجرد التسليم أو القيد في الحساب طبقا للمادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري الجزائري.

كما يمكن أن تكتسي هذه الأسهم شكل تسجيل في الحساب عن طريق وسيط مؤهل وفي هذه الحالة فالنظام القانوني للمنقول المادي لا يطبق، بمعنى أن تحويل ملكية هذا النوع من الأسهم لحاملها لا يتم بمجرد التقديم أو التسليم اليدوي، بل يستوجب تحويل من حساب لآخر وتبعا لأمر نقل ملكية يغطي للوسيط المالي سواء شركة بورصة أو بنك أو مؤسسة مالية... الخ.

كما أن رهن الأسهم لحاملها لا يتم أبدا بإيداع مادي للسند، بل يستوجب تسجيل في حساب خاص كما هو الحال في السندات الاسمية. فقط على المساهم أن يختار من يتوسطه على النحو السابق ويحتفظ بالنتائج في حساب إجمالي²، وفي حالة فقدان السهم وحصل تداوله فإن من يحوزه بحسن نية وسبب صحيحا يعتبر مالكا له، وعليه يمكن للشركة دفع الأرباح والفوائد للحائز دون أن تلزم بالتحري على حقيقة ملكيته، ومع ذلك يجوز للمالك الحقيقي أن يسترد الصك من حائزه حسن النية خلال 3 سنوات تبدأ من يوم ضياعه أو سرقته ويمكن للحائز أن يعود على من تلقى منه السند، أما إذا كان قد اشتراه بحسن نية في سوق عام أو بائع لنفس السلعة، فلا يجبر على إعادته لمستحقه إلا بمقابل الثمن الذي دفعه، وهذه هي الحماية التي تقرها القواعد العامة للمالك الحقيقي للمنقول المادي³.

وبناء على ما تقدم، فالفرق بين هاتئ السندات -الأسهم لحاملها- والأسهم الاسمية ترتكز في أن الشركة تجهل هوية أصحاب السندات لحاملها، فهي سندات مغفلة حتى لو كان الحساب ممسوك من طرف وسيط مؤهل. وفي كل الحالات فقد نصت المادة 715 مكرر 36 من القانون التجاري الجزائري؛ على إمكانية إدراج بند في القانون الأساسي

¹ ريان هاشم، المرجع السابق، ص 19.

² إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة، الشركات التجارية، الجزء الثاني، د ط، منشورات عويدات البحر الأبيض المتوسط، 1981، بيروت، ص 241.

³ أبوزيد رضوان، شركات المساهمة والقطاع العام، ط 3، دار الفكر العربي، د ب ن، 1983، ص 118.

للشركة يمكن هذه الأخيرة من حق معرفة هوية حائزي أسهمها والعدد العائد لهم أو سندات أخرى-التي تمنح الحق في التصويت على الفور أو لأجل عن طريق مجرد طلب¹.

ثالثا- الأسهم الإذنية أو لأمر

يعرف السهم لأمر بأنه: "الصك الذي يصدر باسم شخص ويتداول بطريق التظهير، إذ يتضمن عبارة لإذن، ومن ثم يستطيع نقل ملكيته بالتظهير دون الرجوع إلى الشركة، وتتداول بطريق التظهير، أي تنقل من شريك إلى آخر بأن يكتب على ظهر صك السهم تحويلها إلى آخر فيصبح الثاني هو مالك الأسهم والأول متخليا عنها.

بخلاف الأسهم لحاملها، فإن المساهم في هذه الأسهم يكون معروفا في مبدأ الاشتراك من حيث أن المساهم الأول سحب الأسهم يكون مقيدا لدى الشركة ولا يحول أسهمها إلا إلى شخص آخر معروف لديه، فإذا كان اسم المساهم الثاني غير مكتوب عند التظهير فلا يعتبر الثاني مالكا له ولو حمله، وعلى كل حال فإن صاحب الأسهم يكون معروفا. فإذا نقل صاحب الأسهم ملكيته إلى المساهم الثاني عن طريق التظهير فيصبح المساهم الثاني مالكا للأسهم بدلا من الأول، وعليه يكون الأول متخليا عن حقه، وهذا النوع لا يحتاج عند نقل الحصة إلى المساهم الآخر الرجوع إلى الشركة².

الفرع الثالث

تصنيف الأسهم بالنظر إلى مالكيها

أولا- السهم النوعي

تعود البوادر الأولى لإنشاء هذا السهم إلى التجربة الإنجليزية، التي أطلقت عليه تسمية السهم الذهبي³ Golden shor، وجاء تعريف السهم النوعي لأول مرة بموجب الأمر رقم 22/95 المؤرخ في 26 أوت 1995؛ حيث نصت المادة 01/7 منه على: "يعني السهم النوعي، سهما من رأسمال الشركة التي تنشأ عن طريق خوصصة مؤسسات عمومية، طبقا لأحكام هذا الأمر، وتفيد بحقوق خاصة يحددها القانون الأساسي للشركة وتحتفظ الدولة بواسطتها، بحق التدخل من أجل المصلحة الوطنية".

ورجع المشرع ليعيد تعريف السهم النوعي في المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 4352/01؛ حيث نصت المادة 02 منه على أنه: "يقصد بالسهم النوعي سهم في رأسمال الشركة، ناتج عن خوصصة مؤسسة عمومية اقتصادية

¹ المادة 715 مكرر 36 من القانون التجاري الجزائري.

² محمد صبري هارون، المرجع السابق، ص 225.

³ عجة الجليلي، المؤسسات العمومية الاقتصادية من اشتراكية التسيير إلى الخوصصة، د ط، دار الخلدونية، الجزائر، 2006، ص 456.

⁴ المرسوم التنفيذي رقم 352/01 مؤرخ في 24 شعبان عام 1422 الموافق ل 10 نوفمبر 2001، يحدد شرط ممارسة حقوق السهم النوعي وكيفية ذلك، ج ر، عدد 67 لسنة 2001.

تحتفظ به الدولة مؤقتاً، ويخولها حق التدخل بموجبه لأسباب ذات مصلحة وطنية". والذي جاء تطبيقاً لأحكام المادة 19 من الأمر 04/01. حيث نصت المادة 19 بأنه: "تخضع شروط نقل الملكية إلى دفاتر خاصة تكون جزءاً لا يتجزأ من عقد التنازل الذي يحدد حقوق وواجبات كل من المتنازل والمتنازل له.

ويمكن أن تنص دفاتر الشروط عند الاقتضاء على إمكانية احتفاظ المتنازل بسهم نوعي مؤقتاً.

تحدد شروط وكيفية ممارسة حقوق السهم النوعي عن طريق التنظيم".

من خلال المادة 19 السالفة الذكر؛ يتضح أن حق الدولة في الاحتفاظ بسهم نوعي هو مجرد إمكانية وليست شرطاً ملزماً، كما أن إمكانية الاحتفاظ به تبقىها مالكة له، وهو تصرف شبه اتفاقي بما أنهم ذكور في دفتر الشروط. بناءً عليه، فالسهم النوعي إن لم يكن سهماً عادياً، هو سهم ممتاز دون حق التصويت؛ باعتبار الاعتراض الممنوح للمساهم صاحب السهم النوعي-الدولة-هي امتيازات غير مادية ممنوحة له.

ثانياً-أسهم الأجراء

ظهر هذا النوع من الأسهم لأول مرة في فرنسا بموجب القانون الصادر بتاريخ 26 أبريل 1917، والذي نص على إمكانية تأسيس شركة مساهمة ذات المشاركة العمالية، يتألف رأس مالها من أسهم مالية وأسهم عمل، ولكن هذه الأخيرة تعتبر مملوكة بصورة جماعية من قبل العاملين الذين يظهرون فيها بمظهر شركة "عمال تعاونية"¹.

وتعرف أسهم العاملين بالمعنى المقصود من تقسيم الأسهم بالنظر لمالكيها؛ هي أسهم تصدر باسم العاملين، والتي يجوز للشركة بموجبها توزيع أسهم العاملين لديها عن طريق منح العاملين تسهيلات خاصة للاكتتاب في أسهم الشركة، كإجراء تخفيض في قيمتها بالنسبة لهم أو منحهم آجالاً لتسديدها أو امتيازاً في الأرباح المستحقة بموجبها².

وقد عرّف المشرع الجزائري الأجير، وهو العامل في القوانين المقارنة في المادة الرابعة من المرسوم التنفيذي 353/01 الذي يحدد شروط استعادة الأجراء مؤسستهم العمومية الاقتصادية وكيفيات ذلك: "كل أجير في المؤسسة مسجل منذ سنة واحدة على الأقل في جدول إعداد المستخدمين عند تاريخ تبليغ التنازل، وذلك مهما تكن الطبيعة القانونية لعقده".

ولم يكن هذا النوع من التنازل وليد الأمر رقم 22/95 المتعلق بالخصوصية، وإنما أثارته السلطة لأول مرة من غداة إعلانها عن حل المؤسسات العمومية بموجب المرسوم رقم 294/94 المؤرخ في 25 سبتمبر 1994، حيث كلفت لجان التصفية بمباشرة عملية إنشاء شركات الأجراء، والتي هي في الواقع شركات منبثقة عن المؤسسات العمومية المنحلة.

¹ أكرم عبد القادر ياملكي، اختلاف أنواع الأسهم باختلاف أنواع الأسهم، مجلة الحقوق، العدد الأول، السنة الثلاثون، عمان، مارس 2006، ص 238.

² أكرم عبد القادر ياملكي، المرجع نفسه، ص 253.

وطبقا لأحكام الأمر رقم 04/01 المؤرخ في 20 أوت 2001، يستفيد الأجراء المستفيدون من الحصول مجانا على 10% على الأكثر من رأس المال المؤسسة القابلة للخصخصة.

مع العلم أصلا أنه لا يمكن منح الأسهم المجانية إلا بمقابل حصة مالية أو قيمة مالية، ولهذا فإن معظم القوانين لا تسمح بمنحها دون مقابل، ولا فرق في ذلك عموما بين قوانين أوروبا وقوانين الدول الأنجلوسكسونية، لكن ينبغي ملاحظة أنه بينما يستعمل مصطلح Bonus Share في أمريكا للدلالة عن هذه الأسهم المجانية، فإن المصطلح نفسه يستعمل في إنجلترا للدلالة على الأسهم الموزعة على المساهمين إذا كانت قيمتها مأخوذة من الاحتياطي للشركة كلما يسمح القانون بذلك، حيث يجرأ رأس مال المؤسسة إلى سندات ذات قيمة اسمية أقل، حتى يتمكن الجمهور والأجراء من المساهمة في رأس المال الاجتماعي للمؤسسة¹.

هذه الحصة ممثلة في شكل أسهم؛ وهي سندات ذات قيمة اسمية لا يملك فيها الأجير حق التصويت ولا تمثيل في مجلس الإدارة².

كما يستفيد الأجراء كذلك، وهذا حسب المادة 29 من نفس القانون من حق الشفعة، وبذلك يمكن أن يشمل هذا الحق كامل الرأسمال الاجتماعي بعد أن كان حق الشفعة المسموح به في ظل الأمر 22/95 في حدود 20% من رأسمال المؤسسة، وبتخفيض قدره 15% على الأكثر من سعر البيع في عملية التملك لأصول المؤسسة المعنية. ويرتبط الانتفاع بهذين الحقين بشترطين أساسيين هما:

- أن يمارس هذا الحق -حق الشفعة- خلال فترة شهر واحد ابتداء من تاريخ تبليغ عرض التنازل إلى الأجراء³.

- أن ينظم الأجراء في شركة يتم تكوينها حسب أحد الأشكال التي ينص عليها القانون لتجاري⁴.

الملاحظ أن هذه الأسهم لم تلق النجاح الذي كان ينتظره البعض منها، إذ لا يزال موقف المنظمات العمالية مترددا بل سلبيا أو معاديا لهذا النوع من الأسهم؛ لاعتبارها نوعا من الوسائل التوفيقية أو من رشوة العمال، والنتيجة أنه في البلدان التي تسمح قوانينها بإصدار هذه الأسهم لا يكاد يكون لها أهمية من الناحية العملية⁵.

¹ محمد حلمي عبد التواب، المرجع السابق، ص 261.

² المادة 28 من الأمر 04/01 مؤرخ في 20 أوت 2001، يتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصخصتها، ج ر، العدد 47 لسنة 2001، معدل ومتمم بموجب أمر 01/08 مؤرخ في 28 فيفري 2008، ج ر، عدد 11 لسنة 2008.

³ المادة 29 من الأمر 04/01 السابق ذكره.

⁴ المادة 29 فقرة 3 من الأمر 04/01.

⁵ أكرم ياملكي، المرجع السابق، ص 239.

الثابت أن المشرع فيما يخص أسهم الأجراء، أن المشرع الجزائري قد حدّد عدد الأصوات التي يملكها المساهم (الأجير) حتى لو امتلك أغلبية رأس المال، بحيث وضع حدّا أدنى لعدد الأصوات مهما كان العدد الذي يحمله المساهم؛ وهو ألا يجوز الأجير الواحد على 50% من حقوق التصويت في الشركة¹.

فإذا ما تجاوز السقف المحدد تفقد فعاليتها وتصبح غير قابلة للإدلاء بها، فإذا ما صوت المساهم بهذا العدد من الأسهم الذي يتجاوز الحد المسموح به كحد أقصى لا يدخل ضمن حساب نصاب التصويت بالجمعية العامة². وقد نص المشرع الجزائري في المادة 685 من القانون التجاري، على وضع حد لعدد الأصوات التي يمكن أن يدلي بها للمساهم تاركا للنظم الأساسية للشركات تنظيم هذه المسألة، والتي جاء فيها: "يجوز أن يحدد القانون الأساسي عدد الأصوات التي يجوزها كل مساهم في الجمعيات، بشرط أن يفرض هذا التحديد على جميع الأسهم دون تمييز فئة أخرى". إذا فبإمكان القانون الأساسي للشركة أن يحدد عدد الأصوات التي يجوزها كل مساهم (أجير) بالتساوي.

الفرع الرابع

التصنيف تبعا لعلاقة الأسهم برأس مال الشركة (من حيث الاهتلاك)

تقسم الأسهم من حيث إرجاع قيمتها إلى نوعين؛ أسهم رأس المال وأسهم تتمتع بشرحها فيما يلي:

أولا-أسهم رأس المال

تعرف أسهم رأس المال بأنها: "هي التي تبقى قيمتها إلى حيث التصفية النهائي، وهي الأصل والقاعدة في الشركات. حيث لم تستهلك قيمتها أثناء حياة الشركة، فيظل رأس المال قائما، داخلا في موجودات الشركة، متصلا بأموالها لحين انقضاء الشركة، وعند ذلك فقط يتقاسم المساهمون أموال الشركة، ويسترد كل منهم أسهمه في رأس المال، وكل ما يستحقه حسب نتيجة التصفية³.

ثانيا-أسهم تتمتع

أسهم تتمتع هي الأسهم التي ترد قيمتها تدريجيا أو مرة واحدة قبل انقضاء الشركة؛ أو هي الأسهم التي تستهلك قيمتها في حياة الشركة دون انتظار أجلها وتصفية موجوداتها، وقد عرفها المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 45 من القانون التجاري، والتي جاء نصها كالتالي: "أسهم تتمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم

¹ المادة 3/8 من المرسوم التنفيذي 353 /01 مؤرخ في 10 نوفمبر 2001، يحدد شروط استعادة الأجراء مؤسستهم العمومية الاقتصادية وكيفيات ذلك، ج ر، العدد 67 لسنة 2001.

² شبيخي أمينة، حق المساهم في التصويت ونجاعة تسيير شركات المساهمة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة سعيد دحلب، البليلة، 2016، ص45.

³ علي محي الدين القرة داغي، حكم الاستثمار في الأسهم، د ط، د د ن، د ب ن، د س ن، ص33.

عن طريق الاستهلاك المخصص إما من الفوائد أو الاحتياطات. ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".

ويقصد باستهلاك السهم؛ قيام الشركة بدفع القيمة الاسمية للمساهم أثناء حياة الشركة¹، لأن استهلاك السهم يبدو ضروريا في بعض الأحيان، خاصة إذا كانت ممتلكات الشركة مما يلحقها النقص بتوالي الزمن، كالشركات الحاصلة على امتياز من الحكومة، إذ أن هذه الشركات تكون مضطرة إلى تسليم ممتلكاتها في نهاية مدة الامتياز. ولا تقدم الشركة على استهلاك اسمها إلا لوجود سببين:

1- حصول الشركة على امتياز من الحكومة أو غيرها لاستغلال مرفق عام كشركات الماء والكهرباء والغاز والنقل، والتي تؤول موجوداتها إلى الحكومة بعد انتهاء مدة الامتياز.

2- كون موجودات الشركة قابلة للزوال، أو كونها مما يهلك بالاستعمال، كأن يكون سفنا أو طائرات أو استغلال منجم أو محجر، وبالتالي يستحيل على المساهمين في هذه الحالات الحصول على قيم الأسهم عند نهاية أجل الشركة. وكثير من القوانين لا تجيز عملية الاستهلاك إلا إذا كان مصدرها الربح أو الاحتياطات وليس رأس المال مثل الجزائر.

الفرع الخامس

التصنيف تبعا للحقوق التي يخولها السهم

تقسم الأسهم بالنظر للحقوق التي يخولها السهم؛ إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة تتم دراستها على النحو التالي:

أولا- أسهم عادية

يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، والأصل أن مالكي هذه الأسهم يتمتعون جميعا بحقوق متساوية ويخضعون لالتزامات واحدة، وتمثل هذه الحقوق فيما يلي:

- التصويت في الجمعيات العامة؛ وتمثل الحقوق السياسية للمساهم.

- المساهمة في توزيع الأرباح؛ وتمثل الحقوق المالية للمساهم.

غير أن هذا ليس من النظام العام؛ فيجوز أن ينص في نظام الشركة- في حالة عدم وجود نص في نظام الشركة يمنع ذلك- على إصدار أسهم ممتازة تعطي لمالكيها مزايا أكثر من الأسهم العادية، كحق الحصول على نصيب في الربح أكثر مما للأسهم العادية، أو يكون لها عدد من الأصوات أكبر مما يكون للأسهم العادية، أو يكون لها أولوية في استرداد قيمتها عند تصفية موجودات الشركة².

¹ L'action de jouissance de l'action de capital, est celle de montant nominal la être remboursée à l'actionnaire à la suite d'un amortissement du capital Par Philippe merle, droit commercial, Dalloz, 17^{ème} Edition, paris, 2014, p355.

² عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية، دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، ط 2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 234.

ثانيا-أسهم ممتازة

الأسهم المدعوة بأسهم الأولوية أو الأفضلية أو الممتازة تعطي لأصحابها حقوقا تختلف عن حقوق المساهمين الآخرين، فإنشائها يكون إذا مساسا مباشرا بمبدأ المساواة مما يستوجب تدخل تشريعي لكي يعترف بصلاحياتها¹. وقد اعتبرت المساواة بين المساهمين أهم مبدأ في شركات المساهمة، وبقيت منذ زمن طويل في فرنسا في صف القواعد الأساسية لهذا النوع من الشركات، وخاصة في عدسة النظرية الديمقراطية -شركات المساهمة- التي قدر من أجلها هذا المبدأ، لأنه نفس الشيء فالمساواة بين الأفراد تشير إلى الاتحاد-أي الشروط الأساسية للموطن- كذلك المساواة بين المساهمين أصبحت الشاهد على اتحاد شروطهم، لكن هذه المساواة قد تقيد في بعض الأحيان بالنصوص الخاصة للقانون الأساسي لبعض الشركات، وهذا ما أوجد إلى جانب الأسهم العادية أسهم الأولوية، وتدعى كذلك أسهم الأفضلية، وكذلك الأسهم الممتازة؛ والتي تعطي كما يشير إلى ذلك اسمها حقوقا أكثر من الأسهم العادية.

بناء عليه يمكن تعريف الأسهم الممتازة بأنها: " تلك الأسهم التي نخول صاحبها إلى جانب الحقوق العادية للصيقة بالسهم بعض المزايا الخاصة، حيث أن هذه السندات تحمل حقوقا أكثر من الأسهم العادية، كالأولوية في الحصول على نصيب من أرباح الشركة أو من فائض التصفية، وتسمى الأسهم الممتازة في هذه الحالة باسم "أسهم الأولوية" أو تلك التي تمنح أصحابها عددا من الأصوات في الجمعية العامة للشركة، زيادة على تلك المقررة للسهم العادي، وتعرف هذه الأسهم في هذه الحالة باسم الأسهم ذات الأصوات المتعددة².

فالأسهم الممتازة إذا إما أن يتمتع أصحابها بامتيازات مادية، وإما أنهم يتمتعون بامتيازات غير مادية. الجدير بالذكر أنه وبدخول الجزائر اقتصاد السوق والأجانب في الميدان، تبنى المشرع الجزائري هذا النوع من الأسهم، خاصة الفئة الأولى³. والأولوية الممنوحة من طرف المشرع الجزائري هي الأولوية في الاكتتاب في الأرباح أو الفائض.

1-أسهم الأولوية

مؤدى هذا الامتياز أن يعطي المساهم صاحب السهم الممتاز نصيبه كاملا قبل توزيع الأرباح، وما بقي بعد ذلك يوزع على باقي المساهمين بحسب الاتفاق. وقد تمنح أسهم الأفضلية لأصحابها أولوية في الحصول على قيمة الأسهم من فائض تصفية الشركة، وكثيرا ما تجمع أسهم الأفضلية بين الميزتين، أي منح الأولوية في الأرباح، ومنح الأولوية في استيفاء

¹ Ripert et Roblot, traite elementaire de droit commercial-T1-LGDJN° 1182.

² Bruno Dondero, droit des sociétés, Dalloz, 3eme Edition, Paris, 2013, p480.

³ تنص المادة 715 مكرر 44 بأنه: " يمكن تقسيم الأسهم العادية الاسمية إلى فئتين اثنتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية:

- تتمتع الفئة الأولى بحق التصويت يفوق عدد الأسهم التي يجوزتها.

- أما الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب لأسهم أو سندات استحقاق جديدة".

قيمة الأسهم عند تصفية الشركة. والثابت أن المشرع الجزائري أعطى الأولوية في الاكتتاب، هذه الأولوية يمكن أن تكون عند زيادة رأس مال الشركة.

ما يلاحظ على أسهم الأفضلية الممنوحة للمساهمين، هي من طبيعة مالية (منح الأولوية في الأرباح ومنح الأولوية في استيفاء قيمة السهم) كما سبق وأن قلنا، لكن قلّ ما تكون من حقوق غير مالية (كالأفضلية في الحق في التصويت)، والمشكل يطرح فيما يخص تحديد الحقوق التي تتعلق بأسهم الأفضلية مرتبط بشرط الأسد-اقتسام الأرباح دون الخسائر- لأنه يتعلق بالنظام العام للشركات، وبذلك تصبح الامتيازات الممنوحة لأسهم الأفضلية محدودة، إذن فلا داعي لبقاء أسهم الأفضلية إذا ما ارتبطت بحقوق أقل¹.

2- الأسهم ذات الصوت المتعدد

الأسهم ذات الصوت المتعدد؛ هي تلك الأسهم التي تعطي أصحابها أكثر من صوت واحد في الجمعيات العامة، خلافا للمبدأ العام الذي يعطي لكل سهم صوت واحد، وهذا حسب ما جاء في المادة 684 من القانون التجاري الجزائري التي نصت على أنه: "يكون حق التصويت المرتبط بأسهم رأس المال أو الانتفاع متناسبا مع حصة رأس المال التي تنوب عنها. ولكل سهم صوت على الأقل".

والجدير بالذكر أن هذا النوع من الأسهم قد استعملت بعد الحرب العالمية الأولى 1914 كوسيلة لدفاع الشركة ضد وضع اليد الأجنبي، لكن هذا الواقع التجاري أثر الكثير من الانتقادات لأنها تدل على التعسف. وقد وجدت هذه الأسهم لتأمين الأغلبية في الجمعيات لصالح فئة من المساهمين وكانت بمثابة الضمان للمؤسسين والمديرين ضد تحويل الأغلبية.

اختلفت التشريعات في منح الأسهم أكثر من صوت، فهناك من يقول أنه أمر غير جائز لانعدام المساواة بين الشركاء، ويرى البعض أنه يجوز لشركات المساهمة اللجوء إلى إصدار الأسهم ذات الصوت المتعدد، ويرزون هذا بقولهم أنه إذا كانت القاعدة هي المساواة بين الأسهم في شركات المساهمة، إلا أن الضرورات العملية تغلبت على الاعتبارات النظرية التي تقضي بإعمال مبدأ المساواة ويدلون على ذلك بمثالين:

-الأول: قد تحتاج الشركة إلى أموال جديدة فلا يسعفها في ذلك فكرة إصدار أسهم عادية، فتصدر الشركة هذا النوع من الأسهم؛ وهو ما يساعدها على أن تجتاز محتتها.

¹-la préférence accorder au actions, est le plus souvent d'ordre pécuniaire (versement de dividende préférentiel ou préciputaire), mais peut également porter sur des droit non pécuniaires (aménagement porter sur des droit non pécuniaires (aménagement du droit de vote), les commentateurs s'accordent sur le fait que les avantages sont limités par l'ordre public des sociétés (prohibition des clauses léonines). Ils sont plus partagés sur la question de savoir si l'action de préférence peut exister avec des droit amoindris est non plus supplémentaires. par Veronique mangier, droit sociétés, Dalloz, 6eme Edition, paris, 2013,p263.

-الثاني: قد ترى الشركة أنه لا مناص من إجراء التصفية الأمر الذي يتعرض معه الدائنون لخطر عدم الاستيلاء على شيء، وقد يقبلون وفاء لديونهم تسلم أسهم ممتازة.

ويرى البعض أن الأسهم الممتازة من حيث الأصل، ليست معيبة بل كل ما يصيبها أنها قد تفتح بابا للمغالاة والتفاضل بين المساهمين، ويقرر هذا البعض أيضا أنه لكي يتسم إصدار الأسهم الممتازة بالمشروعية ينبغي النص عليها في النظام الأساسي للشركة، حتى يكون المكتتبون على بينة منها وقت الاكتتاب، وإذا لم ينص عليها فلا يجوز إصدارها بعد ذلك إلا بإجراء أو تعديل في هذا النظام¹.

بناء عليه، يمكن القول أن النتائج التي تترتب على الامتياز في التصويت هي أخطر بكثير من النتائج المترتبة على الامتيازات المادية، وهذا ما يفسر تدخل المشرعين عموما لمنع الشركة من إصدار الأسهم المتمتعة بامتياز في التصويت أصلا وينحصر الامتياز في حدود ضيقة، كما هو الحال في فرنسا بصوتين فقط².

المبحث الثاني

مفهوم البورصة ووظائفها

تحتل بورصة الأوراق المالية مكانة مميزة في الاقتصاد الرأسمالي، وتعتبر من دعائمه الأساسية وتجسيدا لمبدأ من مبادئ الفكر الاقتصادي الغربي وهو مبدأ الحرية الاقتصادية، وذلك من خلال دورها المهم في أداء الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض وتبحث عن مجالات للاستثمار، والفئات التي تعاني عجز مالي وتبحث عن التمويل، إذا فالمكانة الهامة لبورصة الأوراق المالية جعلتها تحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار، نظرا لدورها الاستراتيجي في عملية التنمية الاقتصادية.

تعتبر البورصة في الاقتصاديات الحديثة أهم مؤشر لقياس مستوى اقتصاد الدول تقدما أو تخلفا، فهي تشكل آلية هامة لجمع الموارد المالية وتوجيهها نحو التمويل وفق القنوات الاستثمارية، لاسيما من خلال إقبال مختلف الأطراف (المؤسسات والأفراد) على الاكتتاب في القيم المنقولة (السندات، الأسهم، الخ...)، من هذا المنطلق تعتبر البورصة مرآة تعكس الحالة الاقتصادية لأي بلد، وتعكس سرعة دوران الأموال والتمويل، فهي تعتبر سوق مثالية مستمرة³.

إن موضوع دراستنا ينصب على تداول الأسهم بالبورصة باعتبار البورصة وعاء استثماريا ومنظما تشريعا وإداريا لما لها من أهمية بالغة في الاقتصاد القومي؛ ولذا آثرنا قبل الدخول في التنظيم التشريعي للتداول والمبادئ القانونية التي تحكمه، أن نعرف البورصة وبيان نشأتها وتطورها، وأهميتها الاقتصادية، وفي سبيل إيضاح ذلك قسمنا هذا المبحث إلى

¹ أحمد محمد لطفي، المرجع السابق، ص 84.

² محمد حلمي عبد التواب، المرجع السابق، ص 272.

³ د/غويني العربي، مستوي عادل، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة بورصة الجزائر -، مجلة المناجر، العدد 01، المجلد 01، المدرسة العليا للتسيير والتجارة الدولية القليعة، الجزائر، 2014، ص 106.

ثلاثة مطالب للوقوف على جوانب الموضوع تناولنا في المطلب الأول تعريف البورصة، أما المطلب الثاني فندرس فيه أهمية البورصة وأنواعها، في حين خصصنا المطلب الثالث لعرض وظائف البورصة.

المطلب الأول

تعريف بورصة الأوراق المالية

كثُر الحديث في الآونة الأخيرة عن البورصة-باعتبارها سوقا من الأسواق المالية-، من قبل فئات مختلفة نظرا لقيمتها البالغة داخل المجتمعات، وعلى وجه الخصوص في الدول المتقدمة، أين كانت انطلاقتها، جعلهم يصطلحون عليها تسميات مختلفة، كما عرفها من أوجه متعددة، كل حسب الزاوية التي ينظر منها إلى هذه السوق، وخصص لها العديد من المؤتمرات والندوات، وهو ما سنتعرض إليه ضمن هذا المطلب، دون أن نهمّل البعد التاريخي للبورصة، حيث سنركز على أصل كلمة البورصة لغويا وتاريخيا، على أن يكون ذلك وفقا لما يلي:

الفرع الأول

تأصيل لفظ بورصة الأوراق المالية

إن الحديث عن مفهوم بورصة الأوراق المالية في المجال القانوني يقتضي من الباحث التطرق إلى بعض المفاهيم الأخرى؛ والتي هي ذات ارتباط وثيق مع البورصة من حيث الوظيفة والتسمية المركبة من مصطلحات متعددة ومتشابهة، مما قد يؤدي إلى الخلط بين المفاهيم، وهذا الأمر من شأنه أن يصعب من فهم الموضوع لدى القارئ غير المختص، وبناء على ما سبق سنحاول التعريف بموضوع بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى بعض المفاهيم التي تتقاطع معها في التسمية والوظيفة.

أولا-البورصة لغة

تعد كلمة بورصة مصطلح دخيل على اللغة العربية، إذ أن أصلها مشتق من الكلمة اللاتينية " bursa " والتي تعني الحقيقة¹ أو كيس النقود²، ويعود سبب إطلاق مصطلح بورصة على السوق أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لصفقات السلع والأوراق المالية وهم يحملون نقودهم في أكياس³. كما يقال أن البورصة بمفهومها الحديث لم تظهر إلا في القرن الرابع عشر ميلادي على يد عائلة بلجيكية تسمى " Van Den Bourc " كانت تعمل في مجال

¹ د/نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 02، المجلد 26، سوريا، 2010، ص655.

² د/محمد عثمان شبير، المعاملات الإسلامية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ط2، دار النفائس، الأردن، 1998، ص162. كذلك د/محمد أحمد حلمي الطواي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، ط2، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص10.

³ شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، ط1، دار الفكر بدمشق، 2002، ص24.

الصرافة، وكانت تستقبل في فندقها الواقع في مدينة Bruges البلجيكية العائلات الستة العاملة في مجال الصرافة وكذا التجار، وذلك من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، وشعارها ثلاثة أكياس من النقود على واجهة الفندق¹.

ثانيا-تعريف بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية

تعرف بورصة القيم المنقولة في مجال الشريعة الإسلامية بأنها: " ذلك المكان الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية، المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب وحدات العجز، ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين الفئات بصورة منظمة ومراقبة، وعلى أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وذلك من أجل استثمار الأموال في إطار شرعي.

وجاء في تعريف آخر لها بأنها: " سوق منظمة تنعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيع وشراء لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة". وتعرف كذلك بأنها: " سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة، للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية².

باستقراء التعاريف السابقة نستشف أن سوق القيم المنقولة وفقا للمفهوم الإسلامي لا يختلف كثيرا عن المفاهيم الأخرى، لأن الهدف واحد وهو جلب المدخرات واستثمارها في شكل أسلوب تمويلي للمشاريع التي تعاني عجزا ماليا. غير أن هناك اختلاف من حيث النتيجة مع المفاهيم الأخرى لسوق الأوراق المالية، حيث أن السوق المالية الإسلامية تساهم مساهمة فعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية خاصة في البلدان الإسلامية، وذلك من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي.

والجدير بالذكر أن المفهوم الإسلامي يعتمد على أدوات مالية تتوافق والشريعة الإسلامية من حيث الإصدار، ويكون تداولها بعيدا عن المقامرة والربا، الاحتكار وأي تعامل يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وعليه يمكن القول مثلا أن التعامل بالسندات غير جائز لاشتمالها على الفائدة الربوية. إضافة إلى أن سوق القيم المنقولة في الشريعة الإسلامية يختص بالرقابة والإشراف عليها مستشارين شرعيين، وخبراء متخصصين في مجال المعاملات الشرعية من جهة أخرى³.

¹ مسعودي محمد أمين، بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، العدد 02، المجلد 02، جامعة باتنة 01 الحاج لخضر، الجزائر، 2015، ص326. كذلك أحمد محمد لطفى أحمد، المرجع السابق، ص10.

² كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2014، ص9.

³ كتاف شافية، المرجع السابق، ص10.

ثالثا- التعريف الاقتصادي لبورصة الأوراق المالية

للبورصة تعاريف متعددة من منظور الإصلاح الاقتصادي وذلك لاعتبارات مختلفة، عرفت في البعض منها بأنها: "سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات، وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في البورصة، وتحدد فيها الأسعار وفقا لمقتضيات العرض والطلب"¹.

كذلك عرفت بأنها: "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال"².

وهناك من يعرفها بأنها: "سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي، أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم، والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات بيعا وشرا بسهولة وسرعة ويسر، حيث أن فاعلية البورصة تقاس بعدة مقاييس، أهمها: مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات، مقياس الدقة والصحة وعدم الخطأ، مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري"³.

ومنهم من يعرفها بأنها: "إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، حيث تلعب دورا أساسيا في تطوير وتنظيم أساليب المشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة، وذلك من خلال شراء الأفراد والشركات لما يتم تداوله في هذه السوق من أسهم وسندات"⁴.

عرفت سوق الأوراق المالية أو البورصة أيضا على أنها: "أماكن يجتمع فيها عدد كبير من الأشخاص تجري فيها المعاملات في ساعات محددة وبنظام محدد، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة لأوراق مالية، أو بالنسبة لأسعار متفق عليها عن كل نوع"⁵. وهناك من يعرفها بأنها: "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات التي تعاني من العجز المالي"¹.

¹ نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 10، المجلد 05، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2013، ص122.

² د/حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، د.ط، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص18.

³ د/حريزي راجح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، د.ط، دار بلقيس، الجزائر، د.س.ن، ص30.

⁴ عابد فضيلة، أنس مملوك، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار (دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 5، المجلد 36، سوريا، 2014، ص338.

⁵ سويلم محمد، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، د.ط، الدار الجامعية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1993، ص272.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أنها متقاربة إلى حد كبير، وتتمحور كلها حول فكرة عامة وهي أن سوق الأوراق المالية متميزة عن الأسواق الأخرى، في كونها أكثر تنظيماً وفعالية في تحقيق التنمية الاقتصادية وأن أهم عناصرها هي:

- مكان التعامل محدد هو البورصة.

- أن التعامل فيها يكون بالقيم المنقولة.

- آلية العرض والطلب هي المعيار المحدد لتسعيرة القيم المنقولة المتعامل فيها.

- عنصر السيولة وهو أهم عناصرها، حيث تعد البورصة قناة لتجميع المدخرات وتوجيهها بما يحقق النمو الاقتصادي، فخاصية السيولة إذا تعد أهم المؤثرات المساعدة على جذب المستثمرين، إيماناً منهم بإمكانية التخلص من الأوراق المالية متى أرادوا ذلك.

- التعامل في القيم المنقولة داخل السوق يكون عن طريق التنظيم.

إذا بناء على ما سبق ووفقاً للمفهوم الاقتصادي فإن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان لتداول الأوراق المالية التقليدية والمستحدثة، وبالتالي تكون هذه السوق حيزاً لالتقاء رغبات البائع والمشتري ومن ثم تتحدد الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب. بمعنى آخر يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية على أنها: "مكان حقيقي أو افتراضي وسوقاً منظماً يلتقي فيه المتعاملون الاقتصاديون لإتمام مختلف العمليات الناشطة المرتبطة بالبيع والشراء للأوراق المالية، لتحقيق أقل درجة من المخاطرة عند مستوى محدد من العائد المتوقع أو أكبر معدل عائد متوقع عند مستوى محدد من درجة المخاطرة. تتوفر هذه السوق على قدر من العلانية والشفافية، حيث يتم التعامل فيها وفقاً لقوانين تنظم الصفقات بين المتعاملين الاقتصاديين والشروط المتفق عليها، بما يخدم مصالحها فيما يخص عمليات البيع والشراء".

إذن، البورصة عبارة عن سوق متكاملة فعالة تتوفر فيها الحرية الكاملة لقوى العرض والطلب، لتتفاعل بيعة وشراء في ظل روح المنافسة الكاملة، وبذلك تكتسب قدراً كبيراً من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد مقيداً، وتزداد حيويتها وأهميتها في اقتصاد دولة ما، كلما زاد عدد المؤسسات المسعرة فيها، ومنه ازدياد عدد الأوراق المالية المطروحة للتداول، وعدد المتعاملين الراغبين في التعامل، وتزداد تبعاً لذلك عدد العمليات وحركة البورصة، وقدرتها على مواجهة متطلبات المتعاملين، واحتياجاتهم المتنوعة والمتزايدة خاصة مع اتساع وتنوع النشاط الاقتصادي وتكاثفه².

¹ سميرة عبد الله مصطفى، الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية العراقي (دراسة مقارنة)، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، د.ع، جامعة كربلاء، د.ت، ص 756. وكذلك: يونس محمد، مبارك عبد النعيم، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، د.ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 127.

² مخانشة أمنة، المرجع السابق، ص 11.

رابعاً-التعريف الفقهي لبورصة الأوراق المالية

تعرف بورصة الأوراق المالية على أنها: " سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التداول، أو إتمام المبادلات والمعاملات بيعا والشرء بسهولة وسرعة ويسر¹." كما تعرف بأنها: "سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين، أعراف وتقاليده، ينشط فيها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدون للاستفادة من تقلبات الأسعار، تعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين²."

وعرفت أيضا بأنها: " سوق مستمرة ثابتة المكان تقام في مراكز التجارة والمال، للتعامل في صكوك أو حاصلات معينة غير منظورة، تصلح للمبادلات واسعة النطاق، وذلك بموجب قوانين منظمة لقواعد المعاملات، والشروط التي يجب توافرها في المتعاملين وفي الصكوك موضوع التداول³."

وهناك من يعرفها بأنها: " سوق منظمة لرأس المال يتولى إدارتها والإشراف عليها مجلس إدارة يضع لها القواعد، التي يجب أن يحترمها المتعاملون فيها، ولا تعتبر العمليات التي تعقد في البورصة صحيحة إلا إذا استوفت الشروط، والأوضاع التي تتطلبها قواعد البورصة". وفي تعريف آخر: " هو المكان المخصص لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين وممارسين، وتحكمهم تشريعات ولوائح معينة، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف والرقابة على تنفيذ هذه التشريعات واللوائح، ويتم التداول في أوقات معينة⁴." كما جاء تعريفها على أنها: " تلك الأسواق الثانوية العمومية والمنظمة للقيم المنقولة المسجلة⁵."

¹ بن خليفة صلاح الدين، تداول الأسهم في البورصة، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، العدد 01، المجلد 02، المركز الجامعي تسمسيت، الجزائر، 2017، ص218.

² محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس بسطيف، 2013، ص15.

³ د/ خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، د.ط، دار الجامعة الجديدة، د.م.ن، 2015، ص15.

⁴ سويلم بن عبد الله حمد السويلم، جرائم الوسطاء الماليين وعقوباتها في السوق المالية السعودي (دراسة تأصيلية ومقارنة)، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا قسم العدالة الجنائية، جامعة نايف للعلوم الأمنية، الرياض، 2013، ص27.

⁵ BALLEY pierre, La bourse : mythes et réalités, 1Edition Hatier, 1987, p10.

وعرّفت أيضاً بأنها: " سوق منظمة وفقاً لقوانين ولوائح محددة وتحت إشراف جهة رقابية، يتم التعامل فيها بطريقة علنية في الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وفيدت بجداولها بيعاً وشراءً بأسلوب المزايدة عن طريق وسطاء مرخصين بالتعامل في هذا السوق"¹.

وجاء في تعريف آخر بأنها: " اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق، لتنفيذ أوامر عملائهم الملقاة قبل وأثناء فترة العمل. فسوق التداول تنظم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب، بأي وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في أوراق مالية معينة، تتوفر فيها شروط محددة وفقاً لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس صحيحة"².

باستقراء مختلف التعاريف السابقة باستثناء التعريف الأخير، نجد أنها تتسم بنوع من القدم الذي لم يلحق التطور الذي لحق بأنظمة البورصة؛ إذ تقصر التعامل في البورصة على الطريقة التقليدية، وهي الحضور داخل المقصورة قصد التداول في القيم المنقولة، وبالتالي إهمالها للتطور الحديث في مجال الاتصالات، والذي أصبح التداول في البورصة بفضلها ممكناً وإن كان ذلك في دولة أخرى. حيث تعرف هذه الظاهرة السابقة الذكر بالعمولة أو الكونية التي أفرزتها التطورات التكنولوجية الحديثة في مجال الاتصالات³. ولذلك فنحن نميل إلى التعريف الحديث الذي ذهب إليه أحد الفقهاء، بأن بورصة الأوراق المالية هي عبارة عن " سوق منظمة وفقاً لقوانين ولوائح محددة، وتحت إشراف جهة رقابية يتم التعامل فيها بطريقة علنية في الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وفيدت بجداولها بيعاً وشراءً بأسلوب المزايدة عن طريق وسطاء مرخصين بالتعامل في هذه السوق"⁴.

1- خصائص بورصة الأوراق المالية

يتبين لنا من التعاريف السابقة؛ أن البورصة تتميز بخصائص معينة، وهي على النحو التالي:

أ- أنها سوق

ويقصد بالسوق المالي ذلك المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري للتعامل على الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها. وبذلك تختلف البورصة عن أسواق أخرى مثل أسواق البضائع التي يجري التعامل فيها على سلع موجودة ومعينة بالنوع أو الذات، أو أسواق العقارات (Marchés hypothécaires) أو أسواق الخدمات، وما شابه ذلك.

¹ د/ خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص15.

² د/ خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء 2، د. ط، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص54.

³ د/ فضل الله محمد سلطح، العملة السياسية، انعكاساتها وكيفية التعامل معها، ط1، مكتبة بستان المعرفة، الإسكندرية، د. س. ن، ص16.

⁴ د/ سليمان بن صالح الخراشي، العملة، ط1، دار بلنسية، الرياض، 1420 هـ، ص8.

ب-إنها سوق خاص بعمليات التداول

وهي بذلك تختلف عن سوق الإصدار - السوق الأول - (الذي سنتطرق إليه في الفرع الثالث من هذا المطلب) الخاص بترويج الأوراق المالية للاكتتاب فيها. والبورصة إذا اقتصر التداول فيها على الأوراق المحلية كانت بورصة محلية، أما إذا تداولت فيها أوراقاً مالية أجنبية مثل بورصة لندن، أو بورصة طوكيو كانت البورصة دولية¹.

ج-إنها سوق تدار وفقاً لنظام قانوني معين

وتنظيم البورصة تابع للسلطات العامة حتى وأن بعض الدول تعرفها بأنها مؤسسة عامة تابعة للدولة. ويبدأ تنظيم البورصة منذ إنشائها بقانون أو مرسوم أو قرار إداري ثم تسري عليها (العمليات، الرقابة... إلخ) القواعد واللوائح التي تضعها هيئات تابعة للدولة، وهذه اللوائح محددة سلفاً وليست من قبيل الاجتهاد.

ومن مظاهر التنظيم أيضاً وجوب تدخل شركات السمسرة عند التعامل في الأوراق المالية²، علانية الأسعار في البورصة بما يحقق الشفافية الكاملة لضمان حقوق المتعاملين³، وكل ما من شأنه سلامة عمليات التداول وحسن أداء البورصة لوظائفها⁴، بالإضافة إلى تحديد مواعيد ثابتة للعمل بها.

وقد يثور التساؤل عما إذا كان ثمة فوارق بين مصطلح سوق رأس المال وبين البورصة وسوق الأوراق المالية. وفي هذا الفصل من الدراسة توضيح بهذا الخصوص.

خامساً-التعريف التشريعي لبورصة الأوراق المالية

الملاحظ أن أغلب التشريعات قدمت تعاريف خاصة بالبورصة بصفة عامة، ولم تتطرق إلى تعريف خاص ببورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، وإن كان الأغلبية يصطلحون على سوق الأوراق المالية بالبورصة كما سبق الإشارة إليه. وعلى هذا الأساس سوف نتطرق لبعض هذه التعريفات، وفي الأخير نبين موقف المشرع الجزائري من ذلك، فبالرجوع إلى نص المادة 71 من قانون التجارة الفرنسي نجدها تعرف البورصة بأنها: "مجتمع التجار وأربان السفن والسماسرة والوكلاء

¹ د/ نصر على أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 2003، ص 74.

² تنص المادة 2/17 من قانون سوق رأس المال المصري: "ويكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً".

³ تنص المادة 102 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري كذلك: "تنشر المعلومات عن التداول يوميا عن طريق نشرة أسعار يومية تعدها البورصة، وتتضمن البيانات الآتية: 1- الأسعار المتوالية التي تمت بها العمليات أثناء الجلسة، 2- سعر الإقفال لكل ورقة مالية مع الإعلان عن أسعار عروض البيع والشراء التي يتم التعامل بها، 3- نوع الأوراق المالية التي تم التداول عليها أثناء جلسة اليوم، 4- مقارنة إقفال اليوم بآخر إقفال سابق للأوراق المالية التي تم التداول عليها أثناء جلسة اليوم."

⁴ تنص المادة 93 من اللائحة التنفيذية على: "أن تقوم الهيئة بمراقبة سوق التداول والتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأن عقد العمليات بالبورصة غير مشوب بالغش أو بالنصب."

بالعمولة تحت رعاية الحكومة، واعتبارها من النظم الاقتصادية اللازمة لكل دولة متمدنة، فهي للتجار أساس تحديد الأسعار وكميات العرض والطلب، ويمكن بواسطة البورصات جس نبض السوق، والاحتراس من الوقوع في الأزمات".

في حين أن بعض التشريعات الأخرى لم تعرف البورصة على غرار المشرع المصري، فبالنظر في القانون التجاري المصري رقم 18 لسنة 1999 أو حتى في قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 فإننا لا نجد أي تعريف للبورصة، حيث أن هذه الأخيرة تطلق مجازاً على بورصة الأوراق المالية؛ حيث إن لفظ البورصة فقط هو الشائع، وجرى استخدامه لدى العامة والخاصة على الرغم من أن المشرع المصري استخدم مصطلح بورصات الأوراق المالية في الباب الثاني من قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992؛ عندما نظم في هذا الباب أحكام التداول¹.

كما لم يتناول المشرع السعودي ذكر البورصة نهائياً في القانون التجاري، في حين أشار بموجب نص المادة 20 من الفصل الثالث من نظام السوق المالية إلى إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية بالمملكة؛ حيث قضت المادة 20 منه بأنه: " تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى " السوق المالية السعودية " وتكون صفتها النظامية شركة مساهمة وفقاً لأحكام هذا النظام، وتكون هذه السوق هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة". والشئ نفسه بالنسبة للمشرع الأردني حيث لم يقدم تعريفاً لسوق الأوراق المالية سواء في القانون رقم 18 لسنة 2017 والمتعلق بالأوراق المالية، ولا حتى في قانون التجارة رقم 12 لسنة 1966 المعدل.

أما المشرع الكويتي فقد خالف التشريعات العربية السابقة الذكر، حيث أعطى تعريفاً لبورصة الأوراق المالية بموجب نص المادة 31 من الفصل الثالث المتعلق ببورصة الأوراق المالية من القانون رقم 7 لسنة 2010 المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال²، حيث جاء فيها أنه: " يقصد ببورصة أوراق مالية السوق المخصص للتوفيق بين عروض البيع وطلبات الشراء في الأوراق المالية ويتبع الإجراءات الخاصة بالتداول، ويؤدي الوظائف المعتاد أدائها من قبل الأسواق المالية.

أما عن المشرع الجزائري فباستقراء أحكام المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة³، وكذا المادة الثانية من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، يتضح لنا أن المشرع أعطى تعريفاً لسوق الأوراق المالية جاء في حيثياته بأنه: " تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات، فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

¹ د/ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص216.

² القانون رقم 7 لسنة 2010، المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الصادر بتاريخ 21 فبراير 2010، المعدل بموجب القانون 108 لسنة 2014 والقانون رقم 22 لسنة 2015، الجريدة الرسمية الكويتية الصادرة بتاريخ 28 فبراير 2010.

³ المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج.ر، الصادرة في 23 ماي 1993، رقم 34.

تعقياً على ما سبق يمكن القول أن هناك العديد من التعاريف الفقهية والاقتصادية التي وإن لم تكن قد عرفت بورصة الأوراق المالية تعريفاً كافياً وافياً، إلا أنها ركزت على أهم الزوايا التي تبرز لكل من يريد أن يطلع على هذا السوق؛ فكرة موسعة عن هذا النوع من الأسواق وما يميزه عن غيره من الأسواق الأخرى، ولذلك كان من الأجدر بالمشرع الجزائري ترك مهمة تعريف بورصة الأوراق المالية للفقه على غرار ما فعله المشرع المصري، المشرع الأردني، المشرع الفرنسي.

الفرع الثاني

تعريف سوق المال

يعد السوق المالية هو أهم مكون من مكونات الاقتصاد المعاصر وقلبه النابض الذي بتحركه يتحرك الاقتصاد للأمام أو للخلف في حالة تراجعه عن الحركة، وهو المؤشر للكشف عن تقدم الاقتصاد الوطني أو تأخره، ويستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام والأسواق ظاهرة قديمة موجودة منذ القدم، فهي ليست وليدة العصر الراهن ولكن الذي يتغير فيها هو السلع المتداولة ووسائل الاتصال.

وقد تطور مفهوم السوق في العصر الحديث فلم يعد محصوراً في مكان محدد، إذ أن المكان ليس شرطاً أساسياً لوجوده وإن كان يزيد من كفاءة وفعالية هذا السوق، إذ يكفي مجرد وجود وسائل اتصال فعالة بين البائع والمشتري، وتميل الأسواق في الوقت الحاضر إلى طابع التخصص من حيث أنواع السلع المتداولة فيها؛ إذ أصبح أمراً مألوفاً أن نجد سوقاً كبيراً متخصصاً في بيع سلعة معينة مثل سوق الأوراق المالية¹. لذلك سنتناول تعريف السوق بصفة عامة ومفهوم السوق المالية بصفة خاصة.

أولاً-تعريف السوق

السوق لغة هو موضوع البياعات؛ وهي التي يتعامل فيها وسميت السوق بذلك لأن التجارة تجلب إليها، وتساق المبيعات نحوها. عرفت السوق في معجم الوجيز بأنه: " هو الموضوع الذي يُجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتاع"². ويعرف السوق بشكل عام بأنه: " هو مكان التقاء البائعين والمشتريين، ولكن نظراً للتطور الهائل في وسائل وطرق الاتصال، لم يعد الإطار المكاني شرطاً ضرورياً لوجود السوق، بل يكفي لوجوده وسيلة اتصال فعالة بين المشتريين والبائعين لقيام السوق، ونظراً لتنوع السلع وزيادة الطلب عليها، فأصبح هناك أسواق متخصصة مثل أسواق الأموال وأسواق الحبوب وأسواق الذهب وغيرها³.

¹ د/ رائد أحمد خليل القرة غولي، عقد الوساطة التجارية، دراسة مقارنة، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، د.م.ن، 2016، ص157.

² د/أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية، د.ط، دار الكتاب الثقافي، د.م.ن، د.س.ن، ص14.

³ د/ محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، د.ط، مؤسسة الرضا للطباعة، د.م.ن، 1994، ص30.

وهذه الأسواق قد تكون أسواقاً حرة لا تتدخل الدولة في تنظيمها من حيث تحديد من له حق ارتياده من البائعين والمشتريين والوسطاء، أو من حيث مكان الانعقاد وميعاده، أو من حيث الأسعار السائدة فيه، وقد تكون أسواقاً منظمة تتدخل فيها الدولة بصورة أو بأخرى بفرض الرسوم على دخول السوق، وتنظيم مواعيده والرقابة على ما يجري فيه من تعامل¹.

ثانياً- مفهوم سوق المال

البورصة وليدة السوق وهي إحدى أنواعه، فكل منهما محل للبيع والشراء، إلا أن البورصة سوق منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليده، كما أن هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال *marché financier et marché des capitaux*، حيث أن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة. والسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين: أسواق النقد وأسواق رأس المال، فأسواق النقد يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق، أما سوق رأس المال يعرف بأنه: "السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، ويتكون هذا السوق من شكلين، يتمثل الشكل الأول في أسواق حاضرة طويلة الأجل؛ وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة تتمثل في الأسهم والسندات ويطلق عليها أسواق الأوراق المالية، أما الشكل الثاني فيتمثل في أسواق آجلة يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية².

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر إلى المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد (ولو أن المكان يزيد من كفاءة وفعالية السوق)، بل يكفي تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع مع المشتري³.

لقد أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من الأفراد والشركات للمتاجرة، وتقديم خدمات الوساطة في السوق، والسوق المالي بالرغم من أنه حديث العهد قياساً بسوق السلع المادية، إلا أن مفهومه لا يخرج عن مفهوم الأسواق الأخرى من حيث تنظيمها، الإمكانيات المتاحة والتسهيلات للمتعاملين فيها.

¹ د/ مازن محمد رضا موسى المرسى، الحماية الجنائية للمتعاملين في بورصة الأوراق المالية، د.ط، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، د.م.ن، 2018، ص34.

² بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص41.

³ د/ الطاوس مجيد حمداوي، البورصة والأسواق المالية، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2018، ص21.

لذا يعرف السوق المالي بأنه: " هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال، لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق، بشرط توافر قنوات اتصال فعالة¹.

وينطبق مفهوم السوق على الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع، من حيث كونه موقع الالتقاء تيار الطلب ممثلاً بوحدة العجز المالي، وتيار العرض ممثلاً بوحدة الفائض المالي، ويهدف الالتقاء الوصول إلى تحديد سعر توازني لأموال يحقق تعامل كمية الأموال المطلوبة مع الكمية المعروضة منها².

تشكل السوق المالية همزة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال عدة أدوات ومؤسسات متخصصة؛ فهي تهيئ الفرصة للأرصدة الفائضة عن حاجة مالكيها في تناول الباحثين عنها. فهي عبارة عن مجموعة من العلاقات المؤسسية التي تحكم العلاقة بين راغبي وطالبي النقود³.

وعليه فأسواق المال إذاً تتواجد بمناسبة عمليات إقراض واقتراض النقود، حيث إن هناك بعض المؤسسات الكبرى وكذا الأفراد يكون لديهم فائض من النقد لا يحتاجون إليه في المرحلة الحالية، وعلى النقيض من الطرف الآخر توجد هناك مؤسسات اقتصادية كبرى لديها عجز أو قصور في الموارد النقدية اللازمة لدفع الدفعة للنشاط الاقتصادي من خلال هذه الحصة⁴. ولا توجد وسيلة واحدة لذلك إلا اللجوء إلى أساليب التمويل المختلفة إلى الطائفة الأولى من الطائفة الثانية، ويطلق على أفراد الطائفة الأولى المستثمرون، بينما يطلق على أفراد الطائفة الثانية لفظ المقرضون. ولكي يتم إعمال عملية الاقتراض من الطائفة الأولى للطائفة الثانية، فلا بد أن يتواجد مؤسسات تختص في العمل كوسطاء بين الطائفتين وذلك مثل البنوك أو البورصات⁵.

ويقسم السوق المالي إلى قسمين رئيسيين تتداخل عمليتهما إلى حد كبير، ويصبح من الصعوبة أحياناً التفريق بينهما بسبب تشابك العلاقات وارتباط الوظائف وتشابه المؤسسات فيها، ويبقى عامل الزمن هو أساس تفريق عمل هذين القسمين؛ إذ يتم تقسيمهما على أساس تاريخ استحقاق الموجودات فيها، وهذان القسمان هما سوق النقد Money، وسوق رأس المال Capital⁶ وفيما يلي توضيح لهذين النوعين من السوق.

¹ د/أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، د.ط، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص110.

² د/محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، د.ط، الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص35.

³ محمد عطا الله الناجم الماضي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2012، ص13.

⁴ د/ مازن محمد رضا موسى، المرجع السابق، ص35.

⁵ د/ الطاوس مجيد حمداوي، المرجع السابق، ص22.

⁶ د/ رائد أحمد خليل القره غولي، المرجع السابق، ص161.

ثالثاً- أقسام السوق المالي

كما سبق الذكر، أن السوق المالي يقسم إلى قسمين رئيسيين تتداخل عملياتهما إلى حد كبير ويصبح من الصعوبة أحيانا التفريق بينهما بسبب تشابك العلاقات، وارتباط الوظائف وتشابه المؤسسات فيها، ويبقى عامل الزمن هو أساس تفريق عمل هذين القسمين، إذ يتم تقسيمهما على أساس تاريخ استحقاق الموجودات فيها، وهذان القسمان هما سوق النقد Money وسوق رأس المال Capital¹، وفيما يلي توضيح لهذين النوعين من السوق.

1- سوق النقد Money

وهي السوق المالية التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية قصيرة الأجل، وإن أغلب الشركات المساهمة الكبرى تتعامل في هذه السوق، ويلاحظ أن لهذه الأسواق أهمية كبيرة في تنفيذ السياسة النقدية للدولة، وتتميز بأن تداول الأوراق المالية فيها يكون على نطاق واسع، كما تكون التقلبات في أسعارها قليلة، وبالتالي فإن مخاطر الاستثمار فيها تكون قليلة، ولذلك فإن المصارف التجارية تعتبر من أكبر المتعاملين في هذه السوق نتيجة ضمان الربح والسيولة في آن واحد، ويأتي بعدها المصارف المركزية التي لها دور بارز في هذه السوق، وخاصة فيما يتعلق ببيع وشراء حوالات الخزينة التي تعتبر من الأوراق المالية الرئيسية المتداولة في هذا السوق، فضلا عن الأوراق التجارية وشهادات الإيداع والحوالات المصرفية المقبولة².

تتعدد التعاريف الخاصة بالسوق النقدي، فهي تعكس في مجملها التطور الذي شهده هذا الجزء من سوق رؤوس الأموال، وذلك على إثر التحول الواسع الذي عرفته الساحة المالية الدولية ابتداء من ثمانينات القرن الماضي، ومن هذه التعاريف نذكر:

- السوق النقدي هو: "سوق يتدخل فيه فقط البنوك وبعض المؤسسات المتخصصة لتبادل النقود المركزية فقط، يوظف المقرضون فائضهم النقدي في المدى القصير، في حين يسعى المقرضون إلى تغطية العجز المسجل في خزينتهم، وتحدد المعدلات المطبقة في السوق النقدي بناء على قوى العرض والطلب والمرفقة بتدخلات البنك المركزي، بهذه التدخلات يتمكن البنك المركزي بالتأثير على حجم النقود المركزية الموجودة في الاقتصاد وعلى سعر النقود في المدى القصير"³.

- كما يعرف على أنه "أسواق مالية تتعامل بأدوات استثمارية ومالية قصيرة الأجل (تستحق في مدة تزيد عن اليوم الواحد وتقل عن السنة) سهلة التحويل إلى سيولة، ويتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه العمليات"⁴.

¹ د/ رائد أحمد خليل القره غولي، المرجع نفسه، ص161.

² د/ عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، د.ط، دار الكتب القانونية، مصر، 2008، ص439.

³ H. Guiton, G. Bramouille, la monnaie, quatriéme édition, Dalloz , paris, 1978, p219.

⁴ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، د.ط، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص16.

- كما يشار إليه على أنه: " سوق رؤوس الأموال قصيرة ومتوسطة الأجل، وذلك عكس السوق المالي الذي يتم فيه الاقتراض والتوظيف في المدى الطويل، لكن التنوع الذي حدث في وسائل التوظيف المتوفرة جعل من التفرقة بين السوقيين أمر صعب مقارنة بالماضي"¹.

- تعرف سوق النقد على أنها: " عبارة عن الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول والالتزامات المالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية ومستويات متدنية من المخاطر، والتي لا تتجاوز فترات استحقاقها غالبا سنة واحدة، توفر للأفراد والمؤسسات المختلفة والحكومات الآليات المناسبة لإدارة السيولة لديها، بما في ذلك استثمار الفائض المتاح لدى تلك الجهات أو تغطية العجز الذي تواجهه في موازنتها المالية"².

تحدد التدفقات المالية في هذه الأسواق وفقا لسعر الأصول المالية المتداولة ودرجة المخاطرة فقط، ويلعب العائد دورا بسيطا في هذه الأسواق، وتتميز هذه الأخيرة بدرجة مخاطرة منخفضة، والتي تتعرض لها الأصول المالية المتداولة في هذه السوق مع درجة عالية من السيولة، ويرافق ذلك انخفاض في مستوى العائد.

أ-أهمية وأهداف السوق النقدي

تظهر أهمية السوق النقدي من خلال الدور الذي يلعبه في تأمين السيولة للنظام البنكي، وذلك من خلال عمليات الإقراض والاقتراض التي تتم بين المؤسسات المالية المتدخلة فيه، فهو يسمح بجلب المدخرات السائلة، ومنحها في شكل ائتمان موفرا بذلك تمويل قصير الأجل، كما يسمح بتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، في كل من المدى المتوسط والقصير، وذلك بإصدار سندات الحقوق القابلة للتفاوض، وهو مصدر تمويل غير تضخمي يتم بأسعار فائدة متغيرة تتحدد على أساس العرض والطلب.

إضافة لما سبق، يعتبر السوق النقدي بمثابة القناة التي يقوم البنك المركزي من خلالها بضبط الكتلة النقدية، وذلك باستخدامه للأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، مؤثرا بذلك على معدلات السوق وحجم الأموال السائلة، مما ينعكس بطبيعة الحال على شروط البنوك والتالي على الدائرة الحقيقية³.

وتكمن أهمية السوق النقدي للمستثمر أو المقرض في توفير السيولة ودرجة المخاطرة المنخفضة بسبب قابلية الخصم، أما على المستوى الكلي فوجود سوق نقدي فعال من شأنه تسريع عملية التبادل والنشاط التجاري، ناهيك عن السياسة النقدية المنتهجة من قبل البنك المركزي⁴.

¹ A.G. Martinet ASilem, Lexique de gestion, 6eme édition, Dalloz ,2003, p329.

² بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص23.

³ B. Ammour, monnaie et régulation monétaire, éditions dahlab, Alger, 1997, p44.

⁴ بن الضب علي، شيخي محمد، المرجع السابق، ص43.

تظهر أهمية السوق النقدي أيضا في كون المعدلات التي تتبادل مقابلها النقود، تستعمل كمرجع في تحديد سعر منتجات مالية أخرى وحتى لأسواق أخرى.

كما يتميز بأنه ليس له مكان محدد وخاص لإبرام الصفقات، وأهم مؤسساته البنوك التجارية والبنوك المركزية، وتشمل مهمته الأساسية في تمويل المشاريع، من خلال عرض أدوات كأذونات الخزينة، شهادات الإيداع بالإضافة إلى الأوراق التجارية وغيرها.

يلعب الجهاز المصرفي في السوق النقدي الدور الأساسي بتحكمه في عرض النقود ومعدلات السيولة النقدية، من خلال هذه السوق تتم عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك التقليدية، وفقا لأسعار الفائدة السائدة لآجال مختلفة، حيث يتحدد سعر الفائدة غالبا بناء على العرض والطلب، مع الأخذ في الاعتبار المؤشرات الاقتصادية والسياسية، ومدى تأثيرها على آلية عمل السوق. أما أدوات الاستثمار في هذا السوق كما سبق الذكر، تتمثل في شهادات الإيداع والأوراق التجارية، الأوراق المخصصة وأذونات الخزينة. وكذلك الودائع والصناديق الاستثمارية قصيرة الأجل، ومن الواضح أن التركيز في هذا السوق يكون على عنصري السيولة والأمان أكثر من عنصر الربحية، بسبب القيود التي تفرضها السلطات النقدية، ولحساسية البنوك اتجاه وضعها السيولي الذي يؤثر مباشرة على عمليات الاستثمار والسحوبات النقدية اليومية والموسمية¹.

يتميز سوق النقد بمرونته العالية، خاصة أن الفاعلين فيه هم المؤسسات المالية (البنك المركزي، البنوك، صناديق الاستثمار...)، ولأنه بطبيعته سوق للمعاملات التي تقل مدتها عن سنة، فهو يتميز بالسيولة العالية وتدني درجة المخاطرة فيه:

أ-1- انخفاض مستويات المخاطر السوقية

يتسم سوق النقد بتدني درجة المخاطر السوقية، نتيجة انخفاض احتمالات تراجع أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، نظرا لكونها أوراقا قصيرة الأجل، لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة، أو نتيجة أية متغيرات اقتصادية أو مالية أخرى آثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق، مما يجعل قيمتها عند الاستحقاق شبه مؤكدة.

أ-2- انخفاض مستويات المخاطر الائتمانية

ترتبط مخاطر الائتمان باحتمال عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، وفي سوق النقد حيث الأدوات المتداولة فيه صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك المركزية، أو البنوك التجارية، أو المؤسسات الحكومية، فإن مخاطر التعثر أو عدم السداد جد منخفضة.

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، المرجع السابق، ص 21.

ب- وظائف سوق النقد

بالنظر للمزايا التي يتمتع بها سوق النقد، فإنه يؤدي دورا فعالا على مستوى الاقتصاد القومي من عدة زوايا، فبالنسبة للسياسة النقدية التي يديرها البنك المركزي، يساعد السوق النقدي في تخطيط السياسة النقدية، من خلال قيام البنك المركزي بتغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، ما يمكنه من التحكم في احتياطات البنوك التجارية، التي تعتبر فاعلا رئيسا في سوق النقد. إن التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل يساعد بدوره، ولو بشكل غير مباشر في توجيه أسعار الفائدة طويلة الأجل.

من أدوات السياسة النقدية التي يعتمد البنك المركزي على سوق النقد لتنفيذها نذكر مايلي:

ب-1- سياسة إعادة الخصم

حيث يقوم البنك المركزي بخصم الكمبيالات وأذونات الخزينة المتوفرة لدى المصارف التجارية، مقابل فائدة (سعر الخصم)، أو نظير ما يقدمه من قروض وسلف مضمونة للمصارف التجارية، مقابل خصمه للأوراق التجارية الموجودة في هذه البنوك.

ب-2- عمليات السوق المفتوحة

يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية، أو شراء الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد أو رأس المال، حسب الحاجة وفقا للوضع الاقتصادي (تضخم أو انكماش).
إن توفر سوق نقدي فعال يمكن من إيجاد سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل، هذا من شأنه أن يخفض تكاليف التمويل قصيرة الأجل، وبالتالي يزيد معدل دوران رأس المال العامل لدى المشروعات الاقتصادية، بما ينعكس إيجابيا على الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات، ويؤدي في المحصلة النهائية إلى الانتعاش الاقتصادي.

ج- مكونات السوق النقدي

يتكون السوق النقدي بالمعنى الواسع من سوقين يتم بياخهما على النحو التالي:

ج-1- السوق النقدي ما بين البنوك Le marché monétaire interbancaire

السوق النقدي بالمعنى الضيق هو: " مجرد سوق ما بين البنوك، حيث تعمل هذه الأخيرة على تبادل السيولة فيما بينها، في ظل تدخل البنك المركزي الذي يقوم بعملية الضبط النقدي ... مقابل الأخذ وعلى سبيل الأمانة لأوراق عمومية أو خاصة ذات نوعية جيدة¹.

¹ د/السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر، الأردن، 2010، ص93

تلجأ البنوك للسوق النقدي بالمعنى الضيق من أجل إعادة تمويلها، أو لإقراض فائضها النقدي للبنوك التي تعاني من عجز في السيولة، فبممارستها لوظيفة الوساطة المالية، والتي تقوم على استقبال الودائع ومنح الائتمان، توجد بنوك لديها فائض سيولة، أي حجم الودائع أكبر من حجم الائتمان، وبنوك أخرى تعاني من عجز في السيولة وذلك في حالة ما إذا فاقت التزامات البنك حجم الأموال المستقطبة¹.

وتجدر بنا الإشارة هنا إلى أنه، في الحالة العادية لا توجد بنوك تتميز بفائض أو عجز سيولة هيكلية، وإنما وضعية الفائض أو العجز في السيولة هي وضعية مؤقتة، تنتج من عدم توافق التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وتتميز بالتغير المستمر حتى فترات زمنية قصيرة.

في السوق النقدي ما بين البنوك يتم الحصول على القروض مقابل معدلات فائدة تتحدد بشكل يومي، وذلك بحسب العرض والطلب على النقد المركزي، والملاحظ أن هذه المعدلات غير محددة بشكل مسبق، وتتأثر بتدخل البنك المركزي في السوق النقدي ما بين البنوك، إما لعرض النقد المركزي أو لطلبه، ويكون هذا التدخل حسب شروط السوق، وهو ما يساهم في رفع أو خفض معدلات الفائدة².

يمكن للسوق النقدي ما بين البنوك أن يكون خارج نطاق البنك المركزي، وذلك في حالة ما إذا كان حجم السيولة المعروضة تغطي الطلب عليها أو تزيد، وأن حاجة البنوك للنقد المركزية تلبي خارج البنك المركزي أي بالسيولة الفائضة لبنوك أخرى. أما في الحالة العكسية فنكون أمام سوق البنك أين يكون إجمالي البنوك في حاجة للسيولة المركزية³. يتدخل البنك المركزي في السوق النقدي ما بين البنوك لضبط معدلات الفائدة، السيولة والائتمان، إضافة لتحديد لها وفقا لقوى العرض والطلب، يتدخل البنك المركزي بصفته سلطة السوق النقدي لضبط معدلات الفائدة، وذلك بوضع سقف أدنى وآخر أعلى للمعدل اليومي للسوق النقدي ما بين البنوك.

انطلاقاً من وضعية خزيتها، ولضبط السيولة النقدية وبالتالي الائتمان، يتدخل البنك المركزي في السوق النقدي بأدوات السياسة النقدية، والتي تختلف باختلاف وضعية السوق (فائض أو عجز في السيولة)، بناءً عليه تقترح البنوك إما توظيف فوائضها أو الاقتراض لحاجاتها، وذلك بالتعامل مع أحد السوقين المكونين للسوق النقدي ما بين البنوك، وهما على النحو التالي بيانه:

¹ J. L.Besson, monnaie et finance, OPU, Alger, 1993, p94.

² بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص45.

³ مروان عطون، المرجع السابق، ص40.

ج-1-1- سوق العمليات اليومية

تقوم البنوك بتبادل السيولة من خلال الحساب الجاري لها على مستوى البنك المركزي وذلك بشكل يومي، ففي سوق العمليات اليومية تحدد شروط الائتمان كل يوم لليوم الموالي مع إمكانية عدم تجديد الائتمان من قبل المؤسسة المقرضة.

ج-1-2- سوق العمليات الآجلة

في سوق العمليات الآجلة يقوم البنك بتبادل السيولة لآجال محددة يمكن أن تصل إلى السنتين.

ج-1-3- سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض Le marché titres de créances négociables

يعتبر سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض من الأسواق غير المنظمة، وهو يتكون من جزأين هما السوق الأولي أين يتم إصدار السندات وتحديد معدل الفائدة الخاصة بها، والسوق الثانوي أين يتم التفاوض على السندات المصدرة. وعليه يمكن للمستثمر أن يحتفظ بسندات الحقوق القابلة للتفاوض إلى غاية حلول آجال استحقاقها، وإلا يمكنه بيعها في أي وقت وذلك بمجرد إصدارها.

في هذا السوق، تعتبر سندات الحقوق القابلة للتفاوض أدوات توظيف لمدة زمنية محددة، وذات مبلغ مالي أدنى مرتفع، هذه الخصائص جعلت من عملية الاكتتاب لا تخص بدرجة عالية الخواص، وإنما أغلب المكتتبين هم كبار المستثمرين من شركات التأمين صناديق المعاشات وهيكل التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

يعتبر هذا السوق ميدانا للاستثمار قليل المخاطرة وذلك كون أدوات الاستثمار فيه يتم إصدارها من قبل الحكومات أو المؤسسات المالية وغير المالية ذات مراكز قوية، يضاف إلى ذلك كونها سريعة التداول وعائدها شبع أكيد.

د-أدوات السوق النقدي

تعد المؤسسات الحكومية والشركات الكبيرة المصدر الأساسي للأوراق المالية التي تصدرها السوق النقدية، ومن أهم الأدوات المالية المتداولة فيها نعرض مايلي:

د-1-أذونات الخزنة

هي عبارة عن أوراق مالية قصيرة الأجل تصدرها الحكومة في السوق النقدي، تعتبر من أهم أدوات سوق النقد لما لها من سيولة عالية، فهي أداة استثمارية قصيرة الأجل يمكن تسيلها بسهولة وبأقل تكلفة، وتستخدم أساسا في تمويل العجز المؤقت بموازنة الدولة، حيث يكون البنك المركزي وكيلا عن الحكومة بإصدار هذه السندات وبيعها للمتعاملين بخصم من القيمة الاسمية، بمعنى أن هذه الأوراق لا تحمل فائدة، وإنما تباع بخصم معين على قيمتها الاسمية، وتمنح

الحكومة عليها فائدة نقدية منخفضة نسبياً مقارنة بسعر الفائدة السائد على القروض، وتتراوح مدتها ما بين ثلاثة أشهر شهر وسنة¹.

د-2- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

وهي عبارة عن شهادة تصدرها المصارف لحاملها بعد قيام المستثمر بإيداع مبلغ في البنك، لقاء فائدة سنوية تسترد قيمتها في تاريخ استحقاقها، وتعد من أدوات الدين ويتم إصدارها بهدف تطوير أدوات سوق النقد، ومعالجة انخفاض أسعار الفائدة الممنوحة للمستثمر عند الإيداع في حساب التوفير.

تتميز هذه الأداة بمنح حاملها فرصة الحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة، وكذلك تتميز بدرجة عالية من السيولة، والأمان نظراً لقبولها من البنك المركزي وتبني إصدارها من المصارف. كما لها ميزة تتمثل في كون معدل العائد للمستثمر في شهادة الإيداع أعلى من العائد على حساب التوفير ومن عائد السندات الحكومية قصيرة الأجل².

د-3- الودائع المصرفية بعملات أجنبية (ودائع اليورو دولار)

تم التداول بهذه الودائع في المرة الأولى باسم اليورو دولار، واستخدم هذا المصطلح للدلالة على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي، والتي يتم إيداعها في بنوك غير أمريكية، أو في فروع لبنوك أمريكية تقع خارج الولايات المتحدة، وذلك بدلاً من الاحتفاظ بالعملات المحلية حسب مواقع هذه البنوك أو الفروع³.

تجدر الإشارة أن الودائع المصرفية بعملات أجنبية تستخدم كوسيلة من وسائل التمويل، إضافة إلى اعتبارها ملاذاً آمناً للاستثمارات ولمدخرات المستثمرين. إذ قامت المصارف الأوروبية بقبول الودائع بالدولار الأمريكي، وتمنح المستثمر فائدة على الإيداع، وفي الوقت نفسه تقوم بإقراض الدولار الأمريكي إلى المستثمرين بفائدة أعلى من فائدة الإيداع، خلافاً للعرف المصرفي القاضي برد مثل هذه الودائع بالعملات المحلية، إن سوق العملات الأجنبية ساهم في زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية، الأمر الذي قلل من تكاليف التمويل وإجراءات الحصول عليها، مما أدى إلى تخفيض أسعار الفائدة⁴.

د-4- الأوراق التجارية

تعد الأوراق التجارية من الاستثمارات قصيرة الأجل، ويتم إصدارها من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني متين، أو من تلك الشركات العريقة الراسخة التي تتميز بمركز مالي متين، بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، وهي

¹ د/السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 99.

² د/دريد كامل آل شبيب، إدارة الاستثمارات، الأصول المالية، المحافظ الاستثمارية، د.ط، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 186.

³ د/عبد الجواد محمد عوض، الشديفات علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية، ط 1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 78.

⁴ د/دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص 151.

ذات دخل ثابت تصدر لحاملها، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر، وتصدر الأوراق التجارية لحاملها لمدة شهر أو تسعة أشهر، ويتم تداولها في السوق المالي بدخل ثابت على أساس سعر الخصم، وتتميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة المخاطر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على القدرة الإرادية للجهة المصدرة، والثقة الائتمانية بها، ولذلك تصدر بمعدل عائد مرتفع نسبيا مقارنة بعائد أدونات الخزنة وشهادات الإيداع المصرفية¹.

د-5-القبولات المصرفية

القبول المصرفي هو عبارة عن حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة، تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويسجل على وجه ذلك السند من قبل البنك عبارة مقبولة، وهي قابلة للتداول ومضمونة الاستيفاء من طرف البنك. كما تباع هذه القبولات بخصم من القيمة الاسمية لأمر الدفع، ويمكن تداولها في السوق الثانوي، وتعد من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، وتكتسب هذه الورقة المالية سيولة عالية، وتتميز بقابليتها للخصم لدى البنوك المركزية غالبا، وهذا ما يوفر لمالكيها صفة الأمان².

2-سوق رأس المال Capital

إلى جانب السوق النقدي يوجد سوق آخر لتداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل يسمى سوق رأس المال، ويسمى كذلك بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، ويتم ذلك بإصدار الأوراق المالية كالأسهم والسندات، يعمل في هذه السوق وكلاء متخصصون في الصفقات المالية ذات الحجم الكبير، ومؤسسات مالية تتمثل في كل من بنوك الاستثمار، شركات التأمين، البنوك المتخصصة، صناديق المعاش والادخار... الخ.

وعليه، سوق رأس المال هو السوق الذي يقوم بالتعامل في رؤوس الأموال لآجال طويلة ومتوسطة، ويضم هذا السوق مؤسسات مصرفية كالبنوك العقارية والبنوك الزراعية والصناعية، وبنوك الاستثمار والأعمال، ومؤسسات غير مصرفية كشركات التأمين وصناديق التأمين الاجتماعي، وشركات الاستثمار، وفي سوق رأس المال يوجد نشاطان رئيسان يمارسهما المتعاملون هما أدوات الدين كالسندات وأدوات ملكية كالأسهم، وتتصف هذه الأدوات بتغير أسعارها في السوق مقارنة بأدوات السوق النقدية، لذلك تعتبر أكثر مخاطرة وتصدر السندات عن الشركات المساهمة والحكومة، أما

¹ دريد كامل آل شبيب، المرجع نفسه، ص187.

² دريد كامل آل شبيب، المرجع نفسه، ص199.

الأسهم فتصدر عن الشركات المساهمة. ويعتبر سوق الأوراق المالية من أهم دعائم سوق رأس المال، حيث تتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات في المشروعات الجديدة أو التوظيف في المشروعات القائمة¹.

- يعرف سوق رأس المال على أنه: "عبارة عن فضاء يجمع بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي، ويتم التعامل فيه بأدوات طويلة الأجل وفق مجموعة من القواعد والأنظمة، ويعتبر هذا السوق أكثر تنظيماً من سوق النقد وأقل اتساعاً، كما أن التركيز فيه يكون على عنصر الربحية من قبل المستثمر أكثر من عنصري السيولة والأمان، ويطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة، لأن المتعاملين فيه عادة يكونوا من المتخصصين المؤهلين والمدربين على هذا النوع من العقود التجارية².

- يعرف كذلك على أنه: "المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، قروض بأنواعها،... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة لأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفقدون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين³.

تحدد حركة التدفقات المالية في الأسواق الرأسمالية وفقاً لأسعار الأصول المالية المتداولة والعوائد والمخاطر، مع العلم أن مستوى العائد ودرجة المخاطرة هي أكبر منها في السوق النقدية، كما تتميز هذه الأسواق بأقل سيولة ويلعب فيها العائد دوراً كبيراً في حركة التدفقات المالية بين الأصول المالية المختلفة.

وتجدر الإشارة أن السوق المالية التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل (سوق احتياجات طويلة الأجل) تكون مخاطرها أكبر من السوق النقدية التي تعتبر سوق سيولة، وهذه الأسواق هي أسواق مركزية أكثر من السوق النقدية، وأن المتعاملين فيها هم شركات الأعمال - الحكومة والأفراد -.

سنحاول التطرق إلى كل ما يحتويه هذا السوق في النقاط التالية:

أ- أهمية سوق رأس المال

تلعب أسواق رأس المال دوراً استراتيجياً وهاماً في عملية التنمية الاقتصادية، وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية، وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب، من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب، وهي بذلك تساهم في خلق رأس المال والذي يعتبر أهم عامل. تأتي الأهمية الاقتصادية لأسواق رأس المال من خلال الدور الذي تلعبه، من أهمها تتمثل فيما يلي⁴:

¹ د/ محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، د.ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2007، ص3.

² أزهرى الطيب الفكي أحمد، المرجع السابق، ص21.

³ LEROUX François, Marchés internationaux des capitaux, 2eme édition, ESKA édition, Paris, 1995, p03.

⁴ أزهرى الطيب الفكي أحمد، المرجع السابق، ص24.

- تشجيع الادخار الوطني ونشر ثقافة الاستثمار والتوعية بوسائل توفى التمويل، من خلال أسواق المال مثلها مثل الوسائل التقليدية للتمويل، ومن ثم قيادة سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، مما يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات والاتصال المختلفة.
- السماح للجمهور بالمساهمة في مؤسسات القطاع العام والخاص، من خلال أسهم تباع بأسعار في متناول الجمهور، مع سهولة التخلي منها دون التأثير على أوضاع المؤسسة من خلال بيعها في السوق الثانوي.
- تشجيع الشركات للتحويل من مؤسسات وشركات عائلية وخاصة إلى شركات مساهمة عامة، خصوصا إذا ما قدمت الدولة تشجيعات ضريبية وتمويلية لشركات المساهمة العامة.
- تمكين الدول من التمويل عبر الصكوك وتسهيل عمليات خصخصة الوحدات الحكومية عبر إدراجها بالسوق، وطرح أسهمها بالسوق.
- تعدد أسواق رأس المال مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية والتشغيلية في اقتصاد أي دولة، إذ تمثل أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على مستوى أداء الشركات المدرجة فيها، حيث أن حجم الإقبال على أسهم الشركة يعكس مدى كفاءة السياسات التي تتبعها إدارتها.
- سهولة إجراءات تقييم الشركات المدرجة عن طريق السوق، مع إمكانية تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية، من خلال تحليل البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق والشركات التي تتعامل معه.
- تسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأطراف الاقتصادية.
- تحقيق مستوى عال من الضبط المؤسسي، من خلال رقابة هيئات أسواق المال والتزام الشركات بالإفصاح، ومراقبة عمليات التبادل يضمن مناخا استثماريا يتسم بالشفافية؛ مما يجعل البورصة تمثل المرآة التي تعكس الحالة العامة لاقتصاد الدولة.
- تمكين سلطات النقد المركزية من تنفيذ السياسة النقدية، وإدارة الكتلة النقدية من خلال آليات عمليات السوق المفتوح.
- تسهيل عمليات سوق مابين البنوك عبر آليات سوق المال.

ب- خصائص سوق رأس المال

تتمثل الخصائص المميزة لسوق رأس المال في النقاط التالية¹:

- **من حيث العائد:** يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بالوفرة، مما يدفع بالمستثمرين للتفكير والاهتمام بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة، ولذلك يجب أن تتوفر الأدوات الاستثمارية الأكثر عائدا وبأقل تكلفة ممكنة.
- **من حيث التنظيم:** التعامل في أسواق رأس المال يعتبر أكثر تنظيما من السوق النقدي نظرا لمحدوديته، كما يمتاز المتعاملون فيه بدرجة كبيرة من التخصص والمهارة في عقدتهم للصفقات المالية، وتكييف سياستهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول، بناء عن التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة.
- **من حيث الأجل:** يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بكونه يتعامل بالأوراق المالية ذات الأجل الطويل، مما يتيح فرصة لتمويل الكثير من المشروعات، لاسيما إذا علمنا أن بعض المشروعات تتكلف في بداية عمرها الإنتاجي بكثير من المصاريف التأسيسية، مما يجعل إمكانية التسديد الفوري ضعيفة الاحتمال، وبالتالي تحتاج تلك المشروعات لأموال يتم سدادهما بعد طول الأجل.
- **من حيث درجة المخاطرة:** العائد المرتفع يصاحبه ارتفاع في درجة المخاطرة، نظرا لقلّة السيولة عما كانت عليه في السوق النقدي، وهذا معروف كون السندات والأسهم يتغير سعرهما السوقي من زمن لآخر، مما يجعل مخاطرة هذه الأسهم تحديدا كبيرة.
- **من حيث درجة السيولة:** لنجاح سوق رأس المال مربوط بتوافر سوق ثانوي نشط، لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران، حيث يتمكن حامل الورقة المالية من بيعها متى شاء ولو قبل تاريخ استحقاقها بزمان، وهذا بدوره يعتمد على نشاط السوق الأولي، وتعدد الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات على حد سواء.

المطلب الثاني

أهمية البورصة وأنواعها

إن حاجة المشاريع الاقتصادية للأموال بهدف تنفيذ مخططات التنمية كان من أهم الأسباب التي أوجدت بورصات الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي ساهمت في رفع القدرات الاقتصادية للعديد من دول العالم بفضل ما تقدمه من دعم مالي، وهذا ما أكسبها مكانة هامة، وتصنف بورصات الأوراق المالية إلى عدة أنواع وفقا لمعايير مختلفة. يمكن تفصيلها فيما يلي:

¹ ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص219.

الفرع الأول

أهمية بورصة الأوراق المالية

تستمد بورصة الأوراق المالية أهميتها الاقتصادية من مجموعة الوظائف التي تضلع للقيام بها، والتي وجدت في الأصل من أجل تحقيقها، ويمكن القول بأن البورصة تكتسب أهمية كبيرة في الدول ذات النظام الرأسمالي القائم على سياسة الاقتصاد الحر، باعتبارها أحد الركائز الأساسية لهذا النظام، بينما تتضاءل أهميتها إن لم نقل تنعدم في الدول المتبنية للنظام الاشتراكي، وذلك يرجع بطبيعة الحال إلى سيطرة الدولة على كافة أوجه النشاط الاقتصادي في البلاد¹.

ونتيجة لذلك فهي إما أن تقوم بإغلاق البورصات، أو تتركها تعمل ولكن تحت رقابة شديدة من جانبها، تصل إلى حد التدخل في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها، الأمر الذي تتعطل معه من الناحية العملية وظيفة البورصة الأساسية، باعتبارها سوقاً مثلياً تتحدد فيه أسعار الأوراق المالية وفقاً لقوى العرض والطلب، على نحو تضحي معه العمليات التي تتم بالبورصة زائفة وغير حقيقية².

وتنفرد البورصة بتأديتها لعدة وظائف حيوية، والتي درج المتخصصون في هذا المجال على تصنيفها إلى نوعين من الوظائف، وظائف أساسية ووظائف ثانوية، تهدف في مجملها إلى تطوير سوق يتمتع بالجودة والكفاءة، من أجل خدمة عملائه المحليين والأجانب، من خلال تحقيق العدالة والشفافية في هذا السوق، إذ أن البورصة في سعيها الدائب لدعم وضعها التنافس تحرص على تقديم خدمات سريعة وآمنة للمستثمرين، بالإضافة إلى دعم أواصر الثقة فيما بينها وبين المتعاملين فيها. ويمكن القول أن كلاً من العدالة والكفاءة والسيولة والشفافية تمثل الأهداف الاستراتيجية للبورصة بصفة عامة³.

وإعمالاً لما تقدم، يمكن لنا التمييز بصدد الوظائف التي تقوم بها البورصة بين ثلاث طوائف: الأولى تشمل الوظائف التي تقوم بها البورصة من أجل مصلحة المستثمرين، والثانية تشمل مجموعة الوظائف التي تقوم بها البورصة من أجل مصلحة الشركات المصدرة للأوراق المالية، والثالثة تشمل مجموعة الوظائف التي تقوم بها البورصة من أجل مصلحة الاقتصاد القومي.

أولاً-الوظائف التي تقوم بها البورصة من أجل مصلحة المستثمرين

إن البورصة تتيح لجمهور المدخرين توجيه مدخراتهم إلى الأنشطة المربحة في الشركات الكبرى، وذلك من خلال تشجيعهم على الاستثمار في الأوراق المالية، حيث تعمل البورصة على تنمية عادة الادخار الاستثماري، وبصفة خاصة

¹ د/ محمد فتح الله النشار، المرجع السابق، ص46.

² د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص76.

³ د/ عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع السابق، ص447.

لدى صغار المستثمرين الذين يعجزون نتيجة حجم مدخراتهم عن القيام بمشروعات مستقلة نظرا لارتفاع تكاليفها، ومن ثم فإنهم لا يجدون أمامهم سوى استثمار مدخراتهم في شراء الأوراق المالية التي تطرحها الشركات من خلال بورصة الأوراق المالية¹.

تقوم البورصة بتوفير السيولة Liquidity للأوراق المالية المتداولة فيها، وذلك بتحويلها إلى نقود سائلة متى رغب المستثمر في ذلك، إذ أن هذا الأخير بعد أن يقوم باستثمار مدخراته في شراء الأوراق المالية المقيدة في البورصة، لا يستطيع استرداد قيمتها إلا بعد انتهاء فترة عمل الشركة المصدرة للأوراق المالية، والتي قد تمتد فترة عملها لمدة طويلة. ومن ناحية أخرى قد تطرأ على المستثمر ظروف معينة يرغب معها في التخلص عما في حوزته من أوراق مالية في مقابل الحصول على نقود سائلة، وذلك إما لضائقة مالية يمر بها، أو لرغبته في تغيير مجال استثماراته إلى مجال آخر، أو لغير ذلك من الأسباب الأخرى².

وتعمل البورصة بما توفره من إمكانيات مادية وبشرية وتقنية على تلبية رغبة هذا المستثمر، بتحويل أصوله المالية التي يحوزها إلى نقود سائلة، وذلك عن طريق تمكين مستثمر آخر يرغب في استثمار مدخراته في مجال الأوراق المالية أيضا من شراء الأوراق المالية التي بحوزة المستثمر الراغب في التخلص منها³. وتعتبر هذه الوظيفة متممة ومكملة للوظيفة السابقة، إذ أن المستثمر (المدخر) لو عرف منذ البداية أنه لم يقدر على تحويل استثماراته في البورصة من الأوراق المالية إلى نقد سائل في الوقت الذي يرغب فيه، لما أقدم على شراء الأوراق المالية، سواء لدى طرحها لأول مرة في السوق الأولى (سوق الإصدار)، أو لدى تداولها في السوق الثانوي (البورصة)⁴.

وتحول البورصة أيضا للمستثمرين، نتيجة لاستثمار مدخراتهم في شراء الأسهم التي تطرحها الشركات المختلفة في البورصة، أن يصبحوا من ذوي السلطة Political Power في تلك الشركات، حيث تحول الأسهم سواء العادية أو الممتازة العديد من الحقوق لأصحابها من المساهمين بوصفهم شركاء في الشركة، مثل الحق في التصويت في الجمعية العمومية للشركة، والحق في الحصول على نسبة من الأرباح وناتج التصفية، والحق في التنازل عن أسهمه للغير، والحق في رفع دعوى المسؤولية المدنية ضد أعضاء مجلس الإدارة، وذلك راجع بطبيعة الحال إلى تساوي قيمة الأسهم التي تمثل رأس مال شركة المساهمة⁵.

¹ د/ مازن محمد رضا موسى المرسي، المرجع السابق، ص37. وكذلك بومدين نورة، الأسواق المالية في الدول الإسلامية (معالم الواقع وآفاق المستقبل)، دراسة تجرية السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسين بن بوعلي، الشلف، 212، ص6.

² د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص76.

³ أبو النصر عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006، ص33.

⁴ د / الطاوس مجيد حمداوي، المرجع السابق، ص33.

⁵ د/ جمال محمد الزناتي، المرجع السابق، ص208.

تقدم البورصة لجمهور المستثمرين وسيلة سهلة ومرنة لتوظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية، التي تطرحها الشركات من أجل ضمان حصول هذه الأخيرة على التمويل اللازم للقيام بمشروعاتها المختلفة، وهناك عدة عوامل تساعد على تشجيع الأفراد على الاستثمار في الأوراق المالية، وهي أولاً ضمان الحصول على عائد مناسب وملائم، والذي يتوقف مقداره على معدل ربحية الشركة مصدرة الورقة المالية، وكذلك على سياستها فيما يتعلق بتوزيع هذه الأرباح، فقد تقرر الشركات الاحتفاظ بالأرباح جميعها في شكل احتياطيّات (أرباح محتجزة)، دون إجراء أية توزيعات وذلك تدعيماً لمركزها المالي. وثانياً توفر المساواة بين جميع المتعاملين في البورصة، والذي يعتبر أثراً طبيعياً للالتزام بمبدأ الشفافية والإفصاح، عن طريق توفير كافة المعلومات المتعلقة بالشركات المصدرة للأوراق المالية، حتى تتاح لجمهور المستثمرين إمكانية التقييم السليم لهذه الشركات، واتخاذ القرار بشأن مدى استثمار مدخراتهم في الأسهم التي تطرحها هذه الشركات. وأخيراً توافر السيولة للأوراق المالية؛ أي قابليتها للتحويل إلى نقود سائلة وبسرعة متى رغب حائزها في ذلك¹.

والجدير بالذكر، أن البورصة تضمن التحديد العادل لأسعار الأوراق المالية محل التداول بها، وذلك نظراً لكون سعر الأوراق المالية يتحدد عن طريق المزاد العلني Auction Public وفقاً لقوى العرض والطلب، بصورة تعكس رأي الوسط الاستثماري في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة، الأمر الذي يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية هذا من ناحية أولى. ومن ناحية ثانية فإن تحديد سعر الأوراق المالية في البورصة وفقاً لقوى العرض والطلب يترتب عليه انتفاء التأمر بين المتعاملين في البورصة، سواء السماسرة أو العملاء من أجل تحديد أسعار البيع والشراء للأوراق المالية محل التداول، ومن ثم يتعذر عملاً بالاتفاق فيما بينهم على البيع بما لا يقل عن سعر معين أو الشراء بما لا يزيد عن سعر معين، الأمر الذي يبعث على الطمأنينة بالنسبة لكل من يقبل على استثمار مدخراته في بورصة الأوراق المالية².

ثانياً- الوظائف التي تقوم بها البورصة من أجل مصلحة الشركات المصدرة للأوراق المالية

تعتبر البورصة قلعة رأس المال Citadel of Capital، حيث تقوم بإمداد الشركات المختلفة برؤوس الأموال اللازمة، من أجل تمكينها من القيام بالمشروعات التجارية والصناعية الضخمة، التي يعجز عن القيام بها صغار المدخرين بسبب ضآلة حجم ثرواتهم. كما أن البورصة تقوم بتوفير التمويل اللازم لهذه المشروعات بتكاليف أقل من تلك التي يستلزمها الحصول عليه من طرق أخرى مثل الاقتراض من البنوك التجارية بمعدلات فائدة مرتفعة³.

¹ د/ خالد أ حمد سيف الشعراوي، المرجع السابق، ص28.

² د/ أحمد محمد لطفي أحمد، المرجع السابق، ص44.

³ د/ محمد صبري هارون، المرجع السابق، ص48.

فالبورصة كما ذكرنا فيما سبق، ما هي إلا مكان يجتمع فيه طائفتان كل منهما في حاجة إلى الأخرى، وهما طائفة المستثمرين (المدخرون) الذين يبحثون عن قناة ليصبوا فيها مدخراتهم، أما في الحصول على عائد مالي مناسب يضمن لهم الأمان والاستقرار في المستقبل، وطائفة أصحاب المشروعات الإنتاجية والاستثمارية، والتي غالباً ما تأخذ شكل شركات مساهمة ذات أغراض متعددة، والتي في حاجة للحصول على رؤوس أموال ضخمة من أجل تمويل مشروعاتها وخططها الإنتاجية، ولذلك تعتبر البورصة بمثابة قناة تنساب فيها رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض (المدخرون) إلى الوحدات ذات العجز (أصحاب المشروعات الاستثمارية)، وذلك من أجل تحقيق مصلحتهم معاً، وبما يعود بالنفع على المجتمع كله في النهاية¹.

كما يلزم لتداول الأوراق المالية في البورصة أن تكون مقيدة فيها؛ أي مسجلة في جداول البورصة، وقيد الأوراق المالية في البورصة له العديد من المزايا بالنسبة للشركات مصدرة تلك الأوراق، فمن ناحية أولى هو بمثابة نوع من الدعاية المجانية Free Publicity لصالح الشركة، الأمر الذي يكون له أثر إيجابي يتمثل في الإقبال على شراء أسهم تلك الشركات في البورصة. ومن ناحية ثانية فإن القيد في جداول البورصة يعد بمثابة دليل على متانة المركز المالي للجهة مصدرة الأوراق المالية، نظراً لما يتطلبه القيد في البورصة من استلزام استيفاء العديد من الشروط، التي تدور حول ضرورة توافر عدد معين من المكتتبين في الأسهم المطروحة، وغير ذلك من الشروط التي تتطلبها القوانين واللوائح المختلفة المتعلقة بنشاط البورصات، وبناء على ما سبق يصبح القيد في البورصة دليلاً على الملاءة المالية للشركة مصدرة الأوراق المالية².

ثالثاً- الوظائف التي تقوم بها البورصة من أجل مصلحة الاقتصاد القومي

يتمثل دور هذه السوق في الاقتصاد القومي في عدة أمور، يمكن إجمالها أهمها فيما يلي:

- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق للمزايدة، تتحدد فيها الأثمان والأسعار من خلال قوى العرض والطلب، ويتم نشرها من قبل إدارة السوق، ويعتمد الأفراد والمشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية³.
- تعد البورصة وسيلة من وسائل الخصخصة privation، حيث اتجهت الحكومة المصرية منذ تسعينات القرن الماضي إلى الأخذ بسياسة الإصلاح الاقتصادي، والتي تقوم على أساس تبني فلسفة ومبادئ الاقتصاد الحر، وكأن من ضمن الأهداف المنوط بسياسة الإصلاح الاقتصادي تحقيقها العمل على النهوض بالقطاع الخاص وتدعيمه، وزيادة حجم الدور الذي يمكن التخلص التدريجي من سبيل تحقيق التقدم الاقتصادي للبلاد، وذلك عن طريق التخلص التدريجي من

¹ د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص75.

² د/ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، ط1، دار الجامعة الجديدة، د.م.ن، 2009، ص329.

³ د/ محمد فتح الله النشار، المرجع السابق، ص47.

وحدات القطاع العام، التي لا تكون لها أهمية استراتيجية أو لا يمس الأمن القومي، بحيث يقتصر دور الدولة على الاضطلاع بإدارة المرافق الحيوية فقط مثل مرفق الأمن والدفاع وغيرها¹.

- تعد البورصة مؤشراً على حالة الاقتصاد القومي في المستقبل، نظراً لكون أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها تعد بمثابة مرآة تعكس صورة الاقتصاد القومي مستقبلاً، فتكون البورصة بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. وبناءً على ما سبق تعد البورصة بمثابة رقابة وقائية على أداء الاقتصاد القومي في البلاد².

- تساهم البورصة في تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تضطلع الدولة بأجهزتها المختلفة بالعمل في تحقيقها، وذلك عن طريق السماح بطرح أوراق مالية حكومية في البورصة، حيث أصبحت الأوراق المالية محل التداول في البورصة لا تقتصر فحسب على الأسهم التي تطرحها شركات المساهمة من أجل الحصول على التمويل اللازم لمشروعاتها المختلفة، بل تشمل أيضاً ما تصدره الحكومة من سندات ذات آجال مختلفة، نظراً لازدياد التجائها إلى الاقتراض من أفراد الشعب، وذلك في مقابل عائد ثابت يمنح لهم نظير تخليهم عن مدخراتهم، وذلك من أجل قيام الحكومة بسداد نفقاتها المتزايدة، وتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية المختلفة، على نحو أصبحت معه هذه السندات الحكومية تحتل مكانة هامة لا تقل أهمية عن الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة، بحيث أصبحت مجالاً أمام المستثمرين لتوظيف مدخراتهم فيها³.

- استثمار المدخرات السائلة، وتوجيهها نحو المشروعات فعن طريق البورصة يتم تحويل مدخرات الأفراد واستثمارهم إلى الشركات والحكومات، حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد.

- المساعدة في جذب رؤوس أموال خارجية للاستثمار المحلي وفقاً لقوانين الاستثمار، والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي، وكذا إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل، حيث تقوم المؤسسات المالية من مؤسسات استثمارية وشركات ومصارف غالباً بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة، وهذا التوظيف لا يستغرق - في الغالب - كل أموال المؤسسة، فتبقى عندها فائض مالي، ولذا فإنها تقوم باستثماره عن طريق البورصة على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول، والسيولة في الوقت الذي يرغبون في التحويل إلى نقد سائل⁴.

¹ د/ هشام أحمد ماهر زغلول، المرجع السابق، ص 59.

² د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص 75.

³ د/ أحمد محمد لطفي أحمد، المرجع السابق، ص 31.

⁴ د/ محمد فتح الله النشار، المرجع السابق، ص 48. وكذلك بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي (دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013، ص 23.

- تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي؛ وذلك ببيع أو شراء الأوراق المالية، لتوفير الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش¹.
 - تصلح أن تكون أداة لتوزيع ثروة بين الناس وتحقيق العدل حتى لا يكون المال دولة بين الأغنياء فقط، فالثروة التي يملكها عدد من الناس يمكن توزيعها بسهولة إلى الآخرين بواسطة السوق الثانوية أو البورصة².
 - تسهيل تسهيل رؤوس الأموال بصفة سريعة ومستمرة، من قبل المستثمرين سواء كانوا من المقرضين أو المساهمين.
 - تقديم فرص أعمال جديدة إلى الناس من كل الطبقات، وذلك بتوسيع عمليات البورصات من وقت لآخر.
- وبذلك يتضح لنا من خلال ما سبق، أن بورصة الأوراق المالية تقوم على تحقيق مصالح كل من المستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية، وذلك من خلال تشجيع الطائفة الأولى على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية، التي تطرحها الحكومة وكذلك شركات المساهمة للحصول على التمويل اللازم لخطط التنمية الاقتصادية، ولإقامة المشروعات المختلفة، الأمر الذي يترتب عليه النهوض بالاقتصاد القومي والوصول لأرقى مستويات الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية. فالعلاقة بين بورصة الأوراق المالية والاقتصاد القومي علاقة متبادلة، حيث إن نشاط البورصة ينعكس على النشاط الاقتصادي الكلي، وبالعكس فزيادة معدلات النمو ورواج الاقتصاد القومي يؤدي إلى تنشيط البورصة وزيادة فاعليتها.
- وأخيراً فإن بورصة الأوراق المالية تعتبر من الناحية العملية جهازاً رقابياً على شركات الأموال، ويترجم ذلك عن طريق بيان سعر الأسهم الحقيقي في البورصة، والذي يعتبر مظهراً من مظاهر رواج أو كساد الشركة، بالإضافة إلى أن الإقبال على تداول أسهم معينة يعتبر دليلاً يمكن الاسترشاد به عن وضع الشركة الاقتصادي. وبمعنى آخر فإن البورصة تعتبر مرشداً للمساهمين عن تلاعب إدارة شركاتهم، أو أي مساوئ أخرى تؤثر في متاجرة الشركة، وعن طريق لجان البورصة المتخصصة (خاصة لجان المراقبة) فإنها تحمي المتعاملين مع الأوراق المالية من الغش والخداع الذي يقوم به المتآمرون³. وفي النهاية يمكن القول بأن بورصات الأوراق المالية أصبحت ضرورة من ضرورات الحياة الاقتصادية في العصر الحالي، لما لها من قدرة على تهيئة الفرص للأرصدة الزائدة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول الباحثين عنها.

الفرع الثاني

أقسام أسواق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية طويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها. وهي أسواق

¹ د/ محمد صبري هارون، المرجع السابق، ص50.

² د/ محمد صبري هارون، المرجع نفسه، ص45.

³ د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص78.

مالية منظمة، يجري فيها التعامل على الأوراق المالية التقليدية - كالأسهم والسندات والمستحقة كالمشتقات - بواسطة سماسرة مرخص لهم، في أوقات محددة، تحت رقابة السلطات العامة للدولة، وتحكمها قواعد ولوائح حكومية سواء من حيث القيد في البورصة أو عمليات التداول أو تسوية العمليات ونقل الملكية. وهناك بورصات غير منظمة أو غير رسمية يجري التعامل فيها من خلال شبكة الاتصالات بين المتعاملين، وبورصة الأوراق المالية يطلق عليها البعض السوق الثانوي أو السوق الثاني أو سوق التداول، تمييزاً لها عن سوق الإصدار - الأولي - الذي يتم فيه الاكتتاب في الأوراق المالية، ولا يتم التداول في سوق الأوراق المالية إلا بواسطة السماسرة وإلا وقع التداول باطلاً¹.

كما تعرف سوق الأوراق المالية على أنها سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف باسم سوق المال طويلة الأجل، وهي أقرب ما يكون السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضاً سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب².

وتأتي بورصة الأوراق المالية في التسلسل بعد أن تنقسم السوق الحاضرة إلى سوقين تدعى الأولى بالسوق الأولية أو سوق (الإصدار)، وتدعى الثانية بالسوق الثانوية أو سوق التداول، كما تنقسم السوق الثانوية (سوق التداول) إلى قسمين أيضاً هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة، والسوق الأولى هي ما تعرف اصطلاحاً ببورصة الأوراق المالية³. وهو ما سوف يتم التطرق إليها بالترتيب على النحو التالي بيانه:

أولاً - السوق الأولية (سوق الإصدار) Maret Primary

إن العمل داخل بورصات (سوق) الأوراق المالية، يتم بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب فيها، وتحقيق هذا اللقاء بين مصدري الأوراق المالية والمدخرين، وهو ما يمثل الدورة الأولى، حيث تتم العملية بالسوق الأولى أو سوق الإصدار⁴.

وهي تلك السوق التي يكون بائع الورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها، أي أن الشركات هي البائعة لهذه الأوراق، وبمعنى آخر أنه يتم التعامل على هذه الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة بعد عرضها في اكتتاب عام للجمهور، أو عند زيادة رأس مال الشركة، وذلك إما بهدف تمويل المشروعات الجديدة أو تمويل مشروعات قائمة، وعلى

¹ د/ أحمد الباز، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، د.ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015، ص 25.

² د/ سيف إبراهيم المصاورة، تداول الأوراق المالية، الحماية الجزائية، دراسة مقارنة، ط 1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 65.

³ د/ جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص 27.

⁴ د/ رائد أحمد خليل القرعة غولي، المرجع السابق، ص 163.

هذا تؤول حصيلة بيع الأسهم أو السندات للشركة المصدرة، وفي هذه الحال إذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة مثلاً بيع هذه الأسهم؛ فإن البائع للسهم أصبح مستثمراً آخر غير الشركة التي أصدرت الأسهم لأول مرة، ففي هذا الفرض تتم عملية البيع فيما يسمى بالسوق الثانية¹.

السوق الأولى هي تلك السوق التي تختص بالإصدارات الجديدة للأسهم، حيث يتم فيها بيع الورقة لأول مرة سواء عند إصدار الشركة أسهم رأس المال عند التأسيس وبيعها للمؤسسين أو لغيرهم من المستثمرين، أو عند إصدار وبيع أسهم جديدة في فترة لاحقة على تأسيس الشركة بغرض زيادة رأس المال؛ وتختلف إجراءات تأسيس شركة المساهمة تبعاً لما إذا كان التأسيس باللجوء العلني للدخار أو من دونه، أو بمعنى آخر طرح أسهم الشركة للاكتتاب العام عن طريق اللجوء إلى الجمهور قصد الحصول على أموال، وقد يقتصر الاكتتاب على المؤسسين دون اللجوء إلى الاكتتاب العام، ويسمى السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار².

وعليه، السوق الأولى هو سوق بموجبه تتم عملية الاكتتاب الأول للأوراق المالية التي يراد إصدارها لأول مرة، لتمويل مؤسسات ومشاريع جديدة، أو التوسع في مؤسسة قائمة، ويكون ذلك من خلال الرفع في رأس المال بهدف توسيع أعمالها وكذا لغرض الاستثمار في الأصول المنتجة، وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص. كما تمنح هذه الأسواق فرصة متعددة للمدخرين والمستثمرين لاستثمار مدخراتهم في مختلف الأوراق المالية، ومن جهة أخرى تعطي فرصة للشركات والمسيرين فرص لتمويل مشاريعهم الاستثمارية.

تصنع السوق الأولية مؤسسات متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً قامت بإصدارها لحساب مؤسسة معينة أو جهة حكومية، ويطلق في العادة على هذه المؤسسة بنك الاستثمار، أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، وفي الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر قد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة مهمة الإصدار، ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، وبين الجهة التي قررت إصدارها، فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور³.

وعليه يمكن تعريف السوق الأولى كما يلي: "هو أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات، وتنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال "المكتتبين" وبين تلك المشروعات، وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريقة

¹ د/إسماعيل محمد علي عثمان، المرجع السابق، ص18.

² محمد البراق، المرجع السابق، ص84.

³ بن الضب علي، شخي محمد، المرجع السابق، ص46.

مباشرة؛ حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراداً أو مؤسسات مالية، لكي تباع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها، وإما أن يتم ذلك بطريقة غير مباشرة؛ وهو قيام مؤسسة متخصصة - عادة مؤسسة مالية - بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً¹.

وفيما يلي توضيح لهاتين الطريقتين:

1- الأسلوب غير المباشر

ونعني به قيام مؤسسة مالية متخصصة بالإصدار لحساب منشأة الأعمال أو جهة عامة، وتدعى هذه المؤسسة المنشأة للسوق الأولية ببنك الاستثمار (bankerinvestment) أو المتعهد (underwriter)، وهي مؤسسات مالية كبيرة تقدم المشورة للمنشآت، فضلاً عن المشاركة في الإصدار، محققة بذلك نمط التمويل الحديث (غير المباشر)، ولا بد من الإشارة إلى أن المتعهدين قد يمارسون الوساطة في الأوراق المالية، بالإضافة إلى إمكانية كونهم مصرفاً تعبيرياً عن التوجهات المعاصرة نحو المؤسسة المالية الوسيطة الشمولية (global Financial institution)².

2- الأسلوب المباشر

حيث تقوم جهة الإصدار بالاتصال بالمستثمرين المحتملين لأوراقها لتسويق إصدارها، وقد يأخذ الشكل المباشر طريقة المزايادة (auction) خاصة بالنسبة للأوراق المالية الحكومية.

تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة³.

إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية.

ثانياً- السوق الثانوي (سوق التداول) Secondarymarket

هي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى⁴ - الإصدار - وتم الاكتتاب فيها، وهذه السوق إما أن تكون منظمة وتدعى بالبورصة، أو غير منظمة وفي هذه الحالة يتم تداول الأوراق المالية خارج البورصة، وذلك عن طريق وسطاء كالبنوك وسماسرة الأوراق المالية. ويتسم هذا السوق بالسيولة، حيث يمكن بيع الأوراق المالية في أي وقت، مما يمكن للمستثمر من الدخول والخروج من السوق في أي وقت شاء، بالإضافة إلى أنه

¹ د/ الطاوس مجيد حمداوي، المرجع السابق، ص 25.

² د/ مازن محمد رضا موسى المرسى، المرجع السابق، ص 35.

³ د/ أحمد باز محمد متولي، المرجع السابق، ص 26.

⁴ ".... and those for exchanging financial claims previously issued, called the secondary market or the market for seasoned instruments...." Frank J.Fabozzi, The Handbook of financial instruments, published by John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2002, p9.

"... un marché secondaire est quant à lui, un marché financier sur la lequel s'échangent des titres précédemment émis (et danc de seconde main)". Frederic Mishkin et autres, Monnaie, banque et marchés financiers, 9eme edition, nouveaux horizons, Paris, 2010, p33.

يوفر له المعلومات اللازمة والضرورية لتقويم الأوراق المالية المتداولة، حيث تصدر الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة يومياً نشرة تفصيلية تحتوي على حجم التداول، وعدد العمليات التي أجريت على كل ورقة مالية، وأعلى وأدنى سعر يتم عليه التداول، فضلاً عن البيانات التي تلتزم الشركات المصدرة للأوراق المالية بالإفصاح عنها¹.

وعليه يظهر لنا أن السوق الثانوية هي السوق التي يتم فيها تداول الأسهم التي سبق إصدارها، وهي التي تعرف باسم البورصة، وعند قيد الورقة المالية في البورصة يبدأ التداول بيعاً وشراءً بين المستثمرين بعضهم البعض، دون أن تكون الشركة المصدرة طرفاً في هذه العمليات، ويتم التداول بسعر يختلف عن سعر الإصدار يسمى سعر التداول أو سعر السوق، يتحدد حسب العرض والطلب على الأسهم بالبورصة، ويطلق على التداول بالبورصة السوق الثانوي أو سوق التداول².

إن عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي لا تعود على الجهة المصدرة بأموال إضافية³، وإنما هي علاقة بين البائعين والمشتريين للقيم المنقولة، تتمثل في نقل ملكية تلك الأوراق المالية من مستثمر إلى آخر، لكن هذا لا يعني عدم استفادة الشركة المصدرة من تداول أوراقها المالية في السوق الثانوية، إذ أن لها فوائد متعددة تترتب بزيادة الطلب على قيمتها المنقولة⁴، وما يتبع ذلك من قيد لأوراق الشركة المصدرة في قوائم السوق، فيعد بمثابة إعلان دائم عن أوراق الشركة، تكتسب من خلاله شهرة، حيث يفترض أن يكون لها أثر على مبيعاتها. كما يشجع المستثمرين على شراء إصداراتها الجديدة من الأوراق المالية، عندما ترغب في زيادة رأس مالها مثلاً، بالإضافة إلى إمكانية بيع المستثمر لأصوله المالية في أقصر وقت ممكن وبأقل سعر⁵... الخ.

ومما سبق يتضح لنا العلاقة المرتبطة بين السوق الأولية والسوق الثانوية، حيث إنه لا يمكن التخيل أن يكون هناك سوق للتداول دون أن يكون هناك أصلاً إصدارات واسعة من خلال السوق الأولى، ولا يمكن تصور وجود سوق ثانوي يعمل فيه على تداول ما أصدر في السوق الأولى.

ومما ينبغي ذكره في هذا السياق أيضاً أن التفرقة بين السوقين المذكورين آنفاً، تظهر واضحة جلياً من ناحية سعر الورقة المالية؛ سواء كانت أسهم أو سندات؛ حيث إن الورقة المالية في السوق الأولى تصدر بسعر الإصدار الأول، بينما

¹ د/ إسماعيل محمد عثمان، المرجع السابق، ص 18.

² د/ نسرين عبد الحفيظ نبيه، البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها)، د. ط، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص 72.

³ مدني أحمد، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية - حالة الأسواق الناشئة -، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، 2014، ص 59.

⁴ خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2006، ص 36.

⁵ د/ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في سوق الأوراق المالية المعاصرة، الجزء الأول، ط 1، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص 77.

يتغير هذا السعر عند تداول الورقة المالية في البورصة وفقاً لحركة العرض والطلب، فإذا كان هناك طلب كبير على سهم معين؛ فإن سعره سيرتفع بما يزيد على سعر الإصدار، ومن ثم يستطيع المشتري الأول لهذا السهم عند إصداره في السوق الأولية إعادة بيعه، وتحقيق ربح بعد التداول عليه فيما يعرف بالسوق الثانية أي سوق التداول "البورصة".

يعد هذا السوق من أهم الأسواق في هيكل السوق المالي، نظراً لما توفره من عنصر السيولة للأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، حيث يستطيع حامل الأصول المالية الصادرة من شركة ما بالتخلي عنها كلياً أو جزء منها، أي يكون من السهل بيعها وتحويلها إلى نقود بسرعة وبدون خسائر، الأمر الذي جعل السوق الأولية تستمد فعاليتها من السوق الثانوية، كما أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولا وجاذبية من طرف المستثمرين، مما يزيد من فرص الاستثمار وتنوع الأوراق المالية، وتحقيق أهداف المستثمرين في تحقيق عوائد على أموالهم، وهذا ما يخدم الاقتصاد الوطني. يتم التعامل في هذه الأسواق إما مباشرة بين البائع والمشتري، أو عن طريق الوسطاء الماليين حيث تتركز مهمتهم في التوسط لتحويل الأموال قصيرة الأجل وطويلة الأجل من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، مقابل عمولة يحصلون عليها لقاء توسطهم هذا¹.

تتمثل الوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية في تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز؛ أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة بالنسبة للبائع، أما بالنسبة للمشتري فتكون الوظيفة الرئيسية هي الاحتفاظ بالقوة الشرائية، عن طريق استبدال النقود بورقة مالية، واللذان تعتبران من الوظائف الرئيسية التي تقوم بها الأسواق المالية عامة. ومن أهم صفات هذا السوق عدم دخول الجهات المصدرة للأوراق المالية طرفاً في عملية التداول لأوراقها المالية، وهذا لا يعني عدم تأثرها أو تأثيرها على عملية التداول، بل أنها تتأثر بصورة غير مباشرة بعمليات التداول من خلال أسعار أسهم هذه الشركات، وكذلك سمعتها ودرجة قوتها الائتمانية التي ستؤثر على كلفة التمويل، إضافة إلى التأثير على سعر الورقة المالية عند إصدارها².

وعليه نتوصل إلى أن السوق الثانوية تقوم بدور لا يمكن الاستغناء عنه في أي اقتصاد متقدم أو سائر في طريق النمو، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية ممكناً، بمعنى أنه من دون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلاً سوق أولية، ففي السوق الثانوية يمكن تسهيل الأوراق المالية، وتحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع، ولا شك أن إمكانية تسهيلها يجعلها أكثر قبولا وجاذبية. إذا فغياب السوق الثانوية يعني صعوبة تصريف الإصدارات الجديدة لأنه في تلك الحالة يتعين الاحتفاظ بها - في حالة شرائها - حتى تاريخ استحقاقها.

إذن فالسوق الأولية يتم فيها بيع الأسهم الجديدة والبائع هو الشركة المصدرة لهذه الأسهم، أي أن الشركة طرف في التعامل، أما السوق الثانوية يتم فيها التعامل على الأوراق المالية بين المشتريين ولا علاقة للشركة بذلك.

¹ د/حسين عصام، المرجع السابق، ص 19.

² د/دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 102.

وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين هما: السوق المنظمة، والسوق غير المنظمة. وسنتناول فيما يلي التعريف بهذين

السوقين:

1- السوق المنظمة (السوق الرسمية)

ويطلق عليها بورصات الأوراق المالية، وهي السوق المالية التي يتم التعامل فيها من خلال البورصات المنظمة وفقا للقواعد و القوانين التي تضعها الدولة ، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون في بيع وشراء الأوراق المالية المقيدة بها، من خلال وسطاء السوق " السماسرة " الذين يمثلون حلقة الاتصال بين البائعين والمشتريين، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات تتحجب من قبل أعضاء السوق، لكن الجدير بالذكر أنه وبعد تطور التكنولوجيا ووسائل الاتصال قلت أهمية الإطار المكاني، حيث أن شبكة الانترنت حلت محل التواجد المادي للموس للسوق ومثالها بورصتي القاهرة والإسكندرية، وبورصة لندن، ونيويورك، وباريس، وغيرها من البورصات المنظمة¹.

ويلاحظ أنه لكل بورصة قواعدها من حيث القيد والبيع والشراء، وتنظيم العلاقات بين الوسطاء الماليين والمتعاملين، ويعتمد العمل في هذه البورصات على أسلوب المزايدة من خلال المتعاملين المعتمدين في شكل شركات أو أفراد، وتقوم سوق الأوراق المالية كما سبقت الإشارة إليها على ثلاثة عناصر وهي²:

- المكان الذي يتم التعامل فيه بين المقرضين والمقرضين على الأوراق المالية بيعا وشراء يسمى البورصة.
- القيم المنقولة هي محل التعامل في بورصة الأوراق المالية يدعى.
- الهيئات الموكل إليها عملية الوساطة المالية بين المدخرين والشركات المصدرة في بورصة الأوراق المالية من أجل التقريب بينهما وتسهيل عمليات شراء وبيع القيم المنقولة.

2- السوق غير المنظمة (الأسواق الموازية)

وهي ما يطلق عليها أيضاً أسواق فوق الحاجز؛ وهي أسواق عرفية وليست لها نظمها الرسمية المشابهة للأسواق المنظمة، ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية غير المستوفية للشروط القانونية، ويقوم بإدارة هذه السوق شبكة من الوسطاء منتشرين في أنحاء مختلفة يتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الأسهم موضوع التبادل، ويحددون الأسعار وفقا لحجم العرض والطلب³.

¹ د/ أشرف الضبع، المرجع السابق، ص26.

² رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة -دراسة حالة تونس الجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع الإدارة والمالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص14.

³ د/ رائد أحمد خليل القره غولي، المرجع السابق، ص164.

ويطلق عليها مصطلح السوق غير المنظمة لكونها لا تتحدد في مكان معين، وإنما تجري المعاملات فيها على الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة (الرسمية)¹، من خلال شبكة اتصالات تربط بين الوسطاء والتجار والمستثمرين، ويتم التعامل من خلال تلك الشبكات على أساس أفضل الأسعار المطروحة. وتمتاز تلك السوق بسهولة التعامل فيها، بحكم تحررها من الكثير من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق الرسمية².

ومن أهم ما تتصف به هذه السوق هو عدم خضوعها لتنظيمات محددة، ولا تتوفر فيها كفاءة التداول من حيث الأسعار، حيث تخضع السوق لسلوكيات الوسطاء الماليين والسماسرة والمستثمرين والمضاربين الذين لهم دور فعال ومؤثر في تحديد الأسعار، من خلال التأثير المباشر في العرض والطلب³.

ولذلك وضعت للتداول في بورصة الأوراق المالية (السوق المنظمة) التشريعات اللازمة التي تمكن من سرعة التداول وحمايته من عبث العابثين، وتأخذ التشريعات الحديثة بمبدأ تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية باعتبارها قيوداً، أي بمعنى تجريد الأوراق المالية من صيغتها المادية⁴. كما يمكن تقسيم السوق غير المنظم إلى⁵:

أ- السوق الثالثة

هو جزء من السوق غير المنظم، يتكون من الوسطاء والسماسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة⁶، ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق. هؤلاء الوسطاء دائماً على استعداد لشراء وبيع الأوراق وبأي كمية مهما كبر حجمها، وهم من المنافسين الأقوياء لأعضاء السوق المنظمة، ويتمثل جمهورهم في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل: صناديق الضمان الاجتماعي والمعاشات، البنوك الاستثمارية وبيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ويتميز هذا السوق بفرصة التفاوض حول العملة للوصول بها إلى الحد الأدنى، وذلك باعتبار أن السماسرة في هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، كما أنهم غير ملزمين بدفع رسوم عضوية للسوق. وعادة ما تتميز هذه السوق بانخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في العملة التي يتقاضاها الوسطاء الماليين من العملاء، ضالة السيولة وقلة الضمانات، إضافة إلى قلة المرونة ولا تتميز بالحماية القانونية⁷.

¹ خالد محمد نصار، المرجع السابق، ص 37.

² د/ سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق، ص 63.

³ د/ رشيد هولي، المرجع السابق، ص 15.

⁴ د/ سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق، ص 66.

⁵ أزهرى الطيب الفكي، المرجع السابق، ص 38.

⁶ د/ عباس كاظم الدعي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 149.

⁷ بن أحمد بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 28. كذلك حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، د. ط، المؤسسة الحديثة للكتاب، الإسكندرية، 2015، ص 126.

ب-السوق الرابعة

هي السوق التي يتم التعامل فيها مباشرة بين المؤسسات الكبرى مباشرة دون وساطة بغرض تخفيض نفقات الصفقات الكبرى من رسوم وعمولات وغيرها، في العادة تتم الصفقات في هذا السوق بطريقة أسرع وبأسعار مرضية للطرفين، كما قد تتم العملية بواسطة وسيط بعمولة زهيدة، أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته لهم. حيث تعد هذه السوق كاستراتيجية للحد من العملات التي تدفع للوسطاء، فهي تقوم على شبكة اتصالات إلكترونية بين المستثمرين الكبار، ويمكنهم من خلالها معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل وبالتالي اقتناء كميات ضخمة من الأوراق المالية¹.

يمكن القول في هذا الصدد أن ما يؤخذ على الأسواق غير المنظمة، أنها لا توجد لديها آليات للحد من التدهور الحاد أو الارتفاعات المفرطة التي تحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، في المقابل يتحقق هذا التوازن في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين بائعين أو مشتريين...، والقرارات الصادرة من إدارة البورصة كإيقاف التعامل في ورقة مالية معينة لفترات محددة حسب القوانين المعمول بها².

المطلب الثالث

الأجهزة المنظمة لعملية التداول في سوق الأوراق المالية

حتى تتمكن بورصة الأوراق المالية من أداء وظائفها على أكمل وجه، وعلى النحو الذي تفرضه القواعد والأحكام المنظمة لنشاطها في أي دولة كانت، لا بد من توفرها على نظام محكم لضبط نشاطاتها، بالإضافة طبعا إلى مؤسسات البنية التحتية الداعمة لعملها، والتي تمثل الإطار الشكلي لبورصة الأوراق المالية من جهة، وبالمقابل يجب توفر الإطار الموضوعي الذي يمثل الحل الذي ترد عليه مختلف التعاملات الدائرة في البورصة.

باعتبار أن بورصة الأوراق المالية سوق منظمة فهذا يعني أن العمليات التي تتم فيها تكون مقيدة، حيث تهتم كافة التشريعات بتقنينها وجعلها خاضعة لقواعد محددة، حتى لا تترك هذه السوق بصفة مطلقة للأعوان الاقتصاديين الخواص، الذين يمثلون عناصر فاعلة فيها للتلاعب بعملياتها، وإلحاق الأضرار بالمصالح الاقتصادية بصفة عامة. ومن هذه الضوابط التي تفرضها معظم التشريعات هو إنشاء أجهزة إدارية معينة لضبط أنشطة هذه البورصات، وقد اهتم المشرع الجزائري على غرار باقي التشريعات الدولية بتأسيس بورصة القيم المنقولة في الجزائر بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93- يعتبر إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص العامة الأخرى والشركات ذات الأسهم التي تلجأ إلى الدعوة العلنية للادخار-، تضم البورصة في الجزائر مجموعة من الهيئات والمؤسسات

¹ عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، ص 69. كذلك تكارلي صوفية نبيلة، المرجع السابق، ص 37.

² عبد الضب علي، شيخي محمد، المرجع السابق، ص 49.

التي تعمل بتكامل حتى تضمن سير العمليات في البورصة وسير البورصة في حد ذاتها، بالإضافة إلى فتح فرص الاستثمار على مصريه المحلي والأجنبي وكذا ترقية الاقتصاد الوطني.

إن الحديث عن التنظيم الهيكلي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر، يعني بالضرورة الحديث عن الهيئات المسيرة للبورصة التي تعمل من أجل تحقيق الأهداف التي تسعى البورصة للوصول إليها، وقد أوكل المشرع الجزائري مهمة تأطير هذه السوق حسب نص المادة 3 من المرسوم التشريعي 10/93 إلى هيئات ثلاث على النحو التالي:

الفرع الأول

الأجهزة المسيرة لبورصة الأوراق المالية

تعتبر البورصة العمود الفقري لسوق الأوراق المالية، وركن أساسي من أركان الهيكل المالي في أي اقتصاد حر، حيث تشكل الأسواق المالية جانب مهم في تطوير أساليب التحول نحو اقتصاد السوق؛ ولتكريس هذا الاتجاه جاء المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق المالي الجزائري، الذي أسس لنظام القيم المنقولة المتداولة الصادرة من الدولة أو الأشخاص المعنوية العامة وشركات المساهمة الخاصة في الجزائر. والبورصة شأنها شأن أي كيان اقتصادي يجب أن تكون لها هياكل من نظام وتسيير، وهذا لمراقبة وتنظيم الإدراج في البورصة، ومهمة هذه الهياكل بالدرجة الأولى حماية المال المدخر، وتضمن البورصة في الجزائر مجموعة من الهيئات والمؤسسات التي تعمل بتكامل حتى تضمن سير العمليات في البورصة وسير البورصة في حد ذاتها.

أولاً- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGVB)

المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة، وتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة. وسوف نتناولها من خلال النقاط التالية:

1-تعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

هي مؤسسة وجدت لتمنح للاقتصاد الجزائري بورصة تعكس مكانها وبعدها الجهوي والدولي، وهي تعمل على وضع الترتيبات العملية والتقنيات الضرورية للتعاملات على القيم المنقولة.

وتكتسي هذه الشركة شكل شركة ذات أسهم، وقد تشكل رأسمال هذه الشركة في مرحلة أولى بمساهمة صناديق المساهمة الثمانية، حيث حدد في بادئ الأمر بثلاث مائة وعشرون ألف دينار جزائري، لترتفع في شهر فيفري 1992 إلى تسعة ملايين وثلاث مائة وعشرين ألف دينار جزائري، وتم تغيير اسم الشركة إلى شركة إدارة بورصة القيم.

ونظرا للتأخير الذي شهده إنشاء بورصة الجزائر، فقد وصفت هذه الشركة بالشبه منحلة، ولم يتم إعادة إنشاؤها إلا في 1997/05/25 حيث أصبحت عملية ورفع رأسمالها إلى أربعة وعشرين مليون دينار جزائري مقسم على خمسة

وسطاء في عمليات البورصة¹، حيث لا يمكن لأي وسيط أن يتحصل على اعتماده إلا بعد الاكتتاب بجزء من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم، حيث جاء في الفقرة الأولى من المادة 03 من النظام 01/97 الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، والمتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة معدل ومتمم بالنظام رقم 04/03 المؤرخ في 18 نوفمبر 2003 (تكتب مساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال الشركة بحصص متساوية).

إن الاعتماد الفعلي للوسيط المالي في بورصة الجزائر موقوف على الاكتتاب في جزء من رأسمال الشركة طبقا لنص المادة 17 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، وقد تم التأكيد على ذلك بموجب نص المادة 02 من نظام لجنة البورصة رقم 01/97، حيث جاء فيها: " إن شركة إدارة بورصة لقيم المنقولة التي تدعى في صلب النص " شركة " والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة هي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانونا من طرف لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها".

وبناء عليه فهي شركة من نوع خاص مساهميتها هم زبائنهم وهذا ما يستشف من نص المادة 02 من النظام 01/97: " شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، هي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين وسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانونا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

ونظرا لأهميتها وحجمها في السوق فإن المشرع لم يترك لمساهميها حرية في تقديم الحصص التي يكتبون بها في رأس المال، بل تدخل ليحدد أدنى حد يمكن عنده للوسيط أن يصبح مساهما فيها وهو المساهمة ب 02 مليون دينار جزائري، بينما ترك الحد الأقصى لاختيار الوسيط².

كما قيّد " المساهم الوسيط" في شركة إدارة البورصة بموجب مساهمته في رأس مال هذه الشركة باعتباره مساهما في الشركة من أي حق في الرقابة، وفي نظرنا يعد هذا القيد خروجاً عن القاعدة في شركات المساهمة، والمتعلق بحق الرقابة الممنوح للمساهم، ويعود هذا الاستثناء فيما يخص شركة إدارة البورصة لأن الرقابة مهمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها³.

¹ قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة - مع دراسة حالة البورصة الجزائرية -، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة سعد دحلب، البلدية، 2005، ص 164.

² جاء في المادة 03 من النظام 01/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 والمتعلق بمساهمة وسطاء البورصة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم والمعدل بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04/03، ج.ر، العدد 73 لسنة 2003. (تحدد المساهمة الدنيا في رأس مال الشركة للوسيط في عمليات البورصة بمليون دينار).

³ المادة 03 من النظام 01/97 السالف ذكره.

وتخضع القوانين الأساسية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة ونظامها الداخلي، وكذا التعديلات الاحتمالية إلى تأشيرة مسبقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹، أما من ناحية المداخل فمثلها مثل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تتحصل على مداخلها من جراء العمليات التي تجري في البورصة، حيث تحدد قواعد هذه العمليات وفقا لللائحة تصدرها اللجنة.

وفي حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة، تتم زيادة رأس مال الشركة بالحصص المقدمة من طرف هذا الأخير²، أما في حالة انسحاب وسيط ما فيعيد شراء حصص مخصصة متساوية من طرف الوسطاء المساهمين الآخرين للشركة³.

2- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

يتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومن المهام التي تقوم بها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة نوجزها في مايلي⁴:

أ- تسهيل العمليات ما بين الوسطاء

ويتم ذلك عن طريق:

- تطبيق النظام العام في شكل نشرات ومقررات، تعرض للتصديق من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- تنظيم اجتماعات البورصة.

- تسجيل مفاوضات الوسطاء في العمليات البورصية.

وتلزم الشركة في هذا الإطار إشعار لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بأي إخلال أو مخالفة لقواعد السوق، أو عدم الاتفاق بين متدخلين أو أكثر.

ب- ترقية التعامل بالقيم المنقولة

ويتم ذلك من خلال تطوير سوق القيم المنقولة والتعريف بها للجمهور المتعاملين، وفي هذا السياق تهتم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بمايلي:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة إلى البورصة.

- التنظيم المادي لمعاملات البورصة.

- تنظيم عمليات المقاصة للقيم المنقولة¹.

¹ المادة 19 من النظام 04/03 السابق ذكره.

² الفقرة الثانية من المادة 03 من النظام 04/03 السالف ذكره.

³ الفقرة الثالثة من المادة 03 من نظام 04/03 السابق ذكره.

⁴ المادة 18 من المرسوم التشريعي 10/93 السالف ذكره.

- تسيير نظام تفاوض الأسعار وتحديداتها.

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات بالبورصة.

- إصدار النشرة الرسمية لجداول التسعيرة.

وتجدر الإشارة إلى أنه وحسب نص المادة 19 من النظام 04/03 أن القوانين الأساسية للشركة ونظامها الداخلي، وكذا التعديلات الاحتمالية تخضع إلى تأشيرة مسبقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، كما تتحصل على مداخيلها من جراء عمولات تتلقاها من العمليات التي تجري في البورصة، وتحدد قواعد هذه العمولات وفقا لللائحة تصدرها اللجنة.

3-المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة(SGVB)

تتمثل في مجموعة من المؤسسات التي تساهم في عمليات البورصة، وقد تم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تتمثل في:

3-أ-البنوك الوطنية: وتشمل بنك التنمية المحلية (BDL)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP Banque).

3-ب-شركات التأمين الوطنية: وتظم الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، الشركة الجزائرية للتأمينات (CAAT)، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية (CNMA).

3-ج-البنك الخاص: ويحوي يونيو بنك (UB).

وتعد هذه التشكيلة انتقالية بالنسبة للشركة وفقا لأحكام المادة 61 من مرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي جاء في مضمونها بأنه: " يمكن انتقالا ولمدة لا تتجاوز خمس سنوات، ابتداء من تاريخ صدور هذا النص أن تعتمد اللجنة كوسطاء في عمليات البورصة، الأشخاص المعنويين التابعين لفئات محددة في مرسوم تنفيذي"، والتي صدر تطبيقا لأحكامها المرسوم التنفيذي رقم 176/94²، والتي تضمن في نص المادة الثانية منه بأنه: " يمكن أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفة انتقالية كوسطاء في عمليات البورصة، البنوك والمؤسسات وشركات التأمين المستقرة قانونا في الجزائر وكذا صناديق المساهمة".

¹ أسندت هذه المهمة للمؤتمن المركزي للسندات.

² المرسوم التنفيذي رقم 176/94، المؤرخ في 13 جوان 1994 المتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج.ر، العدد 41، الصادرة في 26 جوان 1994.

إذا وفقا لأحكام المادة الأخيرة يمكن القول أن المرسوم التنفيذي اكتفى بتحديد فئات الأشخاص المعنوية المقبولة لممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة بالنسبة لهذه المرحلة، تاركا بذلك مهمة تحديد الهوية بدقة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي ستتكفل بالفصل في طلبات الاعتماد التي ستقدم إليها لاحقا.

في حين أن تشكيلة أعضاء شركة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعد انتهاء المرحلة الانتقالية وخلال المرحلة الحالية ضمت سبعة بنوك فقط وهم: بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، وبي أن بي باربا الجزائر¹.

4-المسيرون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGVB)

تتمثل في مجموعة من البنوك الستة المساهمين الوسطاء في عمليات البورصة قد تم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهم: الرئيس القائم بالإدارة يمثل المساهم: الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP Banque)، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: بنك التنمية المحلية (BDL)، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: البنك الخارجي الجزائري (BEA)، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: القرض الشعبي الجزائري (CPA)، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: البنك الوطني الجزائري (BNA)².

الفرع الثاني

الأجهزة المتدخلة في تنظيم عملية التداول

أولا-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة(COSOB)

تعد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الهيئة العليا للسوق المالي في الجزائر، تم تأسيسها بموجب المرسوم التشريعي³ رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، وتم تثبيتها رسميا في 13 فيفري 1996، وقد أوكلت إليها مهمة تنظيم سوق الأوراق المالية ومراقبتها، حيث تسهر بالخصوص على حماية المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للدخار، وضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها⁴، سيما وأنها تعتبر المحرك الأساسي والسلطة العليا للبورصة، إذ أنها تشكل السلطة الإدارية والمالية، تركز مهامها بصفة رئيسية على تطبيق القوانين المتعلقة بالسوق المالي، ولا يقتصر تطبيقه من الناحية المادية فقط، بل تم توسيع صلاحياتها لتشمل مجموعة من السلطات

¹ شني نذير، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق وعلوم السياسية، جامعة سطيف2، 2017، ص36.

² الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة: www.sgbv.dz، زيارة الموقع بتاريخ 2022/09/15.

³ حيث جاء في نص المادة 01/03 من المرسوم التشريعي 10/93: "تشتمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين الآتيتين:

-لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة تشكل....."

⁴ المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، السالف ذكره.

بهدف ضبط سوق القيم المنقولة، والمتمثلة في كل من سلطة التنظيم والرقابة¹ وأخيرا سلطة العقاب لقمع المخالفين لقوانين وأنظمة السوق المالي². تقوم هذه اللجنة أيضا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، كما تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركات التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة. وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض والاكتتاب العام، وذلك في 1997/11/18، ثم رياض سطيف وصيدال والأوراسي وأعطت أول اعتماد في 1998 /03/31 لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير SICAV³.

والجدير بالذكر أن المشرع الجزائري منع رئيس اللجنة وأعضائها من القيام بأي صفقة أو تداول في السوق المالية الجزائرية، ضمانا لحسن سيرها في ظروف شفافة. كما أعطاهم صلاحيات واسعة فيما يخص الرقابة واكتشاف التلاعب بالأسعار والممارسات التي من شأنها التأثير عليها كنشر الإشاعات وفرض العقوبة المناسبة، شأنها في ذلك شأن مثيلاتها في البورصات العالمية⁴.

1- الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

حتى تتمكن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي من أداء مهامها على أكمل وجه، فقد خصها المشرع الجزائري بتشكيلة متوازنة حسب المادة 20 من قانون 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث تتكون من رئيس يعين لمدة 4 سنوات، و 6 أعضاء يجدد نصفهم كل سنتين، ولا يجوز للرئيس ولا للمستخدمين الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأية معاملات تجارية حول أسهم مقبولة في البورصة، وهو ما تقضي به المواد 21، 22، 23، 25 من المرسوم التشريعي رقم 10/93.

يتم تعيين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي وفق الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي⁵: قاضي يقترحه وزير العدل، عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية، أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف

¹ آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012، ص 160.

² صديق سهام، دور السلطة التنظيمية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في تنظيم البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد 01، المجلد 02، المركز الجامعي أفلو، الجزائر، 2020، ص 155.

³ زرموت خالد، تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال الفترة 2010-2015، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016، ص 141.

⁴ جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 400.

⁵ المادة 20 من القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، الصادرة بتاريخ 19 فيفري 2003، رقم 11.

بالتعليم العالي، عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر، عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة، عضو يقترحه المجلس الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين¹.

تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، بالسهر على²:

- حماية ادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار.

- لا تخضع لرقابة اللجنة، المنتجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر.

- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

تعتبر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة العنصر الرئيسي فيما يخص إصدار القرارات، إذ يكمن دورها في:

- اعتماد أنظمة جديدة تتعلق بالسوق المالية.

- اتخاذ القرارات منح التأشيرات للمصدرين.

- إصدار الموافقات، التأهيلات أو التسجيلات والاعترافات بمهني السوق.

- فتح إجراءات متعلقة بالعقوبات.

وبناء عليه تتمثل مهمة هذه اللجنة في حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية التي تتم في

إطار اللجوء العلني للادخار، والعمل على تحقيق حسن سير نشاط البورصة وشفافيتها، وتعتبر هذه اللجنة سلطة ضبط

مستقلة، لضبط عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي³، وقد اعترف المشرع الجزائري

بالاستقلال المالي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وذلك بصفة صريحة بموجب المادة 20 من المرسوم التشريعي

رقم 10/93 المعدل والمتمم بالقانون رقم 04/03 إذ تنص على أنه: "تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات

البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي".

والجدير بالذكر أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أكثر استقلالية في جانبها المالي، مقارنة بالسلطات

الإدارية المستقلة الأخرى الضابطة في المجال الاقتصادي، كاللجنة المصرفية، ومجلس النقد والقرض، ومجلس المنافسة،...

الخ. التي تعتمد على موارد الدولة قصد تسييرها والقيام بوظائفها، وبالتالي تبعية للسلطة التنفيذية من هذا الجانب، لكن

رغم الاعتراف الصريح للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالاستقلال المالي، إلا أنه ليس استقلالاً مطلقاً نتيجة

التأثيرات التي تمارسها الدولة والتي تظهر من جانبين:

¹ المادتان 20 و22 من المرسوم التشريعي 10/93، المعدل والمتمم، السالف ذكره.

² المادة 14 من المرسوم التشريعي 10/93، المعدل والمتمم.

³ قوراري مجذوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي، (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات)، رسالة ماجستير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2010، ص21.

- لا يقتصر تمويل اللجنة على مواردها فقط، وإنما تعتمد كذلك على إعانات التسيير التي تخصص لها ميزانية الدولة، مما يؤدي بالدولة إلى ممارسة نوع من الرقابة على هذه الإعانات¹.

- تولي السلطة التنفيذية مهمة تحديد قواعد أساس هذه الأتأوى وحسابها، وبالتالي التقليل من حرية اللجنة في تسيير ميزانيتها، والتأثير على استقلالها المالي وهذا ما يستشف من نص المادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 170/98 السالف ذكره.

2-صلاحيات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

لقد زوّد المشرع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بعدة صلاحيات من أجل تنفيذ الإجراءات والقوانين التي تضمن بها حسن سير آليات التداول داخل البورصة، ومن بين هذه الصلاحيات نذكر مايلي:

أ-الصلاحيات القانونية أو التنظيمية

- تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وقد تطرقت لهذه الوظيفة المادة 14 من القانون 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة وذلك بسن قوانين تخص مايلي:
 - رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
 - اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
 - الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في البورصة.
 - واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.
 - نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات التي يجب أن يكفلوها لربائهم.
 - القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.
 - شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
 - القواعد التي تحكم العلاقات بين المؤمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته.
 - القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.
 - شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.
- كما تخضع الأنظمة التي تضعها اللجنة إلى موافقة وزير المالية ويتم نشرها في الجريدة الرسمية.

¹ أتأوى طلب اعتماد الوسطاء وأتأوى من الشركات المصدرة للأسهم، وفقا للمادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 170/98 المؤرخ في 20 ماي 1998، المتعلق بالأتأوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر، العدد 34 لسنة 98.

ب-صلاحيات المراقبة والرقابة

إذا حاولنا التفرقة بين هذين المصطلحين فإننا نجدهما يؤديان نفس المعنى، ولكن إذا رجعنا إلى النص الفرنسي نجده ينص على مصطلحين لا يؤديان نفس المعنى وهما: "Control ou surveillance" أي بمعنى الحراسة والمراقبة وعليه نجد أن اللجنة تمارس وظيفة الحراسة على سوق القيم المنقولة ومراقبة المتداولين¹.

وقد جاء تنظيم هذه الوظيفة من خلال المواد 35 إلى 50 من المرسوم التشريعي 10/93 وذلك من أجل تحقيق احترام الأحكام التشريعية والتنظيمية من طرف المتدخلين في السوق هذا من جهة، ومن أجل امتثال الشركات التي تلجأ علينا إلى الادخار لالتزامات الإعلام وضبط السوق من جهة أخرى، حيث تقوم اللجنة بمايلي:

- يجب على كل شركة تريد قبول سنداتھا للتداول أن تنشر مذكرة مسبقة، والتي يجب أن تكون مؤشرا عليها من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

- التأكد من أن الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة في البورصة مقيدة بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية المفعول، ويمكن لرئيس اللجنة في حال مخالفة الأحكام التشريعية أو التنظيمية أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بوضع حد للمخالفة أو إبطال آثارها.

- إجراء تحقيقات على الشركات والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء لدى الأشخاص.

- أمر الشركات بنشر استدراكات فيما إذا لاحظت سهوا الوثائق المنشورة.

- نشر المعلومات في النشرة الرسمية للتسعيرة Bulletin officiel de la code.

- يمكن للجنة أن تأمر بتعليق تحديد سعر الأسهم ضمانا للإعلام وحماية للمدخرين.

ج-الصلاحيات التأديبية والتحكيمية

تنشأ ضمن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة غرفة تأديبية وتحكيمية مؤهلة لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء، والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة. والجدير بالذكر أن التحكيم هو إجراء اختياري يتفق عليه الأطراف، أما في البورصة فهو إجراء إجباري لا غنى عنه لأن النزاع تقني، ولا يمكن الفصل فيه عن طريق القضاء.

وتنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتكون من رئيس وعضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وكذا قاضيين يتم تعيينهما من طرف وزير العدل، ويتم اختيارهما على أساس كفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي، ويتولى الرئيس أمانة الغرفة¹.

¹ هوداف بهية، النظام القانوني لتداول القيم المنقولة في البورصة، مذكرة ماجستير في الحقوق، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2007-2008، ص33.

ففي المجال التأديبي تختص الغرفة السابقة الذكر بالنظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وتنقسم العقوبات أو الجزاءات التي تصدرها اللجنة في هذا المجال إلى عدة أنواع نظرياً كالتالي:

- عقوبات تأديبية وتتمثل في الإنذار، التوبيخ، الحظر الكلي أو الجزئي للنشاط مؤقتاً أو دائماً أو سحب الاعتماد².
- عقوبات مالية: وتتمثل في فرض غرامات مالية يحدد مبلغها بعشر ملايين دينار (10.000.000.00 دج)، أو بمبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتدفع المبالغ المحصلة من هذه الغرامات إلى صندوق ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم، وهذا حسب ما جاء في المادة 64 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الغرفة التأديبية والتحكيمية لا تتحرك إلا بناء على طلب من أحد الأطراف الذين عددهم

المادة 54 من المرسوم وهم:

- اللجنة نفسها.

- المراقب الذي تفوضه لحضور اجتماعات البورصة.

- الوسطاء في عمليات البورصة.

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

- الشركة المصدرة للقيم.

- الأمين بالسحب.

- أو بناء على تظلم أي طرف له مصلحة.

كما يلاحظ حرمان الغرفة من إمكانية القيام بالمتابعة التلقائية، وكان من المفروض أن يمنحها المشرع هذه الصلاحية بحيث تتحرك تلقائياً في حالة ثبوت أي مخالفة لقواعد أخلاقيات المهنة أو التنظيم المعمول بهما، إلا أن هذا لا يطعن في استقلاليتها في اتخاذ قراراتها، فهي لا تتلقى أية تعليمات أو ملاحظات من طرف اللجنة أثناء عملية الفصل في القضايا المعروضة عليها³.

أما عن المجال التحكيمي تتولى الغرفة النظر في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق البورصة والذي يقع:

¹ المادة 51 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بموجب قانون 04/03.

² المادة 55 من المرسوم التشريعي 10/93.

³ قوراري مجذوب، المرجع السابق، ص 114.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأوراق المالية.

- بين الوسطاء والأمين بالسحب في البورصة¹.

ثانيا-أنظمة المؤتمن المركزي على السندات (DCT)

ينشط المؤتمن المركزي تحت اسم " الجزائر للمقاصة" أو " الجزائر للتسوية"، وهي عبارة عن شركة ذات أسهم، تضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم للعمليات التي تتم داخل وخارج شركة تسيير القيم المنقولة، والملاحظ أنه ووفقا لأحكام الفقرة الرابعة من نص المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 الهدف من هذا النظام نقل ملكية السندات المباعة إلى مشتريها، بقصد تحديد صافي الحقوق والإيداعات والالتزامات، بالإضافة إلى تسوية المراكز القانونية المالية الناشئة عن عمليات التداول المنحزة من قبل وسطاء البورصة والسماسرة، كان هذا من ضمن اختصاصات شركة تسيير البورصة، غير أن الأمر تغير بعد تعديل المرسوم التشريعي السالف الذكر، وذلك باستحداث جهاز خاص يعرف بالمؤتمن المركزي على السندات يتولى تنفيذ الصلاحيات المذكورة سابقا²، ونظرا لترايط وظيفة هذا الجهاز مع عملية تداول الأوراق المالية في بورصة القيم المنقولة سنقوم بدراسته وفق العناصر التالي بيانها:

1-دور التشريع المقارن في استحداث المؤتمن المركزي في الجزائر

استحدثت المشرع الجزائري المؤتمن المركزي على السندات بعد تعديل المرسوم التشريعي 10/93 بموجب القانون رقم 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المؤرخ في 2003/02/17 المعدل والمتمم للمرسوم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ولقد سنت لجنة تنظيم عمليات البورصة أنظمة خاصة به وهي:

-النظام رقم 01/03 المؤرخ في 18 مارس 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات³.

- النظام رقم 05 /03 المؤرخ في 18 مارس 2003 المتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي⁴.

ما يمكن الإشارة إليه أن استحداث هذا الجهاز جاء متأخرا جدا بالنظر إلى التشريع المقارن، حيث اعتمده المشرع الفرنسي أول مرة سنة 1941 واصطلح عليه اسم الجهاز المركزي لمقاصة القيم المنقولة، ثم تغيرت تسميته بموجب القانون

¹ المادة 52 من المرسوم التشريعي 10/93 السابق ذكره.

² صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجرية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر -، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر3، 2012، ص110.

³نظام رقم 01/03 صادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخ في 15 محرم 1424، الموافق ل 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج. ر، العدد 73، لسنة 2003.

⁴نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 05 /03 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، ج.ر، الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، العدد 73.

الصادر في 18 جوان 1949، فأصبح يسمى بالصندوق المركزي لودائع وتحويلات الأوراق المالية، هذا الأخير حلت محله شركة المقاصة للقيم المنقولة مابين المهنيين بموجب القرار الصادر في 23 ماي 1984، والتي انتهت مهامها بعد إنشاء¹EUROCLEAR France.

والجدير بالذكر أن المشرع المصري هو الآخر استحدث نظام الإيداع والقيود المركزي للقيم المنقولة بموجب القانون رقم 93 لسنة 2000، حيث جاء في المادة الأولى من هذا القانون بأنه: "يعمل بأحكام القانون المرافق في شأن الإيداع والقيود المركزي والتسوية والمقاصة في الأوراق المالية" وتبين المادة الثانية أنه تطبيقاً لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية يقصد بالشركة: "شركة الإيداع والقيود المركزي"، وقد وضحت المادة 14 من الفصل الثاني المتعلق بالمقاصة الهدف من هذه الشركة، جاء فيها بأنه: "تقوم الشركة بإجراء عمليات المقاصة في الأوراق المالية لحساب أعضاء الإيداع المركزي، وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات كل منهم، كما تقوم الشركة بإجراء عمليات تسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية²" وجاء هذا تطبيقاً لتوصيات منظمة هيئات أسواق المال الدولية، ولجنة نظام الدفع والتسويات المنبثقة عن مجموعة العشرين، بشأن تحويل الأوراق المالية من صورتها المادية كصكوك إلى قيود دفترية بأسماء مالكيها، وذلك بمساعدة الخبرة الفرنسية المتمثلة في كل من بourse باريس وشركة المقاصة الفرنسية سيكوفام³.

وفقاً لما سبق ذكره يمكننا القول أن نظام المقاصة والتسوية الذي أخذ به المشرع الجزائري، والذي يتطلب جهة مستقلة بعيداً عن إدارة البورصة وشركات السمسرة لم يكن إلا اقتباساً عن التشريع الفرنسي والتشريع المصري، ونتيجة ذلك هي استحداث المؤتمن المركزي على السندات (dépositaire Central des Titres)، واختصاراً الجزائر للتسوية (Algérie clearing).

2- الطبيعة القانونية للمؤتمن المركزي على السندات

إن انتهاج المشرع الجزائري لنظام المقاصة والتسوية حتم عليه استحداث جهاز ذو طابع خاص، هذا الأخير الذي يعد طبقاً لأحكام المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم؛ شركة مساهمة ذات طابع خاص، فهي من جهة هيئة، وهذا المصطلح يستعمل للدلالة على أجهزة القطاع العام، ويترب على ذلك تمتعها بامتيازات السلطة العامة كغيرها من أشخاص القانون العام، إلى جانب خضوعها لأحكام القواعد العامة. ومن جهة أخرى شخص من أشخاص القانون الخاص باعتبارها شركة مساهمة، فتخضع أحياناً لأحكام القانون الخاص⁴.

¹ رغبة بلجودي، النظام القانوني لتداول الأوراق المالية بالبورصة، ط1، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2016، ص219.

² القانون رقم 93/2000، المتعلق بالإيداع والقيود المركزي لدولة مصر، ج.ر، العدد 20 تابع ب، الصادر في 18 ماي 2000.

³ عصام حنفي محمود موسى، شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008، ص30.

⁴ نصت المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي 10/93 بأنه: "تمارس وظائف المؤتمن المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم...".

وعليه يمكن القول، أن تحديد المشرع الجزائري للطبيعة القانونية للمؤتمن بموجب المادة 19 مكرر 2 السالفة الذكر، ليس بالشيء الجديد بل هو أمر مألوف يمكن معانيته في كثير من النصوص القانونية، التي تنظم القطاع الاقتصادي في التشريع الجزائري، فبالرجوع للمواد 9، 10 و 35 من قانون النقد والقرض¹ مثلا ورد فيها بأن البنك المركزي مؤسسة وطنية رأسماله تمتلكه الدولة كلية، هذا بالإضافة إلى الصلاحيات الواسعة التي يتمتع بها لضبط السياسة النقدية هذا من جهة. وفي الوقت نفسه يخضع البنك المركزي للقانون الخاص لأنه يعتبر تاجرا، يحكمه القانون التجاري، يتبع قواعد المحاسبة التجارية، ولا يخضع لإجراءات المحاسبة العمومية ولا لمراقبة مجلس المحاسبة، وبالتالي فهذه الأحكام تماثل الأحكام المطبقة على المؤتمن المركزي².

وبذلك فالأمر يعد طبيعيا نظرا لأهمية الشركة اقتصاديا، وأثرها على السوق المالية بصفة خاصة والاقتصاد الوطني بصفة عامة. بمعنى أن المشرع من خلال هذه الأحكام يهدف إلى إشراك القطاع العام في المجال الاقتصادي بطريقة غير مباشرة، وعدم التخلي عنه كليا للقطاع الخاص، وبالخصوص في بعض المجالات الحساسة كأسلوب الرقابة والتحكم، على غرار سوق الأوراق المالية الذي يعد القلب النابض لاقتصاديات الدول³.

ومن أهم النقاط التي يبرز فيها الطابع الخاص لهذه الشركة هي إجراءات التأسيس، فبالموازاة مع الإجراءات التي يفرض القانون إتباعها في تأسيس شركات المساهمة، فبالرجوع إلى أحكام المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، نجدها أخضعت وضع القانون الأساسي للمؤتمن المركزي وتعديلاته، تعيين المدير العام للشركة وباقي المسيرين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تسيير عمليات البورصة ومراقبتها، كما يمكن لوزير المالية عزلهم بناء على تقرير معلل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

إضافة إلى ما تم التطرق إليه أنفا، تظهر لنا كذلك طبيعة المؤتمن المركزي كشركة مهنية ذات نظام خاص في كونها تأسست بمساهمين حددتهم القانون مسبقا، وهم البنوك الخاصة التالي ذكرهم: وهي خمسة بنوك عمومية: البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، وثلاث شركات مسعرة في البورصة هي: بنك مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، مؤسسة الرياض سطيف⁴.

¹ الأمر رقم 11/03، المؤرخ في 26/08/2003، المتعلق بالنقد والقرض، ج.ر، الصادرة في 27 أوت 2003، العدد 52.

² المادة 9 من الأمر رقم 11/03، السالف ذكره.

³ آيت مولود فاتح، استغلال معلومات امتيازيه في قانون البورصة الجزائري، المجلة النقدية للعلوم القانونية والسياسية، العدد 1، المجلد 4، كلية الحقوق، جامعة تيزي وزو، جوان 2009، ص 180.

⁴ المادة 19 مكرر 3 من القانون 04/03، السابق ذكره.

كما أن المساهمة في حالة زيادة رأس مالها مفتوحة فقط للوسطاء في عمليات البورصة، وللشركات المصدرة للسندات ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛ بمعنى أن الحظر يطول حتى المساهمين المؤسسين وهذا مالا يتوافق وأحكام القانون التجاري¹، التي أعطت للمساهمين حق الأفضلية في الاكتتاب في الأسهم النقدية الصادرة لتحقيق زيادة رأس المال، مع بطلان كل شرط يخالف لهذه الأحكام متى ورد في العقد التأسيسي للشركة، لكن يجوز للمساهم التنازل عن هذا الحق.

كما أضاف المشرع فئة ثانية من المسيرين؛ حيث تعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بقوة القانون، ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما. ويخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال المؤتمن المركزي على السندات إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات².

ومن أهم خصوصيات شركة المؤتمن المركزي أيضا مقدار رأس المال الاجتماعي الذي يتم الاكتتاب به والمقدر ب: خمسة وستون (65) مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسية، وهذا يخالف لأحكام المادة 594 من القانون التجاري التي تشترط أن يكون مقداره خمسة (5) ملايين دينار جزائري في حالة الادخار العلي ومليون دينا في الحالة المخالفة، حيث يوزع على المساهمين وفقا لما حدده النظام رقم 05/03 المتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، هذا إضافة إلى خضوع المؤتمن المركزي كشركة مساهمة إلى رقابة خارجية وبناء على ما تقدم، نجد أن تأسيس المؤتمن المركزي على السندات يعد خطوة جريئة، وقفزة نوعية في السوق المالية الجزائرية، من شأنها تشجيع المستثمرين على توظيف أموالهم في هذه السوق، وتعزز ثقتهم فيها، نظرا للدور المنوط بالمؤتمن متى أداه على الوجه الذي حدده القانون³.

3- مهام المؤتمن المركزي على السندات

يهدف نظام الإيداع والحفظ المركزي للأوراق المالية إلى إلغاء الدعامات المادية المحسوسة للأوراق المالية، واستبدالها بقيود حسابية⁴، هذا التجريد في الأوراق المالية هو جزء من منطق تجريد وسائل التبادل، وأنه يزيد من سيولة السوق

¹ أنظر المادة 694 وما يليها من المرسوم التشريعي رقم 08/93، المؤرخ في 25 أفريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 59/75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، ج.ر، الصادرة بتاريخ 25 أفريل 1993، العدد 27.

² المادة 19 مكرر 3 من القانون 04/03 السابق ذكره.

³ حليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2014، ص173.

⁴ أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة - صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال (الخطوات العلمية والثغرات القانونية)، ط1، دار أتراك للطباعة والنشر والتوزيع، 2008، ص84.

"...L'utilisation des dépositaires centraux est une recommandation essentielle pour la gestion des émissions, du dépôt et du traitement des opérations affectant la vie des titres dans un cadre dématérialisé ..." Fédéric Hervé, Thomas Ros.

ويقلل من الوقت المستغرق لمعاملات الأوراق المالية¹. حيث تجمع الأوراق المالية وتحفظ مركزيا أو ما يعرف بمركزية حفظ السندات لدى البعض، مما يسهل تعامل الوسطاء الماليين عليها من خلال قيود دفترية أو الكترونية وليس من خلال صكوكها الورقية². ومن أجل ذلك يفتح حساب أوراق مالية لكل مودع يقيد فيه ما يملكه من أوراق مالية، كما يتم إرسال كشف حساب يبين رصيد ما يملكه من الأوراق المالية المودعة في الحساب بصفة دورية أو بناء على طلبه. وعند قيام المودع (المدخر) ببيع بعض أوراقه المالية فإن ذلك يتم عن طريق النقل من رصيد حسابه إلى رصيد حساب المشتري، دون حاجة إلى تسليم وتسلم الصكوك المادية للأوراق المالية محل العملية³.

يعتبر المؤتمر المركزي على السندات هيئة إبداع مركزية للقيم المنقولة، وقد أنشأه المشرع الجزائري بغرض نزع الصفة المادية للقيم المنقولة وتحويلها إلى قيود حسابية، وجاء في أحكام المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بخصوص مهام المؤتمر المركزي على السندات التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة على وجه الخصوص في الوظائف التالية:

- يفتح ويدير السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب الحافظين المنخرطين فيه.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها، إذ يتولى المؤتمر المركزي عمليات المقاصة والتسوية بطريقة آلية بقصد ضبط الحسابات الجارية المفتوحة لديه. وهذا يعني أن وظيفة حفظ الأوراق المالية لا تكون بمفردها، بل تستتبع في الغالب بنشاط التسوية والتسليم بين الوسطاء الماليين المعتمدين في حفظ السندات لحساب الغير⁴
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر.
- التقييم القانوني للسندات وترميزها وفق المعايير الدولية (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق، وبالأخص كل ما تعلق بعقود بيع الأوراق المالية وتسوية المراكز القانونية لأطراف العمليات المنجزة، بالإضافة إلى إطلاع المستثمرين بكشوف دورية عند الطلب... الخ.
- الإشراف على نظام التسوية والتسليم للسندات.

Infrastructures post-marché et stabilité financière, Revue de la Stabilité financière (RSF), banque de France, N°1, Novembre 2002, p121.

¹ - "... Se traduire par une dématérialisation progressive des valeurs mobilières aboutissant à une simple inscription en compte. Cette dématérialisation des titres s'inscrit dans la logique de dématérialisation des supports des échanges ; elle permet d'accroître la fluidité du marché et de réduire le délai des opérations sur titres." Catherine Laurent Karyotis, efficacité technique d'un système de règlement - livraison de titres, thèse de doctorat, faculté de sciences de gestion, université paris XII - val de marne, 2004, p15.

² عباس محمد موسى، عمليات تداول الأوراق المالية، مجلة رسالة الحقوق، العدد 1، كلية القانون، جامعة كربلاء، 2012، ص 193.

³ د/سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق، ص 69.

⁴ Fédéric Hervo, Thomas Ros, op. cit, p121.

بناء على ما سبق يمكن القول أنه من مزايا إنشاء المؤتمن المركزي على السندات؛ التقليل من التكاليف وآجال عمليات المقاصة والتسوية للأوراق المالية¹ وغيرها من العمليات كاستلام وتوزيع الأرباح وممارسة الحقوق، تبسيط إجراءات التداول، تقليل المخاطر الناجمة عن العمليات المباشرة بين شركات الوساطة، باعتبارهم وكلاء عن البائعين والمشتريين في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية².

ثالثا-الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)

من الأمور المشتركة في جميع بورصات الأوراق المالية في العالم، أن التداول في قاعات تلك الأسواق يتم عن طريق وسطاء مرخصين للقيم بذلك، فكل من يريد التعامل في البورصة بائعا أو مشتريا، عليه أن يختار وسيط عنه يكلفه بتنفيذ أوامر البيع أو الشراء الخاصة به مقابل عمولة معينة. ولقد سعى المشرع الجزائري إلى بناء إطار قانوني ملائم للاستثمار في مجال القيم المنقولة وحمايته، حيث اهتم المرسوم التشريعي رقم 10/93 بدور العنصر البشري أي العاملين والمتدخلين في البورصة، وأهم العاملين في هذا المجال هم وسطاء البورصة، كما كرّس المشرع وجوب الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية.

إن القانون الجزائري كأغلب التشريعات الأجنبية يوجب تدخل سماسة (وسطاء) في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم)، إلا أن الاستثناء نجده في الدول الأنجلوسكسونية التي لا تعرف احتكار سماسة القيم المنقولة لتداول هذه الأوراق³. وبالرجوع إلى المادة 05 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 فإنه: " لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة، إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة". وباستقراء نص المادة 20 من النظام رقم 04/23؛ يتضح لنا أنه يجب كذلك على الشركة التي تطلب قبول سندات التداول في البورصة تعيين وسيط في عمليات البورصة يكلف بمساعدتها في إجراءات القبول والإدخال. واستنادا إلى ذلك، وضع المشرع التزامات على عاتق البائعين والمشتريين وأوجب وساطة أشخاص أطلق عليهم اسم " الوسطاء في عمليات البورصة "⁴. فماهي الدوافع التي تكمن وراء وجوب توسط فئة من الأشخاص؟

¹ المقاصة في بورصة الأوراق المالية هي العملية التي يتم بموجبها احتساب صافي حقوق والتزامات أطراف المعاملات الناشئة عن أي تداول، وذلك لتسليم الأوراق المالية أو تسديد أثمانها في التاريخ المحدد للتسوية. أما التسوية فيقصد بها العملية التي بموجبها يتم أي عقد تداول لنقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي وغير مشروط. نقلا عن هامش د/سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق، ص76.

² إبراهيم إسماعيل إبراهيم، أحمد خودير عباس، المؤتمن المركزي على السندات (دراسة في القانون العراقي)، مجلة المحقق الحلبي للعلوم القانونية والسياسية، العدد1، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة بابل، العراق، 2016، ص143.

³ Hamadi Salem, Le banquier intermédiaire en bourse, mémoire de D.E.A, section droit privé, Tunis, 1993, p12.

⁴نص المادة 06 من المرسوم التشريعي 10/93 بأن: " يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية ".

إن اللجوء إلى مهني في حد ذاته ضماناً لحماية مصالح الأطراف غير المعتادة على التعامل في البورصة، وتجهل قواعدها وإجراءاتها. فيهدف تدخل الوسطاء حماية المستثمرين، إذ عادة ما لا تتوفر لديهم خبرة في مجال تداول الأوراق المالية - الأسهم - في البورصة، ولم يألفوا الاستثمار في هذا المجال. وحتى لا يقعوا ضحية المضاربين المحترفين، فقد أوجب المشرع كما سبق القول تدخل أشخاص تتوفر لديهم الخبرة والملاءة ويحترمون أخلاقيات المهنة، بالإضافة إلى التخصص والعلم بأصول السوق. كما أن إقرار المشرع احتكار الوساطة من شأنه منع الأشخاص من التعامل في القيم المنقولة خارج السوق، ويعتبر وسيلة ناجعة تساعد على تنشيط السوق، كما أنه الوسيلة المثلى لضمان وحدة السوق¹.

إن التنظيم القانوني لمهنة الوسيط في عمليات البورصة لم يغفل من المشرع، الذي أتى بتنظيم ونصّ على التدابير اللازمة لكل سوق مالية، والتي تهدف إلى ضمان الأمن والشفافية في السوق، كما تهدف إلى وضع الثقة وزرعها في نفوس المدخرين، حيث أن هؤلاء كما سبق قوله، في حاجة إلى ضمانات خاصة متعلقة بالرقابة على السوق والوسطاء، نشر معلومات موثوق منها ومستمرة، وأخلاق مهنية للوسطاء الذين يتعاملون معهم ويضعون الثقة فيهم. هذا المرسوم حدّد مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ولتحقيق أهدافها منح لها سلطة سن أنظمة فيما يخص اعتماد الوسطاء والقواعد المهنية المطبقة عليهم، ونطاق مسؤوليتهم ومحتواها والضمانات التي يجب أن يوفرها لربائهم². إلى جانب هذه السلطة التنظيمية، منح المشرع للجنة سلطة الرقابة والمراقبة على العمليات التي تستلزم تدخل الوسطاء. هذه الرقابة جد هامة لأنها تضمن أمن وسلامة السوق والمعاملات، وتعطي للمدخر الضمانة والدليل على وجود " حارس في السوق ". نظراً للمركز المهم الذي يحتله الوسطاء في عمليات البورصة في بوسة القيم المنقولة، فإن دراسة ماهية الوساطة في تداول القيم المنقولة توجب منا التطرق إلى العناصر التالي عرضها على النحو التالي:

1- مفهوم الوسيط في عمليات البورصة

بالرجوع للأحكام المنظمة لعمل الوسيط في عمليات البورصة يظهر لنا أن المشرع لم يعط تعريف له، بل اكتف بالقول بأنه لا يجوز شراء أو بيع قيم منقولة داخل البورصة إلا من خلال التعاقد مع الأشخاص المعتمدين بصفتهم وسطاء في عمليات البورصة، وهذا ما يظهر من خلال المادة 05 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وكذا المادة 20 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

¹ أبو طالب صلاح أمين، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي، د.ط، دار النهضة العربية، مصر، 1995، ص4.

² المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 السابق ذكره.

ومن جانب الفقه وردت عدة تعاريف للوسيط في عمليات البورصة إذ عرف بأنه: " كل شخص معنوي أعطى له حق التوسط من قبل لجنة البورصة في عمليات البيع والشراء داخل البورصة "¹.

كما عرف الوسطاء في عمليات البورصة بأنهم: " أشخاص ذوي دراية وعلم وكفاءة في سوق الأوراق المالية، يقومون بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، من خلال بورصة الأوراق المالية وفي المواعيد الرسمية المحددة لها لحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري، ويعتبر السمسار ضامنا لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعا وشراء "².

ويذهب البعض في تعريف الوسيط في عمليات البورصة بأنه: " هو لفظ يستعمل لمعنى خاص، وهو العضو الذي يعمل سمسارا في البورصة ويتولى عملية بيع وشراء الأوراق المالية للجمهور "³.

وبالنتيجة وباستقراء التعاريف السابقة، يمكننا تعريف الوسيط بأنه: " الشخص المعنوي المرخص، الذي يتولى عملية الوساطة في نقل ملكية الأوراق المالية، باسمه ولحساب العميل من خلال البورصة، وفي المواعيد الرسمية مقابل عمولة محددة، والمتخذة شكل مساهمة أو التوجيه بالأسهم، ويكون ضامنا لسلامة العملية "⁴. أو بمعنى آخر هو: " كل شخص مختص في بيع وشراء القيم المنقولة، له علم وكفاءة في شؤون القيم المنقولة والبورصة، ويكون مسؤولا عن تنفيذ المعاملات الموكلة إليه من قبل زبائنه في المواعيد الرسمية لذلك، وذلك مقابل عمولة محددة متفق عليها مع زبائنه ".

بناء عليه، ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص أن عقد الوساطة في عمليات البورصة يتميز بالخصائص الجارية يانها على الشكل التالي:

أ- عقد الوساطة في عمليات البورصة عقد رضائي

يعتبر عقد الوساطة في القيم المنقولة من العقود الرضائية التي تتطلب توافق الإرادتين فقط، إذ يخضع للقواعد العامة في العقود التي تتطلب توافر الرضا السليم لكل من طرفي العقد.

وعلى الرغم من أن لجنة البورصة تلزم كتابه العقود التي تربط بين الزبائن والوسطاء في عمليات البورصة، إلا أن الكتابة تكون شرطا للإثبات وليس ركنا للانعقاد، (وهذا ما سوف يتم التطرق إليه عند تناول أوامر البورصة في الفصل الثاني).

¹ أنطوان الناشف و خليل النهدي، العمليات المصرفية والسوق المالية، د. ط، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 114.

² عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، ط 1، الجامعة الجديدة، د. م. ن، 2003، ص 592.

³ صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، ط 1، د. د. ن، د. م. ن، 2004، ص 121.

⁴ محمد حسن عبد المجيد الحداد، المرجع السابق، ص 25.

ب- عقد الوساطة في عمليات البورصة عقد معاوضة وملزم للجانبين

يعتبر عقد الوساطة من عقود المعاوضة وليس من عقود التبرع؛ إذ يتحصل كل طرف من أطراف العقد على مقابل لما أعطى أو لما التزم به؛ حيث يلتزم الزبون بدفع العمولة نظير حصوله على السعر المناسب للقيم المنقولة التي أراد شراءها أو بيعها، بالإضافة للنصح والتوجيه المقدم له من قبل الوسيط في عمليات البورصة¹.

ج- عقد الوساطة في عمليات البورصة يعتبر عملا تجاري

بالرجوع لأحكام المادة 02 من القانون التجاري تعتبر الوساطة البورصة عملا تجاريا بحسب موضوعه²، غير أن المشرع اشترط ووفقا لقانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 اشترط أن يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة شركة تجارية تنشأ خصيصا لهذا والبنوك والمؤسسات المالية³. وبذلك فلا مجال هنا للبحث في مدى اعتبار الوساطة في الأوراق المالية عملا تجاريا أم مدنيا بالنسبة للوسيط، نظرا لأن الشركات التجارية تعتبر تجارية بحسب الشكل⁴.

2- تمييز الوسيط في عمليات البورصة عن باقي الوسطاء

تلعب شركات البورصة دورا بالغ الأهمية في إدارة محفظة الأوراق المالية، والمكونة من الأوراق المالية المدخنة من قبل أصحابها بهدف استثمارها، وقد استأثرت البورصة بهذه المهمة من خلال مهمة السمسرة في الأوراق المالية كوسيط مالي لا يسمح لغيره بالتعامل في الأوراق المالية المقيدة ببورصة القيم المنقولة. فعملية الوساطة في بيع وشراء القيم المنقولة، لا شك أنها تتفق مع السمسرة العادية (أي السمسرة طبقا للقواعد العامة) في أن كلاهما وساطة بين متعاملين، فكل منهما عقد يهدف لإبرام عقود أخرى. فإلى أي مدى تنطبق القواعد العامة للسمسرة على الوساطة في بيع وشراء القيم المنقولة بالبورصة؟ وهل يعتبر الوسيط سمسارا عاديا؟

السمسرة (Le courtage)، هي الوساطة في الأعمال، ويقوم بها شخص يسمى سمسارا يأخذ في مقابل ذلك أجرا يسمى "عمولة السمسرة"، والسمسار يقوم بتعريف المتعاقدين أحدهما على الآخر، والتقريب بين وجهتي نظرهما، وتقديم المعلومات التي تفيد في إبرام الصفقة⁵. ويقوم بعمله بناء على عقد بينه وبين العميل الذي وسّطه وكلفه بالبحث عن متعاقد آخر، أو بإقناع شخص معين بالتعاقد. وبناء على ذلك يمكن تعريف السمسرة بأنها: "عقد يلتزم بمقتضاه

¹ عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 168.

² المادة 14/02 من القانون التجاري تنص على مايلي: "يعد عملا تجاريا بحسب موضوعه:

- كل عملية لشراء وبيع العقارات أو المحلات التجارية والقيم العقارية".

³ المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بموجب القانون 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، السالف ذكره.

⁴ المادة 2/03 من القانون التجاري تقضي على أنه: "يعد عملا تجاريا بحسب شكله:

- الشركات التجارية".

⁵ علي حسن يونس، العقود التجارية وعمليات البنوك، د.ط، دار الجماعي للطباعة، مصر، 1967، ص 83.

السمسار في نظير عمولة عميله إما بالعثور على شخص يرتضي التعاقد مع العميل، وإما بإقناع شخص معين، عن طريق التفاوض بالتعاقد مع هذا العميل¹. وعقد السمسرة كما سبق القول هو من عقود المعاوضة، لأن كل من طرفيه يسعى للحصول على مقابل ما يؤديه، وهو من جانب آخر عقد احتمالي، لأن السمسار لا يستحق أجره إلا إذا نجح في مساعده. كما أنه عقد ملزم للجانبين، فالعميل يلتزم بدفع العمولة للسمسار، الذي يلتزم بدوره بإنجاز ما كلف به، والبحث عن شخص يقبل التعاقد مع عميله، والأصل أن تدخل السمسار اختياري، بمعنى أن كل شخص حرّ في التعاقد مباشرة دون تدخل سمسار².

والسمسار وسيط يعمل باسمه الشخصي، وبكل استقلال عن أطراف التعاقد الأصلي الذي يسعى هو لإبرامه دون أن يتدخل في هذا العقد. فمهمة السمسار هي التقريب بين شخصين يرغبان في التعاقد، فالسمسار يقوم بعمل مادي على خلاف الوكيل العادي أو الوكيل بالعمولة، فالوكيل العادي يتعاقد باسم ولحساب موكله، والوكيل بالعمولة يتعاقد باسمه الشخصي ولحساب موكله، أي أن كلاهما يقوم بعمل قانوني لحساب الموكل³.

وبناء عليه، فالسمسرة العادية تتفق مع الوساطة في البورصة باعتبار أن كلاهما عملية وساطة بين متعاقدين، غير أنهما يختلفان في جوانب كثيرة:

- إذا كانت السمسرة طبقاً للقواعد العامة مهنة يستطيع كل شخص أن يباشرها متى التزم بالقانون، فإن الوساطة لا يجوز لأي شخص مباشرتها إلا بعد الحصول على اعتماد لممارسة النشاط من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعد التحقق من توافر الشروط المطلوبة؛ فالوساطة في البورصة مهنة منظمة وليس سمسرة حرة⁴.

- تدخل الوسيط في عمليات البورصة إجباري، فلا يجوز للبائع والمشتري أن يبرما صفقة دون توسط؛ بحيث لا يجوز إجراء أية عملية وساطة على تداول القيم المنقولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة، حيث أن عملية التداول لا تصح إلا إذا تمت على يد وسيط مرخص له بذلك، حيث تنص المادة 58 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على أنه: "يتعرض كل من يجري مفاوضات تخالف أحكام المادة 05 أعلاه لعقوبات سواء الائتمان المنصوص عليه في قانون العقوبات ..، ويمكن طلب إلغاء المعاملات التي تمت على هذا النحو أمام

¹ البارودي علي، العقود التجارية وعمليات البنوك، د.ط، الدار الجامعية، بيروت، 1986، ص 85

² علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، د.س.ن، ص 111.

³ سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992، ص 214.

⁴ تنص المادة 09 من المرسوم التشريعي 10/93 على أن: "تعتمد اللجنة الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللائحة المذكورة في المادة 31 أذناه.

ويجب أن يكون قرار اللجنة مبين الأسباب في حالة رفضها الاعتماد.

ويحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملاً في الطعن المنصوص عليه في التشريع المعمول به ".

المحكمة". في حين تدخل السمسار طبقاً للقواعد العامة اختياري، فكل متعاقد حر في أن يتعاقد مباشرة أو عن طريق سمسار.

- إن موضوع مهمة السمسار طبقاً للقواعد العامة أعمال مادية؛ تتمثل في البحث عن شخص يتعاقد مع العميل الذي وسّطه، فمهمة السمسار تنتهي بمجرد تلاقي الإيجاب والقبول حتى يبدأ نشاطه للتوسط في عمل آخر، فالسمسار ليس مطلوب منه أن يكون وكيلاً ولا نائباً عن أحد طرفي العقد الأصلي، ولا شأن له بتنفيذ هذا العقد. في حين نجد أن الوسيط في البورصة يتلقى أمر العميل بالبيع أو الشراء، ويبحث لدى زملائه الوسطاء عن عرض يطابق رغبة عميله، ويتعاقد باسمه الشخصي مع الطرف الآخر، ويلتزم أمام عميله وأمام من يتعاقد معه بإتمام تنفيذ العقد، أي تسليم القيم المنقولة للمشتري والثلث للبائع¹. فالوسيط في عمليات البورصة في هذه الحالة يعتبر وكيلاً بالعمولة؛ لأن هذا الأخير يباشر التصرفات باسمه الشخصي وحساب شخص آخر يسمى الموكل بمقتضى عقد وكالة بالعمولة، ويبدو أمام الغير وكأنه المتعاقد الأصلي².

إذا كان عقد الوكالة بالعمولة من العقود التجارية التي تكسب من يحترفها صفة التاجر، فإنه يشترط أن تتوفر الأهلية التجارية في القائم بأعمال الوكالة بالعمولة، إلا أن الوسيط يجب عليه أن يحصل على اعتماد لممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة. كما أن الوكيل بالعمولة مسؤول عن تنفيذ عقد الوكالة بالعمولة وفقاً لتعليمات وأوامر موكله، كما أن مسؤولية الوكيل بالعمولة لا تشمل ضمان تنفيذ العقد مع الغير طالما لم يصدر منه خطأ؛ بمعنى ألا يسأل عن عدم التنفيذ الذي يرجع إلى من تعاقد معه. أما الوسيط فهو وكيل بالعمولة ضامناً؛ لأنه ينفذ أمر عميله في إبرام الصفقة، ويضمن لهذا العميل تمام التنفيذ؛ أي يضمن تنفيذ الطرف الآخر الذي تعاقد معه لالتزاماته³.

- السمسار العادي توسطه يكون في أية صفقة لديه خبرة أو معلومات بشأنها⁴، أما الوسيط في عمليات البورصة فهو متخصص في نوع واحد من العمليات، وهي عملية الوساطة في بيع وشراء القيم المنقولة في البورصة، ويحضر عليه أن يباشر أي نشاط تجاري آخر لحسابه⁵.

وأمام تعدد النشاطات التي يمكن للوسيط في عمليات البورصة مباشرتها¹، تختلف صفة الوسيط حسب طريقة تدخله في إبرام الصفقة ونشاطه، ففي تسيير حافظة القيم المنقولة بموجب وكالة نجده في مركز لوكيل، إلا أن الاختلاف

¹ تنص المادة 14 من المرسوم التشريعي 10/93 بأن: "يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمريهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها".

² Bouloc Bernard, Commissionnaire, Rep. Com, T. 2, Ed. Dalloz, Paris, 1997, p3.

³ Rabut Albert, Le Droit des bourses de valeurs et des agents de change, Litec, Paris, 1983, p235.

⁴ د/عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص.6.

⁵ المادة 29 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/96، المؤرخ في 3 يوليو 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج.ر، الصادرة بتاريخ 1 جوان 1997، العدد 36.

الموجود في هذه الحالة أن الوكالة العادية تبرعية ما لم يتفق على غير ذلك²، في حين أن تسيير حافظة القيم المنقولة بموجب وكالة تكون مقابل أجر. أما في نشاط السعي المصنقي أو التوظيف المالي³، فنجد أن دور الوسيط في هذه الحالة هو البحث والعثور على مكتبي ومشتري الأصول المالية، واقتراح قيما منقولة أو بيعها، وهو ما ينطبق مع وصف السمسار طبقا للقواعد العامة، وهو ما يجعل الوسيط في عمليات البورصة له نظام قانوني خاص، فلا تطبق عليه القواعد العامة في السمسرة، بل يخضع لقواعد مختلطة تجمع بين أحكام السمسرة والوكالة بالعمولة والوكالة العادية أحيانا، هذا حسب طريقة وصفة تدخله في إبرام الصفقة، وطبيعة نشاطه.

هكذا نستخلص مما سبق، أن الوسيط في عمليات البورصة هو تاجر يتمتع بحقوق التجار ويلتزم بالتزاماتهم⁴، غير أن مهمة الوسيط تختلف عن مهمة السمسار العادي، الذي يقوم بعمل مادي والذي يقرب بين شخصين يرغبان في التعاقد فلا يتدخل في إبرام العقد، وهذه ليست مهمة الوسيط في عمليات البورصة الذي يتعاقد مع الطرف الآخر نيابة عن زبونه، وهذا باسمه الشخصي وليس باسم زبونه، ويضمن حسن تنفيذ العملية لحساب الزبون الموكل، مما يجعله وكيلًا بالعمولة ضامنا⁵.

والمعيار المميز للوكالة بالعمولة حسب الفقه⁶ هو تصرف الوكيل باسمه الشخصي، بحيث يظهر أمام الغير كأنه هو المتعاقد، غير أنه في الحقيقة يعمل لحساب الموكل.

¹ تنص المادة 07 من المرسوم التشريعي 10/93 السالف ذكره على أنه: "...-يديرون لحساب زبائنهم سندات القيم المنقولة بتلقيهم لهذا الغرض أموالا مشفوعة بتفويض إدارة.

-يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة، ولا يمكن أن يمارسوا هذا الحق حيال زبائنهم.

ويجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا فضلا عن ذلك، من أن رؤوس الأموال التي يأتهم عليها زبائنهم لإنجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونا".

² تنص المادة 581 من القانون المدني على أنه: "الوكالة تبرعية ما لم يتفق على غير ذلك صراحة أو يستخلص ضمنا من حالة الوكيل. فإذا اتفق على أجر للوكالة كان هذا الأجر خاضعا لتقدير القاضي إلا إذا دفع طوعا بعد تنفيذ الوكالة".

³ المادة 02 من نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها 03/96 المؤرخ في 17 صفر عام 1417 الموافق ل 3 يوليو سنة 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج.ر، الصادرة بتاريخ، العدد. والمادة 07 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 السالف ذكره.

⁴ حسب نص المادة 02 من القانون التجاري 59/75، عملية الوساطة في بيع وشراء القيم المنقولة عملية تجارية، وأن كل شخص طبيعي أو معنوي يحترف هذا العمل يعتبر تاجرا، لأن هذا الأخير وحسب نص المادة 1 من القانون التجاري هو: "كل شخص طبيعي أو معنوي يباشر عملا تجاريا ويتخذ مهنة معتادة له، ما لم يقضي القانون بخلاف ذلك." وعلى ذلك فالوسيط يكسب صفة التاجر لأنه يباشر مهنة تجارية، والمشرع كان صريحا في أن الوسيط هي شركة تجارية تنشأ خصيصا لهذا الغرض أي تتخذ من أعمال الوساطة غرضا لها.

⁵ المادة 14 من المرسوم التشريعي 10/93 تنص: "يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمرهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها."

⁶ من الفقه المصري أنظر: سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، المرجع السابق، ص43. ومن الفقه الفرنسي:

إن الإطار المهني الذي وضعه المشرع لنشاط الوسيط في عمليات البورصة، يجعلنا نقول إن مهنة الوساطة في البورصة منظّمة، يمارس من خلالها الوسيط مهنة مقننة وليست حرة، ويجعلنا أيضا نقول إن من خصائص نشاط الوساطة في البورصة أنه يمارس بشكل قصري من طرف الوسيط¹، أي هو قاصر على الوسطاء المعتمدين من طرف اللجنة، كما أوجب المشرع مبدأ التفريغ في ممارسة نشاط الوساطة دون سواها وبالتالي حظر الأعمال التجارية الأخرى².

3- تصنيف الوسطاء وكيفية اعتمادهم

أ- تصنيف الوسطاء: يصنف الوسطاء في عمليات البورصة إلى نوعين:

- وسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود

إن كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض حول القيم المنقولة أحد النشاطات التالية:

- شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية.

- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل.

- القيام بالسعي المصنفقي؛ وهو سعي الوسيط للاتصال بالناس عن طريق الهاتف أو الرسائل أو المناشير، وذلك سواء في الأماكن العمومية أو منازلهم أو أماكن عملهم، من أجل الاقتراح عليهم اقتناء قيم منقولة أو بيعها أو المساهمة في عمليات تتعلق بقيم منقولة وذلك بغرض تقديم خدمات أو إرشادات³.

- وسيط في عمليات البورصة ذي النشاط المحدود

في هذه الحالة يضيق نشاط الوسيط حيث يتمثل في الوساطة والتفاوض على القيم المنقولة في البورصة لحساب الغير دون القيام بنشاط آخر. وعليه فإن على المستثمر اختيار الوسيط على حسب طبيعة العمليات التي يقوم بها، فإن

¹ بمعنى أن الوسيط يتمتع بحق خالص أو بحق قصري في هذا الخصوص حيث نجد أن الوساطة في تداول القيم المنقولة في التشريع الجزائري وردت في المادة 5 من المرسوم التشريعي 10/93، حيث وضع المشرع قاعدة أمرة على عاتق باعة وشراء القيم المنقولة المقبولة بالبورصة، لذلك فإنّ البيوع التي يقوم بها الوسيط تتم داخل البورصة، إطار مؤسسي، مشمول باحتكار ممنوح له من طرف المشرع.

² نشاط الوساطة في البورصة يجب أن يمارس من طرف الوسطاء في عمليات البورصة ولا يمكن جمعه مع أي نشاط مهني آخر. والجدير بالذكر أنه إضافة إلى مهمة الوساطة في تداول القيم المنقولة، كنشاط أصلي للوسيط في عمليات البورصة يجوز له في ظل القانون الجزائري ممارسة أنشطة مالية أخرى، دون أن يتمتع حيالها بأي احتكار. فعند طلب الوسيط الاعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها يحدد نوع النشاطات التي يزعم ممارستها. فيعتبر الوسيط ذي النشاط المحدود كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط، دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو التوظيف أو السعي المصنفقي. أما الوسيط ذي النشاط غير المحدود، فهو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهمة الوساطة في تداول القيم المنقولة بالبورصة، أحد النشاطات التالية والمذكورة في المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 وهي: الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة، التسيير الفردي للحفاظ بموجب عقد مكتوب، تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية، ضمان حسن تنفيذ الإصدار والاكتمال في مجموع السندات المصدرة، حفظ القيم المنقولة وإدارتها، إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة الرأس المال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات، والتفاوض للحساب الخاص. راجع المادة 2 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/96.

³ هوادف بهية، المرجع السابق، ص 40.

كان يريد تسيير أوراقه المالية بنفسه فعليه اختيار وسيط ذو نشاط محدود على أن يبقى باتصال دائم به، أما إذا كان يرغب في تسليم الأمر إلى وسيط لتسيير قيمه المنقولة فإنه بذلك يختار وسيط ذو نشاط كامل¹.

ب- اعتماد الوسيط

يقدم الوسيط إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طلب الاعتماد مرفق بملف، وتبدي اللجنة رأيها حول طلب الاعتماد في أجل شهرين ابتداء من تاريخ استلام الطلب، وفي حالة موافقتها على طلب الاعتماد تبلغ الطرف المعني موافقة مؤقتة، وفي حالة رفض الاعتماد تبلغه إلى المعني مع تبرير هذا الرفض.

ولا يمكن اعتبار الاعتماد فعليا إلا إذا اكتتب أو اشترى وسيط عمليات البورصة حصة من رأس مال شركات تسيير بورصة القيم المنقولة، كما يعتبر الاعتماد ساري المفعول لغاية الشطب ويؤدي إلى دفع الحقوق المستحقة على الوسيط، ويتم نشره من طرف اللجنة بواسطة قرار في النشرة الرسمية لقائمة البورصة².

الجدير بالذكر، أنه وعلى الرغم من أن القوانين والمراسيم التشريعية المتعلقة بالوسطاء في عمليات البورصة كانت جاهزة منذ نهاية سنة 1993، إلا أن الوجود الفعلي لهؤلاء لم يتجسد على أرض الواقع إلا في بداية 1997، حيث أسندت هذه المهمة في بادئ الأمر للبنوك وشركات التأمين، إذ منحت لهم اعتمادات بصفة انتقالية لفترة خمس سنوات ابتداء من تاريخ صدور المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ بتاريخ 1993/05/23، شريطة أن تثبت هذه المؤسسات وجود بداخلها قسم مستقل يحقق ويضمن الفصل بين نشاط الوساطة والأنشطة الأخرى، وبعد انقضاء مدة الخمس سنوات سحبت الاعتمادات المقدمة للبنوك، وكونت بالمقابل شركات أسهم تعمل خصيصا لهذا الغرض، إلا أن ملكية هذه الشركات ترجع أساسا إلى الهيئات السالفة الذكر نظرا لعدم إمكانية الاستغناء عن خدماتها³.

وفي هذه الفترة تحصلت خمس شركات على اعتماد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لممارسة أنشطة الوسطاء في عمليات البورصة وتمثلت في⁴:

- الشركة العامة للتمويل ممثلة من طرف كل من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

¹ براق محمد، أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية، العدد 01، الجزء 37، الجزائر، 1999، ص101.

² المواد من 09 إلى 14 من النظام رقم 03/96 المؤرخ في 03 جانفي 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج ر، العدد 36.

³ قاسم لمياء شاوش، المرجع السابق، 167.

⁴ براق محمد، المرجع السابق، ص103.

- شركة الرشاد المالي مكونة من طرف البنك الجزائري الخارجي والصندوق الوطني للتضامن الفلاحي والصندوق التكميلي للتقاعد.

- مؤسسة توظيف القيم المنقولة، والتي تشارك فيها كل من بنك الفلاحة والتنمية الريفية والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.

- يونين بنك يعتبر وسيط ذو رأسمال خاص يقدر بحوالي مليون دينار.

- الشركة المالية للتوظيفات مكونة من البنك الوطني الجزائري وبنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.

كما أن سيتي بنك قد أبدى نية لتأسيس نشاطه كوسيط في عمليات البورصة.

وبهذا يشكل الوسطاء في عمليات البورصة أحد الركائز على مستوى السوق المالي، فتأسيس شركات الوساطة هذه سواء كانت عامة أو خاصة، يعتبر عاملا أساسيا لنجاح ديناميكية بورصة الجزائر، إلا أنه مؤخرا تم تسجيل انسحاب بعضهم ليحدد عدد الوسطاء حاليا بوسيطين فقط هما الرشاد المالي (SPDM)، وربما يعود هذا إلى أن الشركات تسعى دائما إلى تحقيق الربح، وقد وضع هؤلاء الوسطاء كشركاء في هذه الشركة، بالإضافة إلى عملهم وهو الوساطة حتى تكون هناك رقابة فعالة، لأن الشريك في هذه الحالة سيخاف على أمواله التي ساهم بها.

أما في الجانب العملي فالدولة دائما هي المدعم، كما أن البنوك الخاصة لا يمكن لها الدخول كوسيط في البورصة، وذلك لأن البنك هو شركة وهذه الأخيرة في حد ذاتها تقوم بدفع الرسوم، أجور العمال، وضرائب مرتفعة، وكلها مكلفة للشركة وفي هذه الحالة لا تحقق الشركة أرباحا، بالإضافة إلى أن العمليات التي يتوسط فيها ربما تكون عملية واحدة فقط خلال السنة، فما الفائدة من دخول البنوك الخاصة كوسيط، فكاستراتيجية دولة أدخلت البنوك العمومية كوسيط، والشركات الخاصة في الحقيقة تخفي الوضع المالي الحقيقي لها، فهي تأتي بالأموال من خلال البنوك على شكل قروض أحسن من أن تلجأ إلى البورصة.

4- حقوق والتزامات الوسيط في عمليات البورصة

إن التعامل داخل بورصة القيم المنقولة لا يكون إلا من خلال وسيط، كما أن الوساطة مقتصرة في أغلب التشريعات على الأشخاص المعنويين دون الأشخاص الطبيعيين، فإذا زاو لها الشخص الطبيعي فهو يمارسها بصفة مندوب عن الوسيط. وقد رتبت مختلف القوانين عن ممارسة مهنة الوساطة مجموعة من الحقوق والتزامات يتم عرضها على النحو التالي:

أ- حقوق الوسيط في عمليات البورصة

إن الوسيط في عمليات البورصة هو المستشار الأمين الذي يرشد المدخر ويساعده على حسن اختيار القيم المنقولة للشركات القوية، ويوضح له أفضل أوقات الشراء والبيع، إذ يقدم الوسيط في عمليات البورصة النصائح، وكذا الرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل. ومقابل الخدمات التي يقدمها الوسيط للزبون فإن له مجموعة من الحقوق أهمها:

- احتكار عمل الوساطة

إنّ الوسطاء هم الأشخاص الذين يتكفلون بتنشيط البورصة، وذلك بملاقة البائعين والمشتريين للقيم المنقولة وتنفيذ أوامره، فهم يحتكرون دون غيرهم أعمال التوسط في تداول القيم المنقولة، إذ أنه وطبقا للمادة 5 من المرسوم التشريعي 10/93 لا يجوز إجراء المفاوضات المتعلقة بالقيم المنقولة في البورصة إلا عن طريق وسطاء في عمليات البورصة، غير أن المشرع¹ أجاز أن تتم عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة خارجها عن طريق التراضي، وهذا إذا كانت القيم صادرة عن الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام وكذلك شركات الأسهم. وما يمكن ملاحظته من خلال المادة 2/6 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدلة بموجب القانون 04/03 فإن الوسطاء في عمليات البورصة يمارسون نشاط الوساطة حول قيم منقولة غير مقبولة في البورصة.

- الحق في العمولة

يتقاضى الوسيط عمولة مقابل الخدمات التي يقدمها لعملائه، والتي تكون محددة مسبقا أو قد تقدر وفقا لما تم الاتفاق عليه مع الزبون²، ويعتمد في تحديدها عادة على:

- التسعيرة في البورصة.

- تسير حافظة القيم المنقولة.

- المفاوضات.

- مداخيل أخرى ناتجة عن تقديم خدمات ونصائح.

- دراسات أخرى قام بها الوسطاء.

والجدير بالذكر أن أسس منح العمولة قد اختلفت في القوانين المقارنة فمثلا المشرع المصري اتجه إلى معيار يقوم على أساس التفرقة في العمولة بحسب نوع الورقة المالية محل التداول. أما في فرنسا فإن عمولة الوسيط كانت تحدد بقرار

¹ المادة 5 من المرسوم التشريعي 10/93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة تنص: "لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتنازل فيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة".

² تنص المادة 27 من النظام 01/15 على مايلي: "يتقاضى الوسطاء في عمليات البورصة بعنوان العمليات والخدمات المقدمة للزبائن، عمولات تعلق تعريفها داخل محلات الوسطاء أو المتفق عليها تعاقديا"

وزير الاقتصاد والمالية طبقا لنص المادة 38 من مرسوم 7 أكتوبر 1890، إلا أنه وبموجب مرسوم 17 مارس 1988 تقرر إطلاق حرية تحديد عمولة الوساطة، غير أن هذه العمولة تخضع للرقابة¹.

ب-التزامات الوسيط في عمليات البورصة

تعد شركة الوساطة في بورصة الأوراق المالية وفقا للتشريع الجزائري أو التشريعات المقارنة تاجرا، وذلك لاحترافها هذه المهنة من جهة، واتخاذها شكلا من أشكال الشركات التجارية من جهة أخرى. ولذلك فهي ملزمة بأحكام القانون التجاري، والتقييد بالتزامات التي تفرضها قواعد السوق المالي.

غير أننا سنقتصر فقط على النوع الثاني من الالتزامات، لأن النوع الأول يعد كآثار عامة تلحق كافة التجار دون استثناء، في حين أن الالتزامات التي تنشأ بمناسبة مزاوله مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية تعد استثنائية وغير مألوفة بالنسبة للشركات التجارية، نظرا لخطورة ما قد يترتب على مخالفتها من مضار سواء بالنسبة للاقتصاد بصفة عامة، أو المدخرين في بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة.

وعليه سنتناول الالتزامات الأساسية التي تنشأ بمناسبة مزاوله مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية، مع التركيز على الالتزامات المترتبة على عمليات التداول كنشاط رئيسي، وتمثل هذه الالتزامات في التزامات شركة الوساطة في مواجهة إدارة البورصة، والتزامات مهنية يتم تناولها على الترتيب على النحو التالي بيانه:

-التزامات الوسيط المالي اتجاه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (الالتزامات الإدارية)

ترتبط الوسيط في عمليات البورصة علاقة دائمة بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة، إذ لا يمكن للوسيط مزاوله أي نشاط في بورصة الأوراق المالية ما لم يتحصل على اعتماد اللجنة، وعلى هذا فالمقصود بالالتزامات الإدارية تلك الالتزامات التي تقع على عاتق شركات الوساطة في مواجهة إدارة السوق المالي بصفة عامة، سواء تعلق الأمر بكونها عضوا في السوق المالي أو باعتبارها ناشطة فقط، مما يجعلها خاضعة لرقابة الهيئة المسؤولة على ضبط هذا القطاع الاقتصادي والمالي الحساس، ومن جملة هذه الالتزامات نذكر:

-الالتزام بأخلاقيات المهنة

من مبادئ وأدبيات أي نشاط مهني، على غرار نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية أن يتحلى ممارس ذلك النشاط بروح المسؤولية، وأن يكون سلوكه منضبطا وملتزا أثناء القيام بواجباته، وذلك وفقا لما تفرضه أخلاقيات هذا النشاط، والمتمثلة في جملة من المبادئ والالتزامات تساهم في تسهيل ضبط هذا النشاط من قبل هيئات السوق المالي، ومن أهم هذه الالتزامات:

¹ د/عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 225.

-الالتزام بمسك الدفاتر

بخلاف الدفاتر التجارية التي يتوجب على الوسيط المالي أن يمسكها باعتباره تاجرا كما سبق ذكره، فإن لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية كذلك دفاتر، يتوجب على من يزاول هذا النشاط أن يتقيد بها وهذا وفقا لنص المادة 42 من النظام¹ 01/15، وقد بينت التعليمات² 02/99 كيفيات مسكها حيث يمكن للوسيط المالي مسكها بطريقة يدوية أو إلكترونية، شرط أن تكون واضحة ودقيقة، مع التزامه باتخاذ الاحتياطات اللازمة لضمان صحة المعلومات المسجلة فيها واستبعاد أو التقليل من خطر تزويرها³، على أن يتم الاحتفاظ بها لمدة خمس سنوات ابتداء من تاريخ قيدها⁴، مع تمكين أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من الاطلاع عليها في إطار عملهم الرقابي، أو أي شخص آخر ترخص له اللجنة بذلك، وقد حددت المادة الخامسة من التعليمات نفسها عدد ونوع هذه الدفاتر والغاية منها.

إن الغاية والهدف من وضع نظام لمسك الدفاتر المهنية لشركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية والاحتفاظ بها، ما هو إلا دليل على القيمة التي تكتسبها هذه السجلات والدفاتر في نطاق سوق الأوراق المالية، لما قد يعترى هذا النشاط من تلاعبات يمكن أن تؤدي إلى الإضرار بالمستثمرين والاقتصاد بصفة عامة، ولهذا اتفقت مختلف التشريعات المقارنة على ضرورة إلزام شركات الوساطة بمسك سجلات ودفاتر محاسبية لبيان الوضعية المالية لنشاط الشركة في السوق المالي، حتى يمكن الرجوع إليها من قبل هيئة الرقابة المالية للسوق إن اقتضت الضرورة لإثبات التجاوزات، أو الاستعانة بها في حال وجود نزاع حول المستحقات المترتبة على الخدمات المقدمة للمدخرين من قبل الوسطاء الماليين.

-الالتزام بتسهيل عملية الرقابة

يعتبر نشاط الوساطة المالية أهم وأخطر الأنشطة التي تتمحور حولها أغلب المعاملات المالية، حيث تؤثر في الأسواق المالية سلبا وإيجابا، واتقاءً للتدخلات السلبية من طرف وسطاء الأوراق المالية تفرض تشريعات الأسواق المالية نوعين من الرقابة المحكمة على نشاط الوساطة المالية؛ رقابة قبلية تتمثل في فرض قواعد قانونية تنظم الدخول لمزاولة هذا النشاط، كما تضبط سلوك وتصرفات الوسطاء أثناء مزاولة مهامهم، أما النوع الثاني من الرقابة فيتعلق بالرقابة البعدية

¹ النظام 01/15 المؤرخ في 15 / 4 / 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج.ر، الصادرة في 21 / 10 / 2015، العدد 55.

² التعليمات الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/99 بتاريخ 30 مارس 1999، المتعلق بالدفاتر التي يلتزم بمسكها وسطاء عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة، <https://www.cosob.org/>

³ Art 2- Les registres peuvent être tenus sous la forme manuelle ou informatique. Des précautions suffisantes doivent être prises pour minimiser les risques de falsification de l'information, Instruction COSOB n°99-02, du 30 mars 1999, relative aux registres que doivent tenir les IOB.

⁴ Art 4- L'intermédiaire en opération de bourse conserve ses registres obligatoires au moins pendant cinq ans à partir de la date de leur archivage, Instruction COSOB n°99-02, cité web précité du COSOB.

والمتمثلة في البحث والتحري على المخالفات المرتكبة، بعد امتحان نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية لردع هذه التصرفات المخلة بالسوق.

وفي إطار ممارسة أعضاء الهيئات المكلفة بالرقابة على الأسواق المالية، فإنه يقتضي الأمر التعاون معهم من قبل شركات الوساطة المالية لتسهيل مهامهم، وذلك بتمكينهم من فحص وتفتيش سجلات وبيانات ودفاتر وأعمال الوسطاء، وتزويدهم بكل ما يطلبه أعوان الرقابة من وثائق، وإن كانت التشريعات المقارنة بما في ذلك التشريع الجزائري، لم تنص صراحة على هذا الالتزام، حيث أعطى المشرع المصري للهيئة العامة لسوق المال بموجب المادة 43 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 مطلق الحرية في اتخاذ الإجراءات اللازمة لتطبيق أحكام قانون سوق المالية ولوائحه التنظيمية، وفي إطار ذلك فإنه من حق اللجنة أن تطلب من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية كل ما تراه لازما للقيام بأعمالها الرقابية، وبالمقابل تكون شركات الوساطة ملزمة قانونا بتزويدها بكل ما تطلبه من وثائق وسجلات وتصريحات وغيرها من التسهيلات لتحقيق عملية الرقابة¹.

والملاحظ أن المشرع الجزائري سلك سلوك المشرع المصري، إذ لم ينص صراحة على ضرورة التزام الوسطاء الماليين بتسهيل عملية الرقابة على أعوان لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وإنما نص على أحقية أعوان اللجنة في القيام بواجب الرقابة على الوسطاء الماليين، ويفهم من ذلك أنه يترتب على عاتق شركات الوساطة تمكين الأعوان من هذا الحق والتعاون معهم في حدود ما يسمح به القانون، وهذا ما نستشفه من نص المادة² 37 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، والمادة³ 55 من النظام 01/15.

¹ المادة 43 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 تنص على: "تتولى الهيئة - فضلا عن الاختصاصات المقررة لها في أي تشريع آخر - تطبيق أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذا له، ولها إبرام التصرفات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص: ... مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال، أو الاستغلال، أو المضاربات الوهمية؛ اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذا له".

المادة 44 من نفس القانون تقضي ب: "مجلس إدارة الهيئة... له أن يتخذ ما يراه لازما من قرارات نهائية لمباشرة اختصاصات الهيئة وتحقيق أغراضها وعلى الأخص: وضع قواعد التفتيش والرقابة على الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون... وضع قواعد الاستعانة بالخبراء، وطلب الاستشارات التي تعين الهيئة على قيامها بوظائفها".

² تنص المادة 37 من المرسوم التشريعي 10/93 على: "تجري اللجنة عن طريق مداولة خاصة وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، تحقيقات لدى الشركات التي تلجئ إلى التوفير علنا والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة... ويمكن الأعوان المؤهلين أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعائمتها وأن يحصلوا على نسخ منها، ويمكنهم الوصول إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني".

المادة 38 من المرسوم 10/93: "يمكن اللجنة... أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها أو تأمر أعوانها باستدعائه".

³ المادة 55 من النظام 01/15: "تخضع نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة لمراقبة اللجنة، يمكن الأعوان المؤهلين إجراء تحقيقات لدى الوسطاء في عمليات البورصة، وتعطي يهم كل وثيقة ضرورية كما يمكنهم الدخول إلى المحلات ذات الصبغة المهنية خلال ساعات العمل العادية".

-الالتزام بقواعد الانضباط والحذر

ورد هذا الالتزام بموجب نص المادة 9 من النظام 01/15، وأكدت على احترامه من قبل وسطاء عمليات البورصة، ولتوضيح كيفية تطبيق هذه المادة أصدرت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التعليمية رقم 01/2000، والتي تبين ما يتوجب على الوسطاء الماليين الالتزام به أثناء ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية وذلك من أجل تأمين الأصول¹، تغطية وتوزيع المخاطر² المحتملة في السوق على أسس المخطط الوطني المحاسبي لنشاط الوسطاء في عمليات البورصة³.

-الالتزام بإعلام اللجنة

يعتبر واجب الالتزام بالإعلام من أهم الالتزامات المفروضة على الوسطاء في بورصة الأوراق المالية؛ لأن من أولويات المهام الموكلة إلى الهيئات المختصة بالرقابة على الأسواق المالية في كل التشريعات الدولية، السهر على حسن سير هذه الأسواق بصفة عامة، وعلى هذا فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في التشريع الجزائري وباعتبارها السلطة الضابطة للبورصة، وأنها هي من تمنح الاعتماد للوسطاء الماليين لمزاولة أنشطتهم، وبالتالي فهي من تقدر مدى توفر الشروط اللازمة لممارسة هذا النشاط، كما أنها هي من تراقب مدى استدامة توفر تلك الشروط طوال الحياة المهنية لشركات الوساطة المالية، ومدى التزام هذه الشركات بتوفرها، ومزاولتها لأنشطتها بحسب نوع الاعتماد الممنوح لها⁴. وبناء عليه يتوجب على كل وسطاء عمليات البورصة وفي إطار الرقابة دائما التزام الوسيط بإعلام اللجنة بأي تغيير، أو تعديل يطرأ على نشاطه بعد الحصول على الاعتماد، وبكل جديد يتعلق بقدرات الشركة المالية، التقنية

¹ - " Les IOB sont tenus par une gestion prudente des dépôts espèces de la clientèle. Les dépôts effectués par la clientèle dans le cadre des opérations boursières doivent en permanence être représentés par des actifs disponibles » Art 7, Instruction n°2000-01.

² - Les IOB sont tenus de maintenir en permanence les règles prudentielles suivantes:

- couverture des risques.

- division des risques.

- et cantonnement des actifs " Art 2, Instruction COSOB n°2000-01 du 11 janvier 2000 fixant les règles prudentielles de gestion des intermédiaires en opérations de bourse, site web précité de la commission.

- التعليم الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/2000، بتاريخ 11 جانفي 2000، المحددة لقواعد الحذر في إدارة وسطاء عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة <https://www.cosob.org/>

³ القرار الوزاري المؤرخ في 29 ماي 1999 المتعلق بتوافق مخطط المحاسبة الوطنية مع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، ج.ر، الصادرة في 12 سبتمبر 1999، العدد 63.

⁴ هدا ل غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002 ص 44.

والبشرية، وأن يزودوا اللجنة بكل الوثائق والبيانات المحاسبية المفروضة عليهم مسبقا، وأي وثائق أخرى تطلبها وبصفة دورية¹.

ب-التزام الوسيط المالي بتسديد الرسوم المستحقة عليه

الانخراط في نشاط الوساطة المالية يلزم ضرورة المساهمة في دفع بعض الرسوم والمستحقات، لقاء الحصول على بعض الحقوق والامتيازات، أو ضمانا لما يترتب على ممارسة ذلك النشاط من مخاطر، وتمثل الرسوم الواجب المساهمة بها من قبل الوسيط في بورصة الأوراق المالية فيما يلي:

-دفع الأتاوى

مزاولة الوساطة في بورصة الأوراق المالية يستلزم دفع رسوم مالية تستفيد منها البورصة في مقابل الحصول على حق الاعتماد للدخول للسوق والاستفادة من خدمات لتحقيق أرباح لصالح شركات الوساطة، وهو مبدأ معتمد لدى كل الأسواق المالية الدولية، وقد نصت على هذه الأتاوى في التشريع الجزائري المادة 38 من النظام 01/15 والتي جاء فيها بأنه: " يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أداء أتاوات على الأعمال والخدمات المقدمة لهم من طرف اللجنة في حدود النظام المحدد في التنظيم طبقا لنص المادة 27 من المرسوم التشريعي رقم 10/93"².

-دفع الضمانات

سبق القول أن وسيط عمليات البورصة يعد ضمانا لتنفيذ الصفقة، حيث يلتزم بإتمام إجراءات تسليم الأوراق المالية في حالة البيع، وإتمام التسوية المالية للعمليات التي تم تنفيذها في المواعيد القانونية المقررة، فضلا عن أنه في حالة شراء أوراق مالية لحساب العملاء وعدم تسديد الثمن من قبل العميل، فإن الشركة ملزمة بدفع الثمن من أموالها الخاصة، وفي حال تعذر الدفع يتدخل صندوق ضمان التزامات الوسطاء الماليين³ المنصوص عليه في المادة 09 من النظام 01/15 والتي جاء فيها بأنه: " يرفق طلب الاعتماد بما يأتي: ... الالتزام بدفع المساهمة لصندوق ضمان الوسطاء في عمليات

¹ المادة 48 من النظام 01/15 تنص على أن: " يخبر الوسيط في عمليات البورصة اللجنة دون تغيير في حالة: تغيير القانون الأساسي، تعديل توزيع رأسماله، تغيير مقره، تعيين مسيرين جدد، توقيف عمل أعوان مؤهلين، النزاع عن الأملاك التي من شأنها أن تضر بشكل أساسي بقدرة الوسيط في عمليات البورصة لممارسة نشاطه، كل قضية إدارية مدنية، أو جنائية ترفع ضده وكل تعديل بالنسبة للمعلومات التي قدمها عند حصوله على الاعتماد. يعلم الوسيط في عمليات البورصة اللجنة 30 يوما قبل تحقيق مشروع إدماج واستحواذ سواء كان مستهدفا أو مبادرا، مع تقديم جميع العناصر المتعلقة بالمشروع".
-كما نصت المادة 56 من النظام 01/15 بأنه: " يجب على الوسطاء في عمليات البورصة تسليم اللجنة الوثائق المحاسبية، والمالية حسب فترات دورية تحددها هذه الأخيرة".

² المادة 27 من المرسوم التشريعي 10/93 تنص على أنه: " تؤخذ أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤديها اللجنة. وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم ". والجدير بالذكر أنه تطبيقا لذلك صدر المرسوم التنفيذي رقم 170/98 المؤرخ في 20 ماي 1998، المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها، ج.ر، الصادرة في 24 ماي 1998، العدد 34.
³ موارد صندوق الضمان تأتي من اشتراكات الوسطاء الماليين، المساهمات على سبيل الاحتمال من قبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والغرامات المنصوص عليها في المادتين 55 و60 من المرسوم التشريعي 10/93.

البورصة"، وهذا تطبيقاً لنص المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، حسب الحالات والكميات التي حددتها المادة من النظام 03/04، والتي تنص بأنه: " يتم تدخل صندوق الضمان بعد معاينة اللجنة لعدم توفر السندات والنقود المحفوظة لدى الوسيط في عمليات البورصة ماسك الحسابات ... " .

ج-الالتزامات المترتبة على عقد الوساطة المالية (الالتزامات المهنية)

هذه الالتزامات تفرضها طبيعة العلاقة بين الوسيط وعميله، وإن كانت التشريعات واللوائح التنظيمية لأسواق المال تهتم بتنظيمها زيادة في الثقة وحماية أكثر للمدخرين، وبالتالي تعزيز الثقة في سوق رأس المال، وهذا ما يضمن جلب مستثمرين أكثر بهدف توفير السيولة المالية من أهم هذه الالتزامات مايلي:

-الالتزام بفتح حساب للعميل

إن التعامل على الأوراق المالية في البورصة يستلزم أن يمتلك العميل المدخر حسابين، الأول يتعلق بالأوراق المالية التي ستمحور حولها عمليات التداول، وتختلف أنواعه بحسب الرغبات والأهداف الاستثمارية للعميل، على أن يتم فتحه من قبل الوسيط على نظام مركز الإيداع الإلكتروني¹. والثاني حساب نقدي تسدد من خلاله كل مشترياته من الأوراق المالية، والحصول على قيمة مبيعاته بالنقد، ومن الجدير بالذكر أن هذا النوع من الحسابات لا يسمح فيه للعميل بالسحب من الأموال، إلا إذا كان له رصيد كافٍ يمكنه من ذلك².

إن فتح هذين الحسابين هو التزام يرتبه العقد المبرم بين الوسيط والعميل، ويقع على عاتق الوسيط المالي، وهذا كتمهيد للبدء في المعاملات في بورصة الأوراق المالية، باعتبار أن هذه الأمور هي من اختصاص الوسطاء في هذه الأسواق، ورغم ذلك فإن كل التشريعات تهتم بالتنصيص على هذه الإجراءات، ولا تكتفي بما تتضمنه عقود الوساطة المالية، وهذا لضمان ثقة أكبر للسوق المالية.

الجدير بالذكر أن الهدف من إبرام اتفاقية فتح الحساب هو التعامل باسم العميل، ومن خلال الحساب الشخصي الخاص به، وليس باسم الوسيط وعلى الحساب الخاص بشركة الوساطة المالية، فباعتبار أنه حساب على القاعدة الإلكترونية لمركز الإيداع والقيود تسجل فيه كل تعاملات العميل، فلا مجال لأي لبس مع القيود الحسابية التي تتم عليه، وبالتالي يعد دليل قطعي في الإثبات في حال قيام نزاع بين الطرفين. وفي الوقت نفسه يكون مرفقاً باتفاق يتضمن حقوق والتزامات كلا الطرفين. وقد نص على ذلك المشرع الجزائري ضمن المادة 13 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي جاء فيها بأنه: " يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا مع زبائنهم عقود تفويض ". والملاحظ أن

¹ سيرة ممدوح سسروقة عمر، الآثار القانونية للوساطة المالية، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014، ص 87.

² محمد عبد المجيد الحداد، المرجع السابق، ص 151.

النظام 01/15 أكد على إبرام اتفاقية فتح الحساب بين العميل والوسيط في نص المادة 01/19 منه والتي ورد فيها: " إن فتح حساب السندات يؤدي إلى الإمضاء على اتفاقية فتح حساب بين الوسيط في عمليات البورصة المخول لممارسة مسك الحساب -حفظ السندات- وبين زبونه، تحدد هذه الاتفاقية شروط استعمال الحساب وكذا حقوق وواجبات كل طرف".

-الالتزام بتنفيذ أوامر العميل

يعد الالتزام بتنفيذ أوامر العملاء أحد الالتزامات الرئيسية والجوهرية للوسيط الوكيل بموجب القواعد العامة للوكالة، حيث يجب على الوكيل الامتثال للتعليمات الدقيقة التي قدمها له الموكل¹، والتصرف وفقا للتفويض الممنوح له من قبل عميله المستثمر، وأن ينفذ أمر البيع أو الشراء المعطى له من قبل العميل، دون أن يقدر مدى ملائمة الفعل أو الاختيار وما إذا كان سيتم تنفيذه أم لا². ذلك لأن القانون منع المتعاملين في السوق بائعين أو مشتريين من التعامل بينهم مباشرة، وألزمهم بوجوب اللجوء إلى الوسطاء الماليين، وإصدار الأوامر إليهم لتنفيذ ما يرمون القيام به من تعاملات بشأن الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق³.

وقد أكد المشرع الجزائري على هذا الالتزام في نص المادة 43 من النظام 01/15 والتي جاء فيها بأنه: " في إطار علاقتهم اتجاه الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة إياهم، على الوسطاء في عمليات البورصة الحرص على تنفيذ الأوامر في أحسن ظروف السوق وذلك اعتبارا لأوامر الزبائن".

-الالتزام بإبلاغ العميل بالعمليات المنفذة وتزويده بتقارير دورية تتعلق بحساباته

يتوجب على الوسيط المالي بموجب هذا الالتزام إبلاغ العميل بكافة العمليات المنجزة على الأوراق المالية التي يمتلكها، كما يزوده بتقارير دورية مفصلة وكشوف عن حساباته الجديدة، ويعد هذا الالتزام شقا من الالتزام بالإفصاح وتبصير العميل بكل ما له صلة بالادخار في الأوراق المالية داخل السوق المالي، كالتزام مترتب على عاتق الوسيط المالي، والذي يدخل حيز النفاذ قبل التعاقد مع العميل، في حين أن هذا الشق كالتزام تعاقدية، لا يمكن تنفيذه إلا بعد إبرام العقد، ووفقا لما اتفق عليه⁴.

¹ - L'exécution des ordres du client est une des obligations principales du mandataire en droit commun du mandat. Le mandataire doit donc respecter les instructions précises données par le mandant. " Anastasios Sfyroeras, La réparation du préjudice du client le gestionnaire de portefeuille fautif, Mémoire soutenu pour l'obtention du D.E.A, de droit des affaires, faculté de droit et des sciences politiques, université robert Schuman Strasbourg III, 2000, p56.
² Le banquier agit en tant que mandataire, à ce titre, il doit agir conformément au mandant qui lui a été donné par son client investisseur. IL doit exécuter l'ordre de vente ou d'achat qui lui est donné par le client sans pouvoir décider de l'opportunité de l'acte ni d'opérer le choix de les exécuter ou non. "Chaminah Loulla, La responsabilité civile du banquier en droit malagasy, thèse de doctorat, école doctorale, droit, unité de recherche, droit des affaires, université de paris I Panthéon-Sorbonne, 2015, p351.

³ فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 216، ص144.

⁴ فاروق إبراهيم جاسم، المرجع السابق، ص147.

وقد أكدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الجزائرية على هذا الالتزام من خلال المادة 44 من النظام 01/15 حيث تنص على أنه: " فور تنفيذ الأوامر يرسل الوسطاء في عمليات البورصة لربائهم خلال يومي العمل، ابتداء من تاريخ التسديد/ التسليم، إشعار بالتنفيذ يحتوي على المعلومات الآتية: تعيين الأصل المالي، عدد الأصول المالية، سعر الوحدة، المبلغ الخام للعملية، المصاريف والمصاريف الأخرى، المبلغ الصافي للعملية، تاريخ التسديد والتسليم".

د-الالتزامات التي يفرضها القانون واللوائح التنظيمية لبورصة الأوراق المالية

تتم قوانين الأسواق المالية ولوائحها بتنظيم هذه الالتزامات، والتأكيد عليها لسد كل الأبواب أمام أي تلاعب من قبل الوسطاء الماليين، وتعد هذه الالتزامات جوهرية بالنسبة لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية يمكن إجمالها في:

-الالتزام بحفظ السر المهني

يعد الالتزام بحفظ الأسرار المهنية أحد الالتزامات المهمة التي يجب أن يتقيد بها الوسيط المالي اتجاه عملائه والسوق بصفة عامة، وعلى هذا يتوجب على الوسيط المالي كغيره من الأشخاص الذين يقدمون بعض الخدمات لجمهور الأشخاص بالمحافظة على سرية البيانات والمعلومات الخاصة بالمهنة، ولا سيما تلك المتعلقة بعملائه وعدم إطلاع الغير عليها، كون مهنة الوساطة من الأعمال التجارية التي تحكمها مبادئ الثقة والأمانة، وتقوم على المنافسة بين المدخرين في السوق المالي، ولهذا فمن حق كل عميل أن يطلع الغير على بياناته الحسابية¹.

ويعود السبب في التزام الوسيط بالسر المهني إلى أن عمليات البورصة تجري من دون بيان اسم من يجري التعاقد لحسابه، وغالبا ما لا يريد هذا الأخير معرفة اسمه، تحقيقا لمصلحته ولا سيما التجارية منها، وأن ظهور هذا الاسم قد يكون له تأثيره على السوق، وعلى إحداث الاضطرابات ونشاط المضاربات فيه². ولكن يجوز إعفاء الوسيط من موجب حفظ السر المهني إذا رضي بذلك من كان حفظ السر لمصلحته. وقد اعتبر القضاء الفرنسي أيضا أن الوسيط لا يكون مسؤولا إذا كانت طبيعة العملية تقتضي إفشاء السر كما لو كان هناك بيع جبري للأسناد، أو طلب استرداد أسناد مسروقة أو ضائعة³.

ولقد أولى المشرع الجزائري اهتمامه بهذا الالتزام وأوجب على الوسيط المالي ضرورة التمسك بالسر المهني، وبالمقابل وضع في المادة 12 من المرسوم التشريعي 10/93 العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات، حيث تنص

¹ وليد محمد كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثماري، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص244.

² خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص290.

³ الياس ناصيف، المرجع السابق، ص106.

المادة بأنه: " يلزم الوسطاء في عمليات البورصة، والقائمون بإدارتهم ومسؤولوهم ومديروهم وأعوأهم ومأمورو حساباتهم بالسر المهني، ويعاقب على عدم التقيد بالسر المهني وفقا لقانون العقوبات".

وتجدر الإشارة هنا بشأن الجزاء أنه كان من الأولى أن يتكفل المشرع الجزائري بتحديد العقوبات المناسبة لهذا النوع من المخالفات ضمن قانون بورصة القيم المنقولة، وعدم الإحالة إلى القواعد العامة، لأن درجة خطورة عدم التقيد بالسر المهني تختلف من نشاط إلى آخر، إذ تكون مضاعفة في مجال الأسواق المالية، حيث يمكن أن تؤدي إلى أزمة مالية تضرب اقتصاد الدولة بكامله.

والجدير بالذكر، أن المشرع الجزائري قد أكد على هذا الالتزام كذلك بموجب المادة 50 من النظام 01/15، حيث نصت بأنه: " يخضع الوسيط في عمليات البورصة أعوانه للالتزامات الآتية... كتم السر المهني فيما يتعلق بجميع المعلومات التي يقدمها الزبون".

-الالتزام بالإفصاح والشفافية

يحتاج المتعاملون في سوق رأس المال إلى البيانات والمعلومات التي تمكنهم من اتخاذ القرار الصحيح بشأن الاستثمار في الأوراق المالية، لذلك فإن المستثمرين يلجئون إلى مصادر متعددة للحصول على هذه المعلومات بغية الوصول إلى ما يسد حاجتهم من المعلومات اللازمة، وبقدر تفاعل المستثمرين مع معلومات هذه المصادر بقدر ما يتأثر حجم عمليات تداول الأوراق المالية، وما ينتج عنه من تأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة ارتفاعا وانخفاضاً¹. وعليه، فرضت القوانين والأنظمة على الوسيط التزاما عاما بوجوب الإفصاح اتجاه عملائه عن كافة البيانات والمعلومات المتوفرة لديه عن الأوراق المالية²، كتلك المرتبطة بالوضع المالي للشركة مصدرة الورقة المالية، أو طبيعة النشاط الذي تستثمر فيه تلك الشركة في ذلك الوقت، أو حركة السوق والعرض والطلب بشكل عام، ومؤشرات الأسعار وغيرها من المسائل التي يمكن أن تكون ذات أهمية بالنسبة لقرار المستثمر، والأمر الصادر منه للوسيط لشراء أو بيع الورقة المالية³. ويعتبر الإفصاح من الالتزامات الأساسية الملقاة على عاتق الوسيط المالي لتعلقه بتوفير المعلومات الحيادية والدقيقة كمسألة ضرورية وجوهرية وإلزامية لاتخاذ القرار الاستثماري الصائب، ويعتبر جانب كبير من الفقه القانوني هذا الالتزام ركنا أساسيا من أركان نشاط السوق المالية وركيزة لتدعيم الثقة بها، فضلا عن كونه معيارا مهما لقياس كفاءة السوق وتطورها⁴.

¹ أشرف الضبع، المرجع السابق، ص 91.

² فاروق إبراهيم جاسم، المرجع السابق، ص 148.

³ ميسون المصري، نبيل الحمامي، ماهية الالتزام بالتبصير في عقد الوساطة في سوق الأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد 11، حصص، سورية، 2018، ص 49.

⁴ ماهر مصطفى محمود إمام، النظام القانوني الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في القانون الخاص، جامعة حلوان، 2008، ص 227.

فالبيانات والمعلومات هي من أهم المقومات التي تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على القيام بتقييم واع للأوراق المالية، وتمكنهم من اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية عن معرفة ودراية بخصائص العائد، والمخاطر المترتبة على اختياراته للأوراق المالية محل التداول. ويعد الالتزام بالإعلام والتبصير من أهم الالتزامات بالنسبة للبنك الوسيط مدير محفظة الأوراق المالية، حيث يتوجب عليه إعلام العميل عند إبرام العقد وأثناء تنفيذه، وفي جميع الأحوال وعندما يطلب العميل من البنك-الوسيط - انجاز معاملات على مستوى عالٍ من الخطر، يتوجب تقديم المشورة له وتحذيره، حتى وإن كان الوسيط بإمكانه إثبات المعرفة الكافية للعميل بالمخاطر لإعفاء نفسه من المسؤولية¹.

وعلى هذا الأساس عرف التبصير بأنه: "التزام بنقل معلومات يتم تحديد محتواها بموضوعية، وغالبا ما يتطلب البحث عنها، متى كان يجهلها الشخص الملزم بتقديمها، ويتعلق واجب الإعلام أولا وقبل كل شيء بإبلاغ البيانات، أو الحقائق المعروفة بالفعل من قبل المكلف المهني، على أن الالتزام بتقديم هذه المعلومات يجب أن يكون في شكل إعلانات أو وثائق الدعاية، وفي تقديم الخدمة وفي وثائق ما قبل التعاقد²". فيما يرى البعض الآخر واجب الالتزام بالإعلام بأنه: "التزام الوسيط في سوق الأوراق المالية بوصفه مهني محترف بالإدلاء بالمعلومات، والبيانات الكافية في المرحلة السابقة على إبرام عقد الوساطة، والتي يمكن أن تخلق رضى سليما ومتنورا من قبل العميل لإبرام صفقة ما³".

تبرز أهمية إفصاح شركات السمسرة في الأوراق المالية لعملائها عما لديها من معلومات وبيانات تخص الأوراق المالية لعملائها عما لديها من معلومات وبيانات تخص الأوراق المالية محل التداول، عندما يتخذ المتعامل في البورصة قرارا بشراء أو بيع ورقة مالية معينة بالذات، لأنه - في الغالب - لا يُقدم على هذا الأمر بعيدا عن شركات السمسرة في الأوراق المالية؛ باعتبار أنها الجهة المنوط بها قانونا إجراء عمليات التداول بيعاً أو شراءً⁴، وبالتالي فإن الشركات - بحكم عملها - تُعد وثيقة الصلة بكافة البيانات والمعلومات الخاصة بالأوراق المالية محل التداول، وهنا يجب أخذ هذا الأمر بشيء من الحذر، وخاصة أنه قد يعتمد بعض كبار المتداولين في البورصة - سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو اعتباريين - إلى نشر

¹ - " Les principales obligations à la charge du banquier est l'obligation d'information due au client et l'obligation d'exécuter le mandat en bon professionnel ... Le banquier est tenu d'informer son client au début du contrat comme pendant l'exécution du contrat " Chaminah Loulla, op.cit., p348.

² " Le devoir d'information se définit comme l'obligation de transmission d'une information dont le contenu est déterminé de manière objective. Il consiste parfois à rechercher cette information si celui qui doit la transmettre l'ignore. Le devoir d'information porte tout d'abord sur la communication de données ou de faits déjà connus par le transmetteur, donc le professionnel. En général, cette information s'avère être obligatoire dans les publicités ou documents publicitaires, dans la présentation du service et dans les documents précontractuels" Hammoud May, La protection du consommateur des services bancaires et des services d'assurance, Thèse de doctorat en droit, école doctorale de droit privé Université Panthéon -Assas, école doctorale de droit et des sciences politiques-administratives et économiques, Université libanaise, 2012, p230.

³ عقيل فاضل أحمد الدهان، التزام الوسيط بالتبصير في عقد الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مجلة رسالة الحقوق، كلية الحقوق، جامعة كربلاء، العدد2، 2015، ص130.

⁴ د/موفق إبراهيم خالد، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية - دراسة مقارنة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، د.م.ن، 2014، ص171.

الشائعات والأكاذيب، وتسريب معلومات خاطئة عن شركة من الشركات المساهمة، والقيام بعمليات تداول تُصاحب هذه الأخبار والشائعات¹.

والجدير بالذكر أن المشرع الجزائري لم ينص صراحة على واجب الإفصاح اتجاه العميل من أجل تبصيره قبل إبرام كل صفقة، ولكن يلزم الوسيط في عمليات البورصة وفقا لما جاء في نص المادة 50 من النظام 01/15، بأن يتقيد في التعامل مع زبائنه وفق مبدأ الأمانة والشفافية، بمعنى عدم مخادعة وتغليط العملاء من خلال تقديم معلومات غير صحيحة، ودفعهم لإبرام صفقات ولو كانت ضارة بهم، وبالمخالفة يمكن القول أن المشرع يلزم الوسيط بأن يقدم للعميل معلومات دقيقة وواضحة، وبقدر ما يمكن توفيره من معلومات حول السوق والصفقة، وأن يقدمها للزبائن على حقيقتها، حتى يستطيع العميل أن يقرر بنفسه إن كان سيرم الصفقة أم يتخلى عنها على ضوء توجيهات الوسيط².

من خلال ما تم تناوله من التزامات الوسطاء الماليين في عمليات البورصة، يمكن القول أن علاقة الوسيط بعملائه أساسها الثقة والأمانة، وعدم إساءة التصرف في أموال الزبائن إلا خدمة لمصالحهم، وبالتالي فالهدف من الالتزامات المفروضة على عاتق الوسطاء هو ضمان التنفيذ الحسن لأوامر العملاء، بما أن هذا الأخير لا يمكنه التداول على الأوراق المالية في السوق إلا من خلال الوسطاء المعتمدين لذلك، ولهذا تسعى التشريعات المقارنة لضمان الحماية للمدخرين من تلاعب الوسطاء بما يضمن تحقيق أهدافهم الاستثمارية وتعظيم مصالحهم. (سوف نتطرق لمبدأ الالتزام بالإفصاح والشفافية بالتفصيل في المبحث الأول من الفصل الثاني ضمن القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة).

¹ د/خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص315.

² تنص المادة 50 من النظام 01/15: " يخضع الوسيط في عمليات البورصة للالتزامات الآتية: -التصرف بكل أمانة ونزاهة واحترافية لصالح الزبون - معاملة كل الزبائن المعاملة نفسها - تقديم للزبائن معلومات دقيقة وواضحة وغير مضللة ".

الفصل الثاني

إجراءات تسوية عمليات تداول الأسهم في البورصة

تعتبر عمليات التسوية من أهم العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية؛ فهي من أهم العمليات التي تخدم نظام تداول الأوراق المالية، وذات تأثير ملحوظ وفعال على زيادة كفاءة هذا السوق. وإذا كانت إجراءات التداول هي تلك الإجراءات التي تتم قبل أن يلتقي الإيجاب والقبول في البورصة وتنتهي بتمام هذا الالتقاء، فإن إجراءات التسوية هي تلك الإجراءات التي تبدأ من نهاية إجراءات التداول في البورصة وحتى تمام التسديد في السجلات، وعلى ذلك فإذا كانت إجراءات التداول هي إجراءات إنشائية لعملية البيع، فإن إجراءات التسوية هي إجراءات تنفيذية لعملية البيع ذاتها، ولكن التنفيذ فيما يتعلق بتسوية العمليات في الأوراق المالية لا يعد تنفيذا ماديا لا علاقة له بعمليات التداول، بل القانون قد رتب على عدم اتخاذه آثار قانونية قد بل إنها تعطل أثر عملية التداول أي أثر عقد البيع ذاته، وهو نقل الملكية، ومن ثمة فهي إجراءات تنفيذية لعمليات البيع ذات طبيعة خاصة¹.

ولبيان إجراءات تسوية عمليات تداول الأسهم في البورصة، ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين؛ سنتناول في المبحث الأول: القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة والقيود الواردة عليها. وفي المبحث الثاني: الأحكام الخاصة بعقد بيع الأسهم في البورصة.

المبحث الأول

القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة والقيود الواردة عليها

البورصة سوق له قواعد قانونية وفنية تحكم أداؤها، وكيفية اختيار ورقة مالية معينة، وتوقيت التصرف فيها، ومن ثم فإن الأوراق المالية - على اختلاف أنواعها - يحكمها عند تداولها بالبورصة، عدة أطر ومبادئ قانونية حتى لا يساء تداولها وتخرج عن الهدف المنشود لها.

لذلك ينبغي دراسة وبحت هذه القواعد القانونية التي تنظم هذا السوق كي يضع كل من الباحث والمتعامل في مجال بورصة الأوراق المالية هذه القواعد، والعمل في إطارها كي يحقق تداول الأوراق المالية النفع المرجو والمأمول الذي يحقق عدالة السوق وعدم الإضرار بالغير.

لذا فسوف نتناول بالبحث والدراسة من خلال هذا المبحث المبادئ القانونية التي تحكم عملية تداول الأسهم في مطلب أول، ثم القيود القانونية الواردة على تداول الأسهم في مطلب ثان، وأخيرا القيود الاتفاقية الواردة على تداول الأسهم في مطلب ثالث.

¹ د/ أشرف الضيع، المرجع السابق، ص164.

المطلب الأول

القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة

إن دراستنا لهذا المطلب سوف تعكف على بحث القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة من خلال حرية تداول الأسهم (الفرع الأول)، قيد الأوراق المالية في البورصة (الفرع الثاني)، الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية (الفرع الثالث)، وأخيرا الالتزام بالشفافية والإفصاح (الفرع الرابع).

الفرع الأول

قاعدة حرية تداول الأسهم وأهميته

من بين القواعد القانونية لعمليات تداول الأوراق المالية في البورصة حرية تداولها؛ لأن هذا الأخير - قابلية الأوراق المالية للتداول - هي عامل زمني لديمومة الشركة، ليس هذا فحسب بل إنها تعد الخاصية البارزة التي تميز السهم عن حصة الشريك في شركات الأشخاص التي لا يجوز التنازل عنها إلا بموافقة باقي الشركاء¹. فشركة المساهمة تقوم أساسا على الاعتبار المالي، فلا أهمية ذات شأن فيها للاعتبار الشخصي، ولما كان ذلك كذلك فإن للمساهم حرية التصرف في أسهمه في أي وقت، والانفصال عن الشركة دون حاجة لموافقة باقي الشركاء، ودون أن يترتب على ذلك إضرارا بالشركة أو حلها أو الانتقاص من ائتمائها العام بالنسبة لدائنيها، فالشركة لا تضار بما أتمها لا ترد للمساهم القدر الذي ساهم به في رأس مالها؛ بل يحصل عليه من المساهم الجديد الذي تستقبله الشركة مساهما جديدا فيها بدلا منه محل محله في الحقوق والالتزامات، ولذلك يعد مبدأ حرية تداول الأسهم من أهم أسباب نجاح شركات المساهمة، التي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة لا تحققها شركات الأشخاص، فحرية الدخول والخروج إلى الشركة لا يؤثر في قيام أو إنهاء الشركة، ولا يؤثر في رأس مالها².

أولا - مضمون قاعدة حرية التداول

يمثل السهم حصة الشريك في شركة المساهمة وهي حصة يمكن التصرف فيها بالبيع، عن طريق تداول هذه القيمة المنقولة بالطرق التجارية، غير أنه ينبغي الإشارة إلى أن القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة هي ثلاث أنواع: يمثل بعضها جزء من رأسمال شركة المساهمة كالأسهم، شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت، وبعضها الآخر يمثل دين على عاتق الشركة كسندات المساهمة وسندات الاستحقاق، أما النوع الثالث من هذه القيم فهي قيم مركبة تتمثل في

¹ د/مصطفى كمال طه، المرجع السابق، 225.

² د/عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع السابق، ص 196.

سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وسندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم، وقد تناولها المشرع الجزائري كل هذه القيم المنقولة تحت عنوان القيم المنقولة المصدرة من شركات المساهمة¹.

يعد مبدأ حرية تداول الأسهم من أهم أسباب نجاح شركة المساهمة التي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة لا تحققها شركات الأشخاص، فحرية الخروج والدخول إلى الشركة لا يؤثر في قيام أو إنهاء الشركة، ولا يؤثر في رأسمالها، ذلك أن طرح أسهم الشركة في اكتتاب عام يحقق لها الحصول على رأس المال اللازم، عندما يعلم المساهم مقدما وقبل الدخول إلى الشركة أن له حقا أساسيا في الخروج منها في أي وقت شاء، وأن تنازله عن أسهمه للغير لا يؤثر في حجم رأس المال، لأن المتنازل له سوف يدفع قيمة السهم إلى المتنازل، وبالتالي يبقى رأس المال سليما تطبيقا لمبدأ ثبات رأس المال². وحرية تداول الأسهم هي في الأصل مطلقة ما لم ينص القانون أو نظام الشركة على تقييدها، وفي كل الحالات فإن أي تقييد يعتبر استثناء على القاعدة العامة المتمثلة في حرية تداول القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، لذا يجب تفسيره تفسيراً ضيقاً لا يمس بجوهر المبدأ ولا ينقص من قدره (وهذا ما سنتناوله في المطلب الثاني والثالث من هذا المبحث).

ثانياً-علاقة قاعدة حرية تداول الأسهم بالنظام العام وأهمية المبدأ

يعد الحق في تداول الأسهم من أهم الحقوق اللصيقة بالسهم، إذ هو ميزة جوهرية لا يمكن تجريد السهم منها، ولذا وجدت عدة اجتهادات فقهية بخصوص مدى تعلق مبدأ حرية تداول الأسهم بالنظام العام. إضافة إلى أن مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة ينطوي على فوائد عظيمة سواء بالنسبة للشركة المساهمة ذاتها، أو بالنسبة للمساهم أو الاقتصاد الوطني.

1-قاعدة حرية تداول الأسهم والنظام العام

تشكل شركات المساهمة الإطار القانوني والاقتصادي الأمثل للاستثمار في الاقتصاديات الحديثة، لما تضطلع به من القيام بالمشاريع التجارية والصناعية الكبرى، بالنظر لما يمكنها تجميعه من رأس مال ومدخرات الأفراد والمؤسسات، ولعل أكثر ما ساعدها على ذلك قابلية أسهمها للتداول بالطرق التجارية التي تستجيب لمتطلبات الحياة التجارية، وهو ما يعبر عنه بمبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة، أي قدرة المساهم على التنازل عن أسهمه بكل حرية وبدون

¹ المادة 715 مكرر 30 وما بعدها من الأمر 59/75 المتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم.

² عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة، د.ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص55.

التعقيدات التي يفرضها القانون المدني، ودون أن يؤثر ذلك على وضعية الشركة وبقائها واستمرارية نشاطها، فتغير عنصر الشركاء باستمرار هو أكثر ما يميز شركات المساهمة باعتبارها النموذج الأصلي لشركات الأموال¹.

وتزداد وتتضح أهمية هذا المبدأ في ظل نشاط أسواق المال والبورصة القائمة على المضاربة في الأسهم والسندات، والتي أصبحت تشكل نشاطا اقتصاديا وماليا تقاس به قوة اقتصاد أية دولة، كل ذلك جعل من إقرار مبدأ حرية تداول الأسهم وتدعيمه ضرورة استجاب لها المشرع الجزائري رغبة منه في خلق جو مناسب للاستثمار.

تعتبر قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية إضافة لكونها من الخصائص الجوهرية لشركة المساهمة، فإنها من الحقوق الأساسية للمساهمين لا يجوز حرمانه منها، وهو ما طرح فكرة مدى اعتبار قاعدة حرية تداول الأسهم من النظام العام من عدمه؟

انقسم الفقه إلى موقفين متناقضين بين التأييد لهذه الفكرة وبين المعارض لها وبرر كل منها موقفه، فذهب بعض الفقه إلى القول بأن قابلية الأسهم للتداول باعتبارها أحد القيم المنقولة لا تعتبر من النظام العام، لأنه قد ترد عليها قيود قانونية واتفاقية تحد من هذا المبدأ، وبمقتضى ذلك يمكن الاتفاق على مخالفة هذه القاعدة؛ بمعنى أن هذا الاتجاه يرى أن قابلية السهم للتداول هي خاصية من خصائص الأسهم، يتمتع بها المساهم وليست ركنا من أركان السهم، إذ أن اعتبارها ركنا من أركان السهم، يؤدي إلى أن يفقد السهم صفته بحال إجراء قيد معين على تداوله بشكل مطلق، وأن حرية التنازل عن السهم هي من حقوق المساهمين تماشيا مع ما اتفق عليه الفقه².

رد اتجاه آخر منتقدا الأول بأن ورود قيود قانونية أو اتفاقية تنظم عملية التداول لا تنفي عنها صلتها بالنظام العام، بدليل أن هذه القيود لو بلغت حدا من الجسامة بأن حرمت المساهم من هذا المبدأ فإنها تعتبر باطلة بطلانا مطلقا³.

وقد ذهب جمهور الفقه إلى القول بأن قابلية السهم للتداول تعتبر مبدأ يتصل بالنظام، وأي قيد يحد من هذا المبدأ يجب تفسيره تفسيرا ضيقا، ولا يمكن الاتفاق على مخالفة هذه القاعدة بأن يجعل أسهم شركة المساهمة غير قابلة للتداول، لأن ذلك يمس بطبيعتها وإلا خرجت الشركة عن شكلها⁴، والجدير بالذكر أنه في هذا الإطار نصت المادة 63 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 على أنه: " لا يجوز للشركة أو نظامها الأساسي وضع قيود على تداول أسهمها، متى كانت من شركات الاكتتاب العام أو على الأسهم التي يتم قيدها

¹ قليلي بنعمر، القيود النظامية الواردة على مبدأ حرية تداول الأسهم في التشريع الجزائري، مجلة الدراسات القانونية المقارنة، العدد 1، المجلد 7، معهد الحقوق والعلوم السياسية-المركز الجامعي مغنية-، 2021.

² د/فهد صقر عياد المطيري، النظام القانوني لتداول الأسهم، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات القانونية العليا، جامعة عمان العربية، عمان، ص 71.

³ Ripert (G) renne (R), traité de droit commerciales, T1, 18 édition, LJDJ, Paris, 2001, p387.

⁴ بن غالية سمية فاطمة الزهراء، حرية المساهم في التنازل عن أسهمه، مذكرة ماجستير، قانون خاص، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2008/2007، ص 3.

بيورصات الأوراق المالية". وغنى عن البيان أن هذا النص يعد ترديدا لنص المادة 139 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981 والتي تنص على أن: "السهم قابل للتداول، ولا يجوز النص على عكس ذلك في نظام الشركة". وإزاء صراحة النصين سالفا البيان، فإن أغلب الفقه في مصر ذهب إلى أن قابلية السهم للتداول تعتبر - وبحق - من النظام العام، وأي قيد يرد على هذا المبدأ يجب أن يفسرا تفسيراً ضيقاً، وبناء على ذلك فإن أي شرط يضع قيداً على حرية التداول يعتبر باطلاً¹.

في المقابل نجد في التشريع الجزائري؛ أن مبدأ قابلية الأسهم للتداول يعد من الخصائص الأساسية التي تتميز بها شركات المساهمة، والتداول هو انتقال الحقوق الناشئة عن الأسهم من شخص لآخر، وفق الطرق التي حددها القانون سواء بنقل ملكيتها إلى الغير، أو إجراء أي تصرف يجيزه القانون بشأها. إذ نجد أن القانون التجاري الجزائري وغالبية التشريعات الأخرى، تقرر بعض القيود التي ترد على التصرف بالأسهم، إلا أن هذه القيود ذات طبيعة مؤقتة، لا تصل إلى حد إلغاء التداول أو تعطيله، ولكن يقصد بها تنظيم التداول، والقيود التي ترد على التصرف بالأسهم قد تكون قيوداً قانونية فرضها القانون، أو قيود اتفاقية تنظمها الاتفاقات التي يبرمها المساهمين فيما بينهم، يتضمنها نظام الشركة (نتطرق لهذه القيود بنوعيتها القانونية والاتفاقية بالتفصيل في المطلب الثاني والثالث من هذا المبحث).

بمعنى أن غالبية الفقه اتفقت على أن قابلية الأسهم للتداول هي من الخصائص الجوهرية للأسهم بناء على حرية التداول هي خصيصة وليس ركناً، وأن الخصيصة لا تتصل بالنظام العام، فلا مانع من إيراد بعض القيود على هذه الحرية، مع توافر شروط معينة وهي:

1- وجوب أن تكون هذه القيود محددة.

2- أن تكون مشروعة.

3- ألا تكون هذه القيود مطلقة، بمعنى ألا تمنع تداول الأسهم بشكل مطلق، وإلا فإن أصل هذا القيد يعد باطلاً.

وتطبيقاً لما سبق فإن وقع نزاع متعلق بحرية تداول الأسهم وعرض الأمر على القضاء، فالقاضي سيطبق قاعدة حرية تداول الأسهم ولا عبء له بإرادة الأطراف.

2- أهمية قابلية الأسهم للتداول

من الثوابت التاريخية نجد أن تقرير قابلية الأسهم للتداول كان أهم العوامل التي أدت إلى خلق كيانات ذات رؤوس أموال ضخمة، أخذت شكل شركات المساهمة، بل أدى إلى شيوع وانتشار هذا الشكل من الشركات². فبالنسبة

¹ د/عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع السابق، ص 197.

² د/مصطفى كمال طه، المرجع السابق، ص 205.

للشركة المساهمة فإن مبدأ حرية تداول الأسهم كان من أهم العوامل التي أدت إلى خلق الكيانات الاقتصادية التي تقوم على رؤوس أموال ضخمة¹.

لقد أصبح السهم سلعة تباع وتشترى في سوق المال، التي يحظى فيها بحماية قانونية تؤكد الثقة والاطمئنان لدى الجمهور على مصير الأموال المستثمرة، فضلا عن تكريس عوامل السرعة في التعامل، مما يساعد في جذب أصحاب رؤوس الأموال؛ ذلك أن عرض الأسهم في سوق مالية منظمة، من شأنه أن يجذب الادخار مهما كانت قيمته، وبصفة خاصة نحو المشروعات الكبيرة، أملا من المساهمين في الحصول على أعلى قدر من الأرباح، وهذا ما يساعد على جذب المساهمين، وبالتالي النهوض بالمشاريع وازدهار هذه الشركات.

فللمساهمين الحرية الكاملة في التصرف في أسهمه، والانسحاب من الشركة دون موافقة باقي الشركاء ودون أن تحمل الشركة، ولا يؤدي ذلك إلى الإنقاص من الضمان العام بالنسبة لدائنيها، فالشركة لا تضار لأنها لا ترد للمساهمين القدر الذي ساهم به في رأس مالها، بل يحصل عليه من المساهمين الجديد ليصبح هذا الأخير شريكا في الشركة².

المعلوم أن شركات الأموال لا تقوم على الثقة الشخصية بين الشركاء، وأنهم في الغالب أشخاص لا يعرف بعضهم البعض - باستثناء مرحلة التأسيس حيث يتوفر قدر من الاعتبار الشخصي بين المؤسسين - وما دامت شخصية كل شريك ليس لها وزن في نظر الآخرين، فلا يوجد مبرر لحرمان الشريك من حق التنازل عن أسهمه للغير، لو بغير رضا باقي المساهمين، طالما لا يؤدي إلى الإضرار بالشركة³.

ويعد السبب في ازدهار الشركة حسب ما يراه البعض هو جواز التنازل عن الأسهم، إلا أنه حسب رأي جانب من الفقه: "إن السبب الأساسي في الازدهار هو الأرباح التي يحققها المساهمون من خلال التعامل بالأسهم، بالإضافة إلى أسباب أخرى من بينها، غياب أحد المساهمين في الاجتماعات التي تعقد لتصويت وأخذ بعض القرارات المهمة، التي تخص الشركة لا يؤثر في مشروع الشركة"⁴.

وبناء عليه، إن مبدأ حرية تداول الأسهم هو من أهم العوامل التي أدت إلى خلق شركات المساهمة، ككيانات اقتصادية تقوم على رؤوس أموال ضخمة، إلى أن أصبحت عماد الاقتصاد الرأسمالي ووصل نشاطها إلى العالمية، كما أن التداول الحر للأسهم مكنها من القيام بمشاريع تجارية وصناعية تعجز الدول في بعض الأحيان عن القيام بها، فما ساعد على جذب المساهمين وجمع هذه الأموال، هو حرية المساهمين الكاملة في التصرف في أسهمه والانسحاب من الشركة دون موافقة باقي الشركاء، ودون أن تحمل الشركة، فقد يحتاج المساهمون إلى أموال قصد استثمارها في مشاريع؛ فردية فيبيع أسهمه

¹ /أ/ محمد فتاحي، المرجع السابق، ص 89.

² عزيز العكيلي، المرجع السابق، ص 254.

³ عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع السابق، ص 62.

⁴ عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع السابق، ص 61.

ويتحصل على المال اللازم، كما قد يرى أن أسهم الشركة تجني أرباحاً مغرية فيبيع أسهمه عن طريق تداولها وبالتالي يحصل على أرباح¹.

تظهر أهمية تداول الأسهم بشكل جلي بالنسبة لشركة المساهمة المسعرة في البورصة؛ وهي سوق منظمة يتم فيها تداول الأسهم والسندات، فيتم التقريب بين بائعي الأسهم ومشتربيها، فيبيع المساهم حصته في الشركة لتنتقل ملكية السهم من البائع للمشتري، وهو محل لمضاربات كبيرة تعرفها الاقتصاديات الحرة، كما تعتبر مجالا هاما للاستثمار والادخار المؤسسي والفردى، كل ذلك يعود بالفائدة البالغة على الاقتصاد الوطني، بإقبال جمهور المدخرين على الاكتتاب في الأسهم لشركات المساهمة وتعبئة الادخار نحو المشاريع الصناعية والتجارية الهامة ما يحقق التنمية والقفزة الاقتصادية لأي دولة².

3-النطاق الزمني لعملية التداول

يختلف وقت بداية التداول، باختلاف نوع الصك الذي يحمله المساهم، فإذا كان الصك الذي يحمله المساهم شهادة اكتتاب؛ وهي الشهادات التي تمنحها الشركة للمكتتبين بعد الانتهاء من عملية الاكتتاب عند تأسيس الشركة، ويكون للمكتتبين بمقتضاها الحق في تسليم الأسهم الأصلية عند إصدار الشركة لها. فهذه الشهادات يجوز تداولها فور تسلمها، ولكن بشرط أن يكون تداولها في حدود القيمة الاسمية التي صدرت بها، مضافا إليها عند الضرورة مقابل نفقات الإصدار³. وذلك وفقا لنص المادة 46 من قانون الشركات المصري حيث نصت على أنه: "مع عدم الإخلال بأحكام المادة السابقة لا يجوز تداول شهادات الاكتتاب ولا الأسهم بأزيد من القيمة التي صدرت بها مضافا إليها - عند الاقتضاء - مقابل نفقات الإصدار، وذلك في الفترة السابقة على قيد الشركة في السجل التجاري بالنسبة إلى شهادات الاكتتاب، أو في الفترة التالية لتاريخ القيد حتى نشر القوائم المالية عن سنة مالية كاملة بالنسبة إلى الأسهم..." والمقصود بالأسهم في هذه المادة هي الأسهم النقدية.

أما بالنسبة للأسهم العينية، وأسهم المؤسسين، فلا يبدأ تداولها إلا بعد نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين. وهو ما نصت عليه المادة 1/45 من قانون الشركات المصري حيث نصت على أنه: "لا يجوز تداول حصص التأسيس والأسهم التي تعطى مقابل الحصص العينية، كما لا يجوز تداول الأسهم التي يكتب فيها

¹ حسن علي يونس، المرجع السابق، ص329.

² ديدن بوعزة، مدى حرية المساهم في التصرف في أسهمه، مجلة دراسات قانونية، العدد 2، ديسمبر 2005، ص2.

³ د/سميحة القليوبي، الشركات التجارية، المرجع السابق، ص276.

مؤسسو الشركة قبل نشر الميزانية، وحساب الأرباح والخسائر وسائر الوثائق الملحق بها عن سنتين ماليتين كاملتين، لا تقل كل منهما عن اثني عشر شهرا من تاريخ تأسيس الشركة¹.

أما السهم لحامله، فيجوز تداوله فور تسلمه؛ حيث لا يتم تسليمه للمساهم إلا بعد الوفاء بكامل قيمته، حسب المادة 3/1 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992. والجدير بالذكر أنه وبالرجوع لنص المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري الجزائري، فإننا نفرق بين حالتين عند الكلام عن وقت بداية التداول:

أ-بداية التداول في مرحلة التأسيس

حسب النص السابق فإن الأسهم لا تكون قابلة للتداول إلا بعد قيد الشركة السجل التجاري، باعتبار أن القيد يكسبها الشخصية المعنوية²، ولم يفرق المشرع بين الأسهم العينية والأسهم النقدية، كما كان عليه الحال في ظل الأمر 59/75 الذي كان يشترط مرور سنتين من قيد الشركة بالسجل التجاري لإمكانية تداول الأسهم العينية³، وكانت الغاية من ذلك حماية مكتبي الأسهم من التعسف في تقدير الحصص العينية، وعليه فإن تداول أسهم الشركة لا يكون إلا بعد إصدارها.

ب-بداية التداول في مرحلة زيادة رأس مال الشركة

اشتترط المادة 715 مكرر 51 فقرة 2 من القانون التجاري الجزائري، لإمكانية تداول الأسهم بعد زيادة رأس مال الشركة التسديد الكامل لهذه الزيادة، مخالفا بذلك حكمه بالنسبة للأسهم الاسمية الصادرة في مرحلة التأسيس، والتي جعلتها قابلة للتداول عندما يسدد على الأقل ربع قيمتها الاسمية عند الاكتتاب، أما الأسهم العينية فتكون مسددة بكاملها حين إصدارها⁴.

¹ عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع السابق، ص 67.

² تنص المادة 549 من القانون التجاري الجزائري بأن: "لا تتمتع الشركة بالشخصية المعنوية إلا من تاريخ قيدها في السجل التجاري وقبل إتمام هذا الإجراء يكون الأشخاص الذين تعهدوا باسم الشركة ولحسابها متضامنين من غير تحديد أموالهم، إلا إذا قبلت الشركة بعد تأسيسها بصفة قانونية أن تأخذ على عاتقها التعهدات المتخذة. فتعتبر التعهدات بمثابة تعهدات الشركة منذ تأسيسها".

³ المادة 709 من الأمر 59/75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري والمُلغاة بموجب المرسوم التشريعي 08/93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر 59/75.

⁴ المادة 596 من القانون التجاري الجزائري تقضي بمايلي: "يجب أن يكتب رأس المال بكامله، وتكون الأسهم النقدية مدفوعة عند الاكتتاب بنسبة الربع (4/1) على الأقل من قيمتها الاسمية، ويتم وفاء الزيادة مرة واحدة أو عدة مرات بناء على قرار من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب كل حالة، في أجل لا يمكن أن يتجاوز خمس (5) سنوات ابتداء من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري. لا يمكن مخالفة هذه القاعدة إلا بنص تشريعي صريح. وتكون الأسهم العينية مسددة القيمة بكاملها حين إصدارها".

من العرض السابق تبين أن قابلية الأسهم للتداول، تعتبر أصلا من الأصول التي تقوم عليها شركة المساهمة، كما أنها تعتبر أحد الحقوق الأساسية للمساهمين التي لا يجوز حرمانه منها. ومن ثم يجب أن تكون لدى المساهمين سلطة التخلي عن أسهمهم في أي وقت حتى لا يكون حبيسا لها.

وإذا قيد القانون تداول الأسهم في حالات معينة، فبانتهاؤ فترة القيد أو حالاته تبدأ مرحلة جديدة يكون من حق المساهمين أو من آلت إليه حقوق المساهمين - الخلف العام أو الخاص - حرية التصرف في الأسهم سواء عن طريق التداول التجاري، أم الحوالة المدنية، ولا يجوز للشركة الاعتراض على التداول، إلا إذا وجد شرط مخالف، أو كان في التنازل ضرر ظاهر للشركة¹.

فحق المساهمين في تداول أسهمهم يظل قائما ما دامت الشركة قائمة، ولا ينتهي هذا الحق إلا بانتهاء الشخصية المعنوية للشركة، ولا تنتهي هذه الشخصية إلا بانتهاء أعمال التصفية. وهو ما نصت عليه المادة 4/139 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري حيث نصت على أنه: "تظل الأسهم قابلة للتداول بعد حل الشركة، وذلك حتى انتهاء التصفية". كذلك نصت المادة 138 من نفس القانون على أنه: "تحتفظ الشركة خلال مدة التصفية بالشخصية الاعتبارية بالقدر اللازم لأعمال التصفية، ويضاف إلى اسم الشركة خلال التصفية عبارة (تحت التصفية)". فالقاعدة أن تداول الأسهم لا ينتهي إلا بانتهاء أعمال التصفية².

وبخصوص مسألة نهاية التداول في التشريع الجزائري، فإن التداول يظل قائما مادامت الشركة قائمة ولا ينتهي هذا الحق بحل الشركة وإنما باختتام أعمال التصفية، وهو ما نص عليه المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 53 من القانون التجاري، فتبقى الشركة محتفظة بشخصيتها المعنوية خلال فترة التصفية³ بالقدر اللازم لإتمامها، كما تكون للأسهم قيمة مالية خلال هذه الفترة، أما بعد إتمامها فلا وجود أصلا للأسهم.

وقد سعى المشرع من خلال تحديد مواعيد وشكليات التداول بوضوح إلى حماية الأشخاص المقبلين على الاكتتاب في شركات المساهمة، من التعسف والغش الذي قد يتعرضون له من طرف المحترفين والمستثمرين، بالحصول على أموال بواسطة سندات ليس لها أية قيمة حقيقية.

¹ عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع السابق، ص 67.

² د/سميحة القليوبي، الشركات، المرجع السابق، ص 262.

³ تنص المادة 766 من القانون التجاري الجزائري على التالي: "تعتبر الشركة في حالة تصفية من وقت حلها مهما كان السبب. ويتبع عنوان أو اسم الشركة بالبيان التالي شركة في حالة تصفية.

وتبقى الشخصية المعنوية للشركة قائمة لاحتياجات التصفية إلى أن يتم إقفالها".

ثالثا- الطبيعة القانونية لتداول الأسهم

اختلفت وجهات النظر بين شارحي القانون حول التكييف القانوني لعملية تداول الأسهم، فمنهم من يرى التداول ما هو إلا تحديد للدين، ومنهم من يرى أنه حوالة حق، ومنهم من يرى أنه تنازل عن السهم بالطرق التجارية، لذلك يفترض التطرق لهذه المفاهيم لتوضيح الفرق بينهما.

1- تداول الأسهم وإحالة الحصص

يمكن مبدأ قابلية الأسهم للتداول المساهم من التنازل عن أسهمه في أي وقت يريد-دون المساس بالقيود التي تحد من تلك الحرية -، فلا يمكن الانتقاص من ذلك الحق أو تجريده منه نظرا لتعلقه بالنظام العام¹، فعلى الرغم من مسؤولية المساهمين في شركة المساهمة مسؤولية غير تضامنية²، إلا أنهم يتمتعون بحماية قانونية لا يمكن المساس بها أو الحد منها، الأمر الذي كفل لهم حماية تمكنهم من التصرف في أسهمهم بكل حرية - كأصل عام -، بخلاف إحالة الحصص في شركات الأشخاص الذي لا يتم إلا بنص قانوني أو وفق شروط معينة ترجع للقانون الأساسي للشركة، من ذلك مثلا شركة التضامن التي لا يمكن إحالة الحصص فيها إلا برضا جميع الشركاء دون استثناء، مع بطلان كل شرط يقضي بخلاف ذلك³، وإن كانت شركة التوصية البسيطة تتضمن استثناءات تعد مظهر من مظاهر انتقال الحصص دون المساس بالأصل العام وهو عدم انتقال الحصص⁴.

2- تمييز التداول عن التنازل

قد يحصل التباس حول مصطلحي " التنازل " و " التداول » هو ما يتعين معه التمييز بينهما، فالتنازل مفهوم عام ويعني تحويل الملكية أو التخلي عنها لفائدة الغير، أي العقد القانوني الذي تحول بموجبه الملكية فيما بين الأحياء، أما

¹ محمد فريد العريبي، الشركات التجارية، المشروع التجاري الجماعي بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الأشكال، د.ط، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003، ص187.

² المادة 715 ثالثا فقرة 1 و3 من القانون التجاري الجزائري تنص بأن: " تؤسس شركة التوصية بالأسهم التي يكون رأسمالها مقسما إلى أسهم، بين شريك متضامن أو أكثر له صفة تاجر ومسؤول دائما وبصفة متضامنة عن ديون الشركة وشركاء موصين لهم صفة مساهمين ولا يتحملون الخسائر إلا بما يعادل حصصهم.

...-تطبق المتعلقة بشركات التوصية البسيطة وشركات المساهمة باستثناء المواد 610 إلى 673 المذكورة أعلاه، على شركات التوصية بالأسهم ما دامت تتطابق مع الأحكام الخاصة المنصوص عليها في هذا الفصل".

³ تنص المادة 560 من القانون التجاري على أنه: " لا يجوز أن تكون حصص الشركاء ممثلة في سندات قابلة للتداول ولا يمكن إحالتها إلا برضاء جميع الشركاء. ويعتبر كل شرط مخالف لذلك، كأن لم يكن".

⁴ المادة 563 مكرر7 من القانون التجاري تنص بأن: " لا يجوز التنازل عن حصص الشركاء إلا بموافقة كل الشركاء.

غير أنه يمكن أن يشترط في القوانين الأساسية ما يأتي:

1- يمكن التنازل عن حصص الشركاء الموصين بكل حرية بين الشركاء.

2- يمكن التنازل عن حصص الشركاء الموصين إلى الأشخاص الأجانب عن الشركة بموافقة كل الشركاء المتضامنين والشركاء الموصين الممثلين أغلبية رأس المال.

3- يمكن للشريك المتضامن التنازل عن جزء من حصصه إلى شريك موص أو إلى شخص أجني عن الشركة وفق الشروط المنصوص عليها في الفقرة 2 أعلاه."

التداول فهو الطريقة أو الشكل الذي حدده القانون التجاري لنقل الحق الذي تتضمنه بعض السندات، التي تمثل حقا أو ديناً وتسمح هذه الطريقة لها بالانتقال بسرعة أكبر وأكثر فعالية منها في القانون المدني.

وترتبط بالقيم المنقولة وبالأخص بالأسهم صفتان أساسيتان وهي القابلية للتنازل *cessibilité*، والقابلية للتداول *négociabilité*، فالقابلية للتنازل تسمح للمساهم بالتخلي عن أسهمه بحرية دون الحاجة إلى ترخيص الشركة أو الشركاء، أما القابلية للتداول فهي الترجمة التقنية لمبدأ حرية التنازل، بعيداً عن قواعد حوالة الحق وشكلياتها المحددة، وبعبارة أخرى فالقابلية للتداول تعني الانتقال لمبدأ حرية التنازل وفقاً للطرق المبسطة للقانون التجاري، دون الحاجة إلى احترام الشكليات التي يشترطها القانون المدني¹.

3- تداول الأسهم باعتباره تجديداً لدين

للمقارنة بين التجديد وحوالة الحق لا بد من الوقوف أولاً لتعريف التجديد كما جاء في القواعد العامة، حيث يعرف على أنه اتفاق على استبدال دين جديد بدين قديم، فيترتب عليه انقضاء دين وإنشاء آخر، ويكون الدين الجديد مقابل للدين القديم إما في محله أو مصدره، أو بتجديد أحد الأشخاص سواء الدائن أو المدين².

وتعتبر جميع شروط التجديد من وجود التزام قديم ونشوء التزام جديد يحل محله، وإحلال الالتزام الجديد محل الالتزام القديم، كما أن التجديد بتغيير الدائن يتم إذا اتفق الدائن والمدين وأجنبي على أن يكون هذا الأجنبي هو الدائن الجديد، وفقاً لما جاء في الفقرة الثالثة من المادة 287 من القانون المدني³.

التنازل عن الأسهم ما هو إلا تجديداً للدين؛ بتغيير شخص الدائن أو تفويضاً من المساهم الأصلي (المتنازل) إلى مدينه وهو الشركة، بدفع الدين إلى الدائن الجديد (المتنازل إليه)، ويترتب على ذلك أن يسقط الدين القديم بما يلحق به من عيوب، وينشأ دين جديد بين الشركة والمتنازل إليه، فتنشأ علاقة مباشرة بينهما تمكن الشركة من مطالبته مباشرة بالمتبقي عليه من قيمة السهم⁴.

¹ نواصية الزهراء، طرق التنازل عن الأسهم، رسالة دكتوراه، جامعة عنابة، 2012/2013، ص 6.

² تنص المادة 287 من القانون المدني الجزائري على أن: " يتحدد الالتزام:

- بتغيير الدين إذا اتفق الطرفين على استبدال الالتزام الأصلي بالتزام جديد يختلف عنه في محله أو في مصدره.

- بتغيير المدين إذا اتفق الدائن على أن يكون هذا الأخير مديناً مكان المدين الأصلي على أن تبرأ ذمة المدين الأصلي دون حاجة لرضائه، أو إذا حصل المدين على رضا الدائن بشخص أجنبي قبل أن يكون هو المدين الجديد.

- بتغيير الدائن إذا اتفق الدائن والمدين والغير على أن يكون هذا الأخير هو الدائن الجديد "

³ عالج المشرع الجزائري التجديد في المواد 287 إلى 296 من القانون المدني.

⁴ د/عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، ط 1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص 78.

4- الفرق بين التجديد وحوالة الحق

تجديد الدين يكون باتفاق المدين والدائن القديم والدائن الجديد، ويختلف هذا عن حوالة الحق، في أن المدين ليس طرفاً في حوالة الحق، ولأن الحق ذاته بخصائصه وتوابعه وضمائنه هو الذي ينتقل في الحوالة. بينما في التجديد ينقضي الحق القديم بتوابعه وينشأ حق جديد، ما لم يتفق في التجديد على استيفاء التأمينات مع مراعاة الأحكام المتعلقة بالتسجيل ليكون انتقال التأمينات نافذاً في حق الغير¹. وكذلك لا تنتقل الكفالة العينية ولا الشخصية ولا الضامن إلى الالتزام الجديد إلا إذا رضي بذلك الكفلاء والمدينون المتضامنون طبقاً لنص المادة 293 من القانون المدني الجزائري².

وبالنتيجة، فحوالة الحق أفضل من التجديد بتغيير الدائن، لذلك فليس للتجديد أهمية من الناحية العملية، وبالتالي يمكننا القول أن عملية التداول هي أقرب منها لحوالة الحق أكثر من التجديد. وهناك من يرى أن عملية التداول صفة تلحق ببعض السندات الممثلة لحق تسمح بنقله في مواجهة الغير، دون إتباع الإجراءات المنصوص عليها في القانون المدني³، وهناك من يعرف التداول بأنه نقل الحقوق الثابتة في السهم سواء بعوض أو بغير عوض إلى الغير الذين يحلون محل أصحابها في الحق⁴، وهذا ما يدعونا إلى التمييز بين التداول وبين الحوالة، فالتداول يعني نقل الحقوق الثابتة في السهم بالطرق التجارية أما التحويل فيخضع لقواعد القانون المدني.

5- التمييز بين التداول والحوالة في القانون المدني

إن عملية تداول الأسهم تنطوي على حوالة حق للمساهم في الشركة المصدرة للسهم، إلى مساهم آخر يحل محله في الحقوق والالتزامات، غير أن التنازل عن السهم لا يتم عادة بطريق الحوالة المدنية، لما لها من إجراءات وشروط تجعل الحوالة المدنية طريق غير مرغوب فيه لتداول الأسهم ولا يتفق مع طبيعتها الاقتصادية⁵. وعليه فللمساهمة التنازل عن الحقوق الثابتة في السهم بالطرق التجارية أي عن طريق التداول، كما له ذلك عن طريق قواعد الحوالة المعروفة في القانون المدني، والتي تعتبر طريقة أصيلة في نقل الحقوق ضمن علاقة ثلاثية الأطراف (المساهم المتنازل، المساهم المتنازل إليه، الشركة)، لكن وبالرغم من الإيجابيات التي تحققها حوالة الحق المدنية للمتعاملين بها، فإن هناك فروق هامة بين هذه الطريقة وبين التداول كتقنية قانونية تجارية ما يجعل المفهومين مختلفين.

¹ تنص المادة 292 من القانون المدني الجزائري: "إذا قدم المدين تأمينات حقيقية لكفالة الالتزام القديم فإن الاتفاق على نقل هذه التأمينات إلى الالتزام الجديد تراعى فيه الأحكام الآتية:

... ولا يكون الاتفاق على انتقال التأمينات العينية نافذاً في حق الغير، إلا إذا تم مع التجديد في وقت واحد، مع مراعاة الأحكام المتعلقة بالتسجيل".

² محمد حسنين، الوجيز في نظرية الالتزام، د.ط، المؤسسة الوطنية للكتاب، 1983، الجزائر، ص 356.

³ د/عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 78.

⁴ سعود جري العتيبي، النظام القانوني لتداول الأسهم في النظام السعودي والقانون الأردني، رسالة ماجستير، 2006، ص 67.

⁵ عبد الأول محمد بسيوني، المرجع السابق، ص 99.

بخصوص مفهوم حوالة الحق وردت عدة تعريفات لها في الفقه القانوني، حيث عرفها البعض بأنها عقد بين الدائن السابق ويسمى المحيل والدائن الجديد ويسمى المحال له، ينقل بموجبه حقه الشخصي قبل المدين ويسمى المحال عليه، أي يحل المحال له محل المحيل في اقتضاء حقه من المحال عليه. في حين عرفها البعض الآخر بأنها اتفاق الدائن مع أجنبي على أن يحول له حقه الذي في ذمة المدين، فيحل الأجنبي محل الدائن في هذا الحق نفسه بجميع مقوماته¹. وإذا حول الدائن حقه إلى الغير مقابل ثمن نقدي، فإن الحوالة قد توفرت فيها كافة خصائص عقد البيع، فتتطبق عليها قواعد البيع، بالإضافة إلى القواعد العامة التي نظم بها المشرع عقد الحوالة².

وقد اختلفت وجهات النظر بين شارحي القانون التجاري، حول التكييف القانوني لعملية تداول الأسهم، فمنهم من يرى أن التداول ما هو إلا حوالة لحقوق المساهم على الشركة التي أصدرت الأسهم لصالح المتنازل إليه، وتبنى هذا الرأي المشرع الفرنسي حيث عبر عن التداول بلفظ " الحوالة "³.

وجاء تصور الفقه القانوني لحوالة الحق في معظمه - غامضا - ومحل نظير في ظل وجود النصوص القانونية التي ميزت - فيما يتعلق بمحل الحوالة - ما إذا كان محل حوالة الحق يقع على الحق الشخصي دون الحق العيني، كما أنه يترتب على الحوالة ميزة معينة تتمثل في حق شخص معين، فيتلقى الخلف هذا الحق من سلفه كما في ذمته تماما. إضافة إلى أن الحوالة لا تقوم إلا بالتبعية لغيرها لأنها لا توجد إلا بوجود دين على المحال عليه، يكون حقا للمحيل يمكنه التصرف فيه بتحويله إلى غيره، فهي تابعة لهذا الدين وجودا وعدما كما أنه يجوز أن يكون محل الحق عينيا معينة بالذات⁴.

يحقق انتقال الحقوق الثابتة بالأسهم بحوالة الحق المدنية عدة مزايا منها؛ أن الحق ينتقل بذاته الذي كان في ذمة المدين المحيل إلى المحال له بما له من صفات - يترتب على حوالة الحق انتقال الحق، أي أن محل الحوالة ينتقل بجميع صفاته وتوابعه وضمائنه وقيوده⁵، فإذا كان الحق مكفولا بكفالة أو مضمون بتأمين عيني كحق امتياز أو رهن انتقل كذلك للمحال له، وإذا كان للحق المحال كفيل شخصي يبقى هذا الأخير ضامنا للحق للمحال له، ولا حاجة لرضائه بالحوالة فهو يضمن المدين والمدين لم يتغير إنما تغير الدائن⁶.

¹ عبد الرزاق السنهوري، نظرية الالتزام (الأوصاف، الحوالة، الانقضاء)، المجلد الثالث، د.ط، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1958، ص442.

² محمد حسنين، الوجيز في نظرية الالتزام، الشركة الوطنية للنشر والتوزيع، د.ط، د.د.ن، د.م.ن، 1983، ص331.

³ "Transmission d'action: La cession est évidemment l'opération la plus fréquentée, elle s'opère à la suite d'un ordre de mouvement singé par la cédant. Au Vu de cet ordre de mouvement, la société émettrice constate l'opération intervenue et procède au virement des actions du compte du cédant à celui du cessionnaire." Philippe Merle, droit commercial sociétés commerciales, Dalloz, 17 éme, édition ; Paris, 2012, p350.

⁴ فهد صقر عياد المطيري، المرجع السابق، ص37.

⁵ المادة 239 إلى 250 من القانون المدني الجزائري.

⁶ تنص المادة 243 من القانون المدني الجزائري على أن: " تشمل حوالة الحق ضماناته كالكفالة، والامتياز والرهن، ورهن الحيازة، كما تشمل ما حل من أقساط".

أ- انتقال الحق بصفاته

من الأمور الثابتة أن الحق الذي ينتقل بموجب حوالة الحق هو نفسه الحق الذي كان في ذمة المدين للمحيل، فيصبح بعد أن تصير الحوالة نافذة في ذمة المدين للمحال له؛ ولما كان الذي ينتقل هو نفس الحق فإنه ينتقل بما له من صفات، فإن كان حقا مدنيا أو تجاريا انتقل بصفته هذه إلى المحال له، وإن كان حقا قابلا للتنفيذ بموجب حكم أو سند رسمي، انتقل إلى المحال له بهذه الصفة أيضا، وأن كان حقا ينتج فوائد انتقل بقابليته لإنتاج الفوائد.

ب- انتقال الحق بضماناته

ويقصد بانتقال الحق بضماناته، أن يكون الحق مكفولا بكفالة، أو مضمونا بتأمين عيني كحق امتياز أو رهن¹، وإذا كان مضمونا برهن عقاري وجب التأشير بالحوالة في هامش القيد الأصلي في السجل العقاري لشهرها². أما إذا كان للحق المحال كفيل شخصي، بقي هذا الأخير ضامنا للحق للمحال له كما كان ضامنا إياه للمحيل، ولا حاجة لرضائه بالحوالة، إذ هو يكفل المدين، وشخص المدين هو الذي يعينه والمدين لم يتغير وإنما تغير الدائن، شأنه في ذلك شأن المدين نفسه، وقد تغير عليه الدائن دون حاجة لرضاه³.

على أنه لا بد من إعلان الكفيل بالحوالة أو قبوله لها حتى يعلم بها، فإنه إذا كان لا يعلم بالحوالة ووفى الدين علن المدين كان الوفاء صحيحا مبرا لذمته. وهذا ما جاء في المادة 1/1004 من القانون المدني الأردني⁴، أما المشرع الجزائري فلم يرد أي شرط على موافقة الكفيل على الحوالة لكي تسري في مواجهته.

ج- انتقال الحق بتوابعه

حوالة الحق - انتقال الحق إلى المحال له - تقتضي أن يلتزم المحيل بتسليم المحال له سند هذا الحق والوسائل التي تؤدي إلى إثباته، والذي يقع عادة أن سند الحق هو الذي تدون فيه الحوالة ويسلمه المحيل إلى المحال له، كمستند لصدور الحوالة ذاتها، وكمستند للحق المحال به في وقت واحد.

د- انتقال الحق بدفوعه

والجدير بالذكر أن المشرع الجزائري تطرق لها في المادة 248 من القانون المدني¹؛ وهي الدفع التي للمدين قبل دائه الأصلي كالدفع بالفسخ أو البطلان أو الانقضاء، وهذه نتيجة منطقية مترتبة على كون الحق المحال به؛ هو الذي

¹ المادة 243 من القانون المدني الجزائري.

² المادة 243 من القانون المدني الجزائري والمادتان 2/904 و 950 تحويل الحق المضمون برهن عقاري.

³ فهد صقر عياد المطيري، المرجع السابق، ص 40.

⁴ نصت المادة 1004 من القانون المدني الأردني: " 1- تبقى للدين المحال به ضماناته بالرغم من تغير شخص الدائن.

2- ومع ذلك لا يبقى الكفيل عينيا كان أو شخصا ملتزما قبل الدائن، إلا إذا رضي بالحوالة ".

ينتقل من المحيل إلى المحال له قبل المحال عليه، فما دام الحق نفسه هو الذي ينتقل فإنه ينتقل بالدفع التي عليه، كما انتقلت بالصفات والضمانات التي له. فيستطيع المحال عليه إذن أن يتمسك بهذه الدفع قبل المحال له، كما كان يستطيع التمسك بها قبل المحيل. ويستطيع أيضا أن يتمسك بالدفع التي يستمدها من عقد الحوالة ذاته، وهو العقد الذي نقل الحق المحال به من المحيل إلى المحال له².

وبناء عليه، يستطيع المحال عليه أن يتمسك قبل المحال له بالنسبة إلى الحق المحال به، بالدفع التي كان يستطيع أن يتمسك بها قبل المحيل وقت إعلان الحوالة أو قبولها، فإذا كان هناك في هذا الوقت دفع يمكن أن يدفع به هذا الحق قبل المحيل، يصلح للتمسك به قبل المحال له، وتتمثل هذه الدفع في انقضاء الحق أو إلى بطلانه أو إلى انفساحه³.
الجدير بالذكر أنه يجوز أن يكون الحق المحال به قد انقضى وقت إعلان الحوالة أو قبولها، حتى لو كان موجودا وقت صدور الحوالة، فيصبح مثلا للمحال عليه أن يدفع بأن الحق قد انقضى، إما بالوفاء أو بالتجديد أو بالمقاصة أو باتحاد الذمة أو بالإبراء أو بغير ذلك من أسباب الانقضاء، سواء كان الانقضاء سابقا على صدور الحوالة أو تاليا له، مادام الحق قد انقضى قبل إعلان الحوالة أو قبولها⁴.

ويترتب على كون الإحالة-وفقا لحوالة الحق - تقع على عاتق الحق ذاته، فإن المدين يكون ملتزما بأداء الحق، أو الالتزام المحال فقط دون زيادة أو نقصان، أما فيما يتعلق بالتنازل عن السهم فإنه يكون بنقل ملكية (الصك) السهم ذاته وفقا لقواعد القانون التجاري⁵. ولكن مهما يكن من أمر الحصانة التي يتمتع بها الدائن الجديد، فهي لا تبلغ حد حمايته من أوجه الدفع المتصلة بذات الصك، كعيب شكلي واضح فيه أو عدم تسديد قيمته، ففي التداول يحال المتنازل إليه محل مالك السهم في كل ماله من حقوق قبل الشركة، ولا يستمد الأول أي المتنازل إليه حقه الجديد من المساهم القديم، أي أنه لا يعد خلفا خاصا له، بل يعتبر صاحب حق قائم بذاته يستمد من ذات الصك الصادر من الشركة⁶.

بناء على ما سبق التطرق إليه، وعلى الرغم من الميزات التي قد تحققها حوالة الحق للمتعاملين بالأسهم والقيم المنقولة، إلا أن عديد أحكام هذه الحوالة وقواعدها تتعارض بشكل هام وظاهر مع متطلبات المعاملات التجارية، وما تمتاز به من سرعة ومرونة ومجانبة التعقيد والتقييد، وذلك أهم ما يفرق بين نظام حوالة الحق والتداول التجاري، وما يجعل المساهم يميل للتقنية التجارية الممثلة في التداول، ومن مظاهر ذلك نذكر:

¹ المادة 248 من القانون المدني الجزائري: "يتمسك المدين قبل المحال له بالدفع التي يعترض بها قبل المحيل وقت نفاذ الحوالة في حقه، كما يجوز له أن يتمسك بالدفع المستمدة من عقد الحوالة".

² عبد الرزاق السنهوري، نظرية الالتزام، المرجع السابق، ص 530.

³ عبد الرزاق السنهوري، نظرية الالتزام، المرجع نفسه، ص 531.

⁴ عبد الرزاق السنهوري، نظرية الالتزام، المرجع نفسه، ص 531.

⁵ فهد صقر عياد المطيري، المرجع السابق، ص 40.

⁶ د/عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 78.

د-1- من حيث الإجراءات

تتطلب حوالة الحق لنفاذها في حق الشركة، إعلان الشركة بها أو قبولها لها، وأن يكون هذا القبول ثابت التاريخ حتى تكون هذه الحوالة نافذة في حق الغير¹، وهذا بخلاف نظام التداول التجاري لما يتم به من سهولة وسرعة، فيكتفي لتداول السهم القيد أو التسليم أو التسجيل بإجراءات بسيطة وسهلة ودون طلب موافقة الشركة أو بقية الشركاء.

د-2- من حيث الدفع

لا يترتب عن انتقال السهم عن طريق حوالة الحق تطهير الصك من الدفع المقررة للمحال عليه اتجاه المحيل، ومن ثم يجوز له التمسك في مواجهة المحال إليه بالدفع التي كان له الاحتجاج بها اتجاه المحيل وقت نفاذ الحوالة، كما يجوز له أن يتمسك بالدفع المستمدة من عقد الحوالة² كون الحق المحال به هو نفسه الذي ينتقل من المحيل إلى المحال إليه قبل المحال عليه، وقد تتعلق هذه الدفع بانقضاء الحق أو بطلانه أو فسخه.

وإذا تم تطبيق ما سبق على التنازل عن الأسهم فإن الحق الثابت في الصك يصبح مشكوكا في مدى خلوه من النزاع، وذلك جد خطير في المعاملات التجارية، فهو يتنافى مع مقتضياتها ويكبل حريتها، فذلك يجعل المساهم يتردد كثيرا في الإقبال على التعامل بالأسهم، مما يعود بالضرر على شركات المساهمة وعزوف الجمهور عن المساهمة فيها³.

بالإضافة إلى أن أعمال هذا المبدأ في نطاق عملية التداول، يتيح السبيل أمام الشركة لعرقلة عملية التداول، مما يعود بالضرر على شركات المساهمة، وعزوف الجمهور عن المساهمة فيها. وهذا بخلاف الأمر في نظام التداول التجاري، حيث يصبح المساهم الجديد صاحب حق خاص به وليس خلفا لسابقه، ومن ثم يظهر السهم من الدفع الشخصية الخاصة بالمساهم القديم، بما يجعل المساهم الجديد في مأمن من العيوب الخفية التي تشوب علاقة المتنازل مع الشركة⁴.

أما التداول فهو ينقل السند من مساهم إلى مساهم جديد خال من العيوب، التي قد تكون عالقة به في العلاقة التي تربط المساهم المتنازل بالشركة، وهو ما يطلق عليه بقاعدة تطهير الدفع، فالتداول ينشئ علاقة جديدة بين المساهم الجديد والشركة، حيث تمتنع هذه الأخيرة من التمسك بالدفع التي كان بإمكانها أن تحتج بها في مواجهة المساهم

¹ تنص المادة 241 من القانون المدني بأن: " لا يحتج بالحوالة قبل المدين، أو قبل الغير إلا إذا رضي بها المدين، أو أخبر بها بعقد غير قضائي، غير أن قبول المدين لا يجعلها نافذة قبل الغير إلا إذا كان هذا القبول ثابت التاريخ ".

² المادة 248 من القانون المدني.

والمقصود بالغير هو من يكتسب حقا من جهة المحيل على الحق المحال بحيث يتعارض مع حق المحال له كمحال آخر، تلقى نفس الحق من المحيل، ففي هذه الحالة يحصل تراحم بين المحال لهما الحق. والقاعدة أن المحال له لا يتقدم على من يراحمه من الغير إلا إذا كان حقه ثابت التاريخ قبل حق من يراحمه. محمد حسنين، المرجع السابق، ص333. والمادة 249 من القانون المدني الجزائري تنص على أنه: " في حالة وقوع خلاف بين عدة حوالات تخص حقا واحدا فضلت الحوالة التي تصبح قبل غيرها نافذة في حق الغير ".

³ بن بعبيش ووداد، تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2017، ص91.

⁴ عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع السابق، ص104.

المتنازل، وهو ما يحفز المستثمرين على الإقبال على شراء الأسهم فهو بمثابة تحديد للدين؛ حيث يسقط الدين القديم بكل عيوبه والدفع المرتبطة به وينشأ دين جديد بين الشركة والمتنازل له¹.

والجدي بالذكر، أن لقاعدة تطهير الدفع في التداول استثناءات، فللشركة أن تحتج على المساهم الجديد بالدفع المرتبطة بالصك نفسه ويتعلق الأمر بالعيوب الشكلية، وكذا الدفع المتعلق بالسهم الذي لم تدفع كل أقساطه، حيث يعتبر المساهم المتنازل والمساهم المتنازل له متضامنان في دفع الأقساط التي تخلف تسديدها².

كما يجوز للشركة أن تحتج على مالك السهم الجديد بالعلاقة الشخصية التي تربطهما، ولا يستطيع المتنازل إليه أن يتمسك بقاعدة تطهير الدفع كذلك إذا كان سيئ النية في وقت التنازل.

د-3- من حيث الضمان

إذا كانت الحوالة المدنية بعوض، فلا يضمن المحيل إلا وجود الحق المحال به وقت الحوالة³، ولا يضمن يسر المدين إلا باتفاق خاص⁴، ولكن يضمن تعرضه الشخصي. أما إذا كانت الحوالة بغير عوض فلا ضمان، لأن المتبرع غير ضامن لوجود الحق⁵ فقط يكون مسؤولاً عن أفعاله الشخصية⁶، ويشكل ما سبق عيب يجعل حوالة الأسهم أمر غير مرغوب فيه.

وما سبق يخالفه نظام التداول التجاري، حيث يكون المساهم المتنازل ضامناً لوجود حق المساهم الجديد، وكذا ضامن ليسر الشركة وقت التنازل عن السهم ما لم يوجد شرط مخالف.

وعليه فإن نقل الحقوق الثابتة في الأسهم عن طريق التداول، يمنح من انتقل إليه السهم حقوقاً تفوق من حيث القوة الحقوق التي يحصل عليها المحيل له من المحيل في الحوالة المدنية، وهنا يكمن الفارق الجوهرى بين نقل الحقوق التي يمثلها السهم عن طريق التداول، ونقلها عن طريق حوالة الحق المدنية، وإن كان المشرع قد استعمل مصطلح "يحول" في المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري للتعبير عن تداول القيم المنقولة، وأيضاً مصطلح "الحال لهم" في المادة 715

¹ د/خالد عبد العزيز بغدادي، تداول الأسهم والقيود الواردة عليه في النظام السعودي، دراسة مقارنة، ط 1، مكتبة القانون والاقتصاد، د.م.ن، 2012، ص 68.

² المادة 715 مكرر 48 من القانون التجاري الجزائري.

³ تنص المادة 1/244 من القانون المدني بأن: "إذا كانت الحوالة بعوض فلا يضمن المحيل إلا وجود الحق المحال به وقت الحوالة، ما لم يكن هناك اتفاق يقضي بغير ذلك".

⁴ المادة 245 من القانون المدني الجزائري تنص بأنه "لا يضمن المحيل يسار المدين إلا إذا وجد اتفاق خاص بهذا الضمان".

وإذا ضمن المحيل يسار المدين فلا ينصرف هذا الضمان الآلى يسار المدين وقت الحوالة ما لم يتفق على غير ذلك.

⁵ المادة 2/244 من القانون المدني تقضي بأن: "...أما إذا الحوالة بغير عوض فلا يكون المحيل ضامناً لوجود الحق".

⁶ تنص المادة 247 من القانون المدني بأنه: "يسأل المحيل عن أفعاله الشخصية ولو كانت الحوالة مجانية أو بغير ضمان".

مكرر 48 من القانون التجاري، إلا أن ذلك لا يفيد مطابقة التداول للحوالة، وإنما التحويل هنا يقصد به نقل الملكية، وهي طريقة من طرق التداول.

نخلص مما سبق، أن الحوالة المدنية تتطلب من الإجراءات والضمانات مالا نظير له في نظام التداول التجاري، بالإضافة إلى ما يترتب على الحوالة من عرقلة التنازل عن الأسهم عن طريق الدفع، التي قد تتمسك بها الشركة، والتي لا صلة لها بالمساهم الجديد. بالإضافة إلى أن نظام التداول التجاري يلزم المساهم القديم بالضمان لوجود الحق ويسار الشركة وقت التنازل عن السهم.

كما أن هذا النقل يمنح من انتقل إليه السهم، حقوقا تفوق من حيث القوة الحقوق التي حصل عليها المحيل من المحيل عليه في الحوالة المدنية، لأن هذه الحقوق تنتقل إلى المالك الجديد خالية من وجوه الدفع والعيوب التي كانت عالقة من جراء علاقة المالك القديم بالمدين، بخلاف حوالة الحق التي لا يكتسب فيها المحال إليه حقا يتجاوز في طبيعته ومداها الحق الذي كان للمحيل على المحال عليه، وهكذا يبدو الفارق الجوهرى بين نقل الحقوق التي يمثلها السهم عن طريق التداول، ونقلها عن طريق حوالة الحق المدنية¹.

رابعا-مخاطر حرية تداول الأوراق المالية

إذا كان تداول الأوراق يعد من خصائصها، إلا أنه ينطوي على مخاطر كبيرة تتمثل فيما يلي:

- رفع أو تخفيض سعر السهم على نحو غير طبيعي وهو ما يسمى المضاربة غير المشروعة، والتي قد تخلق جوًا من عدم الأمان وهو ما لا يكون في صالح الشركة، ويُبعد عن السوق جزءا من المدخرين الذين يرفضون المخاطرة، وهو ما يحدو بالمشرع إلى التدخل في بعض الحالات لفرض بعض القيود على حرية تداول الأسهم - على النحو الذي سنعرض له في حينه عند بحث ودراسة القيود القانونية والاتفاقية لتداول الأسهم في سوق الأوراق المالية².

- أن مبدأ القابلية للتداول يسمح لأي مجهول أن يدخل الشركة، خاصة في ظل ما يسمى التداول الجماعي، التي لها الغلبة في ميدان التعامل على فكرة التداول الفردي. فلم يعد التداول على مستوى الصفقات بين حاملي الأسهم الممثلة لرأس المال، بل صار على مستوى الصفقات التي تسمح ليس - فحسب - بالحصول على كسب مادي، وإنما بالرقابة والإدارة في هذه الشركات³.

¹ عزيز العكيلي، المرجع السابق، ص 238.

² د/خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص 156.

³ د/خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص 156.

– أن فكرة التداول ساهمت بقدر كبير في تغيير وظيفة المساهم، فسهولة دخوله وخروجه جعلت منه مضاربا أكثر منه شريكا يسعى إلى تحقيق الأرباح، دون الاهتمام بالنواحي الإدارية، أي تحول المساهم إلى كونه مقرضا للمال ينتظر الحصول على الأرباح¹.

الفرع الثاني

قيد الأوراق المالية في البورصة

لما كان للمساهم حق ملكية على أسهمه في الشركة، فيجوز له أن يتصرف فيها بعوض أو بغير عوض، ولكن يجب أن يتم التنازل تبعا للشكل والإجراءات التي حددها القانون لإتمام نقل الملكية؛ بعبارة أخرى فإن التداول بالطرق التي حددها القانون التجاري، هو الشكل الذي يتم به التنازل عن السهم². ونظرا للتأثير المباشر للتداول على حقوق المستثمرين الشركاء ومصلحة الشركة، يلاحظ أن المشرع قد أوجب أن يتم قيد الأسهم في جداول أسعار بورصات الأوراق المالية، قبل إجراء عملية التداول³؛ ذلك أن التعامل داخل البورصة المنظمة يقتصر على الأوراق المالية المقيدة بها دون غيرها سواء أكانت هذه الأوراق المالية تقليدية كالأسهم والسندات أو مستحدثة كالاشتراكات،... الخ.

من بين خصائص الأسهم قابليتها للتداول، ومن شروط التداول قيد الأسهم في سوق تسمى بورصة الأوراق المالية، والجدير بالذكر أن الحكمة التي ابتغاها المشرع من اشتراط قيد الأوراق المالية بالبورصة – بصفة عامة – تتمثل في تفعيل دور الرقابة على الشركات المصدرة لها؛ عن طريق فحص هذه الأسهم من الخبراء (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها) وخلق مناخ يكتنفه الإفصاح وتحدد ملامحه الشفافية، يمكن أن تتفاعل فيه آليات السوق وتتناغم مقوماته مما ينعكس على المستثمرين إيجابيا بيبث روح من الثقة والطمأنينة في نفوسهم⁴.

بالإضافة، إلى أن قيد الأوراق المالية بالبورصة يعد مفيدا للشركات؛ فهو نوع من الدعاية والإعلان عن الشركة، وهو ما يكفل بيع هذه الأوراق في أقصر وقت وبأفضل سعر بالنسبة لمالكيها، وتزيد قيمتها عند رهنها. والقيد هو الذي يمكن الجمهور من مراقبة الأسعار باستمرار والتعرف على المركز المالي للشركات⁵.

أولا- المقصود بقيد الأسهم في سوق الأوراق المالية (البورصة)

يقصد بقيد الأسهم في البورصة إدراجها في الجداول الخاصة بالقيد، ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة لها بالقيود والقواعد الخاصة بالقيد التي يتطلبها القانون والتعليمات التنظيمية في البورصة¹. وعرف أيضا بأنه: " قبول إدراج الأوراق

¹ د/عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع السابق، ص 206.

² علي يونس، المرجع السابق، ص 329.

³ عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع السابق، ص 63.

⁴ د/أشرف الضبع، المرجع السابق، ص 119.

⁵ د/خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص 158.

المالية في جداول البورصة من قبل جهة مختصة، بناء على طلب مصدر الورقة المالية بعد توافر الشروط القانونية، والقبول يعني أن الورقة المالية استوفت جميع الشروط التي نص عليها القانون، وبالتالي فإن القيد يضمن استيفاء الورقة للشروط القانونية لقيدها، وتمتعها بمزايا السوق المنظم، دون ضمان قيمة الورقة في السوق لأنها مرتبطة بالعرض والطلب في السوق، والحكمة من قيد الورقة المالية في البورصة كشرط لتداولها هو إضفاء نوع من الرقابة على الشركة المصدرة للورقة المالية، وبالتالي بث روح الثقة لدى المستثمرين².

وبالنتيجة إن قيد الأوراق المالية هو عملية إدراجها في جداول البورصة، وهو أمر مهم لكل من الشركات المصدرة للأوراق المالية، وجمهور المستثمرين، فالقيد بالنسبة للشركة المصدرة يجعلها مع الشركات ذات المراكز المالية القوية، وبالتالي تزيد ثقة المستثمرين بأسهمها، والإقبال على تداول الأسهم الخاصة بالشركة المقيدة. ويمثل القيد بالنسبة للجمهور معلومات متوفرة عن الشركة المقيدة وبشكل صحيح، ومن خلال القناة الرسمية مما يفيد بأن الشركة وأسهمها وأدائها تحت مراقبة دقيقة وجدية من قبل هيئة سوق المال، فيزيد من الثقة في السوق المالية مع ثقة المستثمرين بالأسهم³.

وعملية القيد، التي تعني التسجيل والإدراج للأوراق المالية في سجل التداول في السوق المالية، يترتب عليها جواز التعامل بين المستثمرين والمدخرين على هذه الورقة. وقد ذهب جانب من فقهاء القانون إلى أن القصد من قيد الأوراق المالية؛ هو إدراجها في الجداول الخاصة بالسوق المالية، ويترتب على ذلك القيد التزام - الشركة - الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تتطلبها القوانين، واللوائح التنفيذية والقرارات التي تصدرها هيئة السوق المالية⁴.

وهذا معناه أن عملية القيد تعني التسجيل والإدراج وقبول إدارة السوق المالية للورقة المالية للقيد في سجلاتها، وما يترتب على ذلك من تداول الورقة المقيدة في جدول الأسعار الرسمي هو الأساس الذي تقوم عليه عمليات السوق المالية. وقد يتصور البعض أن قبول إدارة السوق المالية لقيد الأوراق المالية في سجلات التداول، يجعل الورقة مضمونة من الناحية الاستثمارية. وحقيقة الأمر أن السوق المالية بقبولها قيد الورقة المالية؛ يعني ضمان استيفاء الورقة المالية للشروط التي نص عليها القانون لقيدها فقط وليس إعطاء ضمانات استثمارية لقيمة الورقة المقيدة. والالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية التي تتطلبها قواعد القيد⁵.

¹ د/ زالة سعيد يحيى، المرجع السابق، ص 269

² د/ عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 150.

³ د/ خالد عبد العزيز بغدادى، المرجع السابق، ص 194.

⁴ د/ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة القيم المالية في التشريعات العربية، د. ط، دار الجامعة الجديدة، 2009، ص 327.

⁵ د/ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة القيم المالية في التشريعات العربية، المرجع السابق، ص 328.

وتباين موقف القوانين المقارنة من قيد الشركات لأسهمها في البورصة فيما بين قيد إجباري وقيد اختياري، فالقانون الفرنسي أخذ بمبدأ القيد الاختياري¹، وتعدد الجداول²، ووحدة القيد كقاعدة عامة³. فجميع الشركات المصدرة للأوراق المالية غير ملزمة بقيد أسهمها في الجداول الرسمية للسوق، ويكون القيد من خلال تقديم طلب إلى لجنة عمليات البورصة، وينقسم القيد في القانون الفرنسي إلى نوعين رئيسيين هما، القيد في الجداول الرسمية والقيد في الجداول غير الرسمية. ويتفق القانون المصري مع القانون الفرنسي، في أنه وإذا كان الأصل هو قيد الأوراق المالية بالبورصة قبل تداولها، إلا أن هذا القيد ليس شرطاً في القانون المصري الحالي، الذي يسمح بتداول كل من الأوراق المالية المقيدة والأوراق المالية غير المقيدة؛ حيث تنص المادة 2/17 من قانون سوق رأس المال: " يتم الإعلان في البورصة عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة، وذلك وفق للقواعد التي يصدر بتنظيمها قرار من مجلس إدارة الهيئة ". كما تنص المادة 1/99 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أن: " تقوم البورصة بقيد العمليات التي تخطر بها عن تداول الأوراق المالية غير المقيدة بها"⁴.

¹ القيد في جداول البورصة نوعان، فهو إما إجباري؛ والذي يؤدي إلى زيادة عدد الأوراق المالية المسجلة بالبورصة وإيجاد الرقابة على إصدارات الشركات، وكيفية تداولها والتصرف بها، لكنه في نفس الوقت يؤدي إلى فقد المعيار السليم لمعرفة مدى نجاح السوق في تحقيق هدفها من التخصيص الكفء لموارده المتاحة والربح منها. أو يكون اختيارياً، فللشركات المصدرة للأوراق المالية الحرية في قيد أوراقها من عدمها في جداول البورصة. ويذهب البعض إلى أن الحكم على كفاءة السوق يكون من خلال طلبات القيد التي تقوم بها الشركات، فكلما كانت السوق على درجة عالية من الكفاءة ازداد عدد الطلبات للقيد والعكس. د/عاشور عبد الجواد عبد الحميد، المرجع السابق، ص 950. ويذهب البعض الآخر إلى أن التعامل يقضي بترك الحرية للشركات لقيد أوراقها المالية في البورصة. د/أحمد مخلوف، المرجع السابق، ص 776. نلاحظ أن الاتجاه الغالب في القوانين المقارنة هي حرية القيد، ولكنها اشترطت لتداول الأوراق المالية في البورصة وخاصة النظامية شرط القيد، وهذا ما يحوله ضمناً إلى قيد إجباري فبدون القيد لا يمكن التداول.

² هناك نوعان أساسيان من الجداول في البورصة لقيد الأوراق المالية فيها، وهما الجدول الرسمي والذي لا بد من توفر الشروط التي نصت عليها القوانين المتعلقة، والجدول غير الرسمي والذي يقيد بها الأوراق المالية التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجدول الرسمي.

والحكمة في التفرقة بين قيد الأوراق المالية في الجداول الرسمية والجدول غير الرسمية للبورصة، هو رغبة المشرع في تشجيع الشركات والتي تطرح أسهمها للاكتتاب العام في القيد بالبورصة وتنشيط التعامل في البورصة والتشجيع في بعض القوانين عن طريق النص على بعض الإعفاءات الضريبية للأوراق المالية المقيدة في الجداول الرسمية. كما كانت المادة 11 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 تعفى الأسهم المقيدة في الجداول من ضرائب الدمغة النسبية عند الإصدار ومن ضرائب الدمغة السنوية، وإعفاء عائد هذه الأوراق من الضريبة على إيرادات رؤوس الأموال المنقولة ومن الضريبة العامة على الدخل. د/ أحمد الباز، المرجع السابق، ص 77.

³ يقصد بوحدة القيد أنه لا يجوز قيد الأوراق المالية في أكثر من بورصة واحدة، حيث نصت المادة 15 من قانون سوق رأس المال المصري على أنه " لا يجوز قيد الورقة المالية في أكثر من بورصة، واستثناء من ذلك يجوز أن تقيد الورقة في بورصتي القاهرة والإسكندرية". والملاحظ أن الوضع في مصر يتشابه مع الوضع في القانون الفرنسي من حيث عدم جواز القيد في أكثر من بورصة. د/زالة سعيد يحيى، المرجع السابق، ص 271. والجدير بالذكر أنها قد سمحت بعض القوانين لقيد الورقة المالية في أكثر من بورصة استثناء وعلى سبيل المثال في الولايات المتحدة يجوز أن تقيد الورقة المالية لنفس الشركة في أكثر من بورصة، كما هو الحال مثلاً في الشركة الأمريكية للاتصال - التلغراف - نجد لها أوراقاً مقيدة في أكثر من بورصة. د/راجع أحمد الباز، المرجع السابق، ص 76.

⁴ د/أحمد مخلوف، المرجع السابق، ص 876.

أما عن قيد الأوراق المالية في البورصة، فيكون القيد اختياري وبناء على طلب الشركة أو الجهة مصدرة الأوراق المالية، سواء تم ذلك في الجدول الرسمية للبورصة، أو الجداول غير الرسمية، ويتم القيد والشطب بقرار من إدارة البورصة¹ والأصل وحدة القيد ولكن يجوز تعدده استثناء².

والجدير بالذكر، أنه لا يجوز قيد الأوراق المالية في أكثر من بورصة، ولكن المشرع المصري أجاز قيد الورقة المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية برسم قيد واحد يقسم بينهما بصورة استثنائية. والسبب في جواز هذا التعدد هو أن بورصتي القاهرة والإسكندرية في حكم بورصة واحدة، فالقانون نفسه نص على اعتبار هذين البورصتين في مباشرة نشاطهما كشخص معنوي عام واحد تحت تسمية البورصة المصرية، ف الرئيس البورصة هو الذي يتولى إدارة شؤونها وتمثيلها أمام القضاء والغير، وكذلك فإن قواعد العضوي في البورصتين واحدة، فالعضو في بورصة القاهرة هو عضو في بورصة الإسكندرية³.

ثانيا- أهمية قيد الأسهم في البورصة

حتى يمكن تداول الأسهم في البورصة فإنه ينبغي قيدها في البورصة⁴ كقاعدة عامة؛ ذلك أن الغاية من القيد في بورصات الأوراق المالية هي تحقيق مزايا للشركة والمساهمين، حيث يعد القيد بالنسبة للشركة المساهمة المقبولة أسهمها في البورصة نوعا من أنواع الدعاية والإعلان المجاني للشركة⁵، ويكفل بيع هذه الأسهم في أقصر وقت وبأفضل سعر بالنسبة لمالكيها، ويعطي انطبعا إيجابيا عن المركز المالي للشركة؛ مما يشجع المستثمرين على التعامل فيها، وذلك لأن الأسهم المقيدة تتيح لهم الاطلاع على الشركة المصدرة لها، وحجم التعامل على أسهمها وأسعار الإقفال والافتتاح. أما أهمية ذلك فتظهر في عدم جواز التعامل في البورصة في غير الأسهم المقيدة في جداول البورصة، كما لا يجوز تداول هذه الأسهم خارج البورصة وإلا وقع التداول باطلا⁶.

¹ المادة 16 من قانون سوق رأس المال المصري، والمادة 1 من قواعد القيد بالبورصة المصرية الصادرة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم 30 في 18 / 6 / 2002 المعدل.

² المادة 47 من قانون الشركات المصري والمادة 127 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري الصادرة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري.

³ د/أحمد الباز، المرجع السابق، ص 77.

⁴ المادة 1 من القانون رقم 10/93: "تؤسس بورصة للقيم المنقولة.

وتعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

⁵ د/أحمد فهد البطوش، المرجع السابق، ص 91.

⁶ د/أحمد مخلوف، المرجع السابق، ص 780.

ومن ناحية أخرى تستفيد الشركة من تعامل شركات السمسرة على أوراقها المالية المقيدة بالبورصة في جذب كبار المستثمرين إليها، وزيادة عدد حاملي أسهمها مما تستطيع معه الحصول على السيولة الكافية إذا رغبت في زيادة رأس مالها، أو الاقتراض المصرفي أو طرح السندات¹.

كما أن القيد في البورصة يحقق الكثير من المزايا للشركة المصدرة لها، وذلك من خلال الإعفاءات الضريبية التي منحها القانون لهذه الشركات، وعدم تحملها رسوما إضافية كتلك التي تتحملها الشركات التي لم تقم بقيد أسهمها بالبورصة، وأيضا تساعد على جذب كبار المستثمرين إليها، وزيادة عدد حاملي أسهمها مما تستطيع من خلاله الحصول على السيولة الكافية إذا رغبت في زيادة رأس مالها، أو الاقتراض من البنوك أو عن طريق طرح السندات وبحقق فائدة للأسهم نفسها، وبالتالي للمستثمرين فيها، وذلك من خلال زيادة الثقة في أن حركة سعر السهم هي حركة حقيقية غير مفتعلة، ولا تقوم على خداع أو غش من جانب بعض المتعاملين، الأمر الذي يحفز المستثمرين على التعامل فيها².

وبالنسبة للجمهور المدخرين، فإن القيد أو الإدراج في التسعيرة يحقق فوائد السوق للمستثمر؛ حيث تباع الأسهم في أقصر وقت وبأفضل سعر، وتزداد قيمتها الرهنية بسبب نشر أسعارها في الصحف. ولذلك تفضل الأوراق المالية المدرجة في التسعيرة عما سواها، وتعتبر الأسعار عن حكم السوق على هذه الأوراق، وبفضل التسعيرة يستطيع حملة الأسهم مراقبة الأسعار من يوم إلى آخر³.

وأخيرا وبفضل القيد في البورصة، يستطيع المدخرين الراغبين في شراء الأسهم في البورصة من التعرف على المركز المالي للشركة المقيدة في البورصة⁴.

ثالثا- شروط القيد وإجراءاته

إن عملية قيد الأسهم في البورصة يحكمها مجموعة من الإجراءات القانونية، بالإضافة إلى شروط يلزم توافرها في الشركات المصدرة للأسهم للقيد، تقوم الجهات الرقابية على البورصة بوضعها، تكريسا للأحكام الواردة في التشريعات. والتي تسند للهيئة الرقابية على السوق وضع معايير للقيد ينبغي توافرها في الشركة الراغبة في القيد بالبورصة⁵، ويتضمن القيد عادة -وبصفة عامة- شروطا ينبغي توافرها لضمان كفاءة السوق، وهذه الشروط منها ما يتعلق بعدد المساهمين، ومنها ما يتعلق بحجم رأس مال الشركة المصدرة، وتعد قواعد القيد بمثابة أداة فعالة للرقابة على الشركات في سوق المال

¹ د/أحمد مخلوف، المرجع السابق، ص 780.

² د/أحمد مخلوف، المرجع نفسه، ص 78.

³ أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص 179.

⁴ أ/فتاحي محمد، المرجع نفسه، ص 179.

⁵ الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر هي الجهة المنوطة بما الرقابة على البورصة، وكذلك الحال في فرنسا هناك هيئة الأسواق المالية هي الأخرى منوطة بما الرقابة على شركة البورصة الفرنسية.

من خلال ضوابط تفرضها في هذا الشأن؛ متمثلة بالإفصاحات الدورية عن القوائم المالية وغيرها من الأمور الواجب على الشركة التي تم قيدها في البورصة أن تفصح عنها، وهذا ما يطلق عليه شروط استمرار القيد، وبناء على ما تقدم سوف نقوم بدراسة مايلي:

1- شروط قيد الأسهم في البورصة

يتطلب القانون الجزائري توافر جملة من الشروط لقيد أو إدراج الأسهم في البورصة حتى يتم التعامل فيها في البورصة، وهذه الشروط منها ما هو عام ومنها ما هو خاص؛ فبالنسبة للشروط العامة، يشترط من زاوية أن تكون الشركة المصدرة للأسهم شركة مساهمة سواء كانت عامة أو خاصة¹. ومن زاوية ثانية يشترط أن تقدم الشركة أو المؤسسة تقرير تقييمي لأصولها، يتولى إنجازها عضو من المصنف الوطني للخبراء المحاسبين بخلاف محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير تقييم آخر مسجل قانونا لدى اللجنة، عدا أحد أعضائها².

ومن زاوية ثالثة يجب على الشركة التي تكون سندات رأسمالها موضوع طلب القبول للتداول في القسم الرئيسي أن تكون قد نشرت البيانات المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث السابقة للسنة التي تم خلالها طلب القبول، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك³. كما يشترط أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي سبقت سنة طلب القبول⁴.

وبالنسبة للشروط الخاصة فهي المتعلقة بطبيعة القيم المنقولة المراد قيدها في البورصة، فبالنسبة للأسهم يشترط أن لا يقل رأس مال الشركة المساهمة عن خمسة ملايين دينار (5.000.000.000 دج)⁵.

¹ تنص المادة 41 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة على مايلي: " يقتصر قبول التداول في القسم الرئيسي على سندات رأس المال التي تصدرها شركات المساهمة:....." بينما كانت تنص المادة 30 من نظام لجنة عمليات البورصة رقم 03/97 مؤرخ في 18/11/1997 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 87، مؤرخة في 29/12/1997، معدل ومتمم بالنظام رقم 01/03 مؤرخ في 18 مارس 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج.ر، مؤرخ في 30/11/2003، العدد 73.

" لا تقبل في التداول في البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن الشركات بالأسهم طبقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري ".
² المادة 43 من النظام رقم 04/23 تقضي ب: " على الشركة التي تكون سندات موضوع طلب القبول للتداول في القسم الرئيسي أن تقدم تقريرها التقييمي الذي ينجزه عضو من المصنف الوطني للخبراء المحاسبين بخلاف محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير تقييم آخر مسجل قانونا لدى اللجنة، عدا أحد أعضائها". بينما كانت المادة 32 من النظام 03/97. تقضي ب: " على الشركة التي تكون سندات محل طلب قبول، تقدم تقرير تقييمي لأصولها ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه عدا أحد أعضائها".

³ راجع المادة 42 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة السابق ذكره. بينما كانت تنص المادة 31 من النظام 03/97 على أن: " على الشركة التي تطلب قبول قيمها في التداول في البورصة أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول، ما لم تقرر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، خلاف ذلك".

⁴ المادة 34 من النظام 03/97 تنص: " يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك ".
⁵ المادة 41 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة السابق ذكره.

وأخيرا أن توزع على الجمهور سندات رأسمال تعادل كحد أدنى، مليار دينار (1.000.000.000 دج) موزعة على ما لا يقل عن مائة وخمسون (150) مساهما على أقصى تقدير في يوم الإدخال¹.

وفي التشريع المصري؛ فإن القيد يتم في نوعين من الجداول الرسمية للبورصة والجداول غير الرسمية، فبالنسبة للجداول الرسمية للبورصة فإن طلب القيد يقدم من الشركة، والتي يجب أن تكون من شركات المساهمة ذات الاكتتاب العام، والتي يشترط فيها طرح ما لا يقل عن 30% من مجموع أسهم الشركة على الجمهور، وألا يقل عدد المكتتبين في الأسهم المطروحة عن مائة وخمسين شخص ولو كانوا من غير المصريين.

والجدير بالذكر أن عملية قيد الأسهم في البورصة لغاية التداول تمر بجملة من المراحل، ففي المرحلة الأولى تتم عملية التحضير للدخول إلى البورصة؛ وفي هذه المرحلة يتم اختيار الهيئة الاستشارية التي تساعد الشركة المساهمة في إنجاز عملية التحضير للدخول، يلي ذلك تقديم الملف الرسمي للقبول إلى لجنة عمليات البورصة، بعد اتخاذ قرار الانضمام إلى البورصة من طرف الجمعية العامة للمساهمين².

فبالنسبة لاختيار الهيئة الاستشارية التي تساعد في إنجاز عملية الإدخال، فإن هذه الهيئة تتشكل من الوسيط المالي في عمليات البورصة، وبنك الإدخال، ومكتب خبرة محاسبية لتقييم أصول الشركة، وحافظ الحسابات، وأخيرا وكالة الاتصال.

ويبدو دور الوسيط المالي بالإضافة إلى الدور التقني في تحضير ملف القبول، وكذا المشاركة في تحديد سعر العرض، واختيار تاريخ الإجراء مع الأخذ بعين الاعتبار خصوصيات الشركة وشروط التسويق، بالإضافة إلى تقديم الاستشارة في الشؤون المالية.

والخطوة التي تلي عملية الاستشارة هي تقديم ملف رسمي للجنة، فحسب النصوص التنظيمية للجنة عمليات البورصة فإن الشركة التي ترغب في قيد أسهمها أن الدخول إلى البورصة ينبغي عليها تقديم ملف يتكون مما يلي:

- 1- طلب القبول.

- 2- مشروع مذكرة إعلام للتأشير عليها من قبل اللجنة.

- 3- أن تتم عملية الإدخال بواسطة وسيط في عمليات البورصة الذي يكلف بمتابعة عملية القبول والإدخال³.

¹ تنص المادة 41 من النظام 04/23 على مايلي: "... توزع على الجمهور سندات رأسمال تعادل كحد أدنى، مليار دينار (1.000.000.000 دج) موزعة على ما لا يقل عن مائة وخمسون (150) مساهما على أقصى تقدير في يوم الإدخال". بينما كانت تقضي المادة 44 من النظام 03/97 على: " يجب توزيع سندات رأس المال الموزعة على الجمهور على 300 من رأس المال الاجتماعي وذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير ".

² المادة 17 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

³ المادة 17 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ويتعين على الوسيط المالي المؤهل التأكد من أن الشركة الراغبة في الدخول إلى البورصة تتوفر فيها شروط القبول المنصوص عليها في هذا النظام¹، ويعتبر الوسيط مستشاراً للشركة وعليه القيام بإشعار شركة إدارة بورصة القيم المنقولة برغبته في طلب قبول قيم منقولة في البورصة².

ويقدم طلب القبول في أجل لا يتعدى ستين يوماً (60) قبل التاريخ المحدد للتسعيرة³ في البورصة، والأجل نفسه يمنح للجنة من أجل دراسة ملف القبول، والتي يحق لها طلب إجراء تعديلات عند الحاجة قبل منح التأشيرة، وقد ترفض الطلب إذا رأت أن الشركة المعنية لم تحترم النصوص التشريعية والتنظيمية المقررة.

ويتم قبول الإدخال في البورصة بواسطة مقرر تمنحه اللجنة، هذا الأخير يرسل إلى شركة إدارة البورصة لغاية نشره في الجريدة الرسمية لجدول التسعيرة، وتكون مدة صلاحية المقرر أربعة أشهر (04 أشهر) ويجوز للجنة بناء على طلب الشركة مقدمة الطلب، تمديد صلاحية قرارها لمدة أربعة أشهر إضافية عندما تقدر أن المبررات المقدمة معقولة⁴.

والجدير بالذكر أنه عندما يتم استلام التأشيرة بالقبول، يتعين على الشركة إمضاء اتفاقية مع شركة إدارة البورصة تلتزم بموجبها باحترام كافة القواعد والإجراءات الموضوعة من قبل شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

والمرحلة الثانية لقيّد الأسهم في البورصة تتمثل في عملية إدخال القيم في البورصة، وبعد الحصول على موافقة اللجنة بأن تدرج الأسهم في البورصة، تتولى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة القيام بإجراءات الإدخال، حيث تقوم بإعلام الجمهور بافتتاح إدخال قيمة متداولة، وذلك بواسطة نشر إعلان في النشرة الرسمية المتعلقة بجدول التسعيرة، مع التأكيد على إبراز بعض البيانات وهي⁵:

1- هوية المصدر.

2- الوسيط في عمليات البورصة المكلف بالإدخال.

3- عدد السندات وطبيعتها وخصائصها.

¹ تنص المادة 21 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة على أن: "يجب على الوسيط في عمليات البورصة التأكد من استيفاء الشركة لشروط القبول المنصوص عليها في هذا الفصل".

² المادة 22 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة تقضي بمايلي: "يجب على الوسيط في عمليات البورصة الذي يتصرف كمستشار للشركة، إخطار "ش.إ.ب.ق" برغبته في تقديم طلب قبول قيم منقولة للتداول في البورصة".

³ تنص المادة 23 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة على أن: "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".

التسعيرة هي الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة وغايتها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة وهي تحتوي على معلومات خاصة. راجع شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، د.ط، دار هومة، د.م.ن، 2005، ص44.

⁴ المادة 29 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

⁵ المادة 67 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

4-السعر أو نطاق السعر المقترح حسب الحالة.

5-التاريخ والإجراء المقرر للتسعيرة الأولى.

6-وبصفة عامة كل التوضيحات الضرورية لإعلام الجمهور.

يصدر الإعلان قبل عشرة (10) أيام عمل على الأقل من التاريخ المقرر لأول تسعيرة.

ويتم إدخال الأسهم في البورصة وفق أحد ثلاثة إجراءات¹:

1-إجراء التسعيرة المباشرة.

2-إجراء العرض بالسعر المفتوح.

3-إجراء العرض بالسعر الثابت.

أ-إجراء التسعيرة المباشرة

وهو ذلك الإجراء الذي يسمح لشركة إدارة بورصة القيم المنقولة عندما تكون الأسهم موضوع طلب القبول مملوكة لعدد من المساهمين لا يقل عن إحدى العتبات² المذكورة بنص المادة 41 من النظام رقم 04/23، بتسجيل السند في التسعيرة الرسمية مباشرة للتداول عليها وفق شروط التسعيرة في السوق، ابتداء من سعر إدخال تصادق عليه شركة لإدارة بورصة القيم المنقولة بناء على ظروف السوق³.

ويوضع الإعلان الذي تنشره شركة إدارة بورصة القيم المنقولة عند إدخال قيمة منقولة من خلال إجراء التسعيرة المباشرة على وجه الخصوص⁴:

-تاريخ التسعيرة الأولى.

-سعر الإدخال.

-طريقة تسعيرة القيمة.

¹ المادة 66 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

² تنص المادة 41 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة رقم 04/23 على: " يقتصر قبول التداول في القسم الرئيسي على سندات رأس المال التي تصدرها شركات المساهمة التي:

-تبلغ رسميتها كحد أدنى، خمسة ملايين دينار (5.000.000.000 دج).

-توزع على الجمهور سندات رأسمال تعادل كحد أدنى، مليار دينار (1.000.000.000 دج)، موزعة على ما لا يقل عن مائة وخمسين (150) مساهما على أقصى تقدير في يوم الإدخال.

-يتم تقييم رزمة الشركة والسندات الموزعة على الجمهور، المذكورين أعلاه على أساس سعر الاكتتاب أو الإدخال، عند الاقتضاء".

³ المادة 71 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

⁴ المادة 73 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

وما تجدر الإشارة إليه أخيرا أنه يمكن أن يشمل إجراء التسعيرة المباشرة إتاحة كمية من الأسهم المزمع بيعها في السوق في يوم التسعيرة الأولى وذلك شريطة موافقة شركة إدارة بورصة القيم المنقولة على شروط القبول وتاريخ العملية¹.

ب- إجراء العرض بالسعر المفتوح

وهو ذلك الإجراء الذي يتمثل في عرض عدد معين من الأسهم على الجمهور في يوم الإدخال عن طريق تحديد نطاق سعري².

والجدير بالذكر، أن إعلان الإدخال عن طريق العرض بالسعر المفتوح؛ يحدد شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، وعدد الأسهم المتاحة للجمهور ونطاق السعر المحدد، وكيفيات توزيع الأسهم بين الأمرين وكذلك عند الاقتضاء الشروط الخاصة للإدخال³. وفي مرحلة تالية تتولى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة تجميع أوامر الشراء المرسلة عن طرق الوسطاء في عمليات البورصة وتضمن معالجة هذه العملية⁴.

الملاحظ أن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة لا تقبل إلا أوامر الشراء التي يقع سعرها ضمن نطاق السعر المحدد، وينتج سعر الإدخال من مواجهة أوامر الشراء والبيع مع الأخذ بعين الاعتبار عدد الأسهم المطروحة للبيع هذا من جهة. ومن جهة أخرى؛ لا يمكن أن يكون سعر الإدخال الناتج عن إجراء العرض بالسعر المفتوح أعلى من سعر التوظيف المسبق، عندما يكون جزء من الأسهم موضوع توظيف مضمون من قبل وسيط أو أكثر من الوسطاء في عمليات البورصة⁵. ولا تلي إلا أوامر الشراء التي يكون حد سعرها أعلى من سعر الإدخال بعد تطبيق معامل التخفيض عند الاقتضاء⁶.

ج- إجراء العرض بالسعر الثابت

وهو ذلك الإجراء الذي بموجبه يتم وضع عدد معين من الأسهم تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال بسعر ثابت محدد سلفا⁷. ويتم إدخال الأسهم في ظل هذا الإجراء عن طريق البلاغ المعلن عند الإدخال المتضمن شروط قبول، وتبلغ أوامر الشراء إلى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، وعدد الأسهم الموضوعات تحت تصرف الجمهور من قبل المدخلين، والسعر الثابت المقترح لهذه الأسهم وكيفية توزيع الأسهم بين الأمرين⁸.

¹ المادة 74 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

² المادة 75 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

³ المادة 76 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

⁴ المادة 77 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

⁵ المادة 78 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

⁶ المادة 79 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

⁷ المادة 80 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

⁸ المادة 81 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

وتقوم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بتجميع أوامر الشراء المرسلّة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة، بحيث لا يتم قبول إلا أوامر الشراء المتضمنة لسعر العرض، وفي حالة الموافقة على الأمر فإن سعر التداول يكون السعر المقترح في العرض، ومن ثم فإنه يتم تنفيذ الأوامر وفق طريقة الداخل أولاً أو المنفذ أولاً¹.

وما تجدر الإشارة إليه أنه يحق لشركة إدارة البورصة إجراء عرض عمومي بالبيع بسعر اسمي محدد بناءً على طلب المدخلون، ويشترط في هذه الحالة أن تكون أوامر الشراء اسمية، ولا يجوز للمشتري إصدار إلا أمر شراء واحد يتم إيداعه لدى وسيط واحد في عمليات البورصة².

الفرع الثالث

الإيداع والقيّد المركزي للأوراق المالية

إن القيد والإيداع المركزي يهدف للوصول إلى الحيّزة المركزيّة للأوراق المالية؛ وتحويل التعامل مع الأوراق المالية كي يصبح التعامل من خلال قيود دفترية بدلاً من صكوك ورقية مادية محسوسة ومطبوعة؛ والقيد والإيداع المركزي يؤدي لتسهيل إجراءات البيع والشراء، وبالتالي ينتج سرعة دوران الأوراق المالية في السوق وزيادة معدل السيولة. وهذه الحيّزة المركزيّة يدار عادة بواسطة إدارة متخصصة تكون تابعة للسوق المالية، وتوكل مهام هذه الإدارة في بعض الدول إلى شركات متخصصة³.

ومن الجدير بالذكر أن دور الإيداع المركزي يشابه إلى حدّ ما الدور الذي يقوم به الشهر العقاري والسجل العيني بشأن الملكية العقارية، وإن كان التشبيه مع الفارق في الحالتين⁴.

يعتبر مركز إيداع الأوراق المالية مؤسسة ذات نفع عام لا تهدف إلى تحقيق الربح، ويتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وله بهذه الصفة تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة، والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق أهدافه، ويقوم مركز الإيداع بتسجيل الأوراق المالية، وحفظ ونقل ملكيتها وإيداع هذه الأوراق، وإجراء التقاص والتسوية عليها. ويقصد بإيداع الأوراق المالية؛ توثيق ملكية الأوراق المالية المسجلة والبيانات الخاصة بملكيتها، وتثبيت أي قيود ملكية عليها لدى مركز الإيداع وفقاً لتعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها⁵.

وقد أصدر المشرع المصري قانون 93 لسنة 2000 بشأن الإيداع والقيّد المركزي للأوراق المالية، حيث أوجب المشرع أن تودع لدى شركة الإيداع والقيّد المركزي - التي أنشأها نفس القانون - الأسهم المقيدة في السوق المالية، وجميع

¹ براق محمد، المرجع السابق، ص 389.

² المادة 83 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

³ جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، د.ط، دار النهضة العربية، د.م، ن، 2010، ص 99.

⁴ خالد عبد العزيز بغداداي، المرجع السابق، ص 191.

⁵ د/سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق، ص 67.

الأسهم التي تصدرها أي شركة إذا طرحت أسهما في اكتتاب عام، ويمنع التعامل على الأسهم المودعة إلا عن طريق القيد الدفترى لدى شركة الإيداع والقيد المركزي¹. وقد فرّق المشرع المصري في قانون الإيداع والقيد المركزي رقم 93 لسنة 2000 بين نشاط الإيداع، ونشاط القيد؛ وذلك من خلال الاختصاصات التي منحها لكل نشاط في المادتين الثانية والثالثة من القانون رقم 93 لسنة 2000.

وسوف نلقي الضوء بشيء من التفصيل على نشاط الإيداع المركزي - سبق وأن تطرقنا إلى نشاط القيد المركزي- من خلال العناصر التالي:

أولاً-الإيداع المركزي

إن عمليات بيع وشراء ونقل ملكية الأسهم لم تعد تتم عن طريق تسليم وتسلم السندات المادية لها، وإنما أصبح عن طريق النقل (التحويل) بين الحسابات، وإجراء المقاصة والتسوية من خلال المؤمن المركزي للسندات، بحيث يتمتع التعامل على الأسهم المودعة أو اقتضاء الحقوق المترتبة عليها إلا من خلال القيد المركزي لها، فبمجرد إيداع الأسهم لدى المؤمن المركزي فإن الأسهم تتحول تلقائياً إلى قيود في حسابات دفترية بطريقة آلية، ويتم ذلك عن طريق فتح حساب جاري بين الزبون وفتح الحسابات².

إن نظام الإيداع المركزي يحقق السيطرة الكاملة على الأوراق المالية، من خلال تحويلها من حالتها المادية إلى مجرد قيود دفترية -محاسبية - دون النظر إلى فئاتها وأرقامها، وإنما يكون التعامل على الكميات فقط وفق ما هو مسجل في قاعدة البيانات الخاصة بالإيداع المركزي، حيث تعرف في مصر بشركة الإيداع والقيد المركزي³.

كان الهدف من ظهور نظام الإيداع المركزي هو تلافي العديد من السلبيات التي كانت في نظام التعامل اليدوي السابق للأوراق المالية، والتي كانت تتمثل في المخاطر الكبيرة بسبب تميم التسوية المالية بين المتداولين في السوق، أضف إلى ذلك، عمليات التزوير أو تلف الأوراق المالية، ناهيك عن السرقة والاعتصاب للأوراق المالية، ويؤدي ذلك إلى إلغاء الشكل المادي للأوراق المالية، التي كانت قائمة بعد صدور قانون الإيداع والقيد المركزي المصري رقم 93 لسنة 2000، ويترتب عليه وقف العمل بكثير من الأحكام القانونية المتعلقة بالشكل المادي للأوراق المالية، وذلك باستبدالها أو إصدار فاقد وتالف لها. كما أن نظام الإيداع المركزي يؤدي أيضاً إلى تلافي بقاء دورة الأوراق المالية في السوق؛ وما يكون ذلك إلا بتطبيق نظام التسليم مقابل الدفع بشكل أكثر فعالية⁴.

¹ المادة 12 من القانون 93 لسنة 2000 تنص: "يمنع التعامل على الأوراق المالية المودعة أو اقتضاء الحقوق المترتبة عليها إلا عن طريق القيد الدفترى لدى الشركة. ولا يجوز سحب الأوراق المالية بعد إيداعها إلا في الحالات التي يصدر بها قرار من رئيس مجلس إدارة الهيئة".

² د/أحمد مخلوف، المرجع السابق، ص779.

³ د/أشرف الضبع، المرجع السابق، ص186.

⁴ خالد عبد العزيز بغدادي، المرجع السابق، ص203.

ولقد أثبت الواقع العملي للدول التي أخذت بنظام الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية ما لهذا الأمر من فوائد جمة، وذلك لما يُحقّقه من مزايا لكافة أطراف سوق التداول بالبورصة، سواء الشركات المصدرة، أو المتعاملين بالسوق ببيعاً وشراءً أو شركات السمسرة، فضلاً عما يقدمه من تيسيرات تمكن الجهات الرقابية من مراقبة التداول على الوجه الصحيح.

فإذا كان هذا النظام يحقق مميزات لشركات السمسرة تتمثل في إتمام التسويات المالية في توقيتات ثابتة وبأسلوب محدد، فضلاً عن تقليل المخاطر التي تصاحب عملية نقل الأسهم من مكان إلى آخر، وكذلك تقليل المخاطر الناتجة عن التعامل المباشر مع شركة سمسرة أخرى، فإنه يوفر - أيضاً - للشركات المصدرة بيانات دقيقة عن المساهمين، وما يرتبط بذلك من سهولة تنفيذ العمليات المقررة على الأسهم من قبل الشركات المصدرة كصرف الأرباح، وتوزيع أسهم مجانية، زد على ذلك أن هذه الشركات المصدرة لن تصدر صكوكاً للأسهم، وهذا يوفر - بالطبع - نفقات كثيرة كانت تدفع عن طباعة هذه الأسهم¹.

وبذلك يتضح أن نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية؛ تهدف إلى تجميع الأوراق وحفظها مركزياً، والتعامل عليها من خلال قيود دفترية أو إلكترونية، وليس من خلال صكوكها الورقية، حيث يفتح حساب أوراق مالية لكل مودع يقيد فيه ما يملكه من أوراق، ويتم إرسال كشف حساب يبين رصيد ما يملكه من الأوراق المالية المودعة في الحساب بصفة دورية أو بناء على طلبه، وعند قيام المودع ببيع بعض أوراقه المالية، فإن ذلك يتم عن طريق النقل من رصيد حسابه إلى رصيد حساب المشتري، دون حاجة إلى تسليم وتسليم الصكوك المادية للأوراق المالية محل العملية².

1- التكييف القانوني لعقد الإيداع المركزي للأوراق المالية

إن نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية زاد من صعوبة تكييف عقد الإيداع الذي يتم على أساسه، حيث إن الصعوبة تتمثل في فقدان الأوراق المالية لكيانها المادي، حيث إنها لم تعد أشياء معينة بذاتها كما كانت من قبل يجب أن ترد بعينها، بل تحولت إلى مثليات تحل محل بعضها البعض، ويعتبر المودع مسلم للأوراق المالية من خلال القيد الدفترية، ففي هذا النظام تكون التسوية من خلال القيد الدفترية³.

وفقهاء القانون منقسمون لعدة آراء حول تكييف عقد الإيداع المركزي، فمن فقهاء القانون من يرى أن ودیعة الأوراق المالية بنظام الإيداع المركزي؛ هي ودیعة صكوك من نوع خاص تخضع لأحكام عقد ودیعة الصكوك الواردة في

¹ د/خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص 187.

² د/عاشور عبد الجواد عبد الحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 138.

³ د/هشام فضلي، المرجع السابق، ص 35.

قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999، فضلا عن أحكام قانون الإيداع والقيود المركزي رقم 93 لسنة 2000 ولائحته التنفيذية¹.

ومن فقهاء القانون من يرى أن عملية الإيداع بنظام الإيداع المركزي، ما هي إلا التزام رتبته القانون بمقتضى نصوص خاصة، أوردها في قانون الإيداع والقيود المركزي، يبتغي منها المشرع تحويل الأوراق المالية المادية إلى قيود دفترية وفق نظام خاص ابتكره المشرع بموجب نصوص قانونية، أنشأ بموجبها التزام قانوني وبين بها أركانه وأحكامه. واستند هذا الرأي فيما ذهب إليه إلى أن عملية الإيداع للأوراق المالية بنظام الإيداع المركزي؛ لا تخضع لأحكام عقد ودیعة الصكوك الواردة في قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999، لاختلاف طبيعة وخصائص نوعية الإيداع، فنظام الإيداع المركزي يقصد به الوصول للحيازة المركزية للأوراق المالية بحفظها لدى شركة الإيداع المركزي، والقانون مصدر مباشر لهذا الالتزام، فهذا النوع من الالتزامات التي نشأت بواسطة القانون تسري عليها النصوص القانونية التي أنشأتها. والسبب الآخر هو أنه بعد فقدان الكيان المادي للأوراق المالية لم يعد ممكنا تكييف عقد الإيداع على أنه عقد ودیعة، والسبب في هذا هو انعدام الالتزام بالحفظ والرد فهما أهم ما يميز عقد الوديعة، فالقيود هي سند حق أصحابها وليس الدعامات الورقية. والسبب الثالث هو انحصار دور عضو الإيداع المركزي؛ بحيث أصبح دوره مقتصرًا على قيد الأوراق المالية في الحساب، وإدارة هذا الحساب وتنفيذ أوامر العميل بشأنه، في ضوء ذلك فهو ودیعة في أوله عند تسلم الأوراق المالية من العميل، ووكالة عند القيام بالإجراءات اللازمة لدى جهة الإيداع المركزي لتحويل الأوراق المالية إلى قيود حسابية، وإدارة في حال مسك حسابات العميل، وإدارة محفظته والتعامل عليها لحساب العميل².

وجمهور الفقه، يؤيد القول في أن تكييف عملية الإيداع بنظام الإيداع المركزي؛ هو التزام رتبته القانون بموجب نصوص قانونية، استحدثها المشرع من أجل نظام الإيداع المركزي خصيصا. وذلك للأسباب الآتية:

- إن الإيداع المركزي للأوراق المالية يقصد به الوصول للحيازة المركزية للأوراق المالية؛ بتحويلها لقيود حسابية لكي يسهل عملية تداولها، ومراقبة جميع عمليات التداول، وتلافي سلبيات الدعامات المحسوسة للأوراق المالية، حيث إن التعامل يتم على كميات الأسهم فقط، دون النظر إلى فئات الأسهم أو أرقامها³.

- إن أهم ما يميز عقد الوديعة؛ هو الحفظ والرد لذات المودع، وبعد فقدان الدعامة المحسوسة، حيث أن الوثائق التي تصدرها شركة الإيداع تحل محل صكوك الأوراق المالية في التعامل، والتي عادة ما كانت تستعمل، وتحمل أرقاما متسلسلة، فقد أضحي ذلك غير ممكن في ظل نظام الإيداع المركزي أصبح والسبب يرجع للتحويل إلى القيود الحسابية¹.

¹ د/أشرف الضبع، المرجع السابق، ص190.

² د/أشرف الضبع، المرجع السابق، ص190.

³ د/عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص185.

- إن دور عضو الإيداع المركزي ما هو إلا قيد الأوراق المالية في الحساب، وإدارة هذا الحساب وتنفيذ أوامر العميل بشأنه. وهذا الدور يخرج عما يقوم به المودع لديه، فالعقد في نظام الإيداع المركزي هو عقد ذو طبيعة خاصة؛ يتضمن عدد من العقود فقد يكون مثل عقد الوديعة في أوله².

2-التزام البنك بالحفظ المادي والقانوني للسندات

مادامت الأسهم قد تحولت إلى حسابات فمن الضروري إسناد مهمة حفظ هذه الحسابات إلى وسيط مالي مرخص له بذلك تأميناً لسلامة وصحة القيود التي تجري في هذه الحسابات³. ولا يجوز لغير البنوك أن تمارس نشاط ماسك الحسابات، وتتم عملية التحويل المصرفي عن قيود يجريها البنك للأمر، تجري القيود اللازمة ويترتب على إجراء التحويل المصرفي أن تبرأ ذمة العميل المدين إزاء العميل الدائن⁴.

أما في فرنسا يتولى عملية الإيداع المركزي للأسهم شركة تسمى شركة المهن المختلطة لمقاصة القيم المنقولة Société Interprofessionnelle pour la compensation de valeurs (S.I.C.O.V.A.M)

Mobiliers، إذ يتم إيداع الأسهم في السيكوفام، وفقاً للتنظيم الوارد بالمرسوم 4 أوت 1949 على درجتين: ذلك أن مالكي الأسهم يدخلون في إيداع أوراقهم المالية لدى مؤسسة مالية عضو في السيكوفام ' بنك - شركة سمسة - أمناء الضبط)، ثم تقوم هذه المؤسسة بإيداعها في الحساب الجاري الذي فتح باسمها في السيكوفام⁵.

فالحفظ هو الالتزام بالحفظ المادي للقيود الحسابية والحفظ القانوني لها لما تمثله تلك القيود من حقوق للعميل، ويلتزم حافظ الحسابات باتخاذ كافة الإجراءات والتدابير التي تكفل حماية حقوق العميل، وإعمالاً للالتزام بالحفظ يتعين على حافظ الحسابات؛ عدم استعمال الحقوق الناشئة عن الأسهم للعملاء إلا بإذن خاص منهم⁶.

وبذلك تقضي المادة 11 من النظام 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات على أنه: " يجوز لماسك الحسابات - الحافظ - أن يستخدم السندات المقيدة في حسابات والحقوق المرتبطة بها، ولا يجوز له أن يحول ملكيتها دون موافقة صريحة من صاحبها"⁷.

¹ د/هشام فضلى، المرجع السابق، ص75.

² د/هشام فضلى، المرجع نفسه، ص35.

³ هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيد المركزي وفقاً لقانون 95 لسنة 2000، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، قسم القانون التجاري، جامعة القاهرة، 2007، ص362.

⁴ هوداف بهية، المرجع السابق، ص95.

⁵ ذكرى عبد الرزاق محمد، التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، د.ط، دار الجامعة الجديدة، د.م، ن، 2015، ص110.

⁶ هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص378.

⁷ النظام 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات المؤرخ في 2003/03/18، ج.ر، الصادرة بتاريخ 2003/11/03، عدد 73.

أما في القانون الفرنسي فقد اتخذت احتياطات عديدة لكي يتمكن العميل من قبول الإيداع وهو على علم تام بنظام الإيداع المعروض عليه، فعلى أعضاء السيكونفام (البنك) أن يعلنوا عملائهم بموجب إعلانات توضع في كل فروع البنك بأنه صاحب حساب في السيكونفام، وأنه سيقوم بإعادة إيداع أوراق العميل في هذا الحساب، وأن تتضمن هذه الإعلانات ما يفيد أنه ليس من حق هؤلاء العملاء بعد مرور خمسة أيام على الإيداع، الاعتراض على إيداع أوراقهم المالية في الحساب الجاري، إلا أنه بالرغم من ذلك فإن الذي كان يجري عليه العمل هو أن العميل الذي يودع أوراقا مالية - أسهم - لدى مؤسسة عضو في السيكونفام كان يفترض لديه - قانونا - أن يقبل الإيداع في الحساب الجاري المفتوح باسم العضو في السيكونفام، وهذا الافتراض كان من شأنه أن يعطي تفسيراً واسعاً لتطبيق هذا النظام¹.

فمالك السهم الاسمي أو السهم لحامله يمكنه إيداع السهم لدى عضو في السيكونفام؛ يتولى تأمين حفظه وإدارته حسب تعليمات المالك، وهذا ما أخذ به المشرع في المادة 11 من النظام 02/03 السالف الذكر، فتحويل ملكية الأسهم من حساب إلى آخر لا يتم إلا بعد موافقة صريحة من صاحبها.

كما أن الأسهم لا تأخذ شكلها القانوني إلا بقيدها حسابيا، ويجرى التعامل على تلك القيود الممثلة لحق العميل سواء برهنها أو بيعها أو التصرف فيها بأي شكل، أما استرداد السهم وقيام العميل بإرادته بذاته فهو غير موجود بعد صدور قانون الإيداع المركزي إلا إذا تعلق الأمر بالأسهم المادية².

3-الشروط الواجب توافرها في ماسك الحسابات

اشتراط القانون على ماسكي الحسابات ضرورة الانخراط في المؤتمر المركزي وشرط التأهيل، تتم دراسة هذه العناصر على النحو التالي:

أ-بالنسبة للانخراط

الجدير بالذكر أنه وفقا للمادة 6 من النظام 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، فإنه يمكن أن ينخرط في المؤتمر المركزي مايلي:

- البنوك والمؤسسات المالية

- الوسطاء في عمليات البورصة

-المختصون في قيم الخزينة العامة المرخص لهم ممارسة النشاط

- الأشخاص المعنويون المصدرون لسندات مقبولة في عمليات المؤتمر المركزي

- كل المؤسسات الأخرى الجزائرية والأجنبية التي تشبه نشاطاتها النشاطات التي تمارسها المؤسسات المذكورة أعلاه.

¹ذكرى عبد الرزاق محمد، المرجع السابق، ص111.

²هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص378.

ويتم قبول الانخراط لدى المؤتمن المركزي عن طريق عقد اتفاقية ما بين البنك والمنخرط -تحدد هذه الاتفاقية على الخصوص واجبات ومسؤوليات كل من المؤتمن المركزي، والمنخرط وكذا تعريفات الخدمات وكيفية التسديد -إضافة إلى تقديم ملف إداري يتضمن بالخصوص:

- طلب القبول

- أسماء الأشخاص المؤهلين للتعامل مع المؤتمن المركزي

- نسخة من القانون الأساسي.

ب- بالنسبة للتأهيل

بالرجوع لأحكام المادة 5 من النظام 02/03 نجد أن المنخرط يلتزم بتقديم طلب التأهيل إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، واشترط القانون على طالب التأهيل أن يكون حائزا على شهادة التعليم العالي، وضرورة الخبرة الكافية لمباشرة النشاط، وتبث اللجنة في طلب الملتزم في أجل شهرين بعد إيداع الملف، ويلتزم طال التأهيل بدفتر شروط من طرف اللجنة¹.

وبالرجوع إلى النظام 01/03 فإن المؤتمن المركزي يتولى فتح حسابات جارية إلى المنخرطين، ويرمز إلى الحساب الجاري برمز المنخرط، غير أن الحساب الجاري يمكن تجزئته إلى حسابات منفصلة، فهناك حساب أسهم لحاملها إذا كان المنخرط يحوز أسهم لحاملها، وحسابات أسهم اسمية إذا كان المنخرط يحوز أسهم اسمية².

4- تكييف نقل ملكية الأسهم وفق نظام القيد المركزي

يبيّن المشرع من خلال المادة 715 مكرر 37 من القانون التجاري الجزائري، أن الأسهم يمكن أن تأخذ شكلين إما مادي ملموس؛ وهو ما يعبر عنه بتداول الأسهم في شكلها التقليدي، أو بإزالة كيانها المادي وتحويلها عن طريق مجرد

¹ المادة 5 من النظام 02/03 تقضي بما يلي: " يجب على المؤسسات التي تلتزم التأهيل بصفة ماسك الحسابات - حافظ السندات أن تقوم بالخصوص بما يأتي:

-تقديم طلب تأهيل إلى اللجنة

-الالتزام باحترام دفتر الشروط المشار إليه في المادة 8 أعلاه

-تعيين مسؤول مكلف بنشاط مسك الحسابات - الحفظ المحددة من طرف اللجنة

-تعيين مسؤول مكلف بنشاط مسك الحسابات - حفظ السندات حائز على شهادة في التعليم العالي ويتوفر على تجربة مهنية كافية "

² تنص المادة 20 من النظام 01/03 على أنه: " يفتح المؤتمن المركزي حسابا جاريا أو أكثر من السندات لكل مؤسسة قبل انخراطها. ويرمز إلى كل حساب جار برمز المنخرط المخصص له.

يجزأ الحساب الجاري للمنخرط إلى حسابات منفصلة فيما يخص كل قيمة من القيم المحازة. وعندما يحوز المنخرط سندات يكون جزء منها لحاملها وجزء منها اسميا، فإن الحساب يجزأ إلى حساب سندات لحاملها وحساب سندات اسمية.

وتقيد في الحسابات الجارية للمصدرين الأرصدة من السندات الاسمية التي أسند صاحبها مهمة إدارتها إلى المصدر نفسه.

وتسجل الحسابات الجارية لماسكي الحسابات - الحافظين الأرصدة من السندات لحاملها والسندات الاسمية التي أسند صاحبها مهمة إدارتها إلى ماسك الحساب - الحافظ - "

القيد في الحساب. وما يؤكد أيضا إلغاء مادية الأسهم كذلك المادة 19 مكرر 1 من قانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي جاء نصها كالتالي: " عندما يستخدم مصدر السندات سواء كانت الدولة، أو الجماعات المحلية أو هيئة عمومية، أو شركة ذات أسهم، حق إصدار سندات مقيدة في الحساب، لا يمكن أن تسجل السندات لحاملها إلا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات ".

من خلال هذه المادة يتضح لنا أن المشرع الجزائري أكد على الطابع المادي للأسهم لحاملها، وبوجوب قيدها لدى المؤمن المركزي للسندات، هذا الأخير يعمل على تجميع الأسهم وتحويلها إلى حسابات في قيود دفترية، تنتقل بمجرد تسجيلها في حساب المشتري.

والجدير بالذكر أن الفقه والقضاء الفرنسي؛ أخذ ولمدة طويلة بقاعدة هامة، وهي قاعدة الأثر الناقل لعقد التداول على اعتبار أن نقل ملكية الأسهم يتم بمجرد التعاقد، غير أن الأثر الناقل للعقد لا ينسجم مع آليات التعاقد والتنفيذ في سوق القيم المنقولة، الأمر الذي يفضي إلى العديد من الآثار السلبية للتعاملات، لذا تدخل المشرع الفرنسي بتعطيل قاعدة الانتقال الفوري للملكية؛ حيث أضاف مادة جديدة في قانون 03 جانفي 1983، ومن خلال هذه المادة لم تعد الملكية تنتقل بمجرد العقد، وإنما من تاريخ القيد في الحساب¹.

والمعلوم أن هذا ما أخذ به المشرع الجزائري من خلال المادة 13 من النظام 01/03 المتعلق بالمؤمن المركزي (يتم قبول السندات بقوة القانون عندما تكون مسجلة في سوق مقننة جزائرية، ولا تكون قابلة للتحويل إلا عن طريق التسجيل في حسابات، بموجب القانون أو الأحكام القانونية الأساسية أو عقد الإصدار).

الفرع الرابع

الالتزام بالشفافية والإفصاح ونطاق تطبيقه

يستلزم التعامل في بورصة الأوراق المالية مهارة وقدرة على استخدام التنبؤات القائمة على الدراسة، والبحث والتشخيص الناجح للأوضاع. ويتوقف نجاح التعامل بالأوراق المالية في البورصة على عدة عوامل منها: القدرة على التحليل لأسعار الأوراق المالية خلال الفترة السابقة، والقدرة على التنبؤ بما سيكون عليه الحال في المستقبل، بالإضافة إلى المتابعة والرصد الفوري لحركة أسعار الأوراق المالية، والوقوف على مدى استعداد الأطراف فيها للبيع والشراء، ومن ثم معرفة اتجاهات التعامل والأسعار². وعلى ذلك، يمكن القول بأن تعامل أي مستثمر في سوق الأوراق المالية يتركز بصفة

¹ هوادف بهية، المرجع السابق، ص 97.

² د/ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، د.ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 7.

أساسية على مدى توافر المعلومات الدقيقة، مع سرعة الحصول عليها بتكلفة منخفضة ليتمكن من اتخاذ قراره بطريقة صحيحة.

لذا فإن من أهم المقومات التي تؤدي إلى نجاح أي بورصة في العالم نشر الوعي والإدراك بكيفية التعامل فيها، فضلا عن نشر المعلومات والإفصاح الكامل في السوق، حيث تعتمد درجة كفاءة بورصات الأوراق المالية على قدر ما توفره من معلومات للمستثمرين فيها، وذلك كله في إطار من العدالة والمساواة في كنف رقابة يقظة وصارمة¹.

والجدير بالذكر أن نشر المعلومة في حد ذاته لا يكفي لتحقيق هذه الكفاءة المطلوبة؛ إذ إن أسلوب عرض وصياغة هذه المعلومات، بالإضافة إلى توقيت نشرها هو أمر في غاية الأهمية لتحقيق الشفافية المنشودة.

ويتوجب الالتزام بمبدأ الشفافية والإفصاح وتطبيقه من قبل جميع الأطراف المشاركة في العمليات، التي تتم في سوق الأوراق المالية ابتداء من المتعامل، وانتهاء بالجهات المشرفة والرقابية على هذا النشاط، بشكل يعزز الدور الرقابي للبورصة من جهة، ويعمل على توفير الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية المدرجة فيها من جهة أخرى².

وتؤكد كافة التشريعات المنظمة لأسواق رأس المال على وجوب الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح، وتحديد مضمونه ونطاق تطبيقه.

وبناء على ما سبق، تعد الأوراق المالية محلا لعمليات التداول التي يقوم بها العملاء في سوق الأوراق المالية، وكذلك تعد المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في هذه السوق محلا للالتزام بالشفافية والإفصاح. لذلك كان لزاما علينا أن نتناول ابتداء مفهوم الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات، ثم بيان مفهوم المعلومات وأهميتها في بورصة الأوراق المالية، وذلك على النحو التالي بيانه:

أولا- مفهوم الالتزام بالشفافية والإفصاح

نتناول توضيح مفهوم هذا الالتزام من خلال بيان المقصود بمصطلح الشفافية والإفصاح، ونشأة هذا الالتزام وأهميته ومشكلاته، والتمييز بينه وبين ما يشابهه بمن مفاهيم، وأثر حسن النية في الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات كما يلي:

¹ د/ أحمد الباز، المرجع السابق، ص100.

² هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص388.

1-تعريف الشفافية في اللغة

لشفافية في اللغة: مالا يحجب ما وراءه، وشفوفاً: رق حتى يرى ما خلفه، (الشف): ستر رقيق يستشف ما وراءه.

2-الشفافية في الاصطلاح

يقصد بالشفافية في المعنى الاصطلاحي قيام الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات، والبيانات المتعلقة بنشاطها، ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها، وعدم حجب المعلومات، فيما عدا تلك التي يكون من شأنها الإضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها، مثل أسرار الصناعة والعلاقات مع الموردين وغير ذلك. وتعتبر الشفافية حقاً دائماً يتمتع به المساهمون ومن في حكمهم من الممولين والدائنين¹.

وعُرفت الشفافية كذلك بأنها؛ قيام الشركات والجهات بتوفير البيانات والمعلومات والتقارير للمساهمين والمستثمرين، والقائمين على سوق الأوراق المالية، وفقاً لمركز مالي حقيقي يمكنهم من تحديد النشاط الحالي والمستقبلي للشركة، أو الجهة من خلال تحديد اقتصاديات العمليات التي تجريها، مع بيان الإيضاحات اللازمة لهذه المعلومات والبيانات والتقارير، وفقاً لمعايير محاسبية سليمة معترف بها، مع حق الشركة أو الجهة في حجب المعلومات والبيانات التي يكون من شأنها تمكين الغير من الاطلاع عليها الإضرار بمركز الشركة أو الجهة².

3-تعريف الإفصاح في اللغة

يقال فصاحة الرجل: بمعنى انطلق لسانه بكلام صحيح واضح، (أفصح الصبح) بمعنى بدأ ضوءه وظهر، ويقال أفصح الأمر بمعنى وضع، والفصاحة بمعنى البيان.

4-الإفصاح في الاصطلاح

ويقصد به إتباع ساسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع. فالإفصاح يعني ليس فقط مجرد توفير البيانات والمعلومات والسماح بالاطلاع عليها، كما سبق بالنسبة للشفافية، وإنما يراد بالإفصاح هو أن تتعهد الشركات بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية، وكذلك في الحالات الاستثنائية، إلى الجهات الرقابية مثل البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية؛ بل وتلتزم أيضاً أن تحملها إلى علم المساهمين، وإلى كافة الجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين. ويعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد

¹ذكرى عبد الرزاق محمد، المرجع السابق، 120. وكذلك: أ/ إسماعيل محمد علي عثمان، المرجع السابق، ص218.

²هوادف بحية، المرجع السابق، ص103.

القوائم المالية، وهذا يعني أن تشتمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها على كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع؛ لتجنب تضليل الأطراف المهتمة بالمشروع¹.

ونرى أنه يقصد بالإفصاح نشر البيانات والمعلومات والتقارير، والإعلان عنها ووصولها للمساهمين والمستثمرين والقائمين على سوق الأوراق المالية وغيرهم، وحملها إلى علمهم بالوسائل المختلفة التي تمكنهم من الاطلاع عليها بصفة دورية، وفي الحالات الاستثنائية الطارئة التي تتعرض لها الشركة أو الجهة المتعلقة بها هذه البيانات والمعلومات والتقارير.

ثانياً-المعلومات والبيانات الواجب تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية عليها في إطار سوق الأوراق المالية

حقيقة أن واجب الإفصاح لا يقتصر فقط على جملة من البيانات والمعلومات في المرحلة المتعلقة بسوق التداول (البورصة)، وإنما يمتد نطاق الإلزام القانوني بالإفصاح والشفافية للمرحلة السابقة على تداول الأسهم في بورصة الأوراق المالية، وهي مرحلة الاكتتاب في الأسهم عند تأسيس الشركة، وعلى ذلك يمكن القول بأن هناك ثمة إفصاح سابق على مرحلة قيد الأسهم في البورصة، وإفصاح لاحق على قيد الأسهم في البورصة (سوق التداول) وفيما يلي عرض لهاتين المرحلتين على النحو التالي:

1-الإفصاح السابق على قيد الأسهم في البورصة

يطبق مبدأ الإفصاح والشفافية السابق على طرح الأسهم للتداول في البورصة، وذلك لتمكين الجهات ذات الصلة من الاطلاع والإحاطة بالمعلومات عن الشركة أثناء التأسيس؛ أي في مرحلة الاكتتاب في الأسهم في سوق الإصدار. حيث أن المشرع المصري لم يجز لأي شركة ما في اكتتاب عام للجمهور، إلا بناء على نشرة اكتتاب معتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية يتم نشرها في صحيفتين واسعتي الانتشار تكون إحداها على الأقل باللغة العربية².

فبعد صدور قرار من السلطة المختصة بتأسيس الشركة يقوم المؤسسون خلال مدة معينة في بدء مرحلة الاكتتاب، وفي المرحلة سالفة الذكر يعمل المؤسسون على إعداد نشرة الاكتتاب، والتي تعتبر المستند القانوني الذي يتضمن معلومات وبيانات محددة، من أجل تسهيل اتخاذ القرار على المستثمر المحتمل في التداول على أسهم هذه الشركة، ومما تجدر الإشارة إليه في هذا السياق أن المشرع المصري وفقاً لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 وضع التزاماً على مؤسسي الشركة بالمبادرة بإخطار الهيئة العامة للرقابة المالية برغبتهم بإصدار الأسهم وغير ذلك من الأوراق المالية،

¹ د/ أحمد الباز، المرجع السابق، ص120.

² المادة 4 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992.

وهذا الإخطار يعد إفصاحا في هذا الخصوص للجهة الرقابية، ويجب أن تحرر نشرة الاكتتاب وفقا للنماذج التي تعدها الهيئة¹.

وحددت المادة 42 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، البيانات الواجب نشرها عند الدعوة للاكتتاب العام في 16 بندا تهدف في مجملها إحاطة الجمهور على نحو كاف بمعلومات عن الشركة وأسهمها؛ وذلك فيما يتعلق بعددها وأنواعها، وما تمنحه من حقوق سواء عند توزيع الأرباح أو عند التصفية والباقي من رأس المال فيما؛ إذ كان الاكتتاب العام عن جزء من رأس مال الشركة، وغير ذلك من المعلومات التي توضح للجمهور تاريخ بدء وانتهاء الاكتتاب والجهة التي سيتم بواسطتها، إنما هنالك من البيانات التي يمكن على ضوءها اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة من عدمه.

2-تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية اللاحق ل قيد الأسهم في البورصة

وحقيقة الأمر أن المرحلة التي نحن بصددنا تتعلق بالمعلومات الواجب الشفافية والإفصاح فيها ذات الصلة بسوق التداول (البورصة)، فبعد أن يتم قيد الأسهم في البورصة تبدأ مرحلة من تاريخ هذا القيد وهي مرحلة التداول، وقبل أن نبحت في متطلبات الإفصاح في مرحلة التداول، آثرنا أن نعرض لما تطلبه المشرع المصري من أن تقوم الشركة التي قيدت أسهمها في البورصة؛ أن توافي الأخيرة ببعض المستندات والوثائق والبيانات، وهي الوثائق الخاصة بالتعديلات التي أدخلت على نظامها، وذلك في خلال مدة خمسة عشر يوما من تاريخ سريان هذه التعديلات، بالإضافة إلى صورة من الميزانية والقوائم المالية، وأسماء أعضاء مجلس الإدارة والتقارير التي يعدها هذا الأخير، أو التي يعدها مراقب الحسابات في الشركة ضمن مدة خمسة عشر يوما من تاريخ إقرارها، وكذلك بيان نصف سنوي يتضمن قيمة مساهمات أعضاء مجلس إدارة الشركة والعاملين لديها، وأسماء المساهمين الذين يملكون 10 على الأقل من أسهمها²، والواقع في الأمر إن الحديث عن مبدأ الإفصاح والشفافية وتطبيقها في مرحلة ما بعد قيد الأسهم في البورصة؛ يتضمن بحث العديد من الموضوعات يمكن

¹ المادة رقم 4 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، والمستبدلة بالقانون رقم 123 لسنة 2008، الجريدة الرسمية، العدد 23 مكرر أ في 2008/6/9، حددت البيانات الواجب الإفصاح عنها على النحو التالي: أ-غرض الشركة ومدتها.

ب-رأس المال المصدر والمدفوع.

ج-مواصفات الأسهم المطروحة، ومميزاتها، وشروط طرحها.

د-أسماء المؤسسين، ومقدار مساهمة كل منهم، وبيان الحصص العينية (إن وجدت).

ه-خطة الشركة في استخدام الأموال المتحصلة في الاكتتاب في الأسهم المطروحة، وتوقعاتها بالنسبة لنتائج استخدام الأموال.

و-أماكن الحصول على نشرة الاكتتاب المعتمدة من الهيئة.

ز-أية بيانات تحددها اللائحة التنفيذية.

² المادة 87 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992.

تقسيمها إلى عدة فقرات فرعية، منها ما يتعلق بالإفصاح الفوري أو الدوري عن المعلومات والبيانات في البورصة، وكذلك الإفصاح عن هيكل المساهمين، وغير ذلك من الموضوعات ذات الصلة التي سنتحدث عنها تباعا على النحو التالي بيانه:

أ- الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المالية

ويقصد به الإفصاح عن التقارير والبيانات والمعلومات، والقوائم المالية الدورية التي بطبيعتها لا تؤثر بشكل مباشر أو في ذات وقت الإعلان عنها في سعر الأسهم، وهذا الإفصاح من الواجبات المقررة على الشركات المقيمة في البورصة طبقا للقوانين التي تنظم أسواق الأوراق المالية على النحو التالي بيانه:

فوفقا لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 يجب على كل شركة طرحت أسهمها في اكتتاب عام مقيمة أم غير مقيمة بالبورصة أن تقدم على مسئوليتها إلى الهيئة العامة للرقابة المالية تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها، على أن تكون هذه التقارير متضمنة على بيانات تظهر بوضوح عن المركز المالي الصحيح للشركة؛ على أن تكون كل من الميزانية والقوائم المالية معدة وفقا للمعايير المحاسبية، وقواعد المراجعة المعتمدة في هذا الشأن، على أن تخطر الهيئة المذكورة آنفا بالإضافة إلى تقرير مجلس الإدارة ومراقب الحسابات قبل شهر من التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العامة¹.

ومما تقدم نستنتج أنه ضمانا لحقوق المساهمين والمتعاملين في أسهم الشركة المقيمة بالبورصة؛ ألزم المشرع المصري هذه الشركات بتقديم القوائم المالية السنوية والحسابات التابعة لها، كالأرباح والخسائر إلى جانب الإفصاح عن البيانات الواجب نشرها بدقة في قوائم مالية دورية كل ثلاثة أشهر؛ أي أن الإفصاح يشمل على معلومات مرحلية كل ثلاثة أشهر أو دائمة أي كل سنة. وتقوم البورصة بإعداد الملفات الخاصة بكل شركة على حدة. وفي هذا السياق تجدر الإشارة إلى أن المشرع المصري ألزم البورصة بإخطار الهيئة العامة للرقابة المالية، بموجب تقارير دورية عن حركة التداول بشكل يومي ونصف شهري وسنوي².

وتبدو الأهمية في الإفصاح عن تلك المعلومات والبيانات لغرض الوقوف على الواقع الفعلي للمنشأة، وبيان مركزها المالي ومدى قوتها وخططها وبرامجها المستقبلية في ضوء مسيرة الشركة خلال حقبة زمنية معينة.

ب- الإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية المؤثرة في أسعار الأسهم

تواجه الشركات المصدرة للأسهم أثناء مباشرتها لنشاطها بعض الظروف والأحداث؛ سواء كانت أحداثا إيجابية أم سلبية بشكل تكون فيها مؤثرة في المركز المالي والاقتصادي لهذه الشركات، وبالتالي في أسعار أسهمها المتداولة في البورصة انخفاضاً وارتفاعاً تبعاً للحالة التي تواجهها. ونظرا للتأثير الفعال لتلك الأحداث في المركز المالي للشركات المصدرة،

¹ المادة 1/6، 2 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992.

² المادة 111/ 2 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

وبالتالي في أسعار أسهمها، فقد درجت التشريعات المنظمة للبورصة على إلزام تلك الشركات بالإفصاح عن تلك الأحداث، ضمانا للشفافية في بورصة الأوراق المالية، وفي وقت حدوثها دون أي تباطؤ في الإفصاح عنها¹.

ب-1- مضمون الإفصاح عن المعلومات

أكد القانون المصري وغيره من القوانين المقارنة على واجب الشركات المقيدة بالبورصة بالإفصاح الفوري عن المعلومات المؤثرة، المتعلقة بأحداث جوهرية طارئة، وأن تزود البورصة بها قبل الإعلان عنها، ونشرها لكي تقوم البورصة بالنشر فور ورودها على مسؤولية الجهة المرسله.

وقد جاء التأكيد على إلزام الشركات المقيدة بالبورصة بالإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية في الفقرة الأخيرة من المادة السادسة لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، وتعرض المشرع المصري في هذه المادة المذكورة آنفا لماهية الأحداث الجوهرية الطارئة دون أن يحدد هذه الظروف؛ بمعنى أنه وضع شرطين حتى توصف هذه الظروف بأنها جوهرية وطارئة، ومن ثم واجب الإفصاح والنشر؛ وهي أن تكون هذه الظروف مؤثرة في نشاط الشركة أو في مركزها المالي، ومما يعني أنه لا يقع على الشركة المقيدة بالبورصة واجب الإفصاح والنشر، حتى لو واجهت ظروف طارئة ما دامت غير مؤثرة في نشاط الشركة أو مركزها المالي².

وقد وضعت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 المقصود بالمعلومات والأحداث الجوهرية؛ بأنها تلك التي لها تأثير ملموس على الأسهم المطروحة أو القابلة للتداول، أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق، وتصبح المعلومة الجوهرية معلنة، عندما يتم إتاحتها لجمهور المتعاملين، وفي وقت واحد وبذات الطريقة أي عن طريق البورصة وفقا للقواعد والإجراءات الحاكمة والمنظمة للإفصاح بالبورصة. ومما يمكن القول إن المعلومة الجوهرية هي أية واقعة أو معلومة لها تأثير في قرار المستثمر في الأسهم؛ من حيث الشراء للأسهم أو الاحتفاظ بها أو بيعها.

المطلب الثاني

القيود القانونية الواردة على تداول الأسهم

على الرغم من أن المساهم في شركات المساهمة له مطلق الحرية في تداول أسهمه متى شاء يبيعا أو شراء، إلا أنه رؤى لاعتبارات معينة إيراد بعض القيود على حرية تداول أسهمه، وتختلف هذه القيود باختلاف الهدف منها. حيث ذكرنا فيما سبق أن مبدأ قابلية الأسهم للتداول يعد من الخصائص الأساسية التي تتميز بها شركات المساهمة، والتداول هو

¹ إسماعيل محمد علي عثمان، المرجع السابق، ص 226.

² إسماعيل محمد علي عثمان، المرجع السابق، ص 227.

انتقال الحقوق الناشئة عن الأسهم من شخص لآخر، وفق الطرق التي حددها القانون سواء بنقل ملكيتها إلى الغير أو رهنها، أو إجراء أي تصرف يجيزه القانون بشأنها¹.

إلا أن القانون التجاري الجزائري وغالبية التشريعات الأخرى تقرر بعض القيود التي ترد على التصرف بالأسهم، إلا أن هذه القيود ذات طبيعة مؤقتة، لا تصل إلى حد إلغاء التداول أو تعطيله، ولكن يقصد بها تنظيم التداول، إلا أن التشريعات تتباين في أمر الإقرار بهذه القيود، إذ نجد أن بعض التشريعات تقرر قيودا لا نظير لها في التشريعات الأخرى. والقيود التي ترد على التصرف بالأسهم قد تكون قيودا قانونية فرضها القانون، أو قيودا اتفاقية تنظمها الاتفاقات التي يبرمها المساهمين فيما بينهم، يتضمنها نظام الشركة أو عقدها.

عندما يتدخل المشرع بنص أو بنصوص قانونية لفرض قيود على مبدأ حرية تداول الأسهم، والذي يعد من المبادئ الأساسية، فمن المفترض أن هناك مصلحة أولى بالرعاية تدخل المشرع لحمايتها من خلال هذه القيود القانونية. وتتمثل هذه المصلحة في حماية المستثمرين، ولحماية جدارة السوق بالثقة. ولإبراز القيود القانونية - على اختلاف مواضعها - ارتأينا تقسيم هذا المطلب وفق العناصر التالية:

الفرع الأول

القيود الواردة على السهم في حد ذاته

تتمثل القيود الواردة على السهم فيما يلي:

أ- لا يجوز تداول الأسهم إلا بعد قيد الشركة في السجل التجاري، وهذا حسب ما جاء في الفقرة الأولى من المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري، يتبين أن المشرع الجزائري قد اكتفى بالقيد في السجل التجاري حتى يتم التداول، وهذا الأمر فيه نوع من الخطورة، بحيث تعتبر هذه الفترة غير كافية حتى يطلع الجمهور على الوضع المالي للشركة قبل طرح أسهمها للتداول، إذ عادة ما يرافق تأسيس الشركة حملة دعائية صاحبة، يقصد بها كسب ثقة الجمهور بها. فتكون هذه الثقة فرصة لأصحاب المضاربات ومحتريي الاكتتاب بالأسهم لأن يتلاعبوا بأسعار الأسهم، فترتفع أسعارها ارتفاعا وهما يغطي على الوضع والمركز الحقيقي للشركة².

ب- لا يجوز تداول الأسهم الخاصة بزيادة رأس المال، إلا عند تسديد هذه الأسهم بالكامل³. إن الأسباب التي تدفع الشركة إلى زيادة رأسمالها مختلفة، من بينها رغبة الشركة في توسيع نشاطها، وهناك شرطان لازمان للقيام بعملية الزيادة:

¹ د/ خالد أحمد سيف شعراوي، المرجع السابق، ص 205.

² تنص المادة 715 مكرر 51 الفقرة 1 من القانون التجاري على أنه: " لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري".

³ حيث جاء في الفقرة الثانية من المادة 715 مكرر 51 مايلى: "... وفي حالة الزيادة في رأس المال، تكون الأسهم قابلة للتداول ابتداء من تاريخ التسديد الكامل لهذه الزيادة".

1- يجب سداد رأسمال بكامله قبل الشروع في عملية الزيادة، فعلى الشركة أن تستوفي ما تبقى من القيمة الاسمية للأسهم الممثلة للرأسمال¹.

2- يجب أن يصدر قرار بعملية الزيادة من الجمعية العامة غير العادية بناء على التقرير الذي يقترحه مجلس الإدارة، أو مجلس المديرين، وهذا حسب النمط المتبع في تسيير إدارة الشركة، سواء بإلحاق الاحتياطي، أو بعلاوات إصدار، أو تحوي أسناد الاستحقاق². ولو افترضنا أن زيادة الرأسمال لم تتحقق في ظرف 06 أشهر ابتداء من تاريخ افتتاح الاكتتاب، تكون عملية الزيادة باطلة³.

أما دفع الباقي من قيمة الأسهم الجديدة المكتتبة، فيتم الوفاء به مرة أو أكثر في أجل 05 سنوات ابتداء من إنهاء عملية الزيادة⁴.

وفي حالة تخصيص أسهم جديدة للمساهمين بعد إلحاق الاحتياطات أو أرباح أو علاوات الإصدار إلى رأس مال، فإن الحق المخول على هذا الشكل يكون قابلا للتداول⁵.

ج- ولا يجوز التداول في الوعود بالأسهم، ما عدا إذا كانت أسهما تنشأ بمناسبة زيادة في رأسمال شركة كانت أسهمها القديمة قد سجلت في تسعيرة بورصة القيم، وفي هذه الحالة لا يصح التداول إلا إذا تحقق شرط واقف، يتعلق بتحقيق الزيادة في رأس المال ويكون هذا الشرط مفترضا في غياب أي بيان صريح⁶.

ويقصد بالوعود بالأسهم تلك السندات المؤقتة التي تعطي للمكتتبين ريثما يتم إعداد الأسهم الاسمية أو لجاملها وتوزيعها على المساهمين، إذ لا يجوز تداول شهادات الاكتتاب وذلك في الفترة السابقة على قيد الشركة في السجل التجاري، ومرد هذا الحظر هو أن بعض المؤسسين يقومون عند تأسيس الشركة بدعاية، ويبالغون في بيان أغراض الشركة

¹ المادة 693 من القانون التجاري تنص على مايلي: " يجب تسديد رأس المال بكامله قبل القيام بأي إصدار لأسهم جديدة، واجبة التسديد نقدا وذلك تحت طائلة بطلان العملية ".

² المادة 1/691 من القانون التجاري تنص بقولها: " للجمعية العامة غير العادية وحدها حق الاختصاص باتخاذ قرار زيادة رأس المال بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالات، وإذا تحققت زيادة رأس المال بإلحاق الاحتياط أو الأرباح أو علاوات الإصدار أو تحويل سندات الاستحقاق، فتفصل الجمعية العامة خلافا لما ورد في المادة 674 أعلاه، حسب شروط النصاب والأغلبية المنصوص عليها في المادة 675 أعلاه ".

³ تنص على ذلك المادة 2/705 من القانون التجاري: "... وإذا لم تتحقق زيادة رأس المال في أجل ستة أشهر ابتداء من افتتاح الاكتتاب تكون العملية باطلة ".

⁴ المادة 3/705 من القانون التجاري تقضي بأن: " يجب أن يتم وفاء الفائض مرة أو أكثر في أجل خمس سنوات ابتداء من اليوم الذي تصبح فيه زيادة رأس المال نهائية ".

⁵ تنص المادة 708 من القانون التجاري على أنه: " في حالة تخصيص أسهم جديدة للمساهمين بعد إلحاق الاحتياطات أو أرباح أو علاوات الإصدار إلى رأس المال، فإن الحق المخول على هذا الشكل يكون قابلا للتداول أو التحويل. ويبقى تابعا للمالك الرقبة مع مراعاة حقوق صاحب حق الانتفاع ".

⁶ المادة 2/715 مكرر 51 من القانون التجاري تنص على مايلي: "... ويحظر التداول في الوعود بالأسهم، ما عدا إذا كانت أسهما تنشأ بمناسبة زيادة رأسمال شركة كانت أسهمها القديمة قد سجلت في تسعيرة بورصة القيم. وفي هذه الحالة لا يصح التداول إلا إذا تم تحت شرط موقف لتحقيق الزيادة في رأس المال. ويكون هذا الشرط مفترضا في غياب أي بيان صريح ".

وغايتها، ثم يطرحون شهادات الاكتتاب في السوق فيقبل عليها المكتتبون، وتباع بأكثر من قيمتها الحقيقية تحت تأثير الدعاية الضخمة، التي قام بها المؤسسون، ثم تتضح الحقيقة بنشر نتيجة أعمال الشركة فتنهار قيمة الأسهم¹.

الفرع الثاني

القيود الواردة على تداول أسهم أعضاء مجلس الإدارة

لا يجوز تداول أسهم أعضاء مجلس الإدارة، التي تسمى بأسهم الضمان وهي عبارة عن مجموعة من الأسهم الاسمية التي يفرض القانون على عضو مجلس الإدارة في شركة المساهمة أن يمتلكها، وهي 20% على الأقل من رأسمال الشركة². وطبيعة هذه الأسهم هي أسهم اسمية، تصدر من الشركة ويرجع في تحديد قيمتها إلى الأسعار التي يجري التعامل بها في سوق القيم المنقولة إذا كان تم قيد هذه الأسهم في البورصة، أو على الأقل تحدد قيمتها بالقيمة الاسمية التي صدرت بها إن لم تكن مقيدة بالبورصة، واستهدف المشرع من تحديد هذه القيمة عند تقديمها للإدارة تجنباً للتلاعب في قيمة الأسهم عند تقديمها.

جدية التسيير والسهر على مصالح الشركة، والمحافظة على أموالها هي في الأصل ملك لجميع المساهمين بما فيها أعضاء مجلس الإدارة الذين يستفيدون من نجاح مشروعها ويتضررون من حالة فشله، بدليل أن المشرع الجزائري نص في الفقرة الثانية من المادة 619 من القانون التجاري على أن هذه النسبة التي يجب على أعضاء مجلس الإدارة أن يمتلكوها تخصص لضمان جميع أعمال التسيير بما فيها الأعمال الخاصة بأحد القائمين بالإدارة³.

كما أعطى المشرع ضمانات لصغار المساهمين ودائني الشركة في مواجهة أعضاء مجلس الإدارة، ففي حال أهمل أعضاء مجلس الإدارة في إدارتهم للشركة، سيكون الحجز وبيع أسهم الضمان هو الضمان الوحيد لصغار المساهمين ودائني الشركة، لاسترداد أكبر قدر ممكن من أموالهم التي خسروها، بسبب إهمال أو غش أعضاء مجلس الإدارة في إدارتهم للشركة، مع زوال صفة المساهم وبالتالي صفة العضوية⁴.

وفي فرنسا أشار قانون الشركات الفرنسي أيضاً، إلى حظر تداول أسهم الضمان طوال فترة عضويته أو التي يباشر فيها وظيفته، وينبغي أن تكون هذه الأسهم اسمية، ويجب إيداعها بأحد البنوك مع إخطار الشركة بعملية الإيداع، وتظل

¹ مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص222.

² حيث جاء في الفقرة الأولى من المادة 619 من القانون التجاري الجزائري مايلي: " يجب على مجلس الإدارة أن يكون مالكا لعدد من الأسهم يمثل على الأقل 20 من رأس مال الشركة، ويحدد القانون الأساسي العدد الأدنى من الأسهم التي يجوزها كل قائم بالإدارة".

³ حيث جاء في الفقرة 2 من المادة 619 من القانون التجاري الجزائري مايلي: " تخصص هذه الأسهم بأكملها لضمان جميع أعمال التسيير، بما فيها الأعمال الخاصة بأحد القائمين بالإدارة، وهي غير قابلة للتصرف فيها ". وأنظر كذلك نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص238.

⁴ فهد صقر عياد المطيري، المرجع السابق، ص 80.

هذه الأسهم غير قابلة للتصرف سواء بالبيع أو الرهن، حتى يتم التصديق على حسابات الشركة عن السنة المالية الأخيرة¹.

وحسب ما جاء في المادة 620 من القانون التجاري الجزائري التي تنص على أنه: "يجوز للقائم بالإدارة السابق، أو لذوي حقوقه استرجاع حرية التصرف في أسهم الضمان، بمجرد مصادقة الجمعية العامة على حسابات السنة المالية الأخيرة، والمتعلقة بإدارته".

وإذا لم يكن عضو مجلس الإدارة مالكا لنصاب أسهم الضمان، وأصبح غير مالك لها خلال فترة وكالته؛ فإنه يعتبر مستقيلا بقوة القانون إذا لم يصحح وضعه خلال ثلاثة أشهر. وهذا ما أخذ به المشرع الجزائري في المادة 3/619 من القانون التجاري حيث جاء فيها: "إذا لم يكن القائم بالإدارة في اليوم الذي يقع فيه تعيينه، مالكا للعدد المطلوب من الأسهم، أو توقفت أثناء توكيله ملكيته لها فإنه يعتبر مستقيلا تلقائيا، إذا لم يصحح وضعيته في أجل ثلاثة أشهر". والسؤال الذي يطرح نفسه هو إذا ما أجرى عضو مجلس الإدارة تصرفا مخالفا، ترتب عليه مسؤولية عضو مجلس الإدارة أو مدير الشركة خلال الفترة التي سمح فيها للعضو تقديم الأسهم خلالها.

استقر الفقه والقضاء الفرنسيان على أن عدم تقديم عضو مجلس الإدارة لأسهم الضمان خلال هذه الفترة، لا يترتب عليه البطلان للتصرفات التي قام بها، ومع ذلك فهناك رأي آخر يرى أنه إذا لم يقدم العضو أو المدير أسهم الضمان، فإن جميع أعماله تقع باطلة، تأسيسا على أن تعيينه معلق على شرط لم يتحقق على حين، وفي نفس الاتجاه يرى أن البطلان يؤسس على الأعمال الصادرة من مجلس الإدارة تكون بطريقة غير صحيحة؛ على أساس أن العقد الابتدائي للشركة جزء لا يتجزأ من نظامها الأساسي الذي يتضمن شرط أسهم الضمان، حتى يتم قيد الشركة في السجل التجاري، كذلك يمتد البطلان إلى الشركة ذاتها، ولكل ذي مصلحة هنا أن يتمسك ببطلان الشركة وللنيابة العامة أيضا طلب البطلان².

إلا أن المشرع الجزائري لم يحذو حذو المشرع الفرنسي فيما يخص تداول الأسهم بمجرد قيدها في سجل الشركة، وكان الأجدر به إتباعه، خاصة بعد انتهاج الجزائر لأسلوب جديد في الإدارة بوجود مجلس المديرين بدلا من مجلس الإدارة، وذلك إذا اتبعت الشركة الأسلوب الجديد في الإدارة³.

¹ د/عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع السابق، ص362.

² د/عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع السابق، ص363.

³ قد جاء المشرع الجزائري سنة 1993 بأسلوب جديد لم يعرفه المشرع سنة 1975 في المجال التجاري، وهو أسلوب أخذه عن المشرع الفرنسي في كيفية إدارة شركة المساهمة، ويتجلى هذا في وجود مجلس للمديرين بدلا من وجود مجلس للإدارة بالشكل التقليدي، ويحق لكل شركة مساهمة في أن تسلك في إدارتها هذا الأسلوب الإداري شريطة أن تصرح به في قانونها الأساسي، وهذا حسب ما جاء في المادة 642 من القانون التجاري. والجدير بالذكر أن مجلس المديرين هو من يتولى إدارة شؤون الشركة وهو متكون من ثلاثة أعضاء إلى خمسة، وتكون ممارسة مهامه تحت رقابة مجلس المراقبة، وتسد رئاسة المجلس لواحد من أعضائه. للمزيد من التوضيح أنظر د/ نادية فضيل، المرجع السابق، ص257.

الفرع الثالث

القيود المتعلقة بأسهم المؤسسين

أسهم المؤسسين هي الأسهم التي يكتب فيها مؤسسو الشركة وهناك اتجاهان في الفقه قد عرفا المؤسس، الاتجاه الأول يقوم على التضييق في تعريف المؤسس؛ حيث يقصر هذه الصفة على كل موقع على عقد الشركة طالما أن العقد يلزم الموقعين عليه بالسعي لإنشاء الشركة. بينما الاتجاه الثاني وعلى خلاف الأول يقوم على التوسع في تحديد مفهوم المؤسس؛ بحيث ينسحب هذا الوصف على كل من قام بالمبادرة أو عمل إيجابي في سبيل تأسيس الشركة، ولو لم يوقع على عقدها، بشرط ألا تكون هذه الأعمال من قبيل الدعاية والترويج. هذا وينبغي عدم الخلط بين أسهم المؤسسين بهذا المعنى، وبين ما يسمى أيضا في بعض القوانين بحصص التأسيس أو حصص المؤسسين؛ والممنوحة لمؤسسي الشركة مكافأة لهم على جهودهم التي أثرت بتأسيس الشركة¹.

وقد حظر المشرع المصري، تداول أسهم المؤسسين طبقا لنص المادة 45 من قانون الشركات المصري، قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر، وسائر الوثائق الملحقة بها عن سنتين ماليتين كاملتين لا تقل كلا منهما عن اثني عشر شهرا من تاريخ قيد الشركة بالسجل التجاري.

والحكمة التي توخاها المشرع من هذا القيد؛ هو أن تأسيس شركات المساهمة غالبا ما يصاحبها حملات دعاية أحيانا تكون كاذبة، يعتمد فيها المؤسسون؛ إلى التضخيم الكاذب في أهمية المشروع، وإذا سمح لهم بالتنازل عن أسهم للغير فيتم بأسعار مرتفعة لا تتناسب مع المركز المالي الحقيقي للشركة².

أما عن القانون الفرنسي فقد سار على عكس المشرع المصري؛ ولم يفرض أي حظر على تداول الأسهم وذلك بموجب المادة 272 من قانون 05 يناير 1988 نص على أن: " جميع الأسهم سواء كانت عينية أم نقدية، تخضع لنفس النظام وهي أسهم قابلة للتداول منذ صدورهما وقيدهما في سجل الشركة، وحتى حل الشركة ودخولها طور التصفية، تبقى لها خاصية التداول³."

إلا أنه وفقا للقانون الجزائري نجد أن نصوص القانون التجاري خالية من هذا الحظر، خلافا لما هو عليه الحال في أسهم الضمان الخاصة بمجلس الإدارة. وحسب رأينا تعود ملكية شركات المساهمة في القانون الجزائري إلى الدولة، وعادة ما تنتفي لهذه الأخيرة مظنة الغش والمغالاة نفيا قاطعا، فالحكمة من منع تداول أسهمها الاسمية غير متوفرة⁴.

¹ محمد حلمي عبد التواب، الأطر الشرعية والفنية لبورصة الأوراق المالية وآليات الرقابة القانونية عليها، ط1، دار الفكر العربي، القاهرة، 2012، ص262.

² د/ عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع السابق، ص367.

³ د/ عماد محمد أمين السيد رمضان، المرجع نفسه، ص368.

⁴ أمثلة على شركات المساهمة بالجزائر هي ملك للدولة وهي شركة سونطراك، شركة رياض سطيف، المجمع الصناعي صيدال، فندق الأوراسي، للمزيد من التوضيح أنظر د/ براق محمد، المرجع السابق، ص105.

لكن مع انتهاج الجزائر النظام الاقتصادي الحر، وانفتاحها على اقتصاد السوق، ومع تحويل ملكية المؤسسة العمومية إلى الممتلكين الخواص، كان لزاما على المشرع الجزائري تدارك هذا التحول، وذلك بإدراج الحظر المفروض على المؤسسين إذا تم تأسيس شركات مساهمة مستقبلا من طرف أفراد عاديين¹.

المطلب الثالث

القيود الاتفاقية الواردة على تداول الأسهم

إذا كان التداول يتعلق بالنظام العام وأن أي نص في النظام الأساسي يتضمن منع المساهم من ممارسة هذا الحق يعتبر باطلا، وإذا كان المشرع الجزائري وكذا نظيره الفرنسي والمصري قد أورد عدة قيود على تداول الأسهم، إنما هي قيود تنظيمية تتعلق بحسن إدارة الشركة، إلا أنها قيود لا تصل إلى مرحلة المنع المطلق، وإلا تحولت إلى إحدى شركات الأشخاص لأن تكوينها صار غير صحيح.

فضلا عن القيود القانونية على تداول الأسهم (محل دراسة في المطلب الثاني)؛ التي وإذا كان المشرع وضع شروطا أو نصوصا يترتب عليها تعطيل تداول الأسهم، إلا أنه أجاز وضع قيود أخرى، وأجاز للشركة النص عليها في النظام الأساسي إلى جانب القيود القانونية، بشرط ألا تصل إلى حد منع المساهم من أحد الحقوق الأساسية، وهو حق تداول الأسهم.

وإجمالا، فإن هذه القيود الاتفاقية يدور فلكها حول أمرين وهما شرط الموافقة والاسترداد، وبناء على ما سبق سندرس القيود الاتفاقية الأكثر انتشارا في أنظمة الشركات، وهما على النحو التالي بيانه:

الفرع الأول

شرط الموافقة

كما تقدم تبياناه من أن الأصل هو حرية كل مساهم في تداول أسهمه والتصرف فيها كما يشاء، ومن مقتضيات طبيعة شركة المساهمة أن يتم تداول أسهمها دون قيد أو شرط، كما أن لكل شخص الحق في أن يشتري أسهمها في أي شركة مساهمة يرغب فيها، دون حاجة إلى موافقة أي كان حتى ولو كان أجنبيا، إلا أنه قد يرد منع

¹ لقد عرف المشرع الجزائري الخصوصية لأول مرة في المادة 13 من الأمر رقم 22/95 المؤرخ في 29 ربيع الأول عام 1416 الموافق ل 26 أوت 1995، المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية، جريدة رسمية، العدد 48، والمُلغى بموجب الأمر رقم 04/01 الموافق ل 20 أوت 2001، المتعلق بتنظيم المؤسسة العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصائصها، جريدة رسمية، العدد 47. والتي جاء فيها يقصد بالخصوصية كل صفقة تنجسد في نقل الملكية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون الخاص من غير المؤسسات العمومية... كما لا تقتصر الخصوصية في نظر المشرع على تحويل ملكية الأموال الجانب المادي أو المعنوي لمؤسسة عمومية إلى أشخاص تابعين للقانون الخاص، ولكن قد نكون أمام خصوصية في حالة تحويل سلطة التسيير إلى هؤلاء الأشخاص في شكل عقود التسيير. راجع د/ عجة الجيلالي، قانون المؤسسات العمومية الاقتصادية من اشتراكية التسيير إلى الخصوصية، د.ط، دار الخلدونية، الجزائر، 2006، ص363.

المساهم أحيانا من تداول أسهمه بحرية، وذلك من خلال النص على ذلك في نظام الشركة الأساسي على حرية المساهم بالتنازل عن أسهمه، فلا يسري على هذا التنازل شرط موافقة الشركة عليه.

يعرف شرط الموافقة بأنه ذلك الشرط الذي بموجبه يلتزم المساهم الراغب في التنازل عن أسهمه، بضرورة الحصول على الموافقة المسبقة من الشركة على مشروع التنازل، ولذلك فإن التزام المساهم المتنازل هو التزام بتحقيق نتيجة¹. وعند البعض الآخر من الفقه أنه تخويل الشركة صلاحية اختيار الشخص المتنازل إليه في عملية التداول². كما يعرفه جانب آخر من الفقه بأنه اتفاق مكتوب في نظام الشركة، فيما بين المؤسسين أو بينهم وبين المساهمين؛ يقضي بأن لا يتم تنازل المساهم عن أسهمه إلى الغير إلا إذا وافق مجلس الإدارة أو الجمعية العامة للشركة مسبقا على مثل هذا التنازل، وإلا فإنه لا يحتج على الشركة بالتنازل الذي ترفضه الهيئة المختصة بالموافقة كما جاء في نظام الشركة³.

من خلال هذه التعاريف فإن شرط الموافقة يعطي استثناء من الأصل العام - حرية تداول الأسهم إلى الغير - حق تقييد هذا التداول باختيار الشخص المتنازل عليه، فهو لا يمنع المساهم من تداول أسهمه مطلقا، كما لا يفرض عليه تداولها جبرا عنه وإنما تحد من حرية هذا التداول فقط.

أما بالنسبة للمشرع الجزائري فقد كرس شرط الموافقة عند عملية التداول بموجب المادة 715 مكرر 56 من القانون التجاري التي جاء فيها: " إذا وقع اشتراط الموافقة في القانون الأساسي للشركة، يتعين إبلاغ الشركة بطلب الاعتماد عن طريق رسالة موصى عليها مع وصل استلام، يرسلها المساهم مع ذكر اسم المحال إليه ولقبه وعنوانه وعدد الأسهم المقرر إحالتها والتمن المعروض، وتنتج الموافقة سواء من تبليغ طلب الاعتماد أو من عدم جواب في أجل شهرين اعتبارا من تاريخ الطلب "

ويمكن تعريف هذا الشرط بأنه: قيد على حرية تداول الأسهم في شركة المساهمة، يضيفه المؤسسون في نظام الشركة لاعتبارات خاصة بهم، يوجبون بموجبه على كل شريك يريد التصرف في أسهمه الحصول على موافقة الشركة مسبقا. أما فيما يخص الأهداف المرجوة من إدراج هذا الشرط في القانون الأساسي للشركة يمكن إجمالها فيما يلي:

- استبعاد الأشخاص غير المرغوب فيهم من شراء أسهم الشركة، إذ يجب أن تكون هناك مصلحة للشركة في تقرير هذا القيد حتى لا يكون هناك تعطيل حق المساهم في التنازل عن أسهمه.

- الاحتفاظ بأسهم الشركة للمواطنين ومنع الأجانب من الدخول إلى الشركة.

- ضمان توازن فئات المساهمين في الشركة.

¹ أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص 282.

² عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع السابق، ص 265.

³ حلوش فاطمة أمال، حق المساهم في التصرف في أسهمه في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه، قانون خاص، جامعة جيلالي لباس سيدي بلعباس، 2008 - 2009، ص 239.

- منع دخول الأفراد والجماعات الذين ينافسون الشركة أو يظاهرونها بالعداء تقويضها.
- منع دخول أصحاب الآراء العارضة لنشاط الشركة، إذا كانت الشركة تتولى مثلاً إصدار جريدة أو صحيفة تعبر عن رأي أو اتجاه.

وبالنظر إلى هذه الأهداف نجد أنها قد تكون مقصداً أساسياً في الشركات الصغيرة والعائلية أو المغفلة، لضمان قدر من الاستقرار في الإدارة، والتي يكون من الممكن أن تتعرض لتقلبات على إثر دخول العنصر الأجنبي فيها، حيث لا يؤمن من أن يصبحوا أغلبية، لذلك اتسم شرط الموافقة بالطابع الشخصي؛ لأنه يستلزم موافقة الشركة على الشخص المتنازل إليه المقترح من قبل المساهم¹.

وبناء على ما تقدم، يمكننا القول أن شرط الموافقة يمتاز بالخصائص التالية:

- أنه ذو طابع شخصي: ذلك أنه يتطلب الموافقة والاختيار من جانب الشركة على الشخص المتنازل إليه المقترح من جانب المساهم، ويقصد من الشرط منع شخص معين من أن يكون مساهماً، وإن يزيد من مساهمته في رأس مال الشركة².

- كما أنه ذو طابع سلبي: وذلك أنه يمنح الهيئات المختصة في شركة المساهمة سلطة رفض الشخص المتنازل إليه، دون التزام منها بتقديم تنازل إليه آخر، ويشكل هذا مخاطر جسيمة عمل القضاء والتشريع على تفاديها³.
- كما يرى بعض الفقهاء أنه شرط واقف: وذلك أن عملية التنازل عن الأسهم تبقى معلقة على تحقيق الشرط الواقف؛ وهو موافقة الشركة على الشخص المتنازل إليه⁴.

والجدير بالذكر أنه ولكي يكون هذا الشرط صحيحاً ومشروعاً، يجب أن تتوافر فيه شروط أهمها:

أولاً- شرط الصحة (الشروط الشكلية)

أ- أن يرد الشرط في النظام الأساسي للشركة

إذ أنه لا يمكن الحديث عن وجود مثل هذا الشرط دون وجود اتفاق مسبق عليه، إذن فالأصل في شركات المساهمة هو حرية تداول الأسهم، والخروج على هذا الأصل لا يجوز إلا بنص في القانون أو الاتفاق، والاتفاق المقصود هنا هو ما يتفق عليه المؤسسون من شروط تتطلبها برأيهم مصلحة الشركة¹.

¹ عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع السابق، ص 268.

² مطلاوي نادية، النظام القانوني لحرية تداول القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، مذكرة ماجستير، قانون خاص، جامعة 8 ماي 45 قالمة، 2015-2016، ص 109.

³ أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص 286.

⁴ قليلي بنعمر، القيود النظامية الواردة على مبدأ حرية تداول الأسهم في التشريع الجزائري، مجلة الدراسات القانونية المقارنة، العدد 1، المجلد 7، معهد الحقوق والعلوم السياسية، المركز الجامعي مغنية، 2021، ص 1767.

وتبرز أهمية إيراد هذا الشرط في النظام الأساسي للشركة، حتى يكون حجة واضحة على الشركاء؛ فلا يستطيع أحد منهم الاحتجاج بعدم وجوده، إذ أنه عند انضمامه إلى الشركة قد قام بقراءة النظام الأساسي للشركة، ومن ثم يكون الشرط حجة عليه. وقد نص المشرع الجزائري أن يكون هذا الشرط منصوص عليه في القانون الأساسي للشركة، وهذا ما جاء في نص المادة 715 مكرر 55 من القانون التجاري.

ب- أن تكون الأسهم اسمية

يكون الشكل الاسمي إجباريا بقوة القانون، كالأسهم النقدية غير المحررة بالكامل²، وأسهم الضمان التي يجب أن يجوزها أعضاء مجلس الإدارة وأعضاء مجلس المراقبة، وكذا الأسهم التي تتمتع بحق التصويت يفوق عدد الأصوات التي يجوزها، والأسهم التي تتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب لأسهم، وسندات استحقاق جديدة³. كما يمكن للشركة أن تفرض بموجب القانون الأساسي الشكل الاسمي للأسهم.

ولقد كرس المشرع الجزائري هذا الشرط بموجب نص المادة 715 مكرر 55 في فقرتها الثالثة من القانون التجاري بقولها: "ولا يمكن النص على هذا الشرط إلا إذا اكتسبت هذه الأسهم بصفة استثنائية الشكل الاسمي بموجب القانون أو القانون الأساسي". وتجدد الإشارة إلى أن سبب اشتراط المشرع الجزائري الشكل الاسمي للأسهم؛ هو صعوبة إخضاع لحاملها للمراقبة والقيود، وهذا إن لم نقل استحالة ذلك⁴.

ج- ألا يصل شرط الموافقة إلى درجة حرمان المساهم مطلقا من حقه في تداول أسهمه

وهو شرط تقتضيه المصلحة العامة دون حاجة إلى النص عليه، فهذا الشرط يعد من النظام العام في الشركات المساهمة.

د- ألا يكون التنازل عن الأسهم قد حصل بين المساهمين

فعندها فلا حكمة من نفاذ هذا الشرط، ذلك لأن الشركة قد قامت على اعتبارات شخصية، ووضع هذا الشرط تبعا لهذه الاعتبارات، وفي مثل هذه الحالة لا يناقض تنازل أحد الشركاء عن أسهمه إلى أحد الشركاء الآخرين في الشركة. أما التنازل بين الأزواج والأصول والفروع في حالة الإرث، فإن الرأي الفقهي السائد هو عدم تفعيل شرط الموافقة، كما هو الحال في التنازل بين المساهمين.

¹ المادة 715 مكرر 55 الفقرة 1 من القانون التجاري.

² تنص المادة 715 مكرر 52 من القانون التجاري الجزائري على مايلي: "يكون السهم النقدي اسميا إلى أن يدفع كاملا".

³ المادة 715 مكرر 44 من القانون التجاري الجزائري تقضي أن: "يمكن تقسيم الأسهم العادية الاسمية إلى فئتين اثنتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية. تتمتع الفئة الأولى بحق التصويت يفوق عدد الأسهم التي يجوزها، أما الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب لأسعار أو سندات استحقاق جديدة".

⁴ حلوش فاطمة أمال، المرجع السابق، ص 242.

ثانيا-الشروط الموضوعية

بالإضافة إلى الشروط الشكلية يجب توافر الشروط الموضوعية للعمل بشرط الموافقة كقيد على حرية تداول الأسهم وهي على النحو التالي:

أ-ضرورة وجود مصلحة للشركة

لصحة شرط الموافقة يجب أن يكون للشركة مصلحة لتقريره في القانون الأساسي، والغاية منه منع الشركة من التعسف في استعمال هذا الشرط¹، وبعبارة أخرى أن يكون رفض القبول مبنيا على أسباب مشروعة، وهنا يطرح تساؤل حول تحديد هذه الشرعية هل تؤخذ مصلحة الشركة بعين الاعتبار؟ أم يمكن الاكتفاء بمراعاة مصلحة المساهم الذي يمنح القبول؟ والأصح أن تبطل تلك الشروط إذا كان القصد منها تحقيق مصلحة شخصية لأعضاء مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو يكون فيها ضرر بالمساهم الذي يريد تداول أسهمه².

وعليه فإن مشروعية شرط الموافقة تستمد من الهدف الذي يرمي إليه وهو تحقيق مصلحة الشركة³، حتى وإن أدى ذلك في نفس الوقت إلى تحقيق مصلحة شخصية لأعضاء مجلس الإدارة طالما كانوا حسن النية⁴.

ب-الالتزام بالشراء عند رفض الموافقة

هذا الشرط يعني إلزام الجهة المخولة بإقرار القبول بأن تشتري أو على الأقل أن تؤمن مشتريا للأسهم؛ إذا ما قررت رفض الموافقة على هذه الأسهم، لأن ذلك لن يترك للمساهم الملتزم بهذا الشرط حرية اتخاذ القرار، بل سيجد نفسه عاجزا عن بيع أسهمه⁵.

ولذلك فإن المشرع الجزائري يتطلب لصحة هذا الشرط الوارد في القانون الأساسي لشركة المساهمة؛ أن يكون مقترضا بالتزام الشركة في حالة رفض المتنازل إليه؛ بأن تشتري الأسهم محل التداول أو يشتريها أحد المساهمين أو الغير، وذلك حتى لا يبقى المساهم عاجزا عن التصرف في أسهمه⁶.

¹ سميحة القليوبي، المرجع السابق، ص 297.

² أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص 295.

³ د/عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 110.

⁴ سميحة القليوبي، المرجع السابق، ص 297.

⁵ غادة أحمد عيسى، الاتفاقات بين المساهمين في الشركات المساهمة، ط 1، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2008، ص 51.

⁶ تنص المادة 715 مكرر 57 من القانون التجاري الجزائري أنه: "وإذا لم تقبل الشركة الحال إليها المقترح، يتعين على الهيئات المؤهلة في الشركة في أجل شهرين ابتداء من تاريخ إبلاغ الرفض، إما العمل على أن يشتري الأسهم أحد المساهمين أو أن يشتريها من الغير، وإما أن تشتريها الشركة بموافقة المحيل قصد تخفيض رأس المال.

وإذا لم يتحقق الشراء عند انقضاء الأجل المنصوص عليه في المقطع أعلاه، تعتبر الموافقة كأنها صادرة. غير أنه يجوز تمديد هذا الأجل بقرار من رئيس المحكمة بناء على طلب الشركة.

في حالة عدم الاتفاق على سعر الأسهم، تبت الجهة القضائية المختصة في هذا الشأن "

ج- حصول المساهم على الثمن العادل

من الناحية الموضوعية ولصحة شرط الموافقة يجب أن يضمن هذا الأخير للمساهم الحصول على ثمن يعادل الأسهم المتنازل عنها، وذلك يكون بكافة الطرق التي يتم من خلالها تحديد الثمن، حيث أن هذا الإشكال يثار في حالة عدم الاتفاق بين الشركة أو الغير من جهة والمساهم المتنازل من جهة أخرى، لذا نجد المشرع الجزائري أورد في المادة 715 مكرر 57 الفقرة الثالثة من القانون التجاري مايلي: " أنه في عدم الاتفاق على سعر الأسهم تبث الجهة القضائية في هذا الشأن "، إلا أنه يعاب عليه من خلال هذا النص أنه لم يبين المعايير التي يعتمد عليها القاضي من أجل تقدير الثمن¹.

والجدير بالذكر أن المشرع الجزائري حدد بموجب المادة 715 مكرر 55 من القانون التجاري مجال تطبيق شرط الموافقة، حيث جاء في نص الفقرة الثانية من هذه المادة أنه: " يجوز عرض إحالة الأسهم للغير بأي وجه كان على الشركة للموافقة بموجب شرط من شروط القانون الأساسي، مهما تكن طريقة النقل ما عدا حالة الإرث أو الإحالة سواء للزوج أو الأصول أو الفروع ".

ويستخلص من نص هذه المادة أن شرط الموافقة يطبق على الإحالة للغير مهما كانت طريقة النقل، ويستنتج من ذلك أمرين: هما أن يتعلق الأمر بإحالة الأسهم، وإما أن تتم الإحالة للغير. ويقصد بإحالة الأسهم قابلية القيمة للانتقال بالطرق المعقدة لحالة الحقوق؛ فهي إجراء خاص بالقانون المدني²، غير أن المشرع استعمل عبارة الإحالة بمفهومها الواسع، حيث قصد بها كل عقد ناقل للملكية كالبيع، المقايضة³، الهبة، الخ... أما بالنسبة للإحالة للغير فيطرح تساؤل حول مفهوم الغير هل هو كل شخص ماعدا الأشخاص المستثنون من المادة أعلاه كالأزواج والورثة والأصول والفروع أم يقتصر الأمر على الأجانب عن الشركة؟

وللإجابة على هذا السؤال يجب الرجوع إلى نص المادة 715 مكرر 57 من القانون التجاري التي جاء فيها: " وإذا لم تقبل الشركة المحال إليه المقترح، يتعين على الهيئات المؤهلة في الشركة في أجل شهرين ابتداء من تاريخ إبلاغ الرفض، إما العمل على أن يشتري أحد المساهمين أو أن يشتريها من الغير، وإما أن تشتريها الشركة بموافقة المحيل قصد تخفيض رأس المال ".

¹ أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص 309.

² مطلاوي نادية، المرجع السابق، ص 113.

³ المادة 412 من القانون المدني الجزائري.

حيث يستخلص من هذا النص أن المشرع استعمل لفظ المساهمين والغير في نفس المادة، ونفي السياق مما يوحي أنه يخرج المساهمين من دائرة الغير، وبالتالي يمكن القول أن المشرع يقصد بالغير كل شخص أجنبي عن الشركة، وعن المحيل وهذا الرأي الراجح في الفقه¹، وبالتالي يستثنى التنازل من شرط الموافقة.

ومن جهة وبالرجوع إلى نص المادة 715 مكرر 55 السالفة الذكر؛ نجد أن المشرع الجزائري استثنى من شرط الموافقة ثلاث حالات وهم: ورثة المساهم، والزوج والأصول والفروع. فبالنسبة للورثة فيطبق عليهم قانون الميراث شأنهم في ذلك شأن جميع أموال المكونة للتركة، أما الإحالة للزوج فإن المشرع الجزائري يقصد بهذا المصطلح كل من الزوج والزوجة، لذا فإن إحالة الأسهم من الزوج إلى الزوجة أو العكس لا يحتاج إلى شرط الموافقة، وإن كان منصوص عليه في القانون الأساسي للشركة، وذلك لطبيعة العلاقة الأسرية التي تربطهما، لهذا كان من الضروري التأكد من وجود علاقة زوجية أولاً ومن مشروعيتها ثانياً². أما الحالة بين الأصول والفروع؛ فالمقصود بالأصل هو الأب وإن علا، أما الفرع فهو الابن وإن نزل، غير أنه يأخذ على المشرع عدم تحديده لدرجة القرابة، وبالتالي ترك المجال مفتوح، وفي ظل غياب أي توضيح حول دلالة المصطلحين فلا بد من الأخذ بالمفهوم الواسع للفظين.

ثالثاً- إجراءات شرط الموافقة

عندما يرغب المساهم في التنازل عن أسهمه في حالة وجود شرط الموافقة؛ فإن عليه إتباع إجراءات معينة بدءاً من تقديمه طلب الموافقة إلى غاية صدور قرار الموافقة أو الرفض، كما يتعرض في حالة مخالفته لهذا الشرط لجزاءات، وهذا ما سيتم تفصيله فيما يأتي:

1- تقديم طلب الموافقة

يستقرأ من نص المادة 715 مكرر 56 من القانون التجاري السالفة الذكر؛ ضرورة إبلاغ الشركة بطلب الاعتماد أو الموافقة من قبل المساهم المتنازل؛ بواسطة رسالة موصى عليها مع تقديم وصل الاستلام، وعليه فإن أي تبليغ يخالف هذه الوسيلة يعد غير مقبول³.

كما يلاحظ أن المشرع قد حدد البيانات التي يجب أن تتضمنها الرسالة المتمثلة في اسم ولقب المحال إليه، وعنوانه وعدد الأسهم المقرر إحالتها، والتمن المعروض. ويكون تقديم الطلب من قبل المساهم الراغب في إحالة أسهمه؛ وذلك في أي وقت شاء طالما أن المشرع لم يحدد وقت معين يقدم خلاله طلب الموافقة، كما أنه لم يحدد الجهة المختصة بإعطاء الموافقة، واكتفى بذكر الهيئات المؤهلة في الشركة دون أن يبين من هي هذه الهيئة.

¹ سميحة القليوبي، المرجع السابق، ص 303.

² حلوش فاطمة أمال، المرجع السابق، ص 247.

³ بلعري خديجة، المميزات القانونية للسهم، مذكرة ماجستير، قانون خاص، جامعة بلقايد وهران، سنة 2013-2014، ص 61.

وبناء على هذا الموقف السلبي يقرر الفقه¹ أن شركة المساهمة لها حرية تحديد تلك الجهة في قانونها الأساسي؛ فقد تختص به الجمعية العامة للمساهمين أو الجمعية العامة غير العادية، وقد يتولى مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو مجلس المراقبة تلك المهمة.

2- صدور قرار الموافقة أو الرفض

بعد تقديم الطلب من المساهم المتنازل للشركة وفق الشروط المبينة أعلاه؛ تقوم هذه الأخيرة بدراسة المسألة واتخاذ أحد الموقفين؛ إما قبول المحال إليه أو رفضه. فإذا قررت الشركة قبول المحال إليه، فإن هذا القبول إما يكون صريحا بتبليغ قرار الاعتماد، أو ضمينا بالسكوت وعدم الجواب حتى انقضاء المهلة المحددة قانونا.

والجدير بالذكر أن القبول الصريح؛ يتمثل في تبليغ قرار الاعتماد إلى المساهم الذي قدم الطلب²، وهذا التبليغ ليس له شكل خاص، لذا يمكن أن يتم بأي وسيلة، وبالتالي يصبح المحال إليه مساهما في الشركة من يوم صدور قرار الموافقة. والمعلوم أن قرار الاعتماد يجب أن يكون إجماليا، فلا يمكن للشركة أن تقبل جزء من الأسهم وترفض الجزء الآخر، إلا إذا وافق على ذلك كل من المحيل والمحال إليه، كما يجب أن نشير أن قرار الموافقة يخضع من حيث الصحة أو البطلان إلى القواعد القانونية التي تنظم صحة قرارات الهيئة المصدرة في الشركة؛ من حيث صحة الدعوى للاجتماع ونصاب الاجتماع، ونصاب التصويت على القرارات³.

بينما يتمثل القبول الضمني حسب نص المادة 715 مكرر 55 و 56 و 57 من القانون التجاري، في إحدى الأشكال التالية:

- سكوت الشركة عن الرد أو عدم الجواب لمدة شهرين من تاريخ تبليغ طلب الاعتماد إلى الشركة، فإن انقضت المدة دون أن تتخذ الشركة أي موقف أعتبر ذلك قبول ضمني على المحال إليه.
- موافقة الشركة على الرهن الحيازي للأسهم، إذ تعد الموافقة على الرهن موافقة ضمنية على إحالة ذات الأسهم، وهذا كون الرهن الحيازي يترتب عنه بيع جبري للأسهم في حالة عدم استيفاء الدائن المرتهن لقيمة دينه، ومن ثم قبول الرهن يعني قبول مشتري الأسهم إذا تم البيع الجبري⁴.

¹ بوعزة ديدن، مدى حرية المساهم في التصرف في أسهمه، مجلة دراسات قانونية، عدد 2005، مخبر القانون الخاص، جامعة تلمسان، ص 11.

² تنص المادة 715 مكرر 56 من القانون التجاري الجزائري بمايلي: "إذا وقع اشتراط الموافقة في القانون الأساسي للشركة، يتعين إبلاغ الشركة بطلب الاعتماد عن طريق رسالة موصى عليها مع وصل الاستلام يرسلها المساهم مع ذكر اسم المحال ولقبه وعنوانه وعدد الأسهم المقرر إحالتها والتمن المعروض، وتنتج الموافقة سواء من تبليغ طلب الاعتماد أو من عدم الجواب في أجل شهرين اعتبارا من تاريخ الطلب".

³ مطلاوي نادية، المرجع السابق، ص 118.

⁴ حيث جاء في المادة 1/33 من القانون التجاري الجزائري أنه: "إذا لم يتم الدفع في الاستحقاق، جاز للدائن خلال خمسة عشر يوما من تاريخ تبليغ عاد حاصل للمدين أو الكفيل العيني من الغير إذا كان له محل، أن يشرع في البيع العلني للأشياء المرهونة".

- انقضاء مهلة الشهرين من تاريخ تبليغ قرار الرضا إلى المساهم الذي يرغب في إحالة أسهمه، دون تحقيق شراء الأسهم لا من أحد المساهمين ولا من الشركة المصدرة، فإن الموافقة تعد صادرة بمجرد انقضاء مهلة الشهرين وإن كانت الشركة في البداية قد رفضت المحال إليه مع إمكانية تمديد الأجل من قبل رئيس المحكمة.

أما إذا قررت الشركة رفض المحال إليه، ففي هذه الحالة يتعين عليها أن تبلغ إلى المحيل رفضها في أجل شهرين، وذلك بقرار صريح من الهيئة المكلفة، ويترتب على ذلك التزامات تقع على عاتق الشركة، كما يحق أيضا للمساهم العدول عن مشروع الإحالة¹.

أ-الالتزامات التي تقع على عاتق الشركة

استنادا إلى شرط الموافقة الوارد في القانون الأساسي للشركة؛ فإنه يحق لهذه الأخيرة رفض طلب الاعتماد المقدم من قبل المساهم لإحالة أسهمه، ولكن في نفس الوقت لا يبقى المساهم حبيسا لسنده، لهذا أورد المشرع الجزائري في نص المادة 715 مكرر 57 من القانون التجاري بعض الالتزامات التي يجب إتباعها في مثل هذه الحالات وهي كمايلي:

- إما العمل على أن يشتري أحد المساهمين الأسهم أو أن يشتريها الغير، ويتحقق الشراء بمجرد اتفاق المحيل والمحال إليه على عدد الأسهم المحالة وثمنها، لكن في حالة عدم الاتفاق على ثمن الإحالة فإن الجهة القضائية المختصة هي التي تبث في ذلك.

- وإما أن تشتريها الشركة بموافقة المحيل قصد تخفيض رأس المال، على أنه يمكن تمديد أجل شهرين بقرار من رئيس المحكمة بناء على طلب الشركة.

ب-حق المساهم في العدول عن مشروع الإحالة

عمد المشرع إلى ترتيب هذه الالتزامات على عاتق الشركة في حالة رفضها المحال إليه، بهدف إيجاد مخرج للمساهم الذي يرد إحالة أسهمه دون أن يكون حبيسا له، لأن هذا الإجراء جاء لحماية مصالحه فلا يجب أن ينقلب ضده سواء بإلزامه ببيع أسهمه لشخص لا يرغب في الإحالة إليه، أو بضمن لا يقبل به، لهذا فهو غير مجبر على إبقاء أسهمه للبيع، وبالتالي يمكن سحب مشروع إحالة أسهمه².

يتضح من خلال ما سبق أن المشرع الجزائري قد نظم كل ما يتعلق بشرط الموافقة، وذلك من خلال تحديد مجال تطبيقه وشروط صحته وإجراءات تنفيذه، إلا أنه أغفل مسألة الجزاء المترتب في حالة عدم احترامها، وإذ لم يرد أي نص في القانون التجاري ينظم هذه المسألة، فقد يقوم المساهم بإحالة أسهمه دون احترام شرط الموافقة، ففي هذه الحالة ما هو الجزاء المترتب؟ وهل تعد الإحالة باطلة؟

¹ المادة 715 مكرر 57 من القانون التجاري.

² بلعربي خديجة، المرجع السابق، ص 61.

للإجابة على هذه التساؤلات وفي ظل غياب نص ينظم هذه المسائل في القانون التجاري؛ وجب العودة إلى قواعد القانون المدني باعتباره الشريعة العامة، وبالأخص لحوالة الحق، التي لا تشترط رضا المدين (الشركة) على الإحالة حتى تعتبر صحيحة¹، لكن لا يحتج بها قبل المدين أو قبل الغير إلا إذا كان ثابت التاريخ².

وعليه إذا تم إسقاط هذه الأحكام على إحالة الأسهم في حالة عدم احترام شرط الموافقة، فإن الإحالة تكون صحيحة بين المساهم والمحال إليه، غير أنه لا يمكن أن يحتج بها قبل الشركة أو الغير إذا لم يتم تبليغ الشركة بها بموجب رسالة موصى عليها مع وصل استلام وقبول هذه الأخيرة لها. أما في حالة عدم قبول الشركة لهذه الإحالة، فإن هذه الأخيرة ترفض تسجيل المحال إليه في دفتر حساباتها، وبالتالي لا يمكنه التمسك بصفة الشريك في مواجهة الشركة.

الفرع الثاني

شرط الاسترداد (حق الشفعة)

شرط الشفعة هو قيد من القيود الاتفاقية على حرية تداول الأسهم؛ حيث يتم العمل به بين المساهمين وإدراجه كشرط في القانون الأساسي للشركة. ولقد عرف شرط الشفعة بعدة تعاريف، فعرفه البعض بأن: "ينص في نظام الشركة على حق مجلس الإدارة أو الجمعية العامة في تقرير شراء الشركة للأسهم المتنازل عنها"³. وعرفه جنب آخر من الفقه بأنه: "يتعين على المساهم الذي يرغب في بيع أسهمه إلى شخص أجنبي أن يخطر الشركة بذلك، حتى يتسنى لأي مساهم أو لمجلس إدارة الشركة على حسب الأحوال، استرداد هذه الأسهم خلال مدة معينة والحلول محل المشتري نظير ثمن عادل"⁴.

وعرفه آخرون بأنه: "تحويل الشركة أو المساهمين أحقية شراء الأسهم محل التنازل"⁵، وشرط الشفعة عند البعض الآخر بأنه: "الشرط الذي بموجبه يلتزم المساهم الراغب في التنازل عن أسهمه بعرض التنازل أولاً على المستفيد من الشرط"⁶. في حين نجد جانب آخر يعرف شرط الشفعة بأنه: "يقصد بشرط الاسترداد أن ينص النظام الأساسي للشركة على إعطاء الشركة حق الأولوية في شراء الأسهم المطروحة من أحد الشركاء على غير الشركاء"⁷. والحكمة من شرط

¹ تنص المادة 239 من القانون المدني الجزائري بأنه: "يجوز للدائن أن يحول حقه إلى شخص آخر إلا إذا منع ذلك نص القانون، أو اتفاق المتعاقدين، أو طبيعة الالتزام وتتم الحوالة دون حاجة إلى رضا المدين".

² المادة 241 من القانون المدني الجزائري.

³ سميحة القليوبي، المرجع السابق، ص 296.

⁴ محمد فريد العريبي، الشركات التجارية، دون طبعة، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2002، ص 294.

⁵ عبد الأول عابدين محمد بسيوني، المرجع السابق، ص 676.

⁶ أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص 341.

⁷ فهد صقر عياد المطيري، المرجع السابق، ص 92.

الاسترداد إذ قد يكون العنصر الشخصي في الشريك لدى الشركة المؤسسة له أهمية بالغة لدى الشركاء، ولمنع دخول شخص غريب أو غير مرغوب فيه إلى الشركة، يضع المؤسسون هذا الشرط لاعتبارات عديدة¹.

ويتبين من خلال هذه التعاريف؛ أن شرط الشفعة قد يتحقق لمصلحة الشركة أو أحد المساهمين فيها، أو أحد من الغير مقابل حصول المساهم المتنازل على ثمن عادل للأسهم، ويتم إدراجه في القانون الأساسي للشركة، والهدف من هذا تمكين المساهمين من التمتع بحق الأفضلية في شراء الأسهم المتنازل عنها لغير المساهمين، وهذا ليس معناه أن يسلب المساهم حرية تداول أسهمه، وإنما عليه ضرورة إعلام الشركة عند رغبته في تداول أسهمه، حتى يمكن شراء الأسهم من قبل المساهمين أو المستفيد من حق الأولوية.

والجدير بالذكر، أن المشرع الجزائري لم ينظم شرط الشفعة كقيد على حرية تداول الأسهم في القانون التجاري، وإن كان قد نص عليه من خلال المادة 981 من القانون المدني والمادة 715 مكرر 58 من القانون التجاري²؛ حيث جاء في القانون المدني بأنه رخصة تجيز حلول محل المشتري في بيع العقار³، وبين على سبيل الحصر الأشخاص الذين لهم الحق في ممارستها.

ومن خلال هذه المادة يتبين أنه عندما تقوم الشركة بتخفيض رأسمالها عن طريق شراء عدد من أسهمها بقيمة الجزء الذي تريد تخفيضه من رأس المال⁴، تقوم بإلغاء الأسهم التي قامت بشرائها بمبالغ متقطعة من الرأسمال أو الاحتياطي القانوني⁵.

إذن فهي تلجأ كحل لشراء الأسهم المرهونة في حالة البيع الجبري لها حين يحل ميعاد استحقاق الدين⁶، فيمكن للشركة حينها أن تعترض على انتقال السهم من مالكه إلى المشتري (الدائن المرتهن)، إلا أنها في حالة الاعتراض يجب أن تسترد السهم لصالحها وبثمن عادل¹.

¹ أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص 343.

² حيث جاء في المادة 715 مكرر 58 من القانون التجاري الجزائري: "إذا أعطت الشركة موافقتها على مشروع رهن حيازي للأسهم، حسب الشرط المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 56 أعلاه، فإنه يترتب على هذه الموافقة قبول المحال إليه في حالة البيع الجبري للأسهم المرهونة طبقاً لأحكام المادة 981 من القانون المدني الجزائري إلا إذا فضلت الشركة بعد الإحالة استرجاع الأسهم بالشراء من دون تأخير، قصد خفض رأسمالها".

³ تنص المادة 794 من القانون المدني الجزائري على أن: "الشفعة رخصة تجيز الحلول محل المشتري في بيع العقار ضمن الأحوال والشروط المنصوص عليها في المواد التالية".

⁴ المادة 2/714 من القانون التجاري الجزائري تنص على مايلي: "غير أنه يجوز للجمعية العامة التي قررت تخفيض رأس مال غير مبرر للخسائر أن تسمح لمجلس الإدارة أو مجلس المديرين بشراء عدد معين من الأسهم قصد إبطالها". والشركة لا تقوم بشراء أسهمها إلا إذا كانت قيمتها في البورصة تعادل قيمتها الاسمية أو تقل عنها، إما إذا كانت قيمتها في البورصة مرتفعة، فالعملية تعود على الشركة بالخسارة لأنها تضطر إلى شراء الأسهم بالسعر المرتفع ولا تخفض الرأسمال على أساس قيمة الأسهم الاسمية. راجع د/نادية فضيل، المرجع السابق، 328.

⁵ لكن ذلك يتم وفق الإجراءات التي أوردتها المادة 712، المادة 713 من القانون التجاري الجزائري، بحيث يحق للدائنين المعارضة على قرار تخفيض رأس المال، ولا يمكن تخفيض رأس المال قبل انتهاء آجال المعارضة وتسديد الديون.

⁶ في هذه الحالة لا بد على الشركة من تخفيض رأس مالها، وهذا وفقاً لما جاء في المادة 715 مكرر 58 السالف ذكرها.

وبناء على ما سبق ذكره يتبين لنا أن شرط الشفعة يتميز بخاصيتين؛ أولهما أنه شرط ذو طابع موضوعي، لأنه يأخذ في الاعتبار التنازل بحد ذاته، عكس شرط الموافقة الذي قلنا أنه ذو طابع شخصي، لأنه يأخذ في اعتباره الشخص المتنازل إليه أكثر من عملية التنازل ذاتها². وثانيهما أنه شرط ذو طابع إيجابي، فهو يعطي للمستفيد سواء كانت الشركة أو المساهمين أولوية شراء الأسهم التي يرغب المساهم المتنازل عنها³.

ونشير في الأخير أن شرط الشفعة يمكن أن يتخذ عدة صور من الناحية العملية نذكر منها:

- شرط الشفعة لمصلحة الشركة: في هذه الحالة يعرض المساهم أسهمه التي يرد تداولها على الهيئات المؤهلة في الشركة، التي تقوم باسترداد الأسهم لمصلحة الشركة مقابل دفع ثمن عادل للمساهم، وفي هذه الحالة إما أن يتم الشراء من الأرباح الاحتياطية للشركة، أو من رأس مالها لكن هنا يتعين على مجلس الإدارة القيام بالإجراءات اللازمة لتخفيض رأس مال الشركة بما يعادل القيمة الاسمية للأسهم المتنازل عنها.

- شرط الشفعة لمصلحة المساهمين: إذ يحق لأي مساهم استرداد الأسهم مقابل ثمن عادل، ويتعلق ممارسة حق الشفعة في مدة زمنية معقولة قد تحددها الشركة، وتبدأ من تاريخ إعلان المساهم رغبته في التداول، فإذا لم يتقدم أحد من المساهمين خلال هذه المدة لاسترداد الأسهم محل التداول أصبح التنازل الحاصل للغير صحيحا ويحتج به في مواجهة الشركة⁴.

- وهناك صورة أخرى لشرط الشفعة؛ وهي الاسترداد في حالة وفاة المساهم والغاية من الاسترداد في هذه الحالة منع الورثة من الدخول للشركة.

أولاً- شروط صحة شرط الشفعة

يدرج شرط الشفعة بموجب حالتين، إما أن يندرج في القانون الأساسي للشركة أثناء تأسيسها وهو ما يطلق عليه شرط الشفعة النظامي، أو يدرج في اتفاقيات غير تأسيسية تسمى باتفاقيات الأفضلية⁵، إلا أنها لا تكون حجة على الغير إلا إذا كانت تأسيسية، لهذا فإن شرط الشفعة سواء كان نظامي أو غير نظامي، يجب أن تتوفر فيه شروط معينة حتى يكون صحيحا يمكن تلخيصها في مايلي:

¹ فوزي عطوي، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية، د.ط، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005، ص166.

² مطلاوي نادية، المرجع السابق، ص121.

³ أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص343.

⁴ حمد الله محمد حمد الله، حرية المساهم في التنازل عن أسهمه (دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي)، د.ط، دار النهضة العربية، مصر، 1994، ص143.

⁵ بلعري خديجة، المرجع السابق، ص72.

أ- قصر المدة

لا بد أن يكون الميعاد المفروض في شرط الشفعة يحافظ على مدى مشروعيته، إذ يجب تحديد مواعيد قصيرة فيمكن الأخذ بالميعاد المحدد في شرط الموافقة على سبيل المثال، وكذلك لا بد من النص على أنه إذا لم يتم احترام هذا الميعاد من قبل المستفيد سقط حق الشفعة، وذلك تفاديا للإهمال العمدي أو غير العمدي للشركة أو المساهمين الذي يمكن أن يضر بالمساهمين المتنازل. وبهذا يحق لكل مساهم محيل استرداد إحصاء أسهمه لأي مشتري في حالة عدم ممارسة المساهمين حقهم في الشفعة خلال الآجال المحددة¹.

ب- منح ثمن عادل

يجب تحديد الثمن النقدي الذي يضمن شرط الشفعة للمحيل تحديدا دقيقا، ويقصد به المقابل الذي يتلقاه المساهم المحيل مقابل تنازله عن حقه في تداول أسهمه في حالة ممارسة باقي المساهمين حقهم في الشفعة². وتجب الإشارة كذلك أنه في تحديد طرق توزيع الأسهم المشفوعة فيها تحديدا دقيقا لذا لا بد عند تحديد شرط الشفعة مراعاة مايلي:

- تحديد طرق توزيع الأسهم المشفوعة فيها إذا ما استخدم عدد من المساهمين حقهم في الشفعة، وإلا مست مشروعية هذا الشرط لأنه بإمكان المساهم الحصول على مرتبة الهيمنة في الشركة.

- تحديد مفتاح تقسيم الأسهم المشفوعة فيها بين المساهمين الذين يمارسون حقهم في الشفعة، وذلك أخذ بعين الاعتبار نسبة رأس المال التي يملكها كل مساهم شفيح، وكذا احتمال عدم ممارسة هذا الحق من طرف بعض المساهمين³.

وبخصوص مسألة تحديد نطاق شرط الشفعة، نجد أن المشرع الجزائري سكت عن ميدان تطبيق شرط الشفعة، ولم يتولى تنظيمه أصلا في القانون التجاري، لهذا ذهب بعض الفقه إلى القول بأن مجال تطبيق هذا الشرط هو نفسه مجال تطبيق شرط الموافقة، وعليه لا يطبق شرط الشفعة إلا على الإحالة للغير، وبالتالي فإن الحالات التي يستثنى منها شرط الموافقة التي يبينها سابقا هي نفسها التي تستثنى من شرط الشفعة⁴.

أما البعض الآخر فيرى أن شرط الشفعة يطبق على الإحالة بين المساهمين، ويستدل في ذلك على أن شرط الموافقة يطبق إلا على الإحالة للغير، وذلك طبقا لنص المادة 715 مكرر 55 من القانون التجاري، وبالتالي فالمنع يكون قد ارتكز على نص قانوني، أما شرط الشفعة فليس هناك نص قانوني يمنع تطبيقه بين المساهمين⁵.

¹ غادة أحمد عيسى، الاتفاقيات بين المساهمين في الشركات المساهمة، ط1، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2008، ص58.

² علي طلال هادي، الاعتبار الشخصي وأثره بالنسبة لتأسيس وتداول الأسهم والحصص في شركات الأموال، د.ط، دار النهضة العربية، مصر، 2012، ص480.

³ مطلاوي نادية، المرجع السابق، 122.

⁴ مطلاوي نادية، المرجع نفسه، ص122.

⁵ بلعري خديجة، المرجع السابق، ص75.

أما الحديث عن المادتين 794 و 795 من القانون المدني، بأن حق الشفعة يثبت للأشخاص الواردة في المادة 795 من نفس القانون فقط في حالة بيع العقار، ولا مجال لتطبيقها على المنقولات، وعليه فإذا طبقنا هاتين المادتين على بيع الأسهم فإن الشفعة حسب القانون المدني لا مجال لها في تداول الأسهم، طالما أن هذه الأخيرة تصنف ضمن الأموال المنقولة، وخلاصة القول أن شرط الاسترداد (الشفعة) يجوز العمل به بالرغم من عدم وجود نص في القانون التجاري يثبت مدى جوازه، على عكس ما هو وارد في شرط الموافقة، فهو يرمي إلى أهداف ملحة سواء لصالح الشركة أو لصالح المساهمين، إضافة إلى أنه كباقي القيود الاتفاقية يستند إلى مبدأ حرية التعاقد، الذي يقرر بأن العقد شريعة المتعاقدين في كل ما لا يخالف النظام العام والآداب العامة.

ثانيا- إجراءات شرط الشفعة

لا يكفي أن يكون شرط الشفعة صحيحا حتى يتم العامل به، بل يجب إتباع إجراءات لتطبيقه، لأن عدم إتباع هذه الإجراءات يترتب عنها جزاءات، وفيما يخص إجراءات شرط الشفعة هي نفسها الإجراءات المتبعة لتطبيق شرط الموافقة¹، وتختلف في مسألة واحدة فقط وهي؛ أن شرط الموافقة يمكن للمساهم سحب عرض البيع إذا ما رفضت الشركة المحال إليه المقترح، في حين لا يملك حق العدول عن الإحالة إذا مارس المساهمون أو أحدهم حقهم في الشفعة²، وتتمثل هذه الإجراءات فيما يلي:

أ- تصريح أحد المساهمين برغبته في إحالة أسهمه

يلتزم المحيل بتبليغ مجلس إدارة الشركة برغبته في إحالة أسهمه مع ذكر عدد الأسهم وثنائها، واسم المحال إليه وكذا شروط الإحالة، فهذا التبليغ هو ما يفرق بين شرط الشفعة وإعادة الشراء، الذي ينشأ دون رغبة من المساهم في إحالة أسهمه. حيث تكون الغاية من هذا التبليغ هو السماح للمساهمين المستفيدين من شرط الشفعة مراقبة مدى حقيقة مشروع الإحالة³.

ب- إعلام مجلس الإدارة ببقية المساهمين بمشروع الإحالة

يلتزم مجلس الإدارة في ذلك باحترام الآجال المحددة في شرط الشفعة؛ والذي يجب أن يكون قصيرا وإلا اعتبر ذلك إهمالا من جانبه، بإمكانه الإضرار بمصلحة المساهم المحيل. ويكون دور مجلس الإدارة هنا دور الوسيط فقط بين

¹ أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص 354.

² بلعري خديجة، المرجع السابق، ص 75.

³ مطلاوي نادية، المرجع السابق، ص 123.

المساهمين المحيل وبقية شركائه؛ ذلك أن قرار الشفعة هو قرار فردي يرجع إلى كل مساهم على حدة، فهو حق شخصي للمساهمين وليس حقاً للشركة كما هو عليه الأمر بالنسبة لشرط الموافقة¹.

ج- اتخاذ المساهمين قرار ممارسة الشفعة أو عدم ممارستها

ممارسة المساهمين حقهم في الشفعة خلال المهلة المحددة في القانون الأساسي للشركة إذا كان الشرط تأسيسياً أو الاتفاق إذا كان غير تأسيس، والتي لا يجب أن تكون طويلة؛ وتبدأ من يوم تبليغ المساهم رغبته في الإحالة إلى مجلس الإدارة وإلا سقط حقه في الشفعة بمرور هذه المدة دون اتخاذ قرار بالشفعة، وهي نفس المدة المحددة في القانون المدني لمن يريد ممارسة حقه في الشفعة عند بيع العقار²، وتختلف الإجراءات في حالة ممارسة الشفعة عنها في حالة عدم ممارستها وفق مايلي:

- في حالة ممارسة المساهمين حقه في الشفعة هنا إما أن يكون المحال إليه مساهماً في الشركة، وبالتالي يكون له حقاً تنافسياً مع بقية المساهمين، أو يكون من الغير وهنا الإحالة تثبت للمساهمين الذين مارسوا حقهم في الشفعة، ولا يكون لهذا الغير حق في الدخول إلى الشركة، كما تجدر الإشارة هنا أن شرط الشفعة يمارس على جميع الأسهم المراد بيعها، ولا يجوز تجزئتها وبهذا حكم القضاء الفرنسي³.

- في حالة امتناع المساهمين عن ممارسة حقهم في الشفعة؛ هنا يسترجع المحيل حريته في إحالة أسهمه، ولكن بشرط أن تتم الإحالة بنفس الثمن والآجال والشروط التي تضمنها تبليغه الأصلي⁴.

وبخصوص مسألة الجزاء على مخالفة شرط الشفعة تختلف حسب ما إذا كان هذا الشرط تأسيسياً أم غير تأسيسي، وسبق لنا القول أن شرط الشفعة التأسيس هو الشرط المدرج في القانون الأساسي للشركة، وبالتالي فإن جزاء مخالفة هذا الشرط هو نفسه الجزاء المطبق في حالة مخالفة شرط الموافقة؛ المتمثل في عدم حجية الإحالة في مواجهة الجميع وليس بطلانها، حيث يمكن للشركة هنا رفض تحويل الأسهم من حساب المحيل إلى حساب المحال إليه، كما يحق للمستفيد من هذا الشرط إخطار مجلس إدارة الشركة للامتناع عن إتمام إجراءات التسجيل⁵، كما يمكن للشركة التمسك بعدم حجية هذه الإحالة حتى في مرحلة التصفية القضائية، إذا ما قام المصفي ببيع الأسهم دون احترام شرط الشفعة المنصوص عليها في القانون الأساسي⁶.

¹ بلعري خديجة، المرجع السابق، ص 77.

² تنص المادة 799 من القانون المدني الجزائري على أن: "على من يريد الأخذ بالشفعة أن يعلن رغبته فيها إلى كل من البائع والمشتري في أجل ثلاثين (30) يوماً من تاريخ الإنذار الذي يوجهه إليه البائع أو المشتري وإلا سقط حقه، ويزاد على ذلك الأجل مدة المسافة إن اقتضى الأمر ذلك".

³ بلعري خديجة، المرجع السابق، ص 78.

⁴ أ/فتاحي محمد، المرجع السابق، ص 355.

⁵ غادة أحمد عيسى، المرجع السابق، ص 66.

⁶ بلعري خديجة، المرجع السابق، ص 80.

والجدير بالذكر أن الاتفاقيات غير التأسيسية؛ لا يمكن فرضها على جميع المساهمين ولا تكون حجة عليهم ولا على الغير، فهي لا تربط سوى أطرافها الممضين عليها، وعليه في حالة مخالفتها من قبل أحد الأطراف بإحالة أسهمه للغير، فلا يمكن للطرف المستفيد من الشرط سوى المطالبة بالتعويض عن الضرر المتسبب له، ولا يمكنه المطالبة بإبطال البيع إذا كان المحال إليه حسن النية إلا في الحالات التي يسمح بها القانون خلل في أركان العقد أو في حالة الغش أو التزوير، أي سوء نية المحال إليه¹.

غير أنه يمكن لشرط الشفعة غير التأسيسي أن يكون حجة على الشركة، وذلك إذا ما بلغت بما أو حصل تسجيل المحال إليه في سجلاتها، إلا أنه هنا أيضا لا يمكن للمستفيد المطالبة بإبطال التسجيل، طالما أن العقد الاتفاقي لا يحتج به قبل الغير حسن النية.

وفي الأخير يمكن القول أن شرط الشفعة غير التأسيسي لا يلزم سوى أطراف الاتفاق، ومخالفته ليس لها أثر لا على أطراف الإحالة ولا على الشركة.

ومن خلال ما سبق تبسيطه من قيود واردة على مبدأ حرية تداول الأسهم سواء شرط الموافقة أو شرط الاسترداد، فيمكن القول أنها تهدف في مجملها إلى تقييد دخول مساهمين غير مرغوب فيهم للشركة أو من تبشر رأس المال إلى مساهمين جدد، إلا أن الإسراف منها قد يشكل خطرا على المبدأ العام وهو حرية تداول الأسهم².

والجدير بالذكر أنه وبصدور اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، نصت مادتها الثالثة والستون على أنه: " لا يجوز للشركة أو نظامها الأساسي وضع قيود على تداول أسهمها متى كانت من شركات الاكتتاب العام أو على الأسهم التي يتم قيدها ببورصات الأوراق المالية ".

ومؤدى ذلك أن مجال فرض القيود الاتفاقية أصبح قاصرا فقط على الشركات المغفلة، التي لم تقيد أسهمها في البورصة، ويأتي هذا الوضع القانوني الجديد تنجيحا لآراء بعض من الفقه بأن النص على القيود الاتفاقية في النظام الأساسي للشركات ذات الاكتتاب المفتوح، قد لا يتسق مع وضع هذه الشركات التي تتجه إلى جماهير المدخرين، سيما وأن أغلب هذه القيود الاتفاقية غالبا ما توضع في الشركات ذات الطابع العائلي، بهدف منع الأشخاص غير المرغوب فيهم من دخول الشركة، وأن التوسع في مثل هذا النوع من القيود يؤدي إلى العودة إلى الاعتبار الشخصي، وهو ما لا يتفق مع طابع شركات المساهمة قوامها الاعتبار المالي³.

¹ غادة أحمد عيسى، المرجع السابق، ص 67.

² علي طلال هادي، المرجع السابق، ص 454.

³ د/ عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، حقوق، عين شمس، 2005، ص 235. وفي رأي آخر لبعض من الفقه ذهب إلى أن فكرة شركات المساهمة تقوم على الاعتبار المالي وحده فكرة يُكذبها الواقع، حيث يوجد اعتبار شخصي سلمي يكون للشركاء والشركة بمقتضاه الدفاع اتجاه الأشخاص غير المرغوب فيهم أو المنافسين خلافا لشركات الأشخاص التي تقوم على اعتبار شخصي إيجابي، حيث تعتمد الشركات

المبحث الثاني

الآثار المترتبة على تداول الأسهم في البورصة

تقوم عمليات البورصة على تداول الأسهم أي شرائها وبيعها بواسطة الوسطاء، وتعتبر هذه الأسهم من الأشياء المثلية، كما تتميز عمليات البورصة بخاصيتين أساسيتين؛ تتمثل الخاصية الأولى في أن المتعاملين لا يعرفون بعضهم، ويكفي أن يعطي الزبون أمره إلى وسيط ليقوم هذا الأخير بتنفيذه، وإجراء العملية حسب الأصول المحددة في نظام البورصة، أما الخاصية الثانية فتتمثل في أن أثر العمليات التي تجري في البورصة لا يتعلق بالمتعاملين فحسب، وإنما يشمل كل من يحمل سندا من النوع الذي تجري العملية عليه، وينتقل هذا الأثر من خلال هؤلاء إلى الحياة الاقتصادية بمجموعتها، ولهذا كان من الضروري إخضاع البورصة لرقابة السلطات العامة¹.

والواقع أن عمليات البورصة تتشابه إلى حد كبير مع عقود البيع، إذ تبدو في طابعها أقرب إلى هذه الأخيرة من العقود الأخرى، فتخضع في المبدأ للقواعد التي ترعى هذه العقود، بالإضافة إلى القواعد الأخرى التي تفرضها مميزات الخاصة². لذا حرص المشرع على التدخل لتنظيم الكثير من الأوضاع التي تتطلبها عمليات البورصة رغبة منه في المحافظة على الثقة في البورصة والأوراق المالية.

على أشخاص الشركاء قبل أموالهم. ويوجد الاعتبار الشخصي في شركات الأموال حيث تكون شركة المساهمة مجرد امتداد أو توسع لمشروع عائلي، وفي مثل هذا الفرض يمكن تفهم رغبة المساهمين في الاحتفاظ لشركتهم بطابع عائلي، وبالتالي إيجاد رقابة وقيود على تداول الصكوك الخاصة بالشركة. د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية لكلية الحقوق، العدد 3، جامعة المنصورة، أبريل 1988، ص 88.

¹ محمد يوسف ياسين، البورصة، ط 1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص 98.

² جاء في المادة 351 من القانون المدني الجزائري، عقد البيع بقوله: "البيع عقد يلتزم بمقتضاه البائع أن ينقل للمشتري ملكية شيء أو حقا ماليا آخر في مقابل ثمن نقدي". إلا أن عقد البيع يتميز عن عقد بيع الأسهم بمميزات خاصة عديدة عن سائر أنواع البيوع والتي تتمثل:

1- عقد البيع ملزم للجانبين: حيث يرتب التزامات متقابلة في ذمة البائع والمشتري، بينما عقد بيع الأسهم يتميز بأن أطراف العقد مباشرة هم الوسطاء، حيث يحل وسيط البائع محل البائع ويحل وسيط المشتري محل المشتري، بينما يعتبر البائع والمشتري أطراف غير مباشرة في العقد، ويرجع ذلك إلى أن القانون لم يسمح للبائع والمشتري أن يتولوا بأنفسهم تنفيذ العقد للأسهم المقيدة في البورصة، وإنما أسند الأمر إلى الشركات التجارية المرخص لها بذلك، حسب ما جاء في المادة 6 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بموجب قانون 04./03

2- عقد البيع عقد معاوضة؛ حيث يحصل البائع مقابل ما ينقله إلى المشتري على الثمن، والمشتري يحصل على مقابل ما دفعه من ثمن على العين والعين هنا هي ورقة مالية (أسهم).

3- عقد البيع عقد رضائي: حيث تكفي لانعقاده تطابق إرادة البائع مع إرادة المشتري، فالقانون لم يشترط لانعقاده أن يفرغ بشكل معين، هذا بالنسبة للمنقولات، أما فيما يخص عقد بيع الأسهم فرغم أن السهم هو صك والصك هو شيء مادي أي منقول إلا أنه يتطلب فيه حتى يتم بعض الإجراءات الخاصة (سوف نتناولها لاحقا).

4- عقد البيع يرد على الأشياء وعلى الحقوق المالية الأخرى.

5- عقد البيع ينقل الملكية، وهي أهم خاصية من خصائص عقد البيع؛ حيث أنه عقد ينقل الملكية من البائع إلى المشتري، مقابل ثمن نقدي لكن هذه الميزة لعقد البيع منحصرة في حالة ما يكون محل عقد البيع منقولا محدد بالذات، أما إذا كان محل البيع شيئا معينا بالنوع فقط، فإن دور عقد البيع يقتصر على إنشاء التزام في ذمة البائع بنقل الملكية، وبالتالي فإن الملكية في هذه الحالة تترتب على عمل مادي هو الإفراز، وفيما يخص الأسهم، فإن الملكية تنتقل بالقيود في الحساب، إذا فالحساب كله يجب أن يكون معينا بالذات.

ونظرا لتشابه بيع الأسهم مع البيع في القواعد العامة، فإنه تسبق عملية البيع عملية التفاوض؛ وتتمثل هذه الأخيرة في مجموع الطرق المطبقة لمعالجة أوامر البورصة، ومن خلال قواعد تطبق بهدف تحديد السعر انطلاقا من أوامر الشراء والبيع، وسيأتي توضيح تقنيات إبرام عقود تداول الأسهم من خلال أوامر البورصة وكيفية تنفيذها والأسعار من خلال العرض التالي بيانه:

المطلب الأول

les ordres de bourse أوامر البورصة

تعتبر أوامر البيع والشراء في البورصة هي نقطة البدء في معاملاتها، وبمقتضاها يصدر أمر من العميل إلى السمسار الذي يختاره يخطره فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، ويسمى الأمر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، ويسمى أمر بيع إذا كان غرض العميل هو البيع، وهذه الأوامر بنوعيتها يطلق عليها أوامر البورصة. وعليه، إن تداول الأسهم لا يتم مباشرة ما بين البائع والمشتري، بل يتوسط بينهما شخص آخر وهو وسيط البائع والمشتري باستعمال تقنية محددة تتمثل في أوامر البورصة، هذا الوسيط يعمل على تنفيذ أوامرهم وفقا لأحسن ظروف السوق حسب السعر المحدد، إثر التقاء أوامر الشراء والبيع. نتعرض في هذا المطلب لعناصر ثلاثة أساسية وهي تعريف أوامر البورصة ثم تحرير أوامر البورصة، وأخيرا أنواع أوامر البورصة.

الفرع الأول

تعريف أوامر البورصة

تبدأ عمليات تداول الأسهم بالبورصة عندما يصدر العميل إلى شركة السمسرة التي يختارها أمرا؛ يخطرها فيه برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة ببيع أو شراء أسهم، ويسمى الأمر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، وأمر بيع إن كانت رغبة العميل هي البيع، ويطلق على هذه الأوامر اختصارا أوامر البورصات¹. وعليه قد يتساءل البعض حول الطبيعة القانونية للأوامر الصادرة إلى وسيط بورصة الأوراق المالية من قبل عملائه، وهذا بالنظر إلى ما ورد حول هذه الأوامر من تعاريف مختلفة، سواء من جانب الفقه أو من الناحية التشريعية، باعتبار أن الأمر في اللغة هو الطلب، ويراد به في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط ببيع أو شراء أوراق مالية معينة².

¹ د/ أحمد الباز، المرجع السابق، ص 83.

² مبارك محمد آل سليمان، أحكام التعامل في سوق الأوراق المالية المعاصرة، ج 1، ط 1، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص 525.

ف نجد من الفقه من يرى بأن أوامر البورصة عبارة عن: " تفويض أو إذن صادر من العميل إلى السمسار، يتضمن بيع أو شراء ورقة مالية في البورصة بسعر معين¹ ". وفي جانب آخر يرى أن أوامر البورصة عبارة عن: " عقد إنابة بين الوسيط والزبون² " وهناك من يعرفها بأنها: " التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقا مالية معينة³ ". وأشار البعض إلى أن أوامر البورصة هي: " إذن للسمسار من العميل لبيع أو شراء ورقة مالية في البورصة، فيما يعرفها اتجاه آخر بأنها: " الإرادة المحركة للوسيط للقيام بعمليات على الأوراق المالية⁴ ".

وعليه يتضح لنا أن أوامر البورصة (les ordres de bourse) هي عبارة عن التوكيل المعطى من قبل أحد العملاء إلى الوسيط، لكي يبيع أو يشتري له في البورصة أسهما معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعولا إلا إذا أعطى إلى أحد الوسطاء، ولكنه يجوز أن يوجه إلى أحد مستخدمي الوسيط المكلفين بالعمل داخل البورصة الذي يعمل لدى الوسيط وعلى مسؤولية هذا الأخير، فيقوم المستخدم عندئذ بنقل الأمر إلى الوسيط، أو يعمل باسم الوسيط. وفي جميع الأحوال يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة⁵.

يعرف بعض الفقهاء الفرنسيين أوامر البورصة بأنها: " تفويض من العميل للوسيط في إجراء عمليات البيع والشراء بالبورصة لورقة محددة le mandat donne à un agent de change par son client de vendre ou d'acheter à la bourse une valeur déterminée. واشترط في تعريفه أن يكون الوسيط L'intermédiaire له السلطة القانونية -مرخص له- لإجراء Le pouvoir légal de faire العمليات واشترط ثانيا أن يكون الوسيط في وضع يكون تنفيذه للأمر إجباريا. أي لا يمكن رفضه IL doit obligatoirement exécuter L'ordre et ne peut refuser son concours.

ويعرفها فقيه فرنسي آخر بأنها: الإذن المعطى للسمسار (فرد أو جماعة) بواسطة العميل لبيع أو شراء ورقة مالية بالبورصة، وهذا الأمر يشترط صدوره من صاحب الحق في التصرف في هذه الأوراق المالية سواء أكان فردا أم جماعة وموجه إلى صاحب السلطة الشرعية في التداول Pouvoir légal ليقوم هذا الأخير بتنفيذه وفقا لشروط عمليات البورصة كما وأن الوسيط لا يمكنه رفض تنفيذه⁶.

وفي فرنسا يجمع الفقه على أن شركة البورصة في علاقتها بالعميل هي بمثابة وكيل بالعمولة ضامن، حيث تلزم شركة البورصة بتنفيذ عمليات البيع والشراء باسمها وحساب الموكل، وفقا لما جاء في المادة 03 من القانون 22 يناير

¹ إبراهيم جاسم فاروق، المرجع السابق، ص 193.

² حميل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة ملود معمري، تيزي وزو، 2014، ص 381.

³ عمر ناطق يحيى الحمداي، المرجع السابق، ص 226.

⁴ ريمة بلجودي، النظام القانوني لتداول الأوراق المالية بالبورصة، ط 1، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2016، ص 116.

⁵ د/ الياس ناصيف، المرجع السابق، ص 239.

⁶ د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص 103.

1988 تعتبر شركات البورصة مسؤولة في مواجهة مصدر الأوامر عن تسليم الأسهم ودفع الثمن في حالات البيع والشراء في السوق، وعليه يتضح أن عقد سمسرة الأوراق المالية في فرنسا يعتبر عقد وكالة بالعمولة مع ضمان التنفيذ¹.

والجدير بالذكر أن مهمة الوسيط في سوق التداول تختلف عن مهمة الوسيط العادي، فدور الوسيط العادي هو القيام بعمل مادي يتمثل في التقريب بين شخصين يرغبان في التعاقد، وينتهي دوره بموافقتهم على إتمام الصفقة، فلا يتدخل في إبرام العقد ولا شأن له بتنفيذه، وهذه ليست مهمة الوسيط في سوق القيم المنقولة، فدوره لا ينتهي بالحصول على موافقة الطرف الآخر نيابة عن عمله فهو يضمن حسن تنفيذ العقد بتسليم الأسهم إلى المشتري والثن إلى البائع. بناء على ما تم تقديمه من تعاريف لأوامر البورصة؛ يتضح من خلال التعريف الأول أن هذا الاتجاه يرى بأن أمر البورصة عبارة عن تفويض أو إذن، فهذا التعريف منتقد كون الإذن أو التحويل ليس كالتفويض، لأن هذا الأخير هو مرادف لمصطلح التوكيل، حيث ورد في نص المادة 1984 من القانون المدني الفرنسي أن: "الوكالة أو التفويض تصرف يمنح به شخص لآخر فعل شيء لحساب الموكل وباسمه، ولا يتشكل العقد إلا بقبول الوكيل"².

وعلى هذا الأساس يرى البعض أن أمر البورصة عبارة عن عقد يخضع في أحكامه لعقد الوكالة، كون الزبون يفوض الوسيط من أجل شراء أو بيع نوع من القيم المنقولة، وبالتالي فلا فرق بين هذه التعاريف بحكم أنها تدور في السياق نفسه، مادامت ترى بأن أمر البورصة عبارة عن عقد³. وعليه يمكن انتقاد هذا الرأي لأنه لا يتفق مع الطبيعة القانونية للأمر، كونه يمثل تعبيراً عن إرادة العميل سواء بالبيع أو الشراء، وبالتالي فهو لا يتوافق مع القواعد العامة للعقود، التي تفترض حرية التعبير عن الإرادة. والوسيط كما هو مقرر لا يملك كقاعدة عامة حرية رفض تنفيذ أوامر العميل، فالأمر لا يعدو أن يكون التزاما يفرضه عقد الوساطة الذي ينظم العلاقة بين الطرفين، ولا يمكن وصفه بأنه عقد.

وعليه نرى من جانبنا أن التعريف الأخير هو الأقرب للصواب، حيث يصدق على أوامر البورصة بأنها إرادة العميل في إبرام صفقة ما، والتي لا يمكن تجسدها إلا من خلال تقديم طلب، والذي يتحرك الوسيط على إثره بقصد تنفيذ هذا الطلب الذي يعد في الأصل التزام مترتب على عاتقه بناء على اتفاق سابق بينهما.

والجدير بالذكر أن المشرع الجزائري لم يهتم بتعريف أوامر البورصة ضمن المرسوم التشريعي 10/93، غير أن النظام العام لبورصة القيم المنقولة رقم 04/23 عرّف أوامر البورصة من خلال المادة 122 منه حيث نصت بأن: "أمر البورصة هو تعليمة يقدمها الزبون إلى وسيط في عمليات البورصة، أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو في

¹ طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص 397.

² Article 1984 crée par loi 1804-03-10 promulguée le 20 Mars 1804 : «Le mandat ou procuration est un acte par lequel une personne donne à une autre le pouvoir de faire quelque chose pour le mandant et en son nom. Le contrat ne se forme que par l'acceptation du mandataire. "https :www.legifrance.gouv.fr. visite-le 2020/12/15 .

³ بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون خاص، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2016، ص 375.

إطار التداول لحسابه الخاص ". من خلال هذه المادة يتبين أن العقد الذي يربط بين الوسيط والزيون هو عقد وكالة¹. والجدير بالذكر أنه جاء في المادة 34 من القانون التجاري الجزائري في فقرتها الأولى: " يعتبر عقد الوكالة التجارية اتفاقية يلتزم بواسطتها الشخص عادة بإعداد أو إبرام البيوع أو الشراءات، وبوجه عام جميع العمليات التجارية باسم ولحساب تاجر، والقيام عند الاقتضاء بعمليات تجارية لحسابه الخاص...".

وبناء عليه وحسب النصوص المذكورة أعلاه؛ يتبين أن أوامر البورصة هي عقد وكالة، وهذه الأخيرة نوعان؛ إما وكالة مدنية أو تجارية؛ بحسب ما إذا كان التصرف القانوني محل الوكالة مدنياً أو تجارياً بالنسبة إليه، ويترتب على ذلك إن توكيل الوكيل في شراء أسهم للمضاربة يعتبر عملاً تجارياً بالنسبة إليه أي بالنسبة للموكل. أما بالنسبة للوكيل الذي يعتبر وسيطاً حسب المادة 06 من قانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة². والوسيط حسب مفهوم المادة هي الشركات التجارية والبنوك والمؤسسات المالية، فإن الوكالة بالنسبة لها تجارية باعتبار هاته الشركات تاجراً والوكالة تدخل في أعمال تجارتها³.

والملاحظ أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها اعتبرت الأوامر الصادرة من العميل إلى الوسيط تعليمات، وهو نفس الرأي الذي كرّسته سلطة ضبط الأسواق المالية الفرنسية، والتي أوردت ضمن المادة 321-42 من لائحته بأن خدمة تنفيذ الأوامر لصالح الغير تقدم من خلال بذل العناية لتزويد العميل بأفضل تنفيذ ممكن بما يتلاءم والتعليمات الصادرة منه⁴، وهو الرأي نفسه لدى الكثير من الفقه الفرنسي الذين عرفوا أمر البورصة على أنه التعليمات الصادرة من العميل إلى وسيطه المالي⁵.

وبناء على ما سبق؛ يتضح لنا أن القول بأن أوامر البورصة عبارة عن تعليمات كما ورد في النظام 04/23 لا يصح من الناحية القانونية، لأن هذا التكليف لا ينطبق على الرابطة القانونية التي تربط بين الوسيط والزيون، وهي العلاقات التعاقدية بغض النظر عن طبيعة العقد المبرم بين الطرفين سواء كان عقد وكالة أو غيره من العقود الأخرى، وإنما التعليمات تصبح فقط بين الرئيس والمرؤوس⁶.

¹ بالرجوع لأحكام المادة 571 من القانون المدني الجزائري عرفت الوكالة بقولها: " الوكالة أو الإنابة هو عقد بمقتضاه يفوض شخص شخصاً آخر للقيام بعمل شيء لحساب الموكل نفسه ".

² تنص المادة 06 من قانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93 على أنه: " يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية، التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية ".

³ عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، العقود الواردة على العمل، المجلد الأول، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1963، ص 411.

⁴ رشا محمد تيسير حطاب، عقد التداول في البورصة - دراسة قانونية مقارنة، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، العدد 1، المجلد 36، الجامعة الأردنية، 2009، ص 119.

⁵ بن عزوز فتيحة، المرجع السابق، ص 374.

⁶ حميل نواره، المرجع السابق، ص 382.

وعليه يلاحظ تواتر التعريفات الخاصة بأوامر البورصة وهي جميعا لا تخرج عن التعريفين السابقين، وهي جميعها تندرج تحت راية واحدة ذات أركان متعددة وهي أولا - عبارة عن إعلان أو إخطار أو إذن أو إفصاح عن النية في التعاقد - وأن يكون هذا الإعلان صادرا من المالك الحقيقي أو المجازي (ونقصد بالمالك المجازي هنا من له سلطة عن الصكوك، أو في ضم الصكوك بالشراء كشركة إدارة المحافظ، والتي لها حق إصدار الأمر لشركة السمسرة ببيع صكوك معينة أو شرائها). وهو العميل - وأن يكون الأمر صادر لمن له الصفة القانونية في عمليات التداول كشركات السمسرة في مصر، أو السمسار الفرد كما في بعض الدول أو لشركات البورصة كما هو الحال في فرنسا - وأن يكون هذا الإعلان أو الإفصاح مقترنا بالتفويض لإجراء التبادل (شراء وبيع) - وأن يكون هذا الأمر منصبا على ورقة محددة أو أوراق محددة، وأخيرا ألا يكون لشركة السمسرة أو السمسار الحرية في رفض أو قبول هذا الأمر¹. ونرى أن هذه الخاصية الأخيرة إنما بسبب احتكار السمسرة لعمليات التداول في البورصة. وبمفهوم المخالفة فإن السمسار لا يمكنه التحرك من تلقاء نفسه دون إشارة البدء - الأمر - في اتخاذ الإجراءات؛ حتى ولو كان ذلك في مصلحة العميل، وتعتبر هذه الخاصية من أولويات التزامات شركة السمسرة أو القوائم بعملية التداول.

الفرع الثاني

تحرير أوامر البورصة

أكدت المادة 124 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة؛ البيانات اللازمة التي يجب أن يتضمنها الأمر، بحيث يجب أن تكون أوامر البورصة محددة بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل، وهذا يتطلب تحديد نوع الأسهم، إذا كانت أسهم رأس المال أو أسهم عادية أو أسهم ممتازة، وكميتها والسعر المطلوب الذي ستم على أساسه الصفقة، ومن جملة البيانات الواجب توفرها في أمر البورصة نذكر مايلي:

- بيان اتجاه العملية (الشراء أو البيع).
- تعيين القيمة محل التداول وخصائصها.
- عدد الأسهم التي سيتم تداولها.
- بيان أو حد السعر.
- مدة صلاحيته.
- بيان صاحب الأمر.
- وبصفة عامة، كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذه.

¹ د/ نصر الله على طاحون، المرجع السابق، ص103.

كما يتم إدخال الأوامر التي يتلقاها الوسطاء من زبائنهم في حواسيب نظام التداول المكنن التابع للبورصة، لأن الوسيط لا يقبل تنفيذ أي أمر إلا بعد فتح حساب للزبون، لأن التعامل بين الوسيط والزبون يبدأ منذ توقيع اتفاقية الحساب، والتي بمؤداها يودع الزبون السندات والنقود في حساب الوسيط ليتصرف بها عند تلقيه الأوامر. غير أنه بعد نزع الصفة المادية عن القيم المنقولة فإنه حلت محل اتفاقية الحساب بين الوسيط والزبون اتفاقية الحساب مابين الزبون وماسك الحسابات المؤهل¹. كما يجب أن تكون الأوامر كتابية حتى ولو كانت هاتفية فلا بد من أن يتم تأكيدها كتابيا².

الفرع الثالث

أنواع أوامر البورصة

كما سبق الإشارة إليه فإن بيع أو شراء الأسهم في البورصة يتم عن طريق صدور أوامر من المستثمر إلى وسيط عمليات البورصة مفوض يتولى تنفيذها، ويشترط في هذه الأوامر أيا كانت طريقة إبلاغها إلى الوسيط؛ أن تكون صريحة وواضحة، في حين قد يصدر عن المستثمر أحيانا أوامر محددة السعر أو بدون تحديد، كما قد يتضمن الأمر توقيتا محددا لتنفيذه، وقد يخلو منه، وعلى هذا فإن أوامر البورصة الصادر من العميل للسمسار لا يخلو من عدة أشكال، سواء تعلقت هذه الأوامر بوقت التنفيذ Time limit of orders أو تعلقت بسعر التنفيذ limit of orders Price، وهناك من الأوامر ما يجمع بين السعر والوقت، وأخرى ما تشترط شروطا خاصة، وفيما يأتي توضيح لهذه الأنواع المختلفة.

أولا- الأوامر التي تتضمن شروط بخصوص سعر التنفيذ

يقصد بالأمر المحدد لسعر التنفيذ؛ تلك الأوامر التي يطلب فيها العميل من السمسار التنفيذ بأفضل سعر في السوق أو التنفيذ بسعر محدد، وعلى ذلك تشمل تلك الأوامر نوعين هما أوامر السوق وأوامر محددة. نتناولها تباعا كمايلي:

أ- أوامر بسعر السوق Ordres de Marché

ويطلق عليه أمر السوق أو الطلب العادي أو السعر الأحسن، وهذا الشكل هو الأكثر شيوعا واستخداما، ومفاد ذلك هو أن يطلب المستثمر من الوسيط أن يقوم بتنفيذ الصفقة سواء بالبيع أو الشراء بالسعر السائد في البورصة³، أو بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل فيها وقت استلام الأمر⁴ To buy at the lowest affier

¹ هوادف بهية، المرجع السابق، ص 61.

² قاسم شواش لمياء، المرجع السابق، ص 175.

³ محمد صالح الخناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط2، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص 22.

⁴ محمد الخناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، د ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 43. وينظر كذلك: هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص 125.

price available and sell at the highest bid price. ونظرا لأن الأمر لا يحدد سعرا بعينه أو وفقا للتداول فإن الصفقة عادة ما يتم تنفيذها في الحال (أول جلسة)¹. والجدير بالذكر أن هذا النوع من الأوامر وإن كان السعر غير محدد فيه، فإن نظام السوق يحوله تلقائيا إلى أمر بسعر محدد، حيث يجعل الحد هو سعر الافتتاح بالنسبة للأوامر الصادرة قبل فتح السوق، وبالنسبة للأوامر الصادرة خلال جلسة التداول يكون السعر الأمثل هو أحسن سعر مقابل لتلك الأوامر في السوق². وعلى فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكد أن أمره سيتم تنفيذه، وإن كانت درجة تأكيده أقل كثيرا فيما يتعلق بالسعر³.

ولهذا يلزم المشرع المصري شركات الوساطة أن تبذل أقصى درجة من العناية لتحقيق أفضل الأسعار في السوق⁴، وكذلك الحال في التشريع الفرنسي من خلال المادة (3-3-1) من المرسوم التنفيذي الفرنسي الصادر في 14 أكتوبر 1997⁵.

وتجدر الإشارة أنه ومن خلال نص المادة 132 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، يتبين أن مجال تطبيق أوامر السوق يكون في حال اعتماد التسعيرة المتواصلة، وإذا كان من مزايا هذا النوع من الأوامر سرعة وضمان التنفيذ العملية⁶ وفي هذه الحالة فإن ظروف السوق المالي (السيولة - المعروض من الصكوك والطلب عليها) هي التي تؤثر على سعر الورقة المالية (سعر التنفيذ)، ومع ذلك فإنه لا يخلو من العيوب وفي مقدمتها، احتمال تعرض العميل لخسارة كبيرة إذا ما تغيرت الأسعار بصورة مفاجئة عكس المتوقع⁷، هذا بالإضافة إلى جهل المستثمر بالسعر المزمع التنفيذ به إلا عند إخطاره به، ومسؤولية شركة السمسرة هنا أو الوسيط هو بذل العناية اللازمة وليس مجرد البيع أو الشراء فقط تحقيقا لمصلحة العميل إن المستثمرين⁸.

¹ دima وليد حنا الرضي، الأسواق المالية (تركيباتها، سيولتها، والتجربة العربية)، ط1، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة، 2015، ص13.

² Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière, Manuel Application, 10 Edition, Dunod, Paris, 2001, p30.

³ محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المرجع السابق، ص36.

⁴ أحكام المادة 260 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

⁵ كريم عبد الباسط مولود، المرجع السابق، ص379.

⁶ طاهر شوقي محمد مؤمن، المرجع السابق، ص201.

⁷ جاسم فاروق إبراهيم، المرجع السابق، ص205.

⁸ ريان هاشم حمدون، المرجع السابق، ص51.

ب-الأوامر بسعر محدد Limit order

ومفاد هذه الحالة هو الإذن بالتعامل بالبيع أو الشراء لورقة مالية محددة عند وصول سعرها عند حد معين *Ordre à Cours limité*؛ وبمفهوم المخالفة أنه في حالة تجاوز هذا السعر فإن الأمر لا يعتبر سارياً¹، إلا إذا كان تنفيذ الأمر بسعر أفضل من السعر المحدد (أقل في حالة الشراء وأعلى في حالة البيع) فيعتبر الأمر سارياً من باب أولى. ومن ثم فإن شركة السمسرة عليها الترتب لاغتنام التداول عند الوصول للسعر المحدد². أو بمعنى آخر هو ذلك الأمر الذي يحدد فيه العميل السعر الذي يتوجب عليه أن ينفذ به الصفقة، دون أن يترك للوسيط أدنى قدر من الحرية في تنفيذه، أي أن العميل يحدد السعر الأقصى الذي يكون مستعداً لدفعه إذا كان مشترياً، والحد الأدنى الذي يقبل التنازل مقابلته على صكوكه متى كان بائعاً³.

وبناء عليه، فإن الأمر المحدد هو الذي يضع فيه العميل أو المستثمر جميع العناصر الرئيسية للصفقة المراد إبرامها؛ من حيث السعر والكمية والمدة التي يجب التنفيذ خلالها⁴. وقد ينفذ السمسار الأمر بسعر أفضل من السعر المحدد؛ وعندئذ يقال أن السمسار تعاقد على أحسن مما حدده العميل. ولكن الملاحظ أن هناك خطأ في صياغة نص هذه المادة؛ حيث أنه من المفترض في حالة البيع تحديد السعر الأدنى الذي لا يقبل العميل أن يتنازل عن صكوكه، أو أوراقه المالية -الأسهم- بأقل منه، وليس السعر الأقصى الذي يقبل بموجبه التنازل عن السندات، ولهذا فمن المستحسن إعادة صياغة هذه الفقرة لتدارك السهو.

وفي هذا الصدد كذلك تشير المادة 266 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري على أنه: "تلتزم الشركة بتنفيذ أوامر عملائها في الحدود الصادرة بها، ولا يجوز لها أن تتجاوز هذه الحدود عند بيع أو شراء الأوراق المالية، ويحظر عليها تنفيذ العمليات بأسعار أو كميات تتجاوز أوامر العملاء بالزيادة أو بالنقص".

وقد جرى العرف البورصي في أن المستثمر غالباً ما يحدد فترة زمنية ينبغي تنفيذ الأمر خلالها كيوم أو أسبوع أو شهر، فيلاحظ في بورصات أمريكا أنه في حالة عدم الوصول إلى السعر المحدد خلال فترة زمنية معينة، فإن السمسار يلجأ إلى المتخصصين (صناع السوق)، وتسجيل الأمر لديهم حيث يقوم المتخصص بالتعامل في الورقة المالية محل الصفقة نيابة عن السمسار الأصلي، وذلك عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد في الأمر⁵.

¹ جرى العرف في بورصات أوروبا أن السعر المحدد في الأمر ليس قاعدة مسلمة، بمعنى أن سعر السهم لو وصل إلى 149 دولار وأن أمر البيع محدد به 150 دولار فلا بأس من إتمام الصفقة ما دام السعر لم يصل خلال جلسات يوم التعامل إلى السعر المحدد. جاسم فاروق إبراهيم، المرجع السابق، ص 205.

² Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière, Manuel & Application, 10 Edition, Dunod, Paris, 2001, p30.

³ جاسم فاروق إبراهيم، المرجع السابق، ص 205.

⁴ د/ راشد الحمداني، المرجع السابق، ص 209.

⁵ أحمد بن عبد الله بن صالح الحميس، المرجع السابق ص 89.

يمكن للمستثمرين حماية أنفسهم من الشراء بأسعار مرتفعة أو البيع بأسعار منخفضة؛ من خلال استخدام حد أقصى للسعر الذي يقبلونه للتداول، وقد ينفذ السمسار الأمر بسعر أفضل من السعر المحدد؛ وعندئذ يقال إن السمسار تعاقد على أحسن مما حدده العميل Mieu Opéré .

وينطوي هذا النوع من الأوامر على ميزة جوهرية على عكس أمر السوق؛ حيث أنه يجنب العميل مخاطر الخسارة غير المتوقعة، لعلمه على وجه اليقين بالحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها (في حالة الشراء) أو للحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها (في حالة البيع)¹.

غير أن هذا النوع من الأوامر معيب من زاوية أنه قد يكون السعر السائد في السوق لا يصل إلى السعر المحدد في الصفقة من قبل العميل²، ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى ولو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً³. إضافة إلى أن العميل لا يضمن تنفيذ الأمر إلا إذا تطابقت أسعار السوق بالسعر المحدد في الأمر، ومن ناحية ثانية قد تتطابق أسعار السوق مع السعر المحدد، ولا يمكن تنفيذ الأمر المحدد أيضاً، وذلك في حالة ما إذا كانت الطلبات أكثر من العروض، وقد استوعبتها كلها وكان طلب هذا العميل في ترتيب متأخر بالنسبة لباقي العروض⁴.

ج-الأمر بأفضل سعر ordre au mieux

يعد هذا النوع من الأوامر كسابقه، إذ لا يتضمن أية إشارة إلى السعر الذي تنفذ عنده الصفقة، فلا يحدد المشتري أي سعر أقصى، كما لا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته ويقع تنفيذ الأمر بالأولوية، وبأحسن ما تسمح به السوق⁵، غير أن الفارق بينهما أن هذا النوع (الأمر بأفضل سعر) يطبق في اعتماد آلية التسعيرة الثابتة⁶، في حين يطبق الأول (الأمر بسعر محدد) عند استعمال التسعيرة المتواصلة⁷.

إذا هذا النوع من الأوامر يعطي الحرية للسمسار في تنفيذ الصفقة، وتلعب مهارة الوسيط دوراً مهماً في تحديد أحسن سعر متوفر، أي أقل سعر عند الشراء وأكبر سعر عند البيع.

¹ جاسم فاروق إبراهيم، المرجع السابق، ص 207.

² طاهر شوقي محمد مؤمن، المرجع السابق، ص 202.

³ د/ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشأة المالية، د ط، منشأة المعارف بالإسكندرية، القاهرة، 1999، ص 524. وكذلك طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص 200.

⁴ أحمد بن عبد الله بن صالح الحميس، المرجع السابق ص 89.

⁵ المادة 1/113 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

⁶ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 22.

⁷ المادة 2/113 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ثانيا-الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (من حيث مدة صلاحية الأمر)

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ؛ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدمه؛ بحيث يصبح الأمر لاغيا في حال عدم تنفيذه خلال هذه المدة. وعليه الأوامر المحددة لوقت التنفيذ هي الأوامر التي يصدرها العميل إلى السمسار ويطلب منه تنفيذها في وقت محدد، أو خلال مدة زمنية معينة قد تكون يوم أو أسبوع أو شهر أو ليس له مدة معينة للتنفيذ.

أ-الأمر الملغى **ordre à révocation**

وهو أمر صالح إلى غاية آخر حصة التسعيرة للشهر الذي يرسل فيه الوسيط الأمر في عمليات البورصة، ويكون الأمر صالحا طيلة الشهر إذا تلقاه الوسيط في بدايته، أما إذا تلقاه في منتصف الشهر فيكون الأمر صالحا خلال النصف الثاني للشهر نفسه وفي جميع الأحوال يتم إلغاء الأمر في الحال¹.

ب-أوامر محددة بيوم **ordre de jour**

هي الأوامر التي تكون مدة صلاحيتها للتنفيذ يوم واحد، واليوم الواحد هو يوم العمل بجلسة البورصة منذ بدايتها حتى بنهاية الجلسة، وتعد تلك الأوامر هي الأكثر شيوعا في التطبيق العملي، حيث غالبا ما تكون صادرة بناء على توقعات مسبقة بأن هذا اليوم هو الأفضل للتعامل على الورقة المعنية بالأمر. وهو من أكثر الأوامر شيوعا في التعامل في البورصة، وغالبا ما يكون مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في البورصة المالية المعنية². وما يميز هذا النوع من الأوامر، أن ظروف السوق بالإضافة إلى الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة، عرضة للتغيير بين لحظة وأخرى، ومن ثم فإن ما قد يكون ملائماً للمستثمر في يوم ما قد لا يكون ملائماً له في اليوم الثاني³.

ج-الأوامر المحددة المدة **ordre à durée limitée** (الأمر لمدة محددة)

وهذه الأوامر كما هو ظاهر في اسمها محددة بزمان معين كجلسة واحدة أو يوم واحد أو أسبوع أو خلال شهر. فأما الأوامر المحددة بجلسة واحدة كأن يحدد العميل للسمسار أو لشركة السمسرة بيع ورقة معينة أو شراءها في جلسة معينة؛ كأن تكون أول جلسة يوم السبت المقبل. والغرض هنا أن العميل على علم بظروف السوق والمعلومات المتاحة له، وهو بذلك مستثمر محترف أو شركة إدارة محافظ وهكذا، أما الأوامر المحددة بيوم واحد **Day order**؛ فهي التي تبقى سارية طوال ساعات اليوم ولعدة جلسات في اليوم الواحد حتى تغلق البورصة أبوابها، وهذا النوع من الأوامر الأكثر استعمالا، وهو أيضا غالبا ما يكون نتيجة معلومات محددة استنتج منها العميل توقعات مسبقة بتحقيق مكاسب على

¹ حميل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 387.

² د/ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشأة المالية، المرجع السابق، ص 525.

³ الحمرياني راشد، المرجع السابق، ص 220.

ذلك النحو. وهناك الأوامر المحددة بأسبوع أو بشهر Month- Week order ؛ وهو الأمر الذي يظل ساريا طوال الأسبوع أو الشهر ويلغى من تلقاء نفسه مع نهاية الأسبوع أو الشهر، وهذا الأمر هو الشائع استخدامه لدى الأفراد العاديين وغير المتابعين للمعلومات الساخنة وليدة الساعة.

والأمر المحدد المدة بيوم واحد قد يتطابق مع الأمر المحدد بسعر معين، أو بالأمر بالتوقف ومن باب أولى أمر السوق أو سعر السوق إذا ما توافقت ظروفهم¹.

وقد جرى العرف على اعتبار الأمر غير محدد المدة أو الصلاحية؛ أي في حالة عدم اتفاق العميل والوسيط على مدة محددة، فإن الأمر يعتبر ليوم واحد، وبالتالي على الوسيط تنفيذه في أول جلسة وإلا اعتبر لاغيا².

د-أمر للتنفيذ (الأمر المفتوح المدة) *ordre à exécution*

يقصد بالأمر المفتوح؛ ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه³، وهو تفويض بالبيع أو الشراء من العميل لشركة السمسرة في أي وقت ودون تحديد سعر، وجرى العرف أن يتم التعامل وفقا لسعر السوق وأن يلتزم السمسار الأمانة في اتخاذ الوقت المناسب والسعر المناسب لإجراء التداول وإتمام الصفقة⁴. والمعلوم أن هذا النوع من الأوامر كثيرا ما يستخدمه المستثمرون دون الخبراء، والذين يוכלون للقيام بعملية التداول انتهاز العرض، لاختيار أفضل سعر ممكن في الوقت المناسب، وفي هذا يشترط أن يكون القائم بعملية التداول على درجة من الكفاءة والدراية بأحوال السوق، وخاصة أن مقاليد الأمور كلها قد أوكلت إليه، هذا بالإضافة إلى الأمانة والصدق ليكون عند حسن ظن موكله.

ومن ناحية أخرى قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة عن الجهات التي أصدرت السهم، في هذه الحالة تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة والتي سيجيء شرحها، بينما قد لا تتاح الفرصة لأوامر البيع المفتوحة، وإذا ما وصل إلى السوق معلومات كان من شأنها أن انخفضت القيمة السوقية للأسهم حينئذ تستفيد منها أوامر الشراء المحددة، بينما قد لا تتاح الفرصة لأوامر الشراء المفتوحة⁵.

¹ الحمراي راشد، المرجع نفسه، ص 215. د/ سيد طه بدوي، المرجع السابق، ص 510.

² د/ محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني، ط 2، مطبعة اتحاد الجامعات، القاهرة، 1955، ص 33.

³ د/ هندي منير إبراهيم، إدارة الأسواق المالية، المرجع السابق، ص 526. د/ سيد طه بدوي، المرجع السابق، ص 510.

⁴ د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص 112.

⁵ د/ سيد طه بدوي، المرجع السابق، ص 510.

ثالثا-الأوامر من حيث مصدر الأوامر (الآمر)

لقد قسمها المشرع الجزائري لقسمين وهما أوامر الزبون وأوامر غير الزبون:

أ-أوامر الزبون

ويقصد بها الأوامر التي يوجهها الزبائن إلى وسطاء عمليات البورصة - الذي يكون غالبا من الوسطاء ذوي النشاط المحدود، حيث تنحصر مهامهم في تنفيذ أوامر البورصة لحساب زبائنهم فقط، ووفق الشروط المحددة من طرفهم، وقد يقع وأن يتلقى الوسيط في هذه الحالة أوامر متعارضة من زبائنه أحدهما أمر بالبيع والآخر أمر بالشراء وبنفس الشروط والتعليمات، فيعمد مباشرة لتنفيذها وهو ما يعرف بالصفقات التطبيقية¹. وحسب القرار الصادر عن شركة تسيير البورصة رقم 02/98 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول²، فإن أمر الزبون هو أمر موضوع لفائدة شخص آخر ممثل من قبل وسيط عمليات البورصة مفوض لإنجاز معاملة في البورصة.

ب-أوامر غير الزبون

وهي الأوامر التي يبادر بها الوسيط لتنفيذها لحسابه الشخصي في إطار تنظيم السوق، أو ضمان السيولة لقيمة معينة من القيم المنقولة، كما يمكن أن يكون ذلك في إطار العمليات مع النفس، أو ما يعرف بالعمليات ذات مقابل *opération de contrepartie*؛ التي يقصد بها قيام الوسيط بتنفيذ أمر التداول سواء بالشراء أو البيع كطرف مقابل لعملية؛ فيتحول بذلك من وكيل إلى مالك للأوراق المالية - الأسهم - التي كان مكلفا ببيعها، وقد ثار جدل كبير في فرنسا بشأن هذا النوع من العمليات فتم حظرها نظرا لتضارب المصالح والمساس بشفافية النشاط، إلا أنه تم الاعتراف بها فيما بعد بموجب القانون 1988/1/22 نظرا لما توفره من سيولة للسوق³. وقد حذى حذوه النظام العام لبورصة القيم المنقولة في الجزائر بموجب المادة 143 وما يليها من النظام العام للبورصة 04/23، إلا أنه لم يأت بنفس التعريف، حيث اعتبر العمليات للحساب الخاص هي تلك التي يبرمها الوسيط على أمر معبر عنه في سند التسعيرة، ولا يمكن أن تكون ردا على أمر أدخله الوسيط نفسه إلا بعد مرور مهلة انتظار؛ تحددها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وهو ما أكدته صراحة المادة 25 من النظام 01-15 الخاص بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، حيث أجازت للوسطاء التداول لحسابهم الخاص في إطار تنشيط سوق القيم المسعرة، ولضمان سيولتها وانتظامها وفقا لعقد موقع عليه من طرف المصدر أو شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وفي إطار الطرف المقابل بشراء أو بيع قيم منقولة

¹ أحمد لطفي محمد أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص133.

² القرار 02/98 المؤرخ في 22 مارس 1988، المتضمن تنظيم وتسيير حصص التسعيرة في بورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد، الصادرة بتاريخ 1988.

³ رشا محمد تسيير خطاب، عقد التداول في البورصة-دراسة قانونية مقارنة-، المرجع السابق، ص125.

أو منتجات مالية طوعا للحساب الخاص، إلا أنه في هذه الحالة يجب التأكد من وضع الوسيط لجهاز وقاية وكشف تضارب المصالح¹.

رابعاً-أمر الإيقاف Stop order

ويقصد به في هذه الحالة صدور أمر العميل للسمسار أو الوسيط بالبيع أو الشراء لورقة مالية محددة، والتوقف عن التعامل عندما يتخطى السعر مستوى معين (في حالة الشراء)، أو الانخفاض لسعر معين في حالة البيع، وهو ما يطلق عليه أمر إيقاف الخسارة Stop less.

وهذه الحالة شائعة الاستعمال سواء في العمليات الحاضرة أو في صفقات البيع على المكشوف، إلا أنه في حالة ما إذا كان السعر المحدد به أمر الإيقاف بعيداً عن سعر السوق؛ فإن ذلك معناه صعوبة أو استحالة تنفيذ الأمر. ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي - قام أحد المستثمرين بشراء كمية من الأسهم بسعر السهم 100 دج، ثم ارتفع سعره في السوق حتى وصل 110 دج، ويخشى حدوث انخفاض للأسعار فيما بعد، فإنه يصدر أمراً بالشراء للوسيط بشراء كمية أخرى والتوقف عند سعر 100 دج. والعكس صحيح بالنسبة لأمر البيع.

خامساً-أوامر الإيقاف المحددة Stop-Limit order

ومثل هذه الأوامر عبارة عن مجموع الأمرين السابقين فهو أمر إيقاف + أمر، محدد والفرض هنا أن المستثمر يضع حداً أدنى لسعر البيع أو حداً أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو بسعر أفضل منه، وعادة ما يأخذ الأمر الصورة التالية - اشترى 100 سهم عند سعر 50 دج إيقاف وعند سعر 55 تحديد-وبالنسبة للبيع فإن سعر الإيقاف يكون هو الأكبر من سعر التحديد².

وهذه الحالة تجمع بين مزايا كل من الأوامر المحددة وأوامر الإيقاف السابق بياها، إلا أن من عيوبها تضاعف فرصة تنفيذ هذا الأمر مع تغير الأسعار - الانخفاض في حالة البيع والارتفاع في حالة الشراء- بحيث لا يستطيع الوسيط تنفيذ الصفقة بالسعر المطلوب.

ومن الملاحظ أن الأسعار لا سيما في البورصات العالمية؛ تتذبذب صعوداً وهبوطاً في اليوم الواحد والذي تجرى فيه عدة جلسات تداول، وأن السمسار أو الوسيط قد يبرم صفقة العميل كاملة مرة واحدة، وقد ينفذ جزء منها. أي أن الورقة في اليوم الواحد قد يتم التداول عليها بعدة أسعار، ومن ثم فإن الوسيط قد يشتري السهم ب 100 دج، وفي نفس اليوم يشتري أسهم أخرى من نفس الأسهم المشتراة بسعر السهم 110 دج، ويرجع ذلك إلى سببين أولهما: راجع إلى

¹ المادة 27 من النظام 01-15 السابق ذكره.

² ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي- صدر أمر من العميل للوسيط ببيع 100 سهم عند 200 دج للسهم والتوقف عن البيع عند وصوله 180 دج عند هبوط الأسعار، أما إذا هبطت الأسعار أدنى من 180 دج للسهم فعليه التوقف عن البيع.

العميل والوسيط، والثاني يرجع لظروف السوق، فأما الأول فهو رغبة الوسيط في تنفيذ الأمر كاملا - بعد الاتفاق مع العميل - كأن يشتري عدة أسهم من ورقة مالية معينة، ثم يتبين لهم زيادة المعروض على الطلب، فعليه التريث مؤقتا حتى يتم شراء باقي الكمية بسعر أقل. أما ما هو راجع للسوق فقد يكون الكمية المعروضة قليلة، أو يتم عرضها على فترات أو على عدة جلسات.

والجدير بالذكر، أنه وعلى الرغم من أن الأمر يعتبر تعليمة يعطيها العميل للوسيط في عمليات البورصة كتابيا أو شفهيًا، تقتضي بشراء أو بيع عدد معين من القيم المنقولة، إلا أنه في بورصة الجزائر وعلى اعتبار أنها في مرحلتها الابتدائية؛ فلا يمكن للوسيط أن يقبل إلا الأوامر الكتابية وبسعر محدد وليومه¹، كما أنه لا مجال للعمليات على المكشوف²، ويستند هذا الاختبار إلى بساطة العمل في هذا المجال، وبغرض تجنب كل التباس أو خلط بين الأوامر المصدرة في سوق جديدة.

وبناء على ما سبق ذكره، وبعد بيان أهم أنواع الأوامر في البورصة التي جاء تعدادها على سبيل المثال وليس الحصر، يتضح لنا أنه يتم إرسال أي أمر من الأوامر السابقة الذكر إلى الوسيط الذي يقوم بتسجيله في سجل الأوامر، وتقديمه فيما بعد إلى السوق للتنفيذ، ونشير في هذا المقام أنه بإمكان الوسيط تعديل أو إلغاء الأمر المدرج لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص؛ طالما أن مسار العرض على جدول الأسعار لم ينطلق بعد.

الفرع الرابع

شكل أمر البورصة وشروطه وبياناته

تثار في بورصة الجزائر مشكلة افتقار الوسطاء في عمليات البورصة للوسائل المادية الكافية لتغطية طلبات المدخزين، وأمام هذا الوضع الذي قد يسيء، ويؤثر سلبا على فعالية بورصة القيم المنقولة، قام الوسطاء بإبرام عقود مع البنوك بموجبها يتكفل هذا الأخير بجمع وإرسال الأوامر إلى الوسطاء المتعاقدين معه مقابل عمولة، ولقد شاركت لجنة البورصة بصورة غير رسمية في إعداد نموذج عقد وكالة من الباطن يربط بين البنوك والوسطاء³.

¹ المادة 104 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

² البيع على المكشوف: إن هذا النوع يربك الكثير من الأفراد لأنه عكس الاستثمار الطبيعي في الأسهم والذي يقوم على قاعدة وجود فترة زمنية بين عملية بيع سهم معين ثم إعادة شراء هذا السهم، ولكن استراتيجية الشراء والبيع على المكشوف تتم على أساس توقعات المستثمر بالاتجاه النزولي للسهم، فعلى سبيل المثال يفرض أن المستثمر يعتقد أن السهم الذي سعره 1500 دج مقوم بأكثر من قيمته الحقيقية، وسيحدث انخفاض في السعر خلال فترة زمنية، لذلك فإنه يعرض للبيع على المكشوف عدد من الأسهم أي 100 سهم بسعر 1500 دج، وإذا كانت توقعات دقيقة وسجل السعر 1200 دج فإنه يعطي نفسه بأن يعيد شراء ذات الأسهم من السوق بالسعر الأخير محققا ربح مقداره 300 دج، وتتلخص هذه العملية كمايلي: اليوم يبيع المستثمر على المكشوف 100 سهم بسعر 1500 دج - 150000 دج. بعد أسبوع صحت توقعات يعيد شراء نفس السهم (100 سهم) من السوق بسعر 1200 دج للسهم - 120000 دج أي أن الربح 150000 دج - 120000 دج = 300 دج. نقلا عن د/ محمد عوض عبد الجواد /علي إبراهيم الشديفات، المرجع السابق، ص 66.

³ المادة 109 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

المقصود بشكل أمر البورصة هو الحالة التي عليه، كأن يصدر شفويا أو كتابة أو غيرها من الأشكال الحديثة (مع استخدام الفاكس أو الحاسب الآلي)، ويعتبر أمر البورصة تعبيراً عن إرادة العميل أو المستثمر في إنجاز عملية من عمليات البورصة¹. وقد أجاز نظام لجنة عمليات البورصة إصدار أمر البورصة في أي شكل يريد العميل، فيجوز أن يتم إصداره شفاهة، أو عن طريق الهاتف، وفي هذه الحالة يتطلب نظام اللجنة تأكيد الأمر كتابة. وقد يتم إصدار أمر البورصة مكتوباً في صورة رسالة أو برقية، وفي هذه الحالة اشترط نظام اللجنة أن يكون الأمر طبقاً للنموذج المستعمل من قبل الوسيط، ومعتمد من قبل اللجنة وموقع من قبل المستثمر أو العميل.

وقد يصدر أمر البورصة إلى الوسيط من العميل مباشرة، وقد يصدر إليه بطريق غير مباشر؛ كما لو تلقى الوسيط الأمر عن طريق بنك العميل أو وسيط ثانوي². وإذا كان المبدأ حرية اختيار الشكل الذي يصدر فيه العميل أمره، فإن المشرع الجزائري اشترط الكتابة في أوامر البورصة المنفذة في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل. ويتطلب نظام اللجنة في الأوامر المكتوبة ضرورة تسجيل كل أمر مرسل، تاريخ وساعة الاستلام بمجرد استلامه، وترك النظام شروط التسجيل لشركة إدارة البورصة بموجب مقرر صادر عنها.

والجدير بالذكر أنه يشترط في أمر البورصة باعتباره تعبير عن إرادة العميل أو المستثمر؛ توافر الأهلية القانونية لمباشرة البيع أو الشراء، بالإضافة لملكيته للورقة المالية في حالة البيع³، وأن يكون رضاه سليماً وغير مشوب بأي عيب من العيوب؛ التي قد تؤدي إلى الإبطال⁴، ولذلك لا يكون أمر البورصة صحيحاً؛ إذا صدر من شخص عديم الأهلية أو كان رضائه معيباً⁵، ويقع على عاتق الوسيط عند إنشاء العلاقة التعاقدية مع زبونه سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً؛ أن يتأكد من هوية الشخص وتوفر القدرات المطلوبة فيه، وإذا تعلق الأمر بشخص معنوي؛ فعلى الشخص الطبيعي الذي يمثل أن يقدم للوسيط الوثيقة التي تخول له تمثيل الشركة صاحبة الأمر⁶، كما يجب أن يعرف جيداً أهداف توظيف زبائنه ومستوى درايتهم بالبورصة، وكذا مستوى المخاطرة التي يسمح بها كل زبون، ولما كانت القوانين الخاصة ببورصة القيم المنقولة لم تفرض أهلية معينة أو خاصة على معطي الأمر، فإنه يقتضي عند تحديدها الرجوع إلى القواعد العامة، والأهلية نوعان أهلية الوجوب التي تعني صلاحية الشخص لاكتساب الحقوق وتحمل الالتزامات، والثانية أهلية الأداء وتعني قدرة الشخص على التعبير بنفسه عن إرادته تعبيراً منتجاً لآثاره القانونية في حقه وذمته، وعليه فإنه لا يكفي أن يتمتع مصدر الأمر بأهلية الوجوب بل لابد من تمتعه بأهلية الأداء.

¹ د/ عبد الفضيل محمد أحمد، المرجع السابق، ص 84.

² د/ سيد طه بدوي، المرجع السابق، ص 460.

³ Mansour, Mansouri, la Bourse des Valeurs Mobilières D'Alger, Editions et Distribution Houma, Alger, 2002, p60.

⁴ Michel germain, Philippe Del becque, traité de droit commercial, tome2, édition16, p83.

⁵ د/ عبد الفضيل محمد أحمد، المرجع السابق، ص 12.

⁶ المادة 20 من النظام 01/15 السالف ذكره.

ويجب بالإضافة إلى ذلك وحتى تستوفي الأوامر لشكلها القانوني المقبول؛ فقد فرضت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن يكون أمر البورصة محررا وفق نموذج مشتمل على البيانات المتعلقة بنوع الأمر وسعر التنفيذ، وتاريخ الصلاحية والكمية محل الصفقة، حتى يتمكن الوسيط من تنفيذه دون خطأ، ولذلك تطلبت المادة 124 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة رقم 04/23 توافر جملة من البيانات في أمر البورصة وهي:

- بيان اتجاه العملية (بيع أو شراء).

- تعيين القيمة محل التداول وخصائصها.

- عدد السندات المزمع تداولها.

- إشارة أو حد السعر.

- مدة صلاحيته.

- بيانات سحب الأمر.

وبصفة عامة كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذه، ونرى أن هذه البيانات تمثل الحد الأدنى من البيانات الواجب توافرها في أمر البورصة، ولذلك أجازت المادة 2/124 من النظام رقم 04/23 لشركة إدارة البورصة إمكانية إضافة بيانات أخرى ضرورية لمعالجة الأوامر.

وبناء على ما تقدم يتضح لنا أن أمر البورصة يتميز بسمات عامة نحددها فيما يلي:

- أن أمر البورصة الصادر من العميل لشركة السمسرة أو للسمسار أو الوسيط هو بمثابة العقد Contact ومن ثم يجب أن تتوفر فيه المقومات الأساسية للعقد كالأهلية مثلا. بالنسبة للعميل يجب توافر أهليته لإبرام العقود سواء أكان شخصا طبيعيا أو يكون مندوبا عن شركة أو عضوا منتدبا لمؤسسة ما في حالة ما إذا كنا بصدد شخصا معنويا. وأن يكون مالكا للصكوك (الأسهم) محل البيع وعلى شركة السمسرة التحقق من ذلك وتحمل تبعة مخالفة القانون. من ناحية ثانية يجب توافر الأهلية القانونية للقائم بعملية التداول؛ وهو حصول شركة السمسرة عللا رخصة للتداول في البورصة.

أما بالنسبة للأمر في حد ذاته؛ فيجب أن يكون محددا لا لبس فيه بما يسمح سهولة تنفيذه دون أخطاء، ولتحقيق ذلك يجب أن تتحدد فيه نوع العملية أكانت شراء Acheter أم بيعا Vendre، مع بيان اسم الورقة المطلوب التعامل بشأنها ونوعها وكذا عدد الأوراق. وأن يكون مشتملا على الشروط المتعلقة بوقت التنفيذ كأن يكون خلال يوم أو أسبوع أو شهر أو يكون مفتوحا، أو يكون مرتبطا بشروط أخرى كارتفاع الأسعار أو عند تحسن الظروف المصاحبة للأسعار. وكذا بيان نوع السوق المالي كالسوق الرسمي أو غير الرسمي.

- يجب أن يتضمن أمر البورصة سعر التنفيذ *le Cours d'exécution*، وكذا إمكانية تنفيذه بسعر محدد أو تقريبي. كأن يكون التعامل بأفضل سعر ممكن *L'ordre ou mieux*، أو بسعر محدد أو بحد أدنى. وحتى يكون أمر البورصة واجب التنفيذ يجب أن يكون قابلاً للتنفيذ وفقاً للظروف وللأسعار السارية وقتها *L'ordre doit d'autre part être exécuté selon les conditions de l'opération de bourse*.
- يجب أن يتضمن أمر البورصة ليس فقط تحديد نوع البورصة - عاجلة أم آجلة - وإنما تحديد البورصة محل التعامل، وخاصة الدول التي بها بورصات غير مرتبطة ببعضها، وكذا المدة التي يتعين تنفيذ الأمر خلالها؛ لا سيما وأن الأسعار قد تتفاوت من بورصة لأخرى في حالتي عدم وجود ارتباط أو اتصال.
- والجدير بالذكر أنه يحق للعميل أو المستثمر أن يلغي أمر البورصة بعد إصداره أو إدخال تعديلات عليه من حيث السعر أو عدد الأسهم المراد بيعها وهذا ما قرره المادة 68 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة رقم 04/23.

الفرع الخامس

طرق عرض أوامر البورصة

يكون الإعلان عن أوامر البورصة وفقاً للمدة والشروط التي يحددها العميل، وفي حال لم يتم تحديد أجل معين لتنفيذ الأمر، فإنه يتوجب على الوسيط عرضه في أول جلسة تالية لوروده، ويتم تنفيذ الأوامر بحسب تاريخ وساعة ورودها لشركة السمسرة أو الوساطة، كما يكون تنفيذ الأوامر التي تعطي لممثل الشركة أثناء التداول وفقاً لأولوية ورودها، ويتم الإعلان عن أوامر البورصة بعدة وسائل أهمها مايلي:

أولاً- طريقة المناذاة *la crie*

وهي الطريقة التقليدية لتداول الأسهم، إذ يعلن الوسيط عن الأمر الصادر إليه بصوت مرتفع كي يسمعه الوسطاء الآخرون، فإذا ما تقدم أحدهم إلى المقصورة الرئيسية¹ وصرّح عن رغبته في التعاقد عندئذ تنفذ الصفقة²، حيث يتميز هذا الأسلوب بالبطء، إلا أنها أكثر دقة وفعالية لأن ممثل كل شركة من شركات البورصة يشرع في المناذاة من أجل العثور على الأطراف الأخرى اللازمة لإتمام الصفقات الموكول إليه تنفيذها، كما يتميز هذا الأسلوب في أنه يعطي للوسيط الحرية الكافية في التفاوض على السعر، وحرية العدول عن عرضه السابق قبل تنفيذ الصفقة، كما أنه يزيد من التنافس بين شركات السمسرة أو الوسطاء في صورة مزاد مفتوح للوصول إلى السعر العادل³، ودليل ذلك استمرار بعض

¹ المقصورة هي المكان الذي يوجد بداخل البورصة والذي يجتمع فيه السماسرة والوسطاء والمندوبون الرئيسيون الذين لهم حق التعامل على الأوراق المالية لكي يتمكنوا من إتمام الصفقات المتعلقة بالبيع أو الشراء وبعض التشريعات تطلق عليها تسمية (الردهة) كالمشرع اللبناني مثلاً.

² عمر ناطق يحيى الحمداي، المرجع السابق، ص 245.

³ كريم عبد الباسط مولود، المرجع السابق، ص 398. وريان هاشم حمدون/ المرجع السابق، ص 45.

البورصات العالمية في الأخذ بهذا الأسلوب على الرغم من تقدمها في مجال الاتصالات واستخدام الحاسب الآلي¹، ونظرا للضجيج في المقصورة فقد يلجأ الوسطاء لاستعمال بعض الإشارات اليدوية للدلالة على نوع الصفقة²، فإذا ما تم تقدم أحد السماسرة إلى المقصورة الرئيسية³، وأبدى رغبته في التعاقد عندها تنعقد الصفقة، وكثيرا ما يخفي الوسطاء نواياهم فلا يظهرون ما إذا كانوا بائعين أو مشتريين، لأن معرفة النوايا قد تؤدي إلى استغلالها من قبل البعض في فرض سعر معين ليس في مصلحتهم، فيشترون بسعر منخفض أو يبيعون بأسعار مرتفعة، لذلك يكتفي الوسطاء بالمناداة على الأسهم التي يرغبون فيها دون أن يذكروا أنهم بائعون أو مشترون، وعندها يتوجب على الوسيط أن يختار أفضل العروض التي تقدم إليه.

والجدير بالذكر أنه من أهم مزايا أسلوب المناداة؛ أن لكل سمسار الحرية الكاملة في التفاوض على السعر، وله حرية العدول عن عرضه السابق فيما قبل تنفيذ العملية. إضافة إلى أنها تزيد من احتمالية تغطية التبادل المقبول بين العرض والطلب، وثالث هذه المزايا أنها تأخذ وقتا أقل مما يستهلكه أي أسلوب آخر كنظام الكمبيوتر ولوحات العرض وغيرها. فنظام الحاسب الآلي يتطلب تسجيل الأوامر، ثم اختيار الأوراق المطلوب التعامل بشأنها، وإدخال العروض على الطلبات لتحديد السعر. أما أسلوب المناداة فيتم عن طريق المزاد عرض المطلوب سواء بيع أو شراء على السماسرة الموجودين كافة ودفعة واحدة، ثم تبدأ عملية التفاوض حتى يستقر السعر الذي يتم التعامل به ليسري على كافة فيما بعد (راعي التعامل لنفس الورقة المالية)، والسعر هنا يلزم ليوم واحد وفي بعض البورصات جلسة واحدة، وهو ما يطلق عليه نظام التسعير الوقي La cotation périodique أو التسعير الدوري⁴.

ثانيا- أسلوب لوحات العرض Les casiers

وهذا الأسلوب حديث نسبيا؛ ومفاده أن يقوم الوسيط بعد تلقي الأمر الصادر إليه من المستثمر، بكتابة على إحدى البطاقات، ثم يقوم بتسليم هذه البطاقة (عروض-طلبات) إلى الموظف المختص بالبورصة - الخاص بلوحة الإعلانات الموجودة في البورصة- وذلك قبل افتتاح جلسة التداول بمدة كافية، لكي يتم تدوينه بطريقة تظهر على جميع لوحات العرض المنتشرة على⁵ جانبي المقصورة بالبورصة⁶.

¹ ومنها بورصة نيويورك وبورصة طوكيو، د/ مخلوف أحمد، المرجع السابق، ص 800.

² شمعون شمعون، المرجع السابق، ص 45.

³ قد يلجأ الوسيط إلى استعمال إشارة اليد أفقيا في حالة الشراء، وعموديا في حال البيع. محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص 106.

⁴ د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص 118.

⁶ كريم عبد الباسط مولود، المرجع السابع، ص 398.

كما يتم تسجيل هذه الأوامر في سجل مخصص لذلك وفقاً لترتيب ورودها، وينفذ الأمر حسب ترتيبه في السجل، وتعد الصفقة متى تساوت الكمية، وكان السعر المعلن للشراء في المقصورة يساوي السعر المعروض للبيع على اللوحة أو يجاوزه، أو كان سعر البيع المعلن في المقصورة يساوي سعر الشراء المدون في اللوحة أو يقل عنه¹. فإذا تمت الصفقة وجب على المتعاقدين تدوينها على بطاقة خاصة أعدت لهذا الغرض، وأن يسلمها المشتري إلى كاتب المقصورة بعد التوقيع عليها، وهذه البطاقة هي التي تتخذ أساساً لتدوين السعر على الفور في الجدول الرسمي². ومما هو جدير بالذكر أن السعر المعروض دائماً يكون مع البطاقات وهو سعر الافتتاح - وقد يتم تخصيص هذه الجداول إلى أقسام شتى، سواء من حيث نوع الورقة أو الأسعار أو الكمية محل التداول من الصكوك، أما عن نظام التسعير الخاص بلوحات العرض *La cotation par casiers*، فإنه يتم عن طريق الكتابة *écrit* وليس المزاد كسابقة أسلوب المناذاة أو الأسلوب الشفهي، ويتميز هذا الأسلوب بقبوله أعداداً كبيرة من الطلبات والعروض في وقت قصير. ولا شك أن السعر يتم عن طريق العلاقة بين نسبة العرض إلى الطلبات المسجلة على لوحة العرض الموجودة في صحن البورصة³.

ثالثاً- نظام استخدام الحاسب الآلي (طريقة التداول الإلكتروني)

تعتبر طريقة التداول الإلكتروني من الأساليب الحديثة في تسجيل وإتمام الصفقات؛ حيث بدأ استخدام نظام التداول الإلكتروني في الأسواق المالية منذ ما يقارب ثلاثة عقود، وقد تزايد الاعتماد على الحاسب الآلي مع مرور الوقت ليقوم بإجراءات التداول التي كانت تدار يدوياً في هذه الأسواق⁴، وبذلك تعد طريقة الحاسب الآلي من أحدث الطرق المتبعة في تداول الأوراق المالية، حيث تستخدم في أغلب بورصات العالم بعد أن هجرت أسلوب المناذاة ولوحات العرض.

فوفق هذا الأسلوب يقوم الوسيط بعد تلقي الأوامر بتسجيلها على شاشة الحاسوب، أين يقوم هذا الأخير بطريقة آلية بالتوفيق بين العروض والطلبات⁵، حيث يمكن الوقوف على السعر العادل لفتح جلسة التداول (السعر

¹ طاهر شوقي محمد مؤمن، المرجع السابق، ص 209.

² ريان هاشم حمدون، المرجع السابق، ص 55.

³ د/ أحمد فهد البطوش، المرجع السابق، ص 111.

⁴ محمد بن إبراهيم السحبياني، عبد الله بن حمد العمراني، قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستنداتها الفقهي، مجلة دراسات اقتصادية وإسلامية، معهد البحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 14، العدد الثاني، ديسمبر 2018، ص 67. أنظر كذلك:

- "Depuis le début des années quatre-vingt-dix les marchés financiers sont gérés automatiquement par des systèmes électroniques qui recueillent et appariant les ordres permettent la rédaction des contrats et diffusent information ... "Christian Gouriéroux Gaëlle le fol, Effet des modes de négociation sur les échanges, revue économique, volume 49, n°3, France, 1998, p795.

⁵ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص 118.

الاستكشافي، أو سعر الافتتاح)¹، وبعد تحديد هذا السعر يبدأ النظام الآلي في مواجهة الطلبات بالعروض المسجلة لتنفيذ الصفقات، فكلما تطابق أمران إلا ونفذا وتستمر هذه العملية طوال حصة التداول².

غير أن عملية التنفيذ تتم بالأولوية حسب أفضل سعر، وذلك بأن يقوم في مرحلة الافتتاح بمقابلة أوامر الشراء أو البيع المدخلة، بحيث يتم التنفيذ الكامل لأوامر الشراء الذي يزيد سعرها عن السعر الاستكشافي وأوامر البيع التي يقل سعرها عن السعر الاستكشافي، ويتم القبول بأولوية السعر الأقل وفي حالة تساوي السعر، يتم الترجيح بأسبعية التسجيل³. وينحصر دور الوسيط في مد البورصة بأقراص ممغنطة تحتوي على أسماء (كود أو ما يعرف بالرقم التعريفي في بعض التشريعات) المستثمرين؛ حتى يتم ترجمة الكود بشكل فوري عقب العملية لاستخراج شهادة نقل الملكية باسم المشتري الجديد⁴.

كما يعتبر هذا الأسلوب الطريقة الأمثل في ظل التطورات الحديثة، حيث تتوافق مع كثرة الأوراق المالية وزيادة عمليات التداول في البورصات بصورة كبيرة أصبحت معها الأساليب التقليدية غير مجدية عملياً⁵؛ فمثلاً بورصتي القاهرة والإسكندرية أخذت بهذا النظام الآلي للتداول ابتداءً من سنة 1994، حيث تنص المادة 263 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 على أنه: "تلتزم الشركة بإدخال عروض وطلبات البيع والشراء، وفقاً لأوامر العميل، في الحاسب الآلي المتصل بالبورصة بالوسائل المعدة لذلك، وطبقاً للقانون واللائحة وللنظم المعمول بها..."⁶.

¹ وهو ما أشارت إليه المادة 01/32 من القرار رقم 02/98، والمتعلق بإدارة حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، حيث ورد فيها بأن:

" Le cours coté d'un titre désigne le niveau de prix auquel se négocie ce titre sur une base unitaire. Le cours coté résulte d'un processus de cotation dont la méthode de calcul est déterminée par la S.G.B.V.

Le cours coté d'un titre inscrit en bourse sera établi au début d'une séance de bourse si la confrontation des ordres de clients le permet..."

² " A défaut d'avoir obtenu un cours coté par la confrontation des ordres de clients, la S.G.B.V. procédera à une deuxième confrontation avec l'ensemble des ordres de clients et de non-clients inscrits aux registres d'ordres et, si cette deuxième confrontation le permet, à la cotation d'un cours.

Lors de cette deuxième confrontation des registres d'ordres combinés, si l'état des offres d'achat et des offres de vente d'un titre est tel, qu'un cours coté ne peut être déterminé, la S.G.B.V. réserve la cotation du titre jusqu'à la prochaine séance de négociation de bourse.

Si le volume maximal de titres négociés est constaté pour plusieurs niveaux de cours, le cours établi au fixing correspond au niveau de cours qui minimise le déséquilibre de volume entre les ordres d'achat et les ordres de vente.

S'il existe plusieurs niveaux de cours pour lesquels le volume de titres négociés est maximisé et le déséquilibre de volume entre les ordres d'achat et les ordres de vente est minimisé, le cours établi au fixing correspond au niveau de cours qui est le plus proche du dernier cours de clôture enregistré". Article 32 alinéa 1 de la Décision de la SGBV N°98/02, op.cit.

³ د/ أحمد فهد البطوش، المرجع السابق، ص 111.

⁴ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص 118.

⁵ طاهر محمد شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص 210.

⁶ عمر ناطق الحمداني، المرجع السابق، ص 248.

وتجدر الإشارة أنه بالنظر لتطور وسائل الاتصالات بإمكان المستثمرين القيام في وقتنا الحاضر بالمراحل السابقة (فتح حساب، إرسال الأمر إلى السوق) دون اتصال مباشر مع الوسيط المالي، وذلك من الخدمات التي يقدمها عبر شبكة الانترنت، ولذا يصطلح عليهم بالسماسة الالكترونيين، حيث يتمثل دور السماسر في توفير البنية الأساسية التي تمكن من الوصول إلى السوق، وقد نظمت هذا النوع من التداول (التداول على الشبكة) معظم التشريعات المقارنة، على غرار المشرع المصري¹. والجدير بالذكر أن بورصة الجزائر كذلك أخذت بنظام التداول الالكتروني، فوفقا لنص المادة 25 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 02/98 المعدل بموجب القرار رقم 206/99²، فإن إدخال الوسيط لأوامر العملاء يتم من خلال الحاسوب المركزي للتداول³، والذي من خلال شاشته (ورقة السوق) يمكن للوسطاء في بورصة الأوراق المالية متابعة معطيات السوق، ثم بعد ذلك وانطلاقا من الحاسوب المركزي توزع المعلومات على الأجهزة الخاصة بكل وسيط، فيظهر لهم كل ما يتعلق بالقيم المعروضة للتداول، كما يظهر لهم السعر النظري الذي حدده الحاسوب بعد مقارنة الأوامر⁴.

وجاء في المادة 7 من القرار 03/98 المعدلة بموجب المادة الأولى من القرار رقم 11/02 على أن ترسل إدارة البورصة عن طريق الشبكة المركزية للإعلام الآلي محاضر عمليات التداول المثبتة إلى حواسيب المعنيين بالعملية، وما على الوسيط إلا التأكد من صحة البيانات الواردة في المحضر ومقارنتها بتلك المقيدة في سجلاته. وإن كانت الدلائل تشير في الغالب إلى أن منصات التداول الالكترونية تقدم مزايا للمستثمرين من خلال خفض تكاليف المعاملات، كما أنها تحسن جودة السوق بالنسبة للأصول التي كانت سائلة بالفعل عن طريق زيادة المنافسة، وتوسيع الوصول إلى الأسواق وتقليل الاعتماد على صناع السوق التقليديين، كما تزيد من سيولة السوق، مما يعزز فعاليتها بشكل عام، ويقلل التكاليف عن طريق تضيق هوامشها، وإعطاء عمق بحيث تتأثر الأسعار بتداولات معينة، لأنه عادة ما تكون الأسواق الأكثر سيولة في وضع أفضل لامتنعاص الصدمات من تلك الأقل سيولة⁵.

¹ محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل الملكية في الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 14، العدد الأول، جوان 2006، ص 17.

² القرار رقم 06/99 الصادر عن شركة تسيير بورصة الجزائر بتاريخ 199/07/22، المعدل والمتمم للقرار رقم 02/98، الموقع الالكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر، المرجع السابق.

³ تنص المادة 25 على مايلي:

Article 25: " Introduction des ordres de transaction en bourse s'effectue par le moyen de la saisie dans un poste information d'un registre d'ordre où l'I.O.B. inscrit les ordres d'achat et de vente et qui est remis lors de l'ouverture de la séance de négociation ".

⁴ حليل نورة، المرجع السابق، ص 397.

⁵ "... Liquidity is essential for trading systems. It enhances the effectiveness of the market overall, reducing costs by narrowing spreads and giving depth such that prices are less affected by particular trades. Liquid markets are typically better placed to absorb shocks than less liquid ones ..." Helen Allen, John Hawkins and Setsuya Sato, Electronic trading and its implication for financial systems, BIS Papers, Bank for International Settlements, No 7, November 2001, p42.

بعرض الأساليب السابقة على بساط البحث؛ يتبين أن أسلوب المناذاة وهو الأسلوب الشفهي التقليدي في التعامل كان هو الأسلوب الوحيد منذ إنشاء بورصات الأوراق المالية، وحتى وقت قريب ومازالت بعض البورصات العالمية تأخذ به حتى الآن كبورصة نيويورك وبورصة طوكيو، رغم تقدمها في مجال الاتصالات واستخدام الحاسب الآلي، وإن كانتا تأخذ به جنباً إلى جنب مع نظام الكمبيوتر¹.

من ناحية ثانية وإن كان النظام اليدوي أو التقليدي هو الأجدى في التعامل للوصول إلى السعر العادل؛ بتلاقي كامل العرض مع كامل الطلب، إلا أنه من الناحية العملية لا يمكن الأخذ به أو على الأقل لا يمكن الأخذ به منفرداً للوصول العروض والطلبات إلى أرقام قياسية في دائرة ضيقة (المقصورة)، مما يحدث نوعاً من الارتباك وعدم استيعاب كل هذه الطلبات والعروض. فلا غنى عن نظام الحاسب الآلي رغم أن أخطائه يصعب تصحيحها. ومن جانبنا نرى أن أسلوب التعامل بالحاسب الآلي يقوم بمهمة التقاء كامل العرض مع كامل الطلب، مع انتشار شاشات الحاسب الآلي لتشمل جميع الحاضرين بالبورصة، بل وتمتد لتشمل العملاء في خارج البورصة ويمكنهم مخاطبة وكلائهم المعتمدين في البورصة.

المطلب الثاني

تسعير الأسهم بالبورصة

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية عن مثيلتها في الأسواق العادية، حيث يتلقى الباعة والمشترون للأصول المالية، ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب، وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية. إلا أن ميكانيكية عمل قوى هذه السوق، تتأثر إلى درجة ما بالأسلوب الذي تتبعه إدارة سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الأوراق المالية العالمية، تشرف عليها سلطات السوق بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة. وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كمّاً ونوعاً. وبناء عليه، سوف نتناول مفهوم سعر البورصة والعوامل التي تؤثر في تكوينه (الفرع الأول)، وأشكال التسعير (الفرع الثاني)، بينما نتطرق في الفرع الثالث للمراحل التي يمر بها نظام التسعيرة.

الفرع الأول

مفهوم سعر البورصة والعوامل التي تؤثر في تكوينه

إن سعر البورصة هو القيمة المالية التي يبلغها صك من الصكوك في أثناء إحدى جلسات البورصة، وذلك بناء على ترابط العمليات التي تجري في البورصة، على أحد الصكوك بعضها ببعض أشد الارتباط، بحيث يقوم مجموعها

¹ د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص 119.

بتحديد السعر وفقا لقانون العرض والطلب¹. وتتم عملية تحديد السعر وفق طرق وأساليب مختلفة، وذلك حسب نوعية الأوامر ووقت صدورهما، وهناك عوامل متعددة تحدث أثرها في تكوين السعر، من أهمها العوامل الخاصة بكل صك على حدة، كالربح الذي يعطيه الصك، وملاءة الشركة التي يصدر عنها، ونوع العملة التي تدفع بها قيمته، وزيادة رأس مال الشركة أو تخفيضه، وقسائم الأرباح المتصلة بالصك².

وهناك عوامل عامة تتعلق بمجموع الأسهم، فقد يكون ثمة اتجاه عام نحو الصعود أو بالعكس؛ اتجاه عام نحو الهبوط، ومن هذه العوامل ما هو ذو صفة اقتصادية كأسعار المواد الأولية، وخطر هبوط سعر العملة والتضخم النقدي، وارتفاع معدل الفائدة أو انخفاضه، ومنها ما هو ذو صفة سياسية، كما لو استولى أحد الأحزاب على السلطة، والخوف من التأميم، والسياسة المالية للدولة، وخطر وقوع الحرب، وسواها من الظروف³.

ولكن بالمقابل ثمة تدابير خاصة يمكن اللجوء إليها للحيلولة دون إحداث تأثير كبير في الأسعار، ومنها رقابة جمعية الوسطاء على وسطاء الأوراق المالية، التي يمكنها رفض التسعير، أو بمعنى آخر رفض الاعتراف بالعملية التي أجريت، ولجوء السلطات الإدارية إلى إغلاق البورصة إغلاقا كلياً لمدة قصيرة، بغية تجنب النتائج التي يمكن أن تتصف بالخطورة. كما يمكن التحكم بالأسعار عن طريق شراء الصكوك أو بيعها من قبل الصناديق العامة، أو المصرف المركزي⁴.

الفرع الثاني

أشكال التسعير

يقتضي لإجراء العمليات في البورصة وفقاً لأسعار معينة، وجود بائعين ومشتريين للصكوك المالية، وخوفاً من فروقات حادة في الأسعار، ودرءاً للاستغلال، وعدم الثقة وعدم الاستقرار في نتائج السوق، تضمنت أنظمة البورصات المختلفة أحكاماً خاصة تتعلق بالفروقات القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض، بشكل لا يتجاوز نسبة معينة نصت عليها أنظمة تلك البورصات وهي ثلاثة أنواع.

أولاً- نقطة التوازن le point d'équilibre

يعني بنقطة التوازن تلاقي العرض والطلب عند نقطة معينة ويتحدد السعر نتيجة لذلك، مع وضع في الاعتبار مراعاة الحد الأقصى المسموح به بفروق الأسعار، وهي تتشابه مع فكرة التسعير بالعروض والطلبات، ويختل هذا الوضع في

¹ د/ الياس ناصيف، المرجع السابق، ص253.

² محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص104.

³ محمد يوسف ياسين، المرجع نفسه، ص104.

⁴ د/ الياس ناصيف، المرجع السابق، ص254.

حال قصور العرض عن مجاوزة الطلب، عندما لا يكون ممكنا تلبية طلبات المشترين. أو بالعكس أي عند عدم مجازة العرض للطلب، حيث لا تتم تلبية طلبات البائعين¹.

والجدير بالذكر أن المشرع الجزائري؛ تبنى هذا النوع من التسعير في المادة 106 من النظام رقم 04/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة التي نصت على مايلي: "يتم وضع نظام للتداول والتسعير من طرف "ش.إ.ب.ق" لتنظيم مواجهة أوامر الشراء والبيع للقيم المنقولة المقبولة في التسعيرة الرسمية".

ثانيا-التسعير الثابت

حسب هذه الطريقة فإنه لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى الوسطاء بشكل مباشر؛ إنما تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف². ولا يحدد المشتري أي سعر أقصى ولا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته، ويقع تنفيذ الأمر بالأولوية بأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق، حيث يحدد سعر القيم بمقتضى هذه الطريقة خلال اجتماع التسعيرة، وعند آخر جلسة منعقدة بمواجهة أوامر الشراء وأوامر البيع المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة، ويكون هذا السعر موحدا لمجموع الصفقات المبرجة لكل قيمة متداولة³.

وقد اعتمد المشرع الجزائري هذه الصورة - التسعيرة الثابتة - من خلال القرار رقم 02/98 المتعلق بقواعد سير حصص التداول في البورصة الصادر عن شركة تسيير البورصة⁴.

ثالثا-التسعيرة المستمرة

يعتبر التسعير المستمر تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع جدا، ومن ثم يمكن تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة - وهذه الطريقة تتم معالجتها عن طريق الإعلام الآلي؛ الذي يتيح تنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي وقت، ولهذا تبنى المشرع الجزائري نظام التسعيرة الثابتة نتيجة ضعف حجم العمليات المنجزة، وقلة عدد القيم المسعرة في بورصة الجزائر⁵.

تتم مقابلة أوامر البيع والشراء المطروحة من قبل الوسطاء المعتمدين في البورصة داخل ردهة البورصة، أو من خلالها الكترونيا، وذلك تحت إشراف لجنة البورصة. ويقتضي تسجيل كل أمر بيع أو شراء يتم طرحه في البورصة في سجل يسمى السجل المركزي للأوامر centralized registryfororders، وهو سجل مرقم إلى خانات مستقلة

¹ محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، 104. مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، بورصة الأوراق المالية، ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص46.

² براق محمد، المرجع السابق، ص95.

³ هوداف بهية، المرجع السابق، ص69.

⁴ المادة 31 من القرار الصادر عن شركة تسيير البورصة رقم 02/98، المتعلق بقواعد سير حصص التداول، ج ر، الصادر في 22 مارس 1998.

⁵ د/محمد براق، المرجع السابق، ص96.

بحيث يأخذ الأمر الذي يتم طرحه من قبل أي وسيط، رقما محددًا أو تاريخًا محددًا، وتوقيتًا محددًا مع ضرورة تدوين سعر الأمر وغير ذلك من التفاصيل التي تحددها لجنة البورصة¹.

ويعتمد في تنفيذ عملية التداول، عند تعادل السعر بين أمرى شراء أو بين أمرى بيع، مبدأ أسبقية التوقيت في إدخال الأوامر، وفقا للترتيب الوارد في السجل المركزي للأوامر. والجدير بالذكر أن تنفيذ عملية التداول في نظام التسعير المستمر يركز على مبدأ أولوية التنفيذ مقابل أولوية تسجيل الأمر في السجل المركزي للأوامر (first in first out) شرط توافق السعر بين الأمرين. ويكون السعر متوافقا عندما يتم طرح أمر شراء ذو سعر طرح يعادل أو يفوق أمر بيع مقابل، أو عندما يتم طرح أمر بيع ذو سعر طرح يعادل أو يقل عن أمر شراء مقابل، عندها تعتبر عملية التداول منفذة بسعر الطرح المقابل².

وفي حال توافق أمر الشراء أو البيع المطروح مع عدة أوامر مقابلة ذات أسعار مقابلة متفاوتة فيما بينها أفضل من سعر الطرح بيعا أو شراء، يتم تنفيذ العملية بالسعر المقابل الأكثر أفضلية. وفي حال عدم كفاية الكمية المقابلة لإنفاذ كامل الأمر المطروح، يتم الانتقال إلى الأمر الأفضل الذي يليه، وهكذا دواليك حتى إنفاذ كامل الكمية، وذلك في حال سمحت قواعد التداول المحددة من قبل لجنة البورصة³.

وفي حال التنفيذ الجزئي للأمر المطروح، تبقى الكمية المتبقية مطروحة بذات السعر في حال توافقها مع قواعد التداول المحددة من قبل لجنة البورصة. ويتم نشر عملية التداول فور إتمامها ضمن الشروط المحددة من قبل لجنة البورصة، بموجب تعميم يصدر عنها. ويتم طرح الأوامر في أي من أسواق البورصة دون إمكانية إجراء مقاصة مسبقة بين أوامر الشراء وأوامر البيع على نفس الأسهم⁴.

ويمكن للجنة البورصة عند الضرورة نشر سعر مرجع للعرض أو الطلب على أي سهم من الأسهم المدرجة؛ وذلك في حالات خاصة تتعلق بوضع السهم (إدراج أول، إعادة تداول بعد التعليق،...) وتقوم لجنة البورصة بإصدار تعاميم تحدد بموجبها قواعد التداول لكل سهم مدرج، لاسيما فروقات التسعير المسموح بها (limit /limit up down) ووتيرة التسعيرة، ودرجة التسعير، إضافة إلى غيرها من تفاصيل التداول وتقنياته، ويمكن للبورصة أن تحدد قيمة دنيا لكل من أوامر البيع والشراء، على أنه يمنع إجراء أية عمليات تداول أو حتى طرح أية أوامر لا تكون متوافقة مع قواعد التداول المحددة من قبل لجنة البورصة، وذلك تحت طائلة اعتبارها باطلة⁵.

¹ د/ الياس ناصيف، المرجع السابق، ص 247.

² د/ الياس ناصيف، المرجع السابق، ص 257.

³ هوادف بهية، المرجع السابق، ص 72.

⁴ الياس ناصيف، المرجع السابق، ص 257.

⁵ براق محمد، المرجع السابق، ص 98.

ويمكن لرئيس لجنة البورصة التدخل في السوق من خلال اتخاذ إجراء عاجل؛ بتعليق التداول في أي من الأسهم المدرجة في البورصة بهدف تأمين سلامة السوق، وذلك لفترة محددة يمكن تحديدها.

ذكرنا سابقا أن المشرع الجزائري؛ يلزم في حالة تداول الأسهم المقيدة في البورصة أن يتم التداول بمعرفة أحد الوسطاء الماليين المرخص لهم بذلك، ويتم التداول في البورصة عبر المراحل التالية؛ ففي المرحلة الأولى وهي مرحلة ما قبل التنفيذ؛ وفيها يقوم المساهم والمستثمر بإصدار أمر البورصة سواء بالبيع أو الشراء إلى الوسيط المالي في البورصة، بحيث يتضمن الأمر كل البيانات السابق ذكرها. ويقوم الوسيط بعدما يتلقى الأمر بالتأكد من أن المساهم مصدر الأمر بحوزته الأسهم المراد تداولها والأموال اللازمة لتغطية عملية التداول.

والمرحلة الثانية هي مرحلة التسعير في البورصة، والبورصة الجزائرية تأخذ بنظامين للتسعير هما المستمر أو الثابت سواء كان يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي، غير أن الطريقة التي تعمل بها بورصة الجزائر حسب ما تم تقريره من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تتمثل في طريقة التسعير الثابت، وهذه الطريقة تتطلب تطبيق سعر موحد لمجموع الصفقات المبرمة لكل قيمة متداولة خلال جلسة معينة للتفاوض في البورصة. وميزة هذه الطريقة أنها تتماشى مع حجم المبادلات الضعيف، حيث يسمح السعر المحدد من خلاله تعظيم حجم المبادلات بأكبر قدر ممكن¹.

الفرع الثالث

المراحل التي يمر بها نظام التسعيرة

يمر نظام التسعيرة في البورصة بمرحلتين؛ مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة ومرحلة ما بعد افتتاح الجلسة؛ تتم دراستهما تباعا على النحو التالي بيانه:

أولا-مرحلة ما قبل الافتتاح الجلسة

حيث يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل افتتاح الجلسة، وتضم عموما أوامر السعر المحدد والتي تشترك في تحديد سعر الإنتاج و/ أو أوامر السعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للافتتاح.

ثانيا-مرحلة ما بعد الافتتاح

حيث أن سعر الافتتاح الذي يحقق التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي تتم على أساسه الصفقة، إذ أن أوامر الشراء بالسعر المحدد المنفذة هي التي يكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن -، أما بخصوص أوامر البيع بالسعر المحدد المنفذة فإن سعرها يكون أدنى أو يساوي سعر التوازن، ويتم ذلك بتوجيهها إلى نظام الإعلام الآلي للتسعيرة

¹ د/ محمد براق، المرجع السابق، ص392.

وتنفيذها حسب قاعدة الداخل أولاً، المنفذ أولاً أي أنه إذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية¹، ونشير في هذه المرحلة أن تنفيذ الأوامر بالأولوية يكون كمايلي:

- تحظى بالأولوية أوامر الزبون عن أوامر غير الزبون².
- تنفيذ الأوامر بأفضل سعر بالأولوية حسب تاريخ وساعة ورودها ويتم التنفيذ على هذا الأساس منعا للمحاباة أو إهمال صغار المستثمرين³.

المطلب الثالث

تنفيذ أوامر البورصة (تسليم الأسهم ودفع الثمن)

بما أن التداول في البورصات لا يتم إلا من خلال الوسطاء الماليين كما تم توضيحه، فبعد إصدار العميل مالك الورقة المالية (الأسهم) أو الراغب في شرائها، أوامره إلى أحد الوسطاء الناشطين في بورصة الأوراق المالية، مخولاً بإياه بيع عدد معين من الأسهم العائدة إليه أو شراء أسهم لحسابه⁴، فإنه يتوجب على شركة الوساطة المالية ضماناً لتجنب المنازعات واستقرار المعاملات، قبل الإقدام على تنفيذ أمر العميل التأكد من وجود الأسهم محل الأمر مقيدة باسم العميل البائع في نظام الحفظ المركزي⁵ (المؤتمن المركزي على السندات في التشريع الجزائري)، أي أنها غير محجوزة أو مرهونة، ولا يوجد أي قيد على نقل ملكيتها⁶.

وبالنسبة للمشتري التحقق من قدرته على الوفاء بالثمن، وإلا فشركة الوساطة ضامنة في جميع الأحوال بالوفاء بالأسهم، في حالة البيع، أو سداد قيمة الأسهم المشتراة لحساب عملائها إذا تبين أن العميل لا يمتلك الثمن⁷، باعتبار الوسيط المالي وكيل ضامن لتنفيذ الصفقة محل التعامل في بورصة الأوراق المالية كما سبق ذكره.

والجدير بالذكر أنه تم إحلال نظام التداول الإلكتروني محل التداول اليدوي في أغلب البورصات العربية في الدول المتقدمة⁸، وبذلك يقوم الوسيط المالي بإدخال أوامر الشراء أو البيع إلى نظام التداول الإلكتروني، الذي يقوم بدوره بمقابلة أوامر الشراء والبيع المدخلة إليه، وتنفيذ عقود التداول إلكترونياً، وهذا يتطلب من الوسيط المالي التأكد من أن أمر الشراء

¹ د/ محمد براق، المرجع السابق، ص96.

² قاسم شاوش لمياء، المرجع السابق، ص178.

³ د/مصطفى كمال طه، أ/شريف مصطفى كمال طه، المرجع السابق، ص47.

⁴ سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق، ص75.

⁵ كريم عبد الباسط مولود، المرجع السابق، ص400.

⁶ رشا تيسير خطاب، عقد التداول في البورصة-دراسة قانونية مقارنة، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، الجامعة الأردنية، المجلد 36، العدد 1، 2009، ص123.

⁷ كريم عبد الباسط مولود، المرجع السابق، ص400.

⁸ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط 1، دار الفكر، عمان، 2010، ص185.

أو البيع المدخل إلى نظام التداول الإلكتروني يحدد عدد الأسهم، وسعر البيع والشراء ورقم العميل وتاريخ صدور الأمر ومدة سريانه، وكل المعلومات اللازمة لتنفيذ أمر العميل.

وهو ما أكدته المادة 26 من قرار بورصة الجزائر رقم 02/98 المتعلق بإدارة جلسات التداول في بورصة القيم، بخصوص صياغة الأوامر، حيث جاء في مضمونها؛ بأنه لكي تكون الأوامر صالحة يجب أن تتضمن اسم أو رمز الأسهم المتداولة، بيان يوضح ما إذا كان أمر شراء أو بيع، عدد الأسهم المتداولة، ذكر طلب العميل/ غير العميل، تعليمات محددة حول الدورة التي يمكن تنفيذها فيها، وتعليمات محددة فيما يتعلق بفترة صلاحية الطلب، مع حرية إضافة مراجع أخرى تتعلق بالأمر. بمعنى إلزامية تأكيد الوسيط المالي من توافر الأمر على شروط صلاحيته، وهي الشروط السابق ذكرها والتي أكدت عليها التشريعات المقارنة كذلك.

وباعتبار أن ما يبرمه الوسطاء من عمليات خلال حصص التداول هي عقود بيع وشراء للأسهم، وبالتالي فإنه حتما ستنشأ عن هذه العقود جملة من الحقوق والالتزامات على أطراف العملية؛ منها التزام البائع بنقل ملكية الأسهم المبيعة، والتزام المشتري بدفع الثمن.

الفرع الأول

التزام البائع بالتسليم

إن التسليم أهم الالتزامات التي تقع على عاتق البائع؛ ويقصد بالتسليم حسب ما جاء في القواعد العامة هو وضع الشيء المبيع تحت تصرف المشتري، بحيث يستطيع حيازته والانتفاع دون أن يعرقل ذلك أي عائق حتى ولو لم يتم تسليمه ماديا¹. وفي المادة 1604 من القانون المدني الفرنسي وحسب ما جاء في معناها أن التسليم هو نقل الشيء المبيع تحت ولاية وحيازة المشتري².

وتعتبر الأسهم من المنقولات المادية والتسليم فيها يتم عن طريق المناولة يدا بيد إذا ما تعلق الأمر بالأسهم لحاملها، أما فيما يخص الأسهم الاسمية تسليمها يتم عن طريق القيد في سجلات الشركة المصدرة، وهذا حسب ما جاء في المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري الجزائري³. أما في البورصة فإن عملية تسليم الأسهم من البائع إلى

¹ تنص المادة 376 من القانون المدني الجزائري: " يتم التسليم بوضع المبيع تحت تصرف المشتري، بحيث يتمكن من حيازته والانتفاع به دون عائق ولو لم يتسلمه ماديا ما دام البائع قد أخبره بأنه مستعد لتسليمه بذلك ".

² Art 1604 : " La délivrance est transport de la chose vendue en la puissance et passession de l'acheteur".

³ تنص المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري الجزائري. بأن: " يحول السند للحامل عن طريق مجرد تسليم أو بواسطة قيد في الحسابات. ويحول السند الإسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي عن ريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض وتحدد الشروط التي تمسك وفقها هذه السجلات عن طريق التنظيم".

المشتري تتم من خلال الوسيط الذي يقوم بمقابلة أوامر الشراء بالبيع، وهذا حسب ما جاء في المادة 150 من النظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام للبورصة¹.

وبناء عليه فعلى الوسيط أن يحدد في أمر الشراء عدد الأسهم وسعر البيع، ورقم العميل وتاريخ صدور الأمر، ومدة سريانه، وبعد أن ينفذ الوسيط المالي أمر العميل تنتهي عملية التداول، وتنشأ حقوق والتزامات بين كل من بائع السهم والمشتري والغير بتاريخ إبرام عقد التداول في البورصة².

إذن فتنفيذ الأوامر يتم بطريقتين إما عن طريق العمليات العاجلة أو عن طريق العمليات الآجلة. وهذا ما سوف يتم بيانه على النحو التالي.

الفرع الثاني

العمليات العاجلة والعمليات الآجلة

عندما تصدر أوامر البورصة من العملاء إلى الوسطاء؛ يقوم الوسيط بتنفيذها في البورصة، وعليه فإن عمليات البورصة هي أوامر البورصة الصادرة من العملاء، فإذا كان الأمر الصادر يطلب التنفيذ في الوقت الحاضر كانت عمليات حاضرة أو حالة، وإذا كان الأمر يطلب التنفيذ حالا مع تأجيل تسليم الأسهم أو دفع الثمن كانت العمليات آجلة. وعليه نتناول في هذا الفرع العمليات العاجلة أولاً، ثم نتناول العمليات الآجلة ثانياً.

أولاً-العمليات العاجلة le marché au comptant

العمليات الحاضرة هي العمليات التي يتم فيها تنفيذ فوري للأوامر؛ عن طريق التسليم الفعلي للأسهم والوفاء بالثمن³. وتعتبر هذه العملية هي الصورة الأصلية لعقود البيع، حيث يتم فيها تسليم الأسهم مع الوفاء بالثمن عند التعاقد، ويطلق عليها عقد البيع الفوري⁴. ولا يغير من هذه الصفة كون إجراءات تنفيذ العملية تمتد إلى تاريخ لاحق لعقد العملية. وينبغي أن تتضمن الأوامر المتعلقة بالعمليات العاجلة؛ بيان نوع الأسهم وكميتها المطلوبة أو المعروضة، وكذا تحديد السعر الذي يرغب الزبون إتمام العملية به⁵.

ولكن في الواقع لا يتم فوراً دفع المبلغ أو تسليم الصكوك، إذ أن هذه الخطوات مطبقة بين الوسطاء الذين يقومون بدورهم بالقيود على حساب أو لحساب الزبون لدى تنفيذ الأمر. فحسب المادة الرابعة من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات تصت على: " تكون كفاءات تنفيذ

¹ تنص المادة 150 من النظام 04/23 بأنه: " بمجرد تنفيذ الأمر، يصبح المشتري مالكا للسندات المعنية، ويفقد البائع ملكيتها".

² د/ سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق، ص75.

³ د/ عبد الفضيل محمد أحمد، المرجع السابق، ص85.

⁴ د/ طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص212. د/ محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص109.

⁵ طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص212.

تعليمات التسديد، وكذا التغطية النقدية للأوامر المستلمة من الزبائن موضوع ضبط تعاقدى بين الوسيط في عمليات البورصة والمؤسسات البنكية، التي تفتح فيها حسابات نقدية باسم هؤلاء الزبائن¹. بمعنى أن البنك يتعاقد مع وسيط الزبون الذي فتح حسابا لديه لتسوية عمليات التسديد، والتغطية النقدية للأوامر المستلمة من الزبائن، أما في حالة ما إذا كان البنك فاتح الحساب هو نفسه وسيط المشتري فهنا يتعاقد البنك مباشرة مع الزبون.

إذن فلا يجوز للبورصة تنفيذ أمر البيع أو الشراء، إلا بعد التأكد من وجود الأسهم محل الأمر في حيازة البائع، وبعد التحقق من العملية - العمليات العاجلة - أصبح سهلا؛ خاصة عندما أوكل للمؤتمن المركزي مهمة فتح الحسابات وحفظ السندات، وإشرافه على مقاصة المعاملات وتسويتها.

وبناء عليه يتولى الوسيط تنفيذ العمليات العاجلة مباشرة لحساب عميله، بعدما يتلقى منه أوامر البيع أو الشراء، ويكون الوسيط عندئذ في مركز الوكيل بالعمولة (commissionnaire)، وتقوم بينه وبين عميله علاقة الوكيل بموكله. ويمكن أن يعطى أمر البيع أو الشراء بأية صيغة، كما يجوز إثباته في حال النزاع بجميع طرق الإثبات لتعلقه بعملية تجارية، وتطبيق مبدأ حرية الإثبات عليها.

وتصدر أوامر البيع والشراء إما بسعر محدد، وإما بالسعر الأفضل، والأمر الصادر بسعر محدد هو الذي يعين فيه العميل مسبقا سعر البيع والشراء. أما أمر البيع والشراء بالسعر الأفضل؛ فهو الذي لا يحدد فيه أي سعر للوسيط، وتجري تصفية الأوامر الصادرة بالسعر الأفضل على أساس متوسط أسعار مجموع عمليات البيع والشراء، التي قام بها الوسيط خلال الجلسة، باستثناء العمليات ذات السعر المحدد التي يجب أن تحسب على حدة.

ويكون الوسيط مسؤولا عن تنفيذ أوامر البيع والشراء الصادرة إليه من عميله، كما يكون مسؤولا عن تنفيذ العمليات التي يجريها في البورصة اتجاه الوسطاء الآخرين. فيترتب عليه تسليم الأسهم التي يبيعها، ودفع قيمة هذه الأسهم التي يشتريها من هؤلاء. ويجب عليه تسديد كل عملية تجري نقدا قبل افتتاح الجلسة التالية بساعة واحدة ما لم يكن هناك اتفاق مخالف، وفي حال عدم تسديد إحدى العمليات في الموعد المحدد، يتوجب على إدارة البورصة فور إحاطتها علما بذلك خطيا، وبعدها تثبت من صحة الأمر أن تعمد في أول جلسة تالية إلى إعادة بيع أو شراء الصكوك (الأسهم)، التي كانت موضوع العملية المختلف عليها، ويتحمل الوسيط الناكل أي نقص تسفر عنه هذه التصفية.

ويلتزم العميل في السوق العاجلة أن ينفذ فوراً الصفقة المعقودة بتاريخ محدد، أي أنه يلتزم بتسديد ثمن الصكوك المالية (الأسهم) المشتراة، أو أن يتخلى عن الأسهم التي في حوزته لدى تسليمه ثمنها، وذلك فور عقد الصفقة، ولكن في الواقع لا يتم فوراً دفع مبلغ الثمن أو تسليم الأسهم، إذ أن ثمة خطوات أو إجراءات عملية يجب القيام بها، وهي مطابقة بين الوسطاء الذين يقومون بالقيود في حساب العميل أو لحسابه لدى تنفيذ الأمر.

¹ نظام رقم 02/03 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، ج ر، العدد 73، الصادرة سنة 2003.

وقد يحدث أن يتمتع البائع أو المشتري عن تنفيذ العملية التي أجريت لحسابه، وفي هذه الحالة أجاز التعامل تجاوز الرجوع إلى القضاء، وأعطى الوسيط حق تأمين حقوقه بصورة مباشرة، إذ بإمكانه أن يبيع الأسهم لحسابه في البورصة أيضا. وقد فسر هذا التعامل بأن العقد بين الوسيط وعميله؛ يتضمن شرطا بالفسخ يقبل به العميل بصورة مسبقة. والجدير بالذكر أنه من مزايا العمليات الحاضرة أنها تناسب المستثمر الكبير والصغير؛ حيث أن كمية الصكوك محل التداول محدودة بالمقارنة بالعمليات الآجلة أو المستقبلية. هذا بالإضافة إلى أنها لا تتطلب كفاءات عالية كتلك الخاصة بالعقود الآجلة. لذا فإن البورصات العالمية كبورصة نيويورك وباريس وطوكيو ولندن هي التي تشتهر بتداول مثل هذه العمليات¹.

ثانيا-العمليات الآجلة le marché à terme

إن الصفقات الآجلة هي العمليات الجارية التي تتم في البورصة في تاريخ محدد، ويلتزم أطرافها بتنفيذها في تاريخ لاحق يتفق عليه يسمى بيوم التصفية، يتم فيه انتقال ملكية الأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري، وبانتقال الثمن من حساب المشتري إلى حساب البائع، وغالبا ما يكون الغرض من هذه العمليات هو حصول المستثمر على الربح المتمثل في الفرق بين سعر الأسهم في اليوم الذي تمت فيه الصفقة وسعرها في يوم التصفية² Liquidation. بمعنى المتعاقدان لم يتعاقدوا على التنفيذ العيني، بل تعاقدوا على تسوية الفرق الذي سيظهر عند حلول الأجل؛ بين السعر المضارب فيه وقيمة الصكوك الحقيقية، على أن يتم الإيفاء نقدا، فالمشتري لا يسعى إلى تسليمه الصكوك؛ بل يهدف إلى استيفاء فرق السعر عند حلول الأجل إذا تبين أن قيمة هذه الصكوك أصبحت بحلول الأجل أكبر من القيمة التي كانت عليها عند حصول الاتفاق، والبائع بدوره لا يسعى إلى الحصول على الثمن المتفق عليه، ولكن الفرق نقدا في حال تبين عند حلول الأجل قيمة الصكوك أقل من الثمن المتفق عليه³.

وفي هذه العمليات يتعاقد البائع والمشتري على نوع الأسهم وعددها وثمنها، ولكن تسليم الأسهم والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق، وهو ما يعني وجود فاصل زمني بين لحظتي إبرام العقد وتنفيذه. لذلك لا يشترط في البائع أن يكون حائزا للأسهم وقت التعاقد، بل يكفي أن يكون حائزا يوم التسليم، وذلك لأن الأسهم من المثليات التي يوجد مثلها في السوق ويستطيع البائع وقت التسليم أن يشتريها، ولذلك فإن معظم العمليات الآجلة تحدث على المكشوف⁴ à découvert؛

¹ د/ نصر علي طاحون، المرجع السابق، ص125.

² د/ لطفي محمد لطفي، المرجع السابق، ص257.

³ محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص110.

⁴ مثلاكأن يبيع البائع مائة سهم (100 سهم) سعر السهم الواحد 1000 دج، ويكون معتمدا على أن سعر السهم سيهبط يوم التسليم إلى 900 دج، فهو إذا ما ضارب على الهبوط، أما المشتري الذي اشترى هذه الأسهم بسعر 1000 دج للسهم، فإنه يكون معتمدا على أن سعر السهم سيصعد يوم التسليم إلى 1100 دج، وعند ذلك يسلم البائع المشتري مائة سهم بسعر السهم 900 دج ويتقاضى منه الثمن على أساس أن ثمن السهم هو 1000 دج، ويتقاضى

حيث لا يملك البائع وقت التعاقد الأسهم محل البيع، ولكن بشرط أن يجوز طرفي العقد الأسهم وما يقابلها يوم التسليم¹.

ولما كان دفع الثمن وتسليم الأسهم في السوق الآجلة يتم بعد فترة يختلف بدؤها حسب الاتفاق المعقود بين الطرفين، فإن أنظمة البورصة اشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى تنفذ الصفقة نهائياً، ويدعى هذا التأمين بالتغطية².

والجدير بالذكر، أن هناك من الفقهاء من يفسر أن العمليات الآجلة هي نوع من القمار يضارب³ البائع على الهبوط ويضارب المشتري على صعوده، ويفوز بثمانها من يصدق تنبؤه، فيكسب الفرق بين الأسعار، وإذا ألحق البيع الآجل بالمراهنة فإنه يكون كالمراهنة غير المشروع ومن ثمة يكون باطلاً⁴. وكان القضاء الفرنسي يعتبر البيع الآجل الذي قصد به؛ أن يؤول إلى مجرد دفع الفروق بين الأسعار مضاربة تلحق بالمراهنة غير المشروعة، فيجعله باطلاً، ولا يلزم الخاسر بدفع الفروق تطبيقاً للمادة 1965 مديني فرنسي، ولكن لم يجز له استردادها تطبيقاً للمادة 1967 من القانون المدني الفرنسي⁵.

أدى موقف القضاء في التفرقة بين العمليات الآجلة الجادة والعمليات الآجلة الصورية؛ التي تؤدي إلى اهتزاز الثقة في عمليات البورصة، لذا تدخل المشرع الفرنسي وأصدر قانون في 28 مارس 1885 ومنع استخدام الدفع بالمقامرة، إلا أن ذلك لم يمنع محاكم الاستئناف من بحث نوايا أطراف العقد، وبالتالي الاعتراف بدفع المقامرة الأمر الذي أدى إلى تدخل محكمة النقض الفرنسية، ومنعت القاضي من بحث نوايا الأطراف وقضى بصحة عمليات البورصة الآجلة، ولو كانت في النهاية تتمخض عن مجرد دفع الفرق⁶.

أما المشرع المصري؛ فقد نص صراحة على أن العقود الآجلة تعتبر مشروعة وصحيحة، ولو كان قصد المتعاقدين فيها إنها تؤول إلى دفع الفرق⁷. أما عن موقف المشرع الجزائري من البيوع الآجلة واضح ويستنتج من خلال المادة 104

الفرق من المشتري، فقد ربح في كل سهم 100 دج، ويكون مجموع ربحه 10000 دج، وقد يتحقق على العكس من ذلك أمل المشتري فيصعد سعر السهم إلى 1100 دج، وعند ذلك يكون المشتري هو الذي يتقاضى الفرق من البائع، وهو 100 دج عن المائة سهم أي 10000 دج.

¹ طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص 214.

² محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص 110.

³ عرف الدكتور عبد العزيز جابر المضاربة في كتابه بورصة الأوراق المالية بأنها تلك العمليات القائمة على الشراء والبيع الآجل للأوراق المالية بالتغطية بدون نية للتقايض الفعلي... وذلك للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن التنبؤ في تغيرات قيم الأوراق المالية. د/ جابر عبد العزيز، بورصة الأوراق المالية، د ط، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2010، ص 189.

⁴ د/ عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، المجلد الثاني (7)، د ط، دار إحياء التراث العربي، د ب ن، 1964، ص 1033.

⁵ د/ عبد الرزاق السنهوري، المرجع نفسه، ص 1033.

⁶ د/ طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص 216.

⁷ د/ طاهر شوقي مؤمن، المرجع نفسه، ص 216.

من النظام 04/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث أن بيع وشراء الأسهم يتم عن طريق دفع الثمن والتسليم في الحال فور إبرام عقود التداول، وأنه لا مجال للعمليات في البورصة الجزائرية¹.

وبناء على ما سبق بيانه، يتضح أن البيع العاجل يتميز بشكل من المضاربة في البورصة، وبالتالي ضمان استقرار الأسعار وانتظامها، على عكس العمليات الآجلة التي تتميز بالمضاربة؛ حيث تكون شروط قيد الأسهم في البورصة الآجلة أكثر دقة؛ من حيث زيادة رأس مال الشركات وتوزيعها للأرباح في مدة أطول، والغرض الأساسي من العمليات الآجلة هو مساعدة بورصة القيم المنقولة، والعمل على تثبيت وتوازن الأسعار فيها، وإن كان المضاربون في هذه البورصة يسعون إلى الاستفادة من فروق الأسعار، حيث يكون تسليم الأسهم ودفع ثمنها مؤجلين إلى وقت محدد، كما لا يمكن أن نتجاهل أن هذه العملية عند التوسع في استخدامها، أو إذا استخدمها المضاربون كوسيلة للتلاعب أو التحكم في الأسعار، فإنها لا تعمل على مساعدة البورصة بل تسبب تقلبات عنيفة في الأسعار، وتلحق خسائر كبيرة بالمعاملين². حيث نجد أن المشتري في العمليات الآجلة؛ يضارب على ارتفاع الأسعار، بينما البائع يضارب على انخفاضها، وعليه لا يمكن تصور مثل هذه العمليات في دولة تسعى إلى تشجيع الأفراد على الادخار، والاستثمار والمجازفة بأموالهم للقيام بعمليات تنطوي على المغامرة والمخاطرة، بحيث يمكن أن يأخذ المشرع الجزائري بهذه العمليات مستقبلا إلى حين ازدياد حرية التداول في البورصة³.

المطلب الرابع

أوجه المقاربة بين نظام الدعامات المحسوسة والقيود المركزي

يتضح مما سبق أن الأسهم كانت تتجسد وفقا للقانون التجاري وقانون بورصة القيم المنقولة في شكل دعامات محسوسة يتم تداولها في صورتها المادية، لكن بعد تجريد الأسهم من دعامتها المادية المحسوسة كأثر لعملية الإيداع المركزي للأسهم، والذي يسهم بشكل فعال في تحقيق أهداف الإيداع المركزي للأسهم في التعامل على الأسهم من خلال القيد الدفترى، دون الحاجة إلى إجراء عمليات تسليم وتسليم مادية لها بين المتعاملين، فلم تعد هناك حاجة إلى الدعامات المادية⁴ لإتمام عمليات التداول، ولذا فقد اتجهت القواعد القانونية المنظمة لعمل البورصات إلى الإلغاء التام للشكل المادي

¹ تنص المادة 104 من النظام 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة على أنه: "تعتبر التسعيرة الرسمية للبورصة سقفا للدفع الفوري".

² د/ عبد الحميد الشواربي، الأعمال التجارية، د ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، د س ن، ص 330.

³ هوادف بيمية، المرجع السابق، ص 93.

⁴ تتجلى سلبات نظام الدعامات المحسوسة فيما يلي:

- إن الأسهم في صورتها المادية كانت عرضة لخطر الضياع والتلف والتزوير وهو ما يؤدي إلى مشكلات عديدة عند تداولها في البورصة.
- إن الدعامات المحسوسة للأوراق المالية (الأسهم) تحتاج إلى الكثير من الوقت والجهد لحفظها وإدارتها وتسوية المعاملات عليها.
- إن الدعامات المحسوسة كانت تعيق الانتقال السريع والأمن للأوراق المالية إلى الملاك الجدد لها.
- إنه يؤدي إلى تكبد الجهات المصدرة نفقات باهظة ومشقة كبيرة لطباعة الورقة المالية والتوقيع عليها وتعديل بياناتها. راجع هشام فضلي، المرجع السابق، ص 9.

للأسهم، وتحويلها إلى مجرد قيم منقولة ذات شكل معنوي؛ يجرى قيدها في حسابات باسم أصحابها، وهو من شأنه تسهيل عملية المقاصة والتسوية ونقل ملكية الأسهم¹.

والجدير بالذكر أن المشرع الجزائري تبني نظام الإيداع المركزي للسندات؛ بموجب التعديل الذي جاء به قانون 04/03 هذا الأخير أضاف هيئة ثالثة لبورصة القيم المنقولة؛ وهي المؤتمن المركزي للسندات، حيث كانت بورصة القيم المنقولة تشمل هئتين فقط؛ وهما لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم، كما أصدر المشرع نظامين أساسيين من أجل إلغاء الدعامات المحسوسة عن القيم؛ وهما النظام الصادر عن اللجنة رقم 01/03 المؤرخ في 18 مارس 2003 والمتعلق بالمؤتمن المركزي²، والنظام الصادر عن اللجنة رقم 02/03 المؤرخ في 18 مارس 2003 والمتعلق بمسك وحفظ السندات³، والنظام الصادر عن اللجنة رقم 05/03 المؤرخ في 18 مارس 2003 والمتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات⁴.

الفرع الأول

الإيداع المركزي للأسهم لدى المؤتمن المركزي

إن عمليات بيع وشراء ونقل ملكية الأسهم لم تعد تتم عن طريق تسليم وتسلم السندات المادية لها، وإنما أصبح عن طريق النقل (التحويل) بين الحسابات، وإجراء المقاصة والتسوية من خلال المؤتمن المركزي للسندات، بحيث يتمتع التعامل على الأسهم المودعة أو اقتضاء الحقوق المترتبة عليها إلا من خلال القيد المركزي لديها، فبمجرد إيداع الأسهم لدى المؤتمن المركزي؛ فإن الأسهم تتحول تلقائيا إلى قيود في حسابات دفترية بطريقة آلية، ويتم ذلك عن طريق فتح حساب جاري بين الزبون وفاتح الحسابات.

¹ يقوم نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية (الأسهم) على مميزات من بينها:
- نقل ملكية الأوراق المالية بالتحويل بالطرق الالكترونية بين حسابات العملاء لدى أمناء الحفظ عقب إتمام تسوية العمليات الواردة عليها.
- تحرير الأسهم من دعامتها المحسوسة وتحويلها إلى قيود في الحساب.
- تنفيذ عقود التداول بين الوسطاء الماليين عن طريق عمليات المقاصة والتسوية.
- إحلال سجلات الأوراق المالية لدى شركات الإيداع المركزي محل سجلات ملكية الأوراق المالية لدى جهة الإصدار. راجع هشام فضلي، المرجع السابق، ص10.

² قانون 04/03 المؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق ل 17 فبراير سنة 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 الموافق ل 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، ج ر، العدد 11، الصادرة سنة 2003.

³ نظام رقم 02/03 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، ج ر، العدد 73، الصادرة سنة 2003.

⁴ نظام 05/03 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، ج ر، العدد 73، الصادرة سنة 2003.

أولاً-التزام البنك بالحفظ المادي والقانوني للسندات

مادامت الأسهم قد تحولت إلى حسابات، فمن الضروري إسناد مهمة حفظ هذه الحسابات إلى وسيط مالي مرخص له بذلك، تأميناً لسلامة وصحة القيود التي تجري في هذه الحسابات¹. ولا يجوز لغير البنوك أن تمارس نشاط ماسك الحسابات، وتتم عملية التحويل المصرفي عن قيود يجرىها البنك للأمر، تجري القيود اللازمة ويترتب على إجراء التحويل المصرفي؛ أن تبرأ ذمة العميل المدين إزاء العميل الدائن².

أما في فرنسا يتولى عملية الإيداع المركزي للأسهم شركة تسمى شركة المهن المختلطة لمقاصة القيم المنقولة Société Interprofessionnelle pour la compensation de valeurs (S.I.C.O.V.A.M.)

Mobiliers، إذ يتم إيداع الأسهم في السيكوفام، وفقاً للتنظيم الوارد بالمرسوم 4 أوت 1949 على درجتين: ذلك أن مالكي الأسهم يدخلون في إيداع أوراقهم المالية لدى مؤسسة مالية عضو في السيكوفام ' بنك - شركة سمسة - أمناء الضبط)، ثم تقوم هذه المؤسسة بإيداعها في الحساب الجاري الذي فتح باسمها في السيكوفام³.

فالحفظ هو الالتزام بالحفظ المادي للقيود الحسابية والحفظ القانوني لها؛ لما تمثله تلك القيود من حقوق للعميل، ويلتزم حافظ الحسابات باتخاذ كافة الإجراءات، والتدابير التي تكفل حماية حقوق العميل، وإعمالاً للالتزام بالحفظ يتعين على حافظ الحسابات؛ عدم استعمال الحقوق الناشئة عن الأسهم للعملاء إلا بإذن خاص منهم⁴.

وبذلك تقضي المادة 11 من النظام 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات على أنه: " يجوز لماسك الحسابات - الحافظ - أن يستخدم السندات المقيدة في حسابات والحقوق المرتبطة بها، ولا يجوز له أن يحول ملكيتها دون موافقة صريحة من صاحبها"⁵.

أما في القانون الفرنسي؛ فقد اتخذت احتياطات عديدة لكي يتمكن العميل من قبول الإيداع وهو على علم تام بنظام الإيداع المعروض عليه، فعلى أعضاء السيكوفام (البنك) أن يعلنوا عملائهم بموجب إعلانات، توضع في كل فروع البنك بأنه صاحب حساب في السيكوفام، وأنه سيقوم بإعادة إيداع أوراق العميل في هذا الحساب، وأن تتضمن هذه الإعلانات ما يفيد أنه ليس من حق هؤلاء العملاء بعد مرور خمسة أيام على الإيداع، الاعتراض على إيداع أوراقهم المالية في الحساب الجاري، إلا أنه بالرغم من ذلك فإن الذي كان يجري عليه العمل هو أن العميل الذي يودع أوراقاً مالية

¹ هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والتقييد المركزي وفقاً لقانون 95 لسنة 2000، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، قسم القانون التجاري، جامعة القاهرة، 2007، ص 362.

² هوداف بهية، المرجع السابق، ص 95.

³ ذكرى عبد الرزاق محمد، التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، د.ط، دار الجامعة الجديدة، د.م، ن، 2015، ص 110.

⁴ هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص 378.

⁵ النظام 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات المؤرخ في 2003/03/18، ج.ر، الصادرة بتاريخ 2003/11/03، عدد 73.

— أسهم — لدى مؤسسة عضو في السيكونام كان يفترض لديه — قانونا — أن يقبل الإيداع في الحساب الجاري المفتوح باسم العضو في السيكونام، وهذا الافتراض كان من شأنه أن يعطي تفسيراً واسعاً لتطبيق هذا النظام¹.

فمالك السهم الاسمي أو السهم لحامله يمكنه إيداع السهم لدى عضو في السيكونام؛ يتولى تأمين حفظه وإدارته حسب تعليمات المالك، وهذا ما أخذ به المشرع في المادة 11 من النظام 02/03 السالف الذكر، فتحويل ملكية الأسهم من حساب إلى آخر لا يتم إلا بعد موافقة صريحة من صاحبها.

كما أن الأسهم لا تأخذ شكلها القانوني إلا بقيدها حسابياً، ويجرى التعامل على تلك القيود الممثلة لحق العميل سواء برهنها أو بيعها، أو التصرف فيها بأي شكل، أما استرداد السهم وقيام العميل بإرادته بذاته فهو غير موجود بعد صدور قانون الإيداع المركزي، إلا إذا تعلق الأمر بالأسهم المادية².

ثانياً- الشروط الواجب توافرها في ماسك الحسابات

اشتراط القانون على ماسكي الحسابات ضرورة الانخراط في المؤتمر المركزي وشرط التأهيل، تتم دراسة هذه العناصر على النحو التالي:

1- بالنسبة للانخراط

الجدير بالذكر أنه وفقاً للمادة 6 من النظام 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، فإنه يمكن أن ينخرط في المؤتمر المركزي مايلي:

- البنوك والمؤسسات المالية.
- الوسطاء في عمليات البورصة.
- المتخصصون في قيم الخزينة العامة المرخص لهم ممارسة النشاط.
- الأشخاص المعنويون المصدرون لسندات مقبولة في عمليات المؤتمر المركزي.
- كل المؤسسات الأخرى الجزائرية والأجنبية التي تشبه نشاطاتها النشاطات التي تمارسها المؤسسات المذكورة أعلاه.
- ويتم قبول الانخراط لدى المؤتمر المركزي عن طريق عقد اتفاقية ما بين البنك والمنخرط -تحدد هذه الاتفاقية على الخصوص واجبات ومسؤوليات كل من المؤتمر المركزي والمنخرط، وكذا تعريفات الخدمات وكيفية التسديد -إضافة إلى تقديم ملف إداري يتضمن بالخصوص:
- طلب القبول.
- أسماء الأشخاص المؤهلين للتعامل مع المؤتمر المركزي.

¹ ذكرى عبد الرزاق محمد، المرجع السابق، ص 111.

² هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص 378.

- نسخة من القانون الأساسي.

2- بالنسبة للتأهيل

بالرجوع لأحكام المادة 5 من النظام 02/03؛ نجد أن المنخرط يلتزم بتقديم طلب التأهيل إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، واشترط القانون على طالب التأهيل أن يكون حائزا على شهادة التعليم العالي، وضرورة الخبرة الكافية لمباشرة النشاط، وتبث اللجنة في طلب الملتزم في أجل شهرين بعد إيداع الملف، ويلتزم طال التأهيل بدفتر شروط من طرف اللجنة¹.

وبالرجوع إلى النظام 01/03 فإن المؤمن المركزي يتولى فتح حسابات جارية إلى المنخرطين، ويرمز إلى الحساب الجاري برمز المنخرط، غير أن الحساب الجاري يمكن تجزئته إلى حسابات منفصلة، فهناك حساب أسهم لحاملها إذا كان المنخرط يحوز أسهم لحاملها، وحسابات أسهم اسمية إذا كان المنخرط يحوز أسهم اسمية².

الفرع الثاني

تكييف نقل ملكية الأسهم وفق نظام القيد المركزي

تعد عملية إزالة الكيان المادي للأوراق المالية (الأسهم) مرحلة هامة من مراحل نمو سوق الأوراق المالية وتطوره، بما أدت إليه من سرعة نقل ملكية الأوراق المالية، وتوفير حماية كافية للمتعاملين فيه من حاملي هذه الأوراق كان أهمها الحماية من التلف والضياع والتزوير؛ الذي يمكن أن يقع مع هذه الأوراق حال احتفاظ هذه الأوراق بطبيعتها المادية. ومن ناحية أخرى فقد أدى زوال الكيان المادي للأوراق المالية إلى وجود علاقات قانونية استحدثت على الساحة، استدعت التنظيم فأصبح هناك ما يسمى بالمالك المسجل للسهم، والمالك المستفيد من السهم، وكلاهما له حقوق والتزامات ناشئة عن حيازته أو ملكيته لذات الورقة المالية (السهم)، كما أدى زوال الكيان المادي لهذه الأسهم

¹ المادة 5 من النظام 02/03 تقضي بما يلي: " يجب على المؤسسات التي تلتزم التأهيل بصفة ماسك الحسابات - حافظ السندات أن تقوم بالخصوص بما يأتي:

- تقديم طلب تأهيل إلى اللجنة

- الالتزام باحترام دفتر الشروط المشار إليه في المادة 8 أعلاه

- تعيين مسؤول مكلف بنشاط مسك الحسابات - الحفظ المحددة من طرف اللجنة

- تعيين مسؤول مكلف بنشاط مسك الحسابات - حفظ السندات حائز على شهادة في التعليم العالي ويتوفر على تجربة مهنية كافية "

² تنص المادة 20 من النظام 01/03 على أنه: " يفتح المؤمن المركزي حسابا جاريا أو أكثر من السندات لكل مؤسسة قبل انخراطها. ويرمز إلى كل حساب جار برمز المنخرط المخصص له".

يجزأ الحساب الجاري للمنخرط إلى حسابات منفصلة فيما يخص كل قيمة من القيم المحازة. وعندما يحوز المنخرط سندات يكون جزء منها لحاملها وجزء منها اسميا، فإن الحساب يجزأ إلى حساب سندات لحاملها وحساب سندات اسمية.

وتقيد في الحسابات الجارية للمصدرين الأرصدة من السندات الاسمية التي أسند صاحبها مهمة إدارتها إلى المصدر نفسه.

وتسجل الحسابات الجارية لماسكي الحسابات - الحافظين الأرصدة من السندات لحاملها والسندات الاسمية التي أسند صاحبها مهمة إدارتها إلى ماسك الحساب - الحافظ - "

إلى ضرورة إعادة النظر في التنظيم القانوني للعمليات المرتبطة بعمليات تسوية الأوراق المالية، وإعادة معالجتها تشريعيا بما يضمن تحقيق الانسجام، والتناسق بين هذا النظام الجديد والأحكام القانونية الموجودة بالفعل¹.

والجدير بالذكر أنه تعود البوادر الأولى لإزالة الطابع المادي الملموس للأسهم إلى المادة 715 مكرر 37 من القانون التجاري الجزائري، حيث بيّن المشرع من خلال هذه المادة أن الأسهم يمكن أن تأخذ شكلين إما مادي ملموس، وهو ما يعبر عنه بتداول الأسهم في شكلها التقليدي، أو بإزالة كيانها المادي وتحويلها عن طريق مجرد القيد في الحساب. وما يؤكد إلغاء مادية الأسهم كذلك المادة 19 مكرر 1 من قانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي جاء نصها كالتالي: " عندما يستخدم مصدر السندات سواء كانت الدولة أو الجماعات، أو هيئة عمومية أو شركة ذات أسهم، حق إصدار سندات مقيدة في الحساب، لا يمكن أن تسجل السندات لحاملها، إلا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات ".

من خلال هذه المادة نجد أن المشرع الجزائري عاد ليؤكد على إزالة الطابع المادي للأسهم لحاملها، وبموجب قيدها لدى المؤمن المركزي للسندات، هذا الأخير يعمل على تجميع الأسهم وتحويلها إلى حسابات في قيود دفترية؛ تنتقل ملكيتها بمجرد تسجيلها في حساب المشتري.

والجدير بالذكر أن الفقه والقضاء الفرنسي أخذ ولمدة طويلة بقاعدة هامة، وهي قاعدة الأثر الناقل لعقد التداول على اعتبار أن نقل ملكية الأسهم يتم بمجرد التعاقد، غير أن الأثر الناقل للعقد لا ينسجم مع آليات التعاقد والتنفيذ في سوق القيم المنقولة، الأمر الذي يفضي إلى العديد من الآثار السلبية للتعاملات، لذا تدخل المشرع الفرنسي بتعطيل قاعدة الانتقال الفوري للملكية؛ حيث أضاف مادة جديدة في قانون 03 جانفي 1983، ومن خلال هذه المادة لم تعد الملكية تنتقل بمجرد العقد وإنما من تاريخ القيد في الحساب².

والمعلوم أن هذا ما أخذ به المشرع الجزائري من خلال المادة 13 من النظام 01/03 المتعلق بالمؤمن المركزي (يتم قبول السندات بقوة القانون عندما تكون مسجلة في سوق مقننة جزائرية، ولا تكون قابلة للتحويل إلا عن طريق التسجيل في حسابات بموجب القانون، أو الأحكام القانونية الأساسية أو عقد الإصدار.

وعملية تحويل الأوراق المالية (الأسهم) من شكلها المادي إلى قيود دفترية محاسبية ليس بالعملية السهلة التي لا تصادفها أية معوقات، فهناك معوقات يجب دراستها قبل اللجوء إلى تحويل الأسهم إلى قيود دفترية، وهناك العديد من الأسباب الداعية إلى تحويل الأسهم من شكلها المادي إلى قيود دفترية؛ منها أنها تعد أهم الأنظمة المبتكرة والحديثة التي

¹ د/ أشرف الضبع، المرجع السابق، ص168.

² هوداف بهية، المرجع السابق، ص97.

تؤدي إلى تطوير أسلوب المقاصة والتسوية، والتي تشمل تحويل ملكية الأسهم محل عمليات التداول من خلال السجلات مع ما توفره من الأمان التام للتداول، والحد من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في سوق الأوراق المالية؛ كالتزوير أو الغش واحتمالات فقد السهم¹... الخ.

وفي الصفحات التالية سيتعرض الباحث إلى مسألة نقل ملكية الأسهم وفق نظام القيد المركزي على النحو التالي:

أولاً- أسباب فقدان الكيان المادي للأسهم

من المعروف أن العمليات التي تتم على الأسهم في البورصة؛ ما هي في الحقيقة إلا عبارة عن عقود بيع بغرض نقل ملكية الأسهم المطروحة في سوق التداول، ونقل الملكية لا يتم إلا بتنفيذ المتعاقدين لالتزام كل منهما اتجاه الطرف الآخر؛ بأن يسلم البائع الأسهم، والمشتري الثمن في نفس الوقت، وهذا ما يطلق عليه تسوية العملية، لذا كان لابد من وجود نظام لتسوية العمليات بسرعة وكفاءة، ويحقق لأطراف العمليات الحصول على حقوقهم على نحو واضح ومفصل؛ مما يؤدي في نهاية الأمر إلى استقرار سوق الأوراق المالية وزيادة المستثمرين على التعامل فيها.

من هنا ظهرت الحاجة إلى السوق المالية وزيادة إقبال المستثمرين على التعامل فيها، وبالتبعية ظهرت الحاجة إلى ضرورة فقدان الأسهم لكيانها المادي، وذلك من خلال نظام الإيداع والقيد المركزي؛ الذي يمكن من الوصول للحيازة المركزية للأسهم، وتحويلها من صورتها المادية إلى قيود دفترية ليسهل تداولها، ويمكن من تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع بطريقة أكثر فاعلية لتلافي السلبيات الموجودة في نظام التعامل المادي؛ والتي تتمثل في وجود مخاطر كبيرة ناتجة عن إتمام التسويات المالية فيما بين شركات الوساطة؛ فضلاً عن وجود مخاطر كبيرة ناتجة من احتمال تزوير أو تلف الأسهم أو احتمال سرقتها هذا من جهة إضافة إلى بقاء دورة التداول للأسهم في السوق، وعدم توافق مثل هذا النظام مع المعايير العالمية المتبعة من قبل أسواق المال العالمية، وكذا تكبد الجهات المصدرة نفقات باهظة ومشقة كبيرة لطباعة الورقة المالية، والتوقيع عليها وتعديل بياناتها، وأخيراً احتياج الأسهم إلى الكثير من الوقت والجهد لحفظها، وإدارتها وتسوية عمليات التداول الواردة عليها².

بناءً على ما تم التطرق إليه؛ يتضح لنا إزالة الكيان المادي للأسهم يرجع إلى عاملين رئيسيين: أولهما هو حماية جمهور المستثمرين من حاملي الأسهم من مخاطر التلف والفقد والتزوير، وثانيهما زيادة كفاءة السوق وسيولته، وبما يسهل عمليات المقاصة والتسوية على هذه الأسهم، ولعل هذين السببين هما ما دفعا الدول إلى انتهاج أسلوب إزالة الكيان المادي للأسهم.

¹ د/ أشرف الضبع، المرجع السابق، ص 170.

² د/ أشرف الضبع، المرجع نفسه، ص 180.

ثانيا- كيفية نقل ملكية الأسهم بالقيود المركزي وفق القانون الجزائري

لقد أخذ الفقه والقضاء الفرنسي لمدة طويلة بقاعدة هامة، وهي قاعدة الأثر الناقل لعقد التداول على اعتبار أن نقل ملكية الأسهم يتم بمجرد التعاقد، غير أن الأثر الناقل للعقد لا ينسجم مع آليات التعاقد والتنفيذ في سوق القيم المنقولة، الأمر الذي يفضي إلى العديد من الآثار السلبية للتعاملات، لذا تدخل المشرع الفرنسي بتعطيل قاعدة الانتقال الفوري للملكية، حيث أضاف مادة جديدة في قانون 03 جانفي 1983، ومن خلال هذه المادة لم تعد الملكية تنتقل بمجرد العقد، وإنما من تاريخ القيد في الحساب¹.

وهذا ما أخذ به المشرع الجزائري؛ من خلال المادة 13 من النظام 01/03 المتعلق بالمؤتمن المركزي، حيث نصت المادة 13 السالفة الذكر على أنه: " يتم قبول السندات بقوة القانون عندما تكون مسجلة في سوق مقننة جزائرية، ولا تكون قابلة للتحويل إلا عن طريق التسجيل في حسابات بموجب القانون أو الأحكام القانونية الأساسية أو عقد الإصدار"².

ثالثا- آليات التعاقد في بورصة القيم المنقولة

نقطة البدء في عمليات التداول هي صدور أمر من العميل إلى شركة السمسرة أو الوسيط التي يتعامل معها، يخطر فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، ويسمى الأمر أمر شراء *ordre d'achat* إن كانت رغبة العميل هي الشراء، وأمر بيع *ordre de vente* إن كانت رغبة العميل هي البيع، ويطلق على هذه الأوامر بنوعيتها عبارة " أوامر البورصة " *ordre de bourse*.

وتتم عمليات تداول الأسهم في أسواق منظمة: فمن ناحية لا يجوز للمتعاملين في الأسهم إبرام الصفقات إلا من خلال الوسطاء الماليين، ومن ناحية ثانية فإن عمليات المقاصة والتسوية لا تتم بين طرفي عملية التداول، وإنما بين كل وسيط مالي، من جهة، وغرفة المقاصة في القانون الفرنسي، وشركة الإيداع المركزي في القانون المصري من جهة أخرى. ومن ناحية ثالثة فإن التسوية لا تتم بشأن كل عملية استقلالا عن العمليات الأخرى، وإنما تمتد إلى سائر العمليات التي أجراها الوسيط المالي في نهاية يوم عمل البورصة³.

¹ هوادف بهية، المرجع السابق، ص 97.

² النظام 01/03 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج ر، العدد 73 لسنة 2003.

³ د/ هشام فضلي، المرجع السابق، ص 166.

من المهم استعراض المراحل التي تمر بها عملية التعاقد في سوق القيم المنقولة على النحو التالي:

1-مرحلة التعاقد في بورصة القيم المنقولة

تبدأ عملية التداول بإصدار الأمر من العميل إلى الوسيط الذي يتعامل معه، ويتضمن هذا الأمر رغبة في إجراء عملية من العمليات في البورصة، ويسمى هذا الأمر أمر الشراء إذا كان يرغب في الشراء، وأمر البيع إذا كان يرغب في البيع، ويطلق على هذه الأوامر بنوعيتها أوامر البورصة، ولا يجوز للمتعاملين في الأسهم إبرام الصفقات إلا من خلال الوسطاء الماليين، والمؤتمن المركزي للسندات¹.

2-مرحلة ما قبل التنفيذ

تبدأ مرحلة ما قبل التنفيذ بصدور أمر الشراء أو البيع من العميل إلى الوسيط المالي؛ متضمنا نوع وكمية الأسهم التي أراد العميل شراءها أو بيعها باسم ماسك الحسابات - الحافظ -، ولدى استلامها أمر الشراء، تبادر شركة السمسرة إلى إخطار أمين الحفظ الذي يدير حسابات العميل بهذا الأمر. ويناط بأمين الحفظ ماسك الحساب مطابقة بيانات العميل الواردة في أمر الشراء، مع البيانات المدونة بماسك الحسابات لديه عن العميل المشتري، والتأكد من صحتها²، فإذا تحقق من سلامة البيانات يقوم بتسجيل أمر الشراء على نظام إدارة حسابات الأوراق المالية (الأسهم) الموجودة لديه. ويخصص لكل عميل كوداً يتم التعامل من خلاله في البورصة.

وإذا تعلق أمر البورصة بعملية بيع، تطلب شركة السمسرة من أمين الحفظ حجز الأسهم التي يراد بيعها في حساب العميل، ويتعين على أمين الحفظ في هذه الحالة إخطار شركة الوساطة بمدى كفاية رصيد العميل من الأسهم لتنفيذ عملية البيع، وتسجيل أمر البيع على نظام إدارة حسابات الأوراق المالية (الأسهم) لديه³.

3-مرحلة التنفيذ

إذا صادف أمر الشراء أو البيع الصادر من العميل قبولا من آخر، تم تنفيذ عملية التداول وتنتهي عملية التداول، والتي تتم آليا عبر نظام التعامل الالكتروني، شريطة مراعاة القواعد والإجراءات المحددة في القانون ولائحته التنفيذية⁴. وتبدأ حصص التسوية، وذلك بعد أن تقوم البورصة بتزويد المؤتمن المركزي بعمليات الشراء والبيع المنفذة بجلسة التداول، وتنشأ حقوق والتزامات بين كل من بائع السهم ومشتريه والغير؛ بتاريخ إبرام عقد التداول في البورصة، مع العلم أنه عندما يتم تزويد المؤتمن المركزي للسندات بالتداول؛ يقوم المؤتمن بإجراء عمليات المقاصة والتسوية⁵.

¹ هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص400.

² د/هشام فضلي، المرجع السابق، ص166.

³ هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص401.

⁴ المادتان 15، 28 من ملحق عمليات وإجراءات المقاصة والتسوية المصري.

⁵ سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق، ص76.

رابعاً- الآثار السلبية لقاعدة الأثر الناقل للعقد وطرق تفاديها

تدخل كل من المشرع المصري والمشرع الفرنسي؛ لتعطيل قاعدة الأثر الناقل للعقد الذي استقر الفقه والقضاء عليها، حيث أن هذه القاعدة لا تتفق مع آليات التعاقد والتنفيذ في سوق القيم المنقولة، الأمر الذي يؤدي إلى العديد من الآثار السلبية للتعاملات في أسواق المال

1- الآثار السلبية لقاعدة الأثر الناقل للعقد

أ- الحقوق المتصلة بالسهم

ثار التساؤل عما له الحق في مباشرة الحقوق المقررة لحامل الورقة المالية (السهم)، في الفترة الانتقالية بين عملية التداول بتنفيذ أوامر البورصة، وبين قيد الورقة المالية في حساب المالك الجديد، وهل هو بائع الورقة أم المشتري لها؟

تطبيقاً للقواعد العامة فإن مشتري الورقة يعد مالكا لها منذ تنفيذ أوامر البورصة، أي انعقاد عقد البيع، وفي ذات الوقت فإن حق المالك الجديد لا يسري في مواجهة الشركة والغير، لأن الورقة مازالت مقيدة باسم البائع، والذي يستفيد حينئذ من قرينة الملكية، ويمكنه أن يباشر الحقوق المرصودة لحامل السهم¹. وتطبيق تلك القواعد يفضي إلى مفارقة واضحة، فالمالك الحقيقي لا يمكنه أن يباشر حقوقه المقررة بصفته مالكا للسهم، في حين يكون للمالك القديم كافة امتيازات حامل السهم، ورغم أن الملكية لم تعد ثابتة له وفقاً للقواعد العامة².

ب- زيادة عدد ملاك الأسهم عن الحقيقة

يؤدي تراخي واقعية قيد الأسهم في حساب المالك الجديد عن عملية التداول؛ إلى زيادة غير حقيقية في عدد ملاك الأسهم، فوفقاً للقواعد العامة فإن الملكية لا يمكن أن تنتقل إذا كان البائع ليست لديه الأسهم موضوع التعامل؛ لأنه إلى حين القيام بالتسوية والمقاصة يمكن أن يتبين أن المالك - البائع السابق - ليست لديه التغطية، أو ليست لديه الأسهم، فكيف للملكية أن تنتقل وفي ذات الوقت فإنه وفقاً لقاعدة الأثر الناقل للعقد فإن المشتري يعد مالكا بمجرد العقد³.

ج- حالات عدم تسليم الأسهم المبيعة

إعمالاً لقاعدة الأثر الناقل للعقد، تنتقل ملكية الورقة المالية (السهم) بين البائع والمشتري في تاريخ التداول، وتحرك بالتبعية حسابات مصدر الأمر لدى الوسيط المالي في ذات يوم تنفيذ الأوامر في الأسواق الفورية، وفي اليوم

¹ د/ هشام فضلي، المرجع السابق، ص 175.

² هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص 406.

³ هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص 406.

الأخير من شهر البورصة في أسواق السداد الشهري، وينجم عن ذلك استفادة مصدر الأمر من قيد الأوراق المالية في حسابه، حتى في الحالات التي تخفق فيها عملية التداول بسبب عدم قيام بائع السهم بتسليمه¹.

2- طرق تفادي الآثار السلبية لقاعدة الانتقال الفوري للملكية

تدخل المشرع الفرنسي لتفادي الآثار السلبية لقاعدة الأثر الناقل للعقد، واضعاً في حسابه الطبيعة الخاصة لعمليات تداول الأسهم والتي تتمثل في:

- تدخل العديد من الوسطاء في تنفيذ عمليات التداول؛ توطئة لقيد السهم في حساب مالكة الجديد ما بين الوسطاء وماسك الحسابات، والمؤتمن المركزي للسندات وغرفة المقاصة وغيرها.
- تسوية عمليات التداول جماعياً، بين كل وسيط مالي من جهة وغرفة المقاصة من جهة أخرى.

بهذه الأحكام لم تعد الملكية تنتقل بمجرد العقد، وإنما في تاريخ القيد في الحساب؛ والذي يختلف تحديده من بورصة إلى بورصة وفقاً للوائح المعمول بها. ومن تاريخ القيد في الحساب، تنتقل ملكية السهم إلى حامل الصك الجديد، والذي يمكنه مباشرة كافة الحقوق المتصلة بالصك. وبذلك لا يكون في تاريخ تنفيذ أوامر مالكان؛ إحداها محروماً من حقوقه على الرغم من أنه المالك الحقيقي للسهم، والآخر يكون متمتعاً بكل الحقوق على الرغم من خروج الحق من ذمته المالية. فالملكية تبقى للمالك القديم للسهم في تاريخ القيد في الحساب، فتنتقل إلى المالك الجديد له. وهو أمر لا يخالف القواعد العامة التي تقضي بانتقال الملكية فور تمام العقد، بل هو محض تطبيق تلك القواعد، فما دامت الأوراق المالية أصبحت مثليات؛ فإن نقل ملكيتها لا يتم إلا بالإفراز أو التسليم²، وهو مالا يتحقق بطريق التحويل أي القيد في الحساب³. ولا تؤثر أحكام تراخي انتقال ملكية السهم إلى تاريخ القيد في الحساب على التزامات طرفي عقد التداول، فتكون رابطة الالتزام بما ترتبه من آثار قائمة بينهما من تاريخ تنفيذ الأوامر، وبالتالي عدم ترتيب الأثر الناقل للملكية إلا بعد تنفيذ الأوامر - القيد في الحساب - وليس تعطيل الأثر الناقل للملكية⁴.

والجدير بالذكر أنها لا تؤثر أحكام تراخي انتقال ملكية الورقة المالية إلى تاريخ القيد في الحساب؛ على التزامات طرفي عقد التداول، فتكون رابطة الالتزام بما ترتبه من آثار قائمة بينهما؛ من تاريخ تنفيذ الأوامر لا من تاريخ انتقال

¹ د/ هشام فضلي، المرجع السابق، ص 176.

² بإيداع الأسهم تتحول إلى قيود حسابية تنتقل ملكيتها بالتحويل من حساب إلى حساب آخر، ولا يجوز القانون إعادة تحول الأسهم من الشكل الحسابي إلى شكل الدعامات المادية القديمة، فتحول الأسهم إلى القيد في الحساب أمر ملزم وغير قابل للإلغاء، فعنصر الرد هنا غير جائز إطلاقاً. ولا يمكن اعتبار نقل ملكية الأسهم بالتحويل من حساب إلى آخر بمثابة رد للأسهم إلى مالكة، حيث أن نقل ملكيتها يتم من خلال القيود الدفترية فقط دون استلام أو تسليم لهذه الأسهم بعد انتهاء الدعامات المادية لهذه الأوراق (الأسهم). حالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص 393.

³ طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص 314.

⁴ حسين توفيق فيض الله، وهيو إبراهيم قادر، التكييف القانوني لانتقال ملكية الأوراق المالية في البورصة، مجلة الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، العدد الخمسون، أبريل 2012، ص 265.

الملكية. وحذا المشرع المصري حذو المشرع الفرنسي، فلم يأخذ بقاعدة الأثر الناقل لعقد التداول، ولكنه في ذات الوقت لم يأخذ بقاعدة انتقال الملكية بالقيود في الحساب مع الشرط الفاسخ عند عدم الوفاء بالالتزام، وإنما ربط انتقال الملكية بتسوية العمليات التي تجرى على الورقة المالية (السهم) فعليا، ولذلك نصت المادة 4 من القانون رقم 93 لسنة 2000 على أن: " لا تنتقل ملكية الأوراق المالية التي تم إيداعها لدى الشركة إلا بإتمام تسوية العمليات التي أجريت عليها ".

المطلب الخامس

الآثار المترتبة عن تنفيذ عقود التداول

من الآثار المترتبة عن تنفيذ عقود التداول والتي تؤدي إلى انتقال ملكية الأسهم، قيد الأسهم في حساب المشتري والقيام بعمليات التسوية والمقاصة، وسوف نتكلم في هذا المبحث عن موقف التشريعات المقارنة من انتقال ملكية الأسهم في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني نتطرق إلى تسوية عمليات التداول في سوق القيم المنقولة، وفي المطلب الثالث نتناول المقاصة والتسوية كآلية لتنفيذ عقود التداول.

الفرع الأول

موقف التشريعات المقارنة من انتقال ملكية الأسهم

تنتقل ملكية الأسهم في القانون الفرنسي بموجب قانون 1983 من البائع إلى المشتري من تاريخ قيد تلك الأسهم في حساب المشتري، ووفقا لشروط التعامل المقررة في البورصة، ولكن هذا الحكم ليس مطلقا بل معلق على شرط، وهو أن يكون حساب الأسهم المالية للوسيط المشتري دائما بالأسهم موضوع التعامل، وفي ذلك التاريخ أي تاريخ قيد الأسهم في حساب المشتري، وفي حالة عدم تحقق الشرط أي إذا ظهر بعد عمل المقاصة والتسوية، والتي هي مرحلة لاحقة للقيد وتنفيذ الأوامر، بأن حساب الأسهم للوسيط المشتري لم يكن دائما، يفسخ العقد بقوة القانون، بغض النظر عن أي نص تشريعي مخالف، وما يترتب عن هذا الفسخ القانوني من آثار، وبأثر رجعي من تاريخ القيد في الحساب؛ فالملكية تنتقل من البائع إلى المشتري من تاريخ القيد في الحساب¹.

أما في القانون المصري فقد نصت المادة 04 من قانون الإيداع والقيد المركزي رقم 93 لسنة 2000 على أنه: " لا تنتقل ملكية الأوراق المالية التي تم إيداعها لدى الشركة إلا بإتمام تسوية العمليات التي أجريت عليها"، ويفهم من هذه المادة أن المشرع المصري قرر أن ملكية الأسهم المودعة لدى شركة ما، لا تنتقل من البائع إلى المشتري إلا بإتمام تسوية العمليات التي أجريت عليها². حيث تقوم شركات الوساطة بتنفيذ العقود أمام شركات الإيداع، وتتم عملية التسوية على أساس الفرق بين قيمة عمليات البيع وقيمة عمليات الشراء التي أجراها عضو التسوية، حيث تعتبر شركات الوساطة

¹ حسين توفيق فيض الله، وهيو إبراهيم قادر، المرجع السابق، ص 266.

² حسن توفيق فيض الله وهيو إبراهيم قادر، المرجع السابق، ص 267.

وشركات الإيداع أهم الأطراف المباشرة للعقد، في حين يبقى البائع والمشتري أطرافاً غير مباشرة، لذلك فإن التسليم الذي يتم بين شركة الوساطة وشركة الإيداع هو الذي يترتب عليه نقل الملكية ولا يتم هذا التسليم إلا بإتمام هذه التسوية¹. وبناء عليه والجدير بالملاحظة أنه رغم اختلاف موقف القانون المصري عن القانون الفرنسي، إلا أنهما يحققان نفس الأثر القانوني وهو عدم انتقال الملكية بمجرد اتفاق التنازل، وعدم الأخذ بقاعدة الأثر الناقل للعقد، والجدير بالذكر أن المشرع الجزائري انتهج نهج المشرع الفرنسي في هذا الشأن.

الفرع الثاني

تسوية عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة

عملية تداول الأسهم هي في الواقع عبارة عن عملية بيع وشراء لهذه الأسهم، وتعد هذه الأسهم من المنقولات المثلية، التي تحل محل بعضها إذا كانت من ذات النوع والإصدار والعملة، وبغض النظر عن اعتبار الأسهم من المنقولات المثلية (المعينة بالصنف) أو القيمة (المعينة بالذات)، فإن غالبية القوانين المقارنة قد استلزمت لتمام عقد تداول الأسهم وترتيب الأثر القانوني الخاص بنقل الملكية من البائع إلى المشتري ضرورة اتباع شكلية معينة، رغم أن القيد في سجلات الشركة في النظام القديم لتداول الأسهم (الدعامات المحسوسة) لا يتشابه مع القيد في النظام الجديد (القيود الحسابية) لأن القيد في النظام الجديد يؤدي إلى أن نقل الملكية، أما القيد في النظام القديم لازم لسريان وليس لنقل الملكية، إذ أن الملكية كانت تنتقل بمجرد اتفاق التنازل.

وبناء عليه سوف نتناول في هذا المطلب طبيعة ووقت انتقال الملكية في ظل تطبيق قواعد التسوية (أولاً)، ثم ندرس الآثار المترتبة على التسوية المالية (ثانياً).

أولاً- طبيعة ووقت انتقال الملكية في ظل تطبيق قواعد التسوية

تنتقل الملكية في الأشياء المعينة بذاتها بمجرد إتمام العقد، أما إذا كان المنقول شيئاً غير معين بالذات بل كان معيناً بنوعه، لم تنتقل الملكية بمجرد تمام العقد، وإنما تنتقل بإفراز المبيع² وجعله معيناً بالذات. والتراخي في انتقال الملكية لحين الإفراز في الأشياء المثلية أو غير المعينة بالذات استثناء على قاعدة الانتقال الفوري للملكية بمجرد إتمام العقد، وهذا الاستثناء تفرضه ضرورات تعيين محل الالتزام، فلا يمكن أن يرد الالتزام على شيء غير مفروض؛ وهذا حسب ما جاء في المادة 166 من القانون المدني الجزائري³.

¹ رعمة بلجودي، المرجع السابق، ص 227.

² يقصد بالإفراز تحديد الشيء المبيع بحيث يتميز عن غيره من الأشياء التي من نوعه فهو عملية يترتب عليها تعيين الشيء بذاته بعد أن كان معيناً بنوعه، ويختلف الإفراز بحسب طبيعة المبيع، فقد يتم عن طريق الوزن أو الكيل أو القياس أو العدد، فإذا كان شكل الإفراز يختلف وفقاً لطبيعة الشيء، فإن إفراز الأسهم يتحقق بقيد البيع في حساب مستقل للمشتري، وفي غياب الإفراز صراحة فإن التسليم كأسلوب للإفراز يؤدي إلى نقل الملكية، لأن التسليم يفترض تعيين الشيء المبيع.

³ تنص المادة 166 من القانون المدني الجزائري على أن: "إذا ورد الالتزام بنقل حق عيني على شيء لم يعين إلا بنوعه فلا ينتقل الحق إلا بإفراز هذا الشيء".

وبعد صدور قانون رقم 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة تغير شكل الورقة المالية، فبعد أن كانت تأخذ شكل صك ورقي مطبوع أصبحت مجرد قيد في الحساب، فما دامت الأسهم أصبحت مثليات، فإن نقل ملكيتها لا يتم إلا بالإفراز أو التسليم، وهو ما لا يتحقق إلا بطريق التحويل أي القيد في الحساب¹. ولكن السؤال المطروح هنا هو ما هو الشكل الذي يأخذه تسليم القيود الحسابية؟

وبداية ومحاولة الخروج بتصور في هذا الأمر فإننا نشير إلى المحددات الآتية:

أولاً- إن التغير قد أصاب شكل الورقة المالية بتطبيق قواعد الإيداع المركزي، من ورقة ذات دعامة محسوسة تتمثل في صكوك ورقية ذات أرقام مسلسل ومحددة، ومن منقولات كانت ملكيتها تنتقل من البائع إلى المشتري عبر القيد في سجلات الشركة، إلى مجرد قيود حسابية تعبر عن مثليات معينة بنوعها يقوم بعضها مقام بعض في الوفاء (إذا حملت نفس القيمة والعدد والإصدار العملة)، وبحيث ترد تصرفات مالكيها على عدد معين من الأسهم، وتنتقل ملكيتها بالتحويل من حساب إلى آخر وفقاً لأنظمة الإيداع المركزي، ويعد هذا التحويل الحسابي تسليمًا يتحقق به الإفراز اللازم لنقل الملكية على الأسهم بعد أن تحولت إلى منقولات مثلية في شكل قيود حسابية².

ثانياً- إن القول بأن التسليم الذي يتحقق به إفراز الأوراق المالية - الأسهم - محل عقد التداول، والذي يتم في العلاقة بين الوسيط المالي وشركة الإيداع، هو الذي يتحقق به إفراز الأسهم؛ والذي لا يتم إلا بإتمام تسوية العمليات التي أجريت على الأسهم، هذا القول يتقاطع مع طبيعة وقواعد وأنظمة التداول في بورصة القيم المنقولة، والتي تقضي بأن تنفيذ أمر العميل البائع من قبل شركات الوساطة لا يتم إلا بعد تحقق هذا الأخير عن طريق المؤتمن المركزي، من وجود رصيد من الأسهم كاف لدى ماسك الحساب لتنفيذ العملية، وأن قيام أمين الحفظ بحزم الرصيد لإتمام عملية التسوية يعد بمثابة إفراز للأسهم، يتحقق قبل أن يتم التقاء أمر الشراء بأمر البيع³.

ثالثاً- إن نقل ملكية الأسهم في القانون الجزائري حسب ما جاء في المادة 13 من النظام 01/03 المتعلق بالمؤتمن المركزي، وبموجب القانون الفرنسي لسنة 1983 - معلق على شرط واقف؛ وهو أن يكون حساب الأسهم المالية للوسيط المشتري دائماً بالأسهم موضوع التعامل وفي ذلك التاريخ، أي إذا ظهر بعد عمل المقاصة والتسوية بأن حساب الأسهم للوسيط المشتري هو حقيقة دائماً ينفذ العقد حينها وبالتالي تنتقل الملكية.

¹ رعمة بلجودي، المرجع السابق، ص227.

² ذكرى عبد الرزاق محمد، المرجع السابق، ص165.

³ ذكرى عبد الرزاق محمد، المرجع نفسه، ص166.

وعليه فإن النتيجة المترتبة على ذلك هي أن لحظة انتقال الملكية والتسليم لا يتم إلا بإتمام تسوية العمليات المتعلقة بالأسهم؛ وأنه من هذه اللحظة يتحدد وقت انتقال الملكية بالتحويل والقيد المتبادل للأسهم، والقيم النقدية في الجانب الدائن والمدين لحساب كل من البائع والمشتري.

وحسب رأيي فرغم اختلاف موقف المشرع الجزائري عن المشرع المصري، إلا أنهما يحققان نفس النتيجة فالنهاية واحدة، فالقول بأن انتقال الملكية معلق على شرط واقف - حسب القانون الجزائري - أو أن انتقال الملكية لا يتم إلا بإتمام تسوية العمليات التي أجريت على السهم - حسب القانون المصري - فكلاهما يؤديان إلى نفس النتيجة إذ يترتب عليه ثبوت حق المشتري في التصرف في هذه الأوراق بدءاً من هذا الوقت.

بنا على ما تم التطرق إليه، يتضح أن مسألة نقل ملكية الورقة المالية في البورصة ترتبط بمسألة إيداعها لدى هيئة إيداع مركزية، وبالنسبة للبورصة الجزائرية لا تطرح هذه الإشكالية نظراً لإلزامية إيداع الأوراق المالية المطروحة للتداول من طرف الشركات المصدرة لدى المؤتمن المركزي على السندات، وهو ما تؤكد المادة 21 مكرر المضافة بموجب النظام 01/12 المعدل والمتمم للنظام العام للبورصة 103/97¹، كما تنص المادة 150 من النظام العام للبورصة 04/23 على المبدأ العام لتاريخ نقل ملكية الورقة المالية - الأسهم - بنصها: " بمجرد تنفيذ الأمر، يصبح المشتري مالكا للسندات المعنية، ويفقد البائع ملكيتها"، ورغم أن هذا المبدأ يبدو بسيطاً وواضحاً، إلا أنه يطرح تساؤلات متعددة حول المقصود بتنفيذ الأمر، هل هو يوم التفاوض نفسه أو لابد من تمام إجراءات التسوية والتسليم؟

قد تتحدد الإجابة حول هذا السؤال مبدئياً في تحديد الطبيعة القانونية للورقة المالية؛ لاسيما تلك المسعرة في البورصة، خاصة مع فقدانها للكيان المادي في التعاملات المالية المعاصرة La dématérialisation des instruments financiers، وهو الأمر الذي واكبه المشرع الفرنسي بحملة من الإصلاحات القانونية لاسيما الأمر 303/2005 للمواد 3-431 و 02-413 من التقنين النقدي والمالي؛ حيث كان الهدف من التعديل هو مطابقة الوقت الفعلي لعملية التسوية مع نقل الملكية، ويتعلق الأمر بمبدأ بسيط وهو قيد العملية في حساب المشتري، وهو ما تم تكريسه بتعديل المادة 1-228 من القانون التجاري الفرنسي؛ التي نصت على مبدأ انتقال الملكية عند القيد في حساب المشتري، ويعتبر هذا المبدأ طفرة قانونية كبيرة بعد أن كان الموقف السائد هو الاعتماد على مبادئ القانون المدني؛ التي تنص على انتقال الملكية بمجرد انعقاد العقد فيما يتعلق بملكية المنقول المادي المعين بالذات (وهو التكييف المعتمد

¹ تنص المادة 21 مكرر من النظام 01/12: " يجب على الشركة التي تطلب قبول سنداتها في عمليات التداول في البورصة أن تثبت إيداع سنداتها لدى المؤتمن المركزي على السندات قبل الإدخال في البورصة".

للورقة المالية قبل نزع الكيان المادي لها)¹، وهو التعديل الذي جاء موافقة للنصوص القانونية مع تلك المعتمدة في بلدان منطقة Euronext².

حيث أنه وتمهيدا لنقل ملكية الأوراق المالية، يتوجب على مالك الأوراق المالية، يتوجب على مالك الأوراق المالية، يتوجب على مالك الأوراق المالية - الأسهم - المودعة الذي يرغب ببيعها أو بيع أي جزء منها تحويل تلك الأوراق المالية من حساباته الخاصة لدى المركز أو تحت سيطرة أي من الوسطاء أعضائه، إلى الحساب الخاص به الذي تحت سيطرة الوسيط المالي، الذي يرغب بإجراء عملية البيع من خلاله، أو التأكد من وجودها في الحساب الخاص به، الذي تحت سيطرة ذلك الوسيط، وبالمقابل يتوجب على الوسيط المالي وقبل إدخال أي أمر بيع لعميله على نظام التداول؛ التأكد من ملكية العميل للأوراق المالية موضوع الأمر وبأنها غير محجوزة أو مرهونة، ولا يوجد أي قيد على نقل ملكيتها، ويتم نقل ملكية الأسهم المودعة من حساب العميل البائع لدى الوسيط البائع إلى حساب العميل المشتري لدى الوسيط المشتري؛ بموجب قيود إلكترونية بناء على الملف الإلكتروني للتداول اليومي الوارد لغرفة المقاصة في السوق³.

ثانيا- الآثار المترتبة على التسوية المالية

1- مركز البائع والمشتري

تتراخى لحظة نقل ملكية الأسهم إلى تاريخ القيد في الحساب، ولذلك يستمر بائع السهم في ممارسة حقوقه المالية وغير المالية الناشئة عن الورقة؛ بصفته مالكا للورقة في مواجهة الشركة المصدرة؛ فيحق له حضور جلسات الجمعية العامة للشركة والاشتراك في مداولاتها، والتصويت على قراراتها وقبض قيمة الأرباح وغير ذلك من الحقوق، ويجوز لدائنيه توقيع الحجز على ملكية من الأسهم إلى ما قبل قيد الأسهم المباعة في حساب المشتري⁴.

2- حيازة المالك الجديد للأسهم

المعلوم أن تحويل الأسهم إلى قيود مالية من البائع إلى المشتري في ظل القانون الجديد (قانون 04/03) لا تتشابه مع القيد في سجلات الشركة في النظام القديم لتداول الأوراق المالية ذات الدعامات المحسوسة؛ لأن القيد والتسوية

¹ الملاحظ أنه هو نفس المبدأ المنصوص عليه في القانون المدني الجزائري، حيث تنص المادة 165 منه على أنه: "الالتزام بنقل الملكية أو أي حق عيني آخر من شأنه أن ينقل بحكم القانون إذا كان محل الالتزام شيئا معينا بالذات بملكه الملتزم..." وهو التكييف الذي تم العدول عنه في الفقه الفرنسي فيما يتعلق بالورقة المالية المتداولة في البورصة من نفس النوع والتي تم اعتبارها منقول مثلي لا تنتقل ملكيته إلا بالفرز، وهو ما نظمته المشرع الجزائري بموجب المادة 1/166 من القانون المدني التي تنص: "ورد الالتزام بنقل حق عيني على شيء لم يعين إلا بنوعه فلا ينتقل الحق إلا بإفراز هذا الشيء".

² DE Vauplane Hubert, Transfert de propriété des titres cotée, la réforme achevée ...ou presque Revue Banque n°669, Mai2005, p87.

³ رشا تيسير حطاب، المرجع السابق، ص123.

⁴ هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق، ص412.

في النظام الجديد يؤدي إلى نقل الملكية، أما القيد في النظام القديم هو إجراء لازم للسريان وليس لنقل الملكية، إذ أن الملكية كانت تنتقل بمجرد اتفاق التنازل.

أما في القانون المصري فلا تثبت حيازة المالك الجديد (المشتري) للأسهم، إلا من تاريخ قيام شركة الإيداع المركزي – المؤتمن المركزي للسندات في القانون الجزائري – بتسوية العمليات التي تتم عليها، ومن ثم يعد حقه على الأسهم ساريا في مواجهة المدين والغير من تاريخ التسوية، أما القيد في الحساب فيكون إجراء كاشف لتلك التسوية، ولا يؤدي دورا في نقل الملكية أو في السريان¹.

الفرع الثالث

المقاصة والتسوية كآلية لتنفيذ عقود التداول

للمقاصة علاقة وطيدة ومباشرة بالديون، فالديون هي محل المقاصة بحسب الأصل، وتكتسب المقاصة قدرا كبيرا من الأهمية، وتمس الحاجة إليها من حيث طريق من طرق انقضاء الالتزام دون وفاء فعلي في تبسيط وتسهيل الوفاء بالديون.

أولا-تعريف المقاصة

يتم مباشرة بعد عملية المفاوضات وإبرام الصفقة عملية المقاصة في كل الأسواق المالية العالمية بواسطة إحدى شركات المقاصة، التي يعتبر الوسيط العميل أحد أعضائها. ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيدا لتسويتها، ويتم هذا الحساب في الغالب وفق مبدأ التصفية netting، الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافي الدائنية أو المديونية لكل المتعاملين المشتركين في عملية التصفية، حيث قد تسفر عمليات المقاصة عن تعادل تام بين صفقات البيع وصفقات الشراء التي نفذها الوسطاء الماليون مع الشركات الأخرى². ويترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان الوسيط مستلما أو مسلما للورقة المالية – الأسهم – محل التعامل، مع مراعاة حجم الأسهم التي لا يمكن استخدامها في عملية المقاصة (لكونها مقرضة أو مرهونة)، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على الصفقات بالنسبة لجميع الوسطاء الأعضاء في شركة المقاصة، وقد تتم المقاصة بواسطة شركة أو نظام تابع للسوق المالي نفسه على غرار البورصة الجزائرية³.

¹ هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع نفسه، ص 413.

² كما قد تسفر عمليات المقاصة عن الصفقات موضوع عمليات الشراء المنفذة بمعرفة شركة الوساطة تزيد عن عمليات البيع التي نفذتها الشركة العضو في الإيداع، وإما عن رصيد بائع نتج عن زيادة عمليات البيع المنفذة بواسطة الشركة عمليات الشراء التي نفذتها، وإثبات الرصيد النهائي دائما كان أو مدينا. ذكرى عبد الرزاق محمد، المرجع السابق، ص 141.

³ محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل الملكية في الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية الإسلامية، المجلد 14، العدد 1، ص 85.

وعليه فإن عملية المقاصة هي عملية وسطية بين مرحلة التفاوض ومرحلة التسوية والتسليم، وتعتبر نوع من التأمين لحقوق الوسيط من عدم تلقيه حقوقه أو تسلم مستحقاته بعد الصفقة، ذلك أن الوسيط الوكلاء الغير معينين مباشرة بالصفقة يرتبطون معا في الواقع بالتزامات متقابلة، وعملية المقاصة نفسها تتم بطريقة متعددة الأطراف، وقد ظهر هذا الإجراء تاريخيا في إنجلترا؛ حيث يتم تجميع كل المبادلات التي تمت بين الوسطاء وتركيزها في هيئة واحدة يتم على مستواها المقاصة فيما بينهم في عملية واحدة، وعليه فهي عملية تستلزم وجود هيئة للمقاصة ينخرط فيها هؤلاء الوسطاء وهو ما يضمن النهاية الجيدة للصفقة¹.

ويقع على عاتق المؤتمن المركزي للسندات ضرورة القيام بتسوية المراكز القانونية الناشئة عن عمليات التداول في سوق القيم المنقولة، حيث أن القانون قد أناط بها دون غيرها الحق في القيام بمهام التسوية، ويقصد بالتسوية أن يقوم المؤتمن المركزي بعمليات خصم الأسهم من رصيد العميل البائع وإضافته إلى حساب العميل المشتري، وخصم الرصيد النقدي لقيمة الأسهم من حساب العميل المشتري وإضافته في حساب العميل البائع، أي تسليم الثمن للبائع ونقل ملكية الأسهم للمشتري².

فإذا كان الرصيد لدى كلا من البائع والمشتري لا يكفي للتسوية فلا تتم التسوية، إلا أن التفرقة بين المقاصة والتسوية من الناحية النظرية لا يقابلها إمكانية الفصل بينهما من الناحية العملية، حيث يتولى كلا الوظيفتين شركة واحدة يطلق عليها المؤتمن المركزي للسندات³.

في فرنسا لا توجد سوى LCH Clearnet SA كغرفة مقاصة معتمدة بصفة بنك، وهي تنتمي إلى تجمع تنظيمات المقاصة الأوروبي منذ اندماجها مع غرفة مقاصة لندن London clearing house سنة 2003، ولها قواعدها الخاصة التي اعتمدها⁴ AMF، وهي قانونيا يقع على عاتقها أن تكون بديلا في تسوية العمليات في حال تخلف أحد الأعضاء عن الدفع أو التسليم، وهي ضمانة تقدمها غرفة المقاصة في Alternext و Euronext تساعد في تقليل الأخطار وضمان السيولة في السوق⁵، ويتم تسجيل كل العمليات على مستواها باسم عضو المقاصة، وبمجرد تمام التسجيل يحصل تحديد في العلاقة بموجبه تصبح LCH Clearnet الطرف المقابل في العلاقة، فتتحمل الالتزامات وتلقى الحقوق الناتجة عن العملية المسجلة باسم عضو المقاصة، وهو التحديد الذي يسمح بوجود حقوق وديون متقابلة

¹ Michel Germin et Veronique Magnier, Les sociétés commerciales (les sociétés cotées), 21eme Edition, LGDJ Traités, 2014, p221.

² د/ طاهر شوقي، المرجع السابق، ص310.

³ الجدير بالذكر أن النظام رقم 04 / 23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة قد أسند مهمة تسوية المعاملات الخاصة بعقود التداول إلى المؤتمن المركزي للسندات وهذا واضح باستقراء نص المادة 152 منه بقولها: "تم التسوية النقدية وتسليم السندات المتداولة في البورصة خلال الآجال المحددة من طرف المؤتمن المركزي على السندات"

⁴ Michel Germin et Veronique Magnier, Les sociétés commerciales (les sociétés cotées), op.cit, p223.

⁵ Laurent Ruet, Ordre de bourse, dénouement, Etude joly bourse, décembre 2015, p46.

بين غرفة المقاصة والمنخرطين فيها¹، وهو الأمر الذي دفع بوجود خلاف فقهي حول طبيعة عملية المقاصة، حيث يرى البعض أن غرفة المقاصة تصبح طرفا في العملية بسبب تسجيل الصفقة وما ينتج عنه من تحديد، وهو تحديد ينطوي على عقدين، أحدهما يجمع الغرفة بالمشارك البائع وآخر بالمشارك المشتري، بينما يرى البعض الآخر أن تبقى غرفة المقاصة ليست طرفا في العملية الأصلية، ذلك إما لأنها تتصرف كوكيل بالعمولة عن المنخرطين فيها، أو لأنها لا تقوم إلا بعمليات مادية ناتجة عن عقد تقديم خدمات المحاسبة Contrat de prestation de services comptables والهدف من ذلك هو التسوية الجماعية للديون².

وفي القانون المصري فقد نصت المادة 211 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 على أنه: " يجوز إنشاء شركات للمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية بالبورصة، يكون غرضها تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة، وتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها ... " وعلى هذا الأساس القانوني تم إنشاء شركة مصر للمقاصة وتسوية المعاملات المالية، وكان من المقرر أن يقتصر نشاط هذه الشركة على أعمال المقاصة والتسوية، إلا أنه تم تطبيق الحفظ المركزي للأوراق المالية أيضا، وأضيف هذا النشاط إلى أغراض الشركة في نظامها الأساسي بموجب قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000 ليرسي الدعائم القانونية لنظام الإيداع المركزي ويضيف نشاط القيد المركزي للأوراق المالية إلى نشاط الإيداع المركزي، وأكل العمل بالنشأطين إلى شركة الإيداع والقيود المركزي، وحدد للشركة (مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي) دورها واختصاصاتها والتزاماتها؛ بما في ذلك نقل ملكية الأوراق المالية المقيدة بنظام الإيداع المركزي لديها؛ التي يتم تداولها سواء داخل أو خارج مقصورة التداول بالبورصة المصرية وذلك عن طريق القيد الدفترى لديها³.

وتقوم شركة الإيداع المركزي بإجراء عمليات المقاصة للمعاملات التي تتم على الأوراق المالية لحساب أعضاء الإيداع المركزي، وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات كل منهم، حيث تقوم الشركة بإتمام التسوية المالية على أساس الفرق بين قيمة عمليات الشراء في حساب عضو المقاصة، وبين قيمة عمليات البيع التي تتم تسويتها في حسابه، مضافا إليها رصيده الدائن في الحساب الخاص به في بنك المقاصة، ويتم ذلك في كل يوم تسوية، وإذا ظهر الفرق بين قيمة عمليات الشراء وعمليات البيع التي أجراها العضو برصيد سلبي لم يرقم هذا الأخير بتغطيته فإن صندوق ضمان

¹ Michel Germin et Veronique Magnier, Les sociétés commerciales (les sociétés cotées), op.cit, p224.

² Michel Germin et Veronique Magnier, Les sociétés commerciales (les sociétés cotées), op.cit, p224.

³ عبد الحميد منصور عبد العظيم، النظام القانوني لشركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية في سوق رأس المال المصري، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2012، ص4.

التسويات يتدخل لتغطية العجز بعد إجراء عمليات المقاصة، ثم يرجع عليه بقيمة ما غطاه وفقا لقواعد وإجراءات السوق¹.

والجدير بالذكر أنه وبالرجوع للقانون الجزائري، نجد أن عملية المقاصة لا تزال من مهام شركة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رغم وجود المؤتمن المركزي على السندات، وهو ما تؤكدته المادة 18 من المرسوم التشريعي 10/93 التي تحدد من بين مهام الشركة مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة والتي لم يطلها تعديل 2003، بالإضافة إلى صراحة المادة 151 من النظام العام للبورصة 04/23 التي تنص: " ترسل "ش.إ.ب.ق" إلى المؤتمن المركزي على السندات تعليمات التسوية النقدية وتسليم السندات الناتجة عن المعاملات التي تمت المصادقة عليها عند إغلاق كل جلسة للبورصة".

ثانيا-عملية التسوية والتسليم

أهم أثر يترتب على عقد البيع هو انتقال ملكية المبيع، عن طريق عملية التسوية والتسليم إلى جانب المقاصة التي تمثل الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات تمهيدا لتسويتها، ويتم هذا الحساب وفقا لمبدأ التصفية الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متداول، ويؤدي في النهاية لتحديد صافي الدائنية والمديونية للمتداولين. أما التسوية؛ فيقصد بها إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري، في المقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع، وتبدأ هذه الإجراءات بعد تمام المقاصة وفق تنظيم معين تديره شركة مختصة بالتسوية والمقاصة، وبالتالي فإن الأثر الناقل للملكية لا يترتب إلا بعد انعقاد العقد، وقد ميز المشرع الجزائري في القانون المدني بين كون المبيع عقارا أو منقولاً وجعل لكل نوع حكما خاصا به.

وبناء عليه، قد قام المشرع الجزائري بتغييرات جذرية فيما يخص تسوية السندات، وذلك من حيث الإشراف على هذه العملية، مما أدى إلى ظهور علاقات جديدة بين الأطراف المتدخلة في هذه المرحلة، والتي كانت نتيجة لاستقلالية منظومة تسوية عمليات التداول، إلى جانب ذلك فقد أدت هذه الاستقلالية إلى تغيير إجراءات تسوية عمليات التداول.

1-تسوية السندات في البورصة

بما أن البورصة الجزائرية عبارة عن سوق فورية؛ فإن تسوية وتسليم السندات تتم مباشرة في مدة أقصاها ثلاثة أيام (03) من إقفال حصة التداول، أما بالنسبة لعقود التداول المؤجلة فتتم تسويتها غالبا مرة واحدة في كل شهر، وذلك قبل آخر جلسة من جلساتها، وتتم تسوية الصفقات تصفية نهائية يبعث وشرء، فيدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية رسميا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية².

¹ عصام أحمد البهجي، النظام القانوني لشركات القيد والإيداع المركزي والسمسرة وصناديق الاستثمار، المرجع السابق، ص98.

² شمعون شمعون، المرجع السابق، ص56.

وقد قام المشرع الجزائري بتغييرات جذرية فيما يخص تسوية السندات، وذلك من حيث الإشراف على هذه العملية، مما أدى إلى ظهور علاقات جديدة بين الأطراف المتدخلة في هذه المرحلة، والتي كانت نتيجة لاستقلالية منظومة تسوية عمليات التداول، إلى جانب ذلك فقد أدت هذه الاستقلالية إلى تغيير إجراءات تسوية عمليات التداول.

أ- استقلالية منظومة تسوية عمليات التداول

أسندت مهمة التسوية والتسليم في عمليات التداول الجارية في البورصة إلى المؤتمن المركزي على السندات؛ بموجب القانون رقم 04/3 بعدما كانت من اختصاص شركة تسيير بورصة القيم بموجب المرسوم التشريعي 10/93، وغاية المشرع في ذلك هو مواكبة التحولات الحاصلة في الأسواق المالية، إعطاء تنظيم أكثر فاعلية للسوق وكذا ضمان تسوية أكثر سرعة وسلامة بإنشاء جهاز مختص في التسوية ونقل الملكية.

ويرعى المؤتمن المركزي على السندات أو نظام الجزائرية للتسوية عملية نقل ملكية الأوراق المالية - الأسهم -، حيث أصدرت لجنة البورصة النظام رقم 01/03 والمتعلق بالمؤتمن المركزي على السندات سابق الذكر، والذي حدد آليات التسوية عن طريق نظام تسوية سندات؛ يسيره المؤتمن المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن للسندات، وتسليمها التي كانت موضوع عمليات تداول بين الوسطاء في عمليات البورصة، إضافة إلى بنك الجزائر المكلف بالتسوية النقدية في إطار الاتفاقية المبرمة بينه وبين المؤتمن المركزي على السندات، يقوم نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين؛ وهما التصديق على العمليات المنجزة، وقيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات، في حسابات جارية بسندات المؤتمن المركزي، وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر¹.

يبرّر موقف المشرع الجزائري من هذا التوجه بالبحث عن التخصص في إدارة حصص التسوية من جهة، وحماية السوق من جهة أخرى، عن طريق ضمان أمن المعاملات؛ ذلك أن حماية السوق تتحقق عبر حماية مصالح المتعاملين فيها، ويسمح نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره المؤتمن المركزي على السندات؛ بالإنجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات، والتي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين لتسليمها².

ويتأسس المؤتمن المركزي على السندات في شكل شركة ذات أسهم³، ولا يفتح رأسماله إلا لشركة تسيير بورصة القيم والشركات المصدرة للسندات والوسطاء في عمليات البورصة⁴، ويقوم المؤتمن المركزي على السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الرئيسية الثلاث الآتية:

¹ المادتين 37 و38 من نظام اللجنة رقم 01/03 سابق الذكر.

² حميل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص404.

³ المادة 19 مكرر 2 من القانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93.

⁴ المادة 19 مكرر 3 من القانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93.

- **وظيفة الحفظ:** فهو يمسك حسابات السندات باسم المهنيين، وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر باعتباره ماسك حسابات حافظ، فإن المؤتمن المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط المالي.
- **وظيفة الإشراف على حركة تداول السندات:** وذلك عن طريق النقل من حساب إلى حساب، ويقوم البنك والشركات المصدرة والمتداولون بإرسال تعليمات تسليم السندات، ويراقب المؤتمن المركزي هذه التعليمات وينظم اتفاق الأطراف على التداول، وبحلول تاريخ التسوية/ التسليم يقوم المؤتمن المركزي بفتح حسابات السندات والأوراق النقدية في حساب الدائن والمدين.
- **وظيفة إدارة السندات:** فهو يسمح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات الوضع قيد الدفع، زيادة رأس المال (حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية).
- وزيادة على هذه الوظائف الثلاث (الحفظ وحركة السندات وإدارة السندات) التي تمثل المهام الأساسية للمؤتمن المركزي على السندات، فإنه لابد من التذكير بأن هذا الأخير يمكن أن يتولى وظائف أخرى تدور حول السندات ويتعلق الأمر بما يأتي:
- تقنين الأدوات المالية.
- جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب الشركات التي تقوم بالإصدار.
- وبمارس المؤتمن المركزي على السندات مهامه تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وزيادة على تسير عمليات التسوية والتسليم والعمليات المرتبطة بالسندات المتعلقة بالقيم المنقولة (الأسهم وسندات استحقاق الشركات) فإن سندات الشبهيبة للخرينة قد تم تحويلها من بنك الجزائر إلى الجزائر للتسوية¹.
- والجدير بالذكر أنه يتم التعامل على الأوراق المالية المودعة في الصراف؛ من خلال الإيداع وذلك بالقيود الدفترية لديها، حيث تقوم مركز الإيداع بفتح حسابات أوراق مالية، وحسابات نقدية على النظام الآلي لديها لكل عضو تسوية، تتم من خلال التسوية الورقية والنقدية لعمليات التداول الخاصة بكل عضو تسوية، ففي العراق مركز الإيداع يقوم بذلك ويلتزم عضو التسوية بفتح حساب لدى مصرف التسوية، أما في القانون المصري فإن شركة الإيداع المركزي؛ تقوم بفتح حسابات لديها لأمناء الحفظ (المصارف)، وتشير هذه الحسابات المفتوحة إلى شخصية العملاء مالكي الأوراق المالية
- الأسهم - المقيدة في الحسابات وأنواع ومقدار الأسهم التي يمتلكها كل منهم، ويلتزم كل عضو تسوية أي الشركة التي تقبل أن تكون تسوية عمليات التداول على حسابها مباشرة، وهي قد تكون شركة الوساطة أو أمين الحفظ أو أي جهة

¹ المادة 19 مكرر 4 من القانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93.

أخرى؛ بفتح حساب لدى أحد بنوك المقاصة، وتفويض شركة الإيداع المركزي بالاطلاع، والخصم والإضافة من وإلى حسابها لدى بنك المقاصة، وذلك لتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات الأسهم¹.

وتجدر الإشارة كذلك أن الوسيط في عمليات البورصة لا يتعامل مباشرة مع أطراف العقد، وبالتالي هناك مستويين من العلاقات القانونية، الأول هو علاقة الوسيط مع العملاء؛ التي هي علاقة تعاقدية يحكمها العقد والقوانين الخاصة في السوق المالية، أما المستوى الثاني هو علاقة الوسيط مع المؤتمن المركزي؛ وفي هذا المستوى فإن الوسيط لا يعد وكيلًا عن عملائه، وإنما هو أصيل في المؤتمن المركزي، وبالتالي يكتسب عضوية الإيداع المركزي.

ب- إجراءات التسوية والتسليم

تشمل عملية التسوية كل العمليات الجارية في السوق المنظمة قانونًا، كما تشمل العمليات الجارية خارج الأسواق المنظمة، وما يهمنا في هذا الشأن هو تسوية العمليات في السوق المنظمة، فبعد تأكيد التنفيذ تتم التسوية وفق مراحل مجسدة في أنظمة فرعية، وهي النظام الفرعي لضبط الأوامر، والنظام الفرعي لحل العمليات، ونستبعد بذلك النظام الفرعي للقرن الذي يختص بتسوية عمليات التداول المبرمة خارج السوق المنظمة.

1- النظام الفرعي لضبط الأوامر le sous-système d'ajustement

وهو نظام يختص بتسوية العمليات الجارية في السوق المنظمة، فبعد إقفال حصة التسعيرة يقوم الوسيط المتداول بإرسال إشعار بالتنفيذ لكل عملية تداول قام بها؛ إلى الوسيط جامع الأوامر الذي يجب برسالة الموافقة أو الرفض²، ويجب على هذا الأخير أن يقدم رده في أجل محدد قانونًا، وفي حالة عدم الرد خلال الأجل الممنوح؛ يتم التصديق على الإشعار بالتنفيذ بواسطة النظام، وفي سياق متصل يتولى المؤتمن المركزي على السندات إعلام المتداولين يوميًا بالوضعية التي آلت إليها إشعاراتهم بالتنفيذ إذا كانت مقبولة أم قيد التصديق أم محل رفض، وفي حال الموافقة عليه يكون غير قابل للرجوع فيه، ويترتب عن الموافقة على الإشعار بالتنفيذ، إصدار النظام أمرًا بالتسليم مقابل الدفع موجه لحساب الطرفين المعنيين، ثم يرسل هذا الأمر بعد ذلك إلى النظام الفرعي لحل العمليات بمجرد إصداره³.

2- النظام الفرعي لحل العمليات le sous-système de dénouement

يتلقى هذا النظام أوامر التسليم مقابل الدفع الصادرة عن النظام الفرعي لضبط الأوامر، كما يتلقى أوامر التسليم الأخرى الصادرة عن النظام الفرعي للقرن المتعلق بالعمليات خارج السوق المنظمة⁴، ويتولى النظام الفرعي لحل العمليات معالجة الحركات التي يحل تاريخ الخصم الحسابي لها، بواسطة أطوار متتالية تتم في غضون دراسة عمليات التسوية والتسليم

¹ عمر ناطق يحيى الحمادي، عمليات المصارف على الأوراق المالية من الوجهة القانونية، د.ط، دار النهضة العربية، 2015، ص 103.

² المادة 1/44 من النظام 01/03 السالف ذكره.

³ المادة 3، 4، 5، 44 من النظام 01/03.

⁴ المادة 54 من النظام 01/03.

سطرا سطرًا، تتجسد هذه الدراسة في معاينة مدى كفاية الرصيد من السندات بالنسبة للمسلم البائع، والنقود بالنسبة للمستلم المشتري، ثم التصديق عليها عند كفايتها، ولكن في حال عدم كفاية الرصيد من السندات أو النقود؛ تبقى العمليات معلقة في انتظار طور المعالجة الموالية¹.

ويترتب على التصديق على العمليات المنجزة اعتبارها محتتمة نهائيا، ونتيجة لذلك يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتبليغ بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين، لكي يتم بصفة متلازمة ب قيد ما يأتي في دفاتر الحسابات، وهو ما يعرف بالتسوية المزدوجة:

- يتلقى المؤتمن المركزي على السندات عملية التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين، التي تكون تحت إدارته.

- يتولى بنك الجزائر التسوية النقدية ب قيد حركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين، والتي تكون تحت إدارة هذا الأخير.

بعد تمام إجراءات التسوية يقوم مشتري الورقة المالية - الأسهم - بممارسة حقوقه؛ بتسجيل اسمه على سجل المساهمين مكان اسم المالك القديم، كون أن الشركات المقبولة والمسجلة في قيد البورصة تضع تحت تصرف المشتري " مصالح تسيير سجلات المساهمين"، تحويلا الأوراق المالية، ودفع توزيعات الأرباح، ويتعين على هذه المصالح إتلاف الأوراق القديمة وإصدار أخرى جديدة باسم المالكين الجدد، وفي الحالة التي يرغب فيها المساهم الجديد أن تكون بحوزته الأوراق المجسدة؛ بإمكانه طلب تسجيل الأسهم في الحساب، وفي كل الحالات يتعين على المؤسسة إجراء تغيير الملكية على سجل المساهمين².

بناء على ما تم عرضه في النظام الفرعي لحل العمليات، يتضح لنا أنه في هذا النظام ترسل العمليات السارية على تداول القيم المنقولة - الأسهم - قصد التسوية والتسليم التي تمت في سوق منظمة (بورصة القيم)، إلى المؤتمن المركزي في شكل حركات مصادق عليها، وحسب ما جاء في نص المادة 54 من النظام 01/03 المتعلق بالمؤتمن المركزي فإن النظام الفرعي لحل العمليات يقوم على مبدأ التسليم مقابل الدفع L.C.T وهو ما يعني أن تسليم الأسهم لا يتم إلا عند دفع الثمن، وذلك وفقا لأنظمة المقاصة العالمية³.

ويقصد بمبدأ التسليم مقابل الدفع قيام كل وسيط مالي بالوفاء بالالتزامات الناتجة عن عمليات التداول اتجاه الوسيط الآخر في ذات الوقت من خلال المؤتمن المركزي، وأيضا وساطة المؤتمن المركزي بين الوسيط في استلام وتسليم

¹ المادة 56 من النظام 01/03.

² الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وقبول تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 138.

³ راجع المادة 98 و 39 من النظام 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

الأسهم محل عمليات التداول، وكذلك إجراء المقاصة والتسوية المالية للعمليات التي تتم على الأسهم خلال المواعيد المحددة لها، ويقوم المؤتمن المركزي بإتمام التسوية على أساس الفرق بين قيمة عمليات البيع التي تتم تسويتها لحسابه، مضافا إليها رصيده الدائن في حساب التسوية لدى بنك - بنك الجزائر - ويتم ذلك كل يوم تسوية¹.

نتيجة لما سبق قوله؛ يتبين أن غالبية القوانين المقارنة تأخذ بعدم وجود تعطيل للأثر الناقل لملكية الأسهم من البائع إلى المشتري أصلا، على الرغم من تنفيذ أوامر البورصة بالبيع أو الشراء. إذ لا تنتقل ملكية الأسهم إلا بإتمام القيد في الحساب؛ لذلك لا مجال للقول بتعطيلها، وأن انتقال ملكية الأسهم معلق على شرط واقف وهو إتمام التسوية والمقاصة.

¹ هالة كمال محمد إبراهيم، المرجع السابق، ص 403.

إيماننا من المشرع الجزائري بأفكار الاقتصاد الرأسمالي، وبالأخص بورصة الأوراق المالية، فقد سعى إلى إنشاء هذه السوق حديثا، باعتبارها وسيلة جد فعالة لتمويل المشاريع الاقتصادية للدولة، لما لها من قدرة على حشد الأموال الفائضة على حاجة الأشخاص، وأنه بسبب نمو هذه الأسواق وتطورها، أصبحت متخصصة في الأوراق المالية فقط بكل أنواعها التقليدية والحديثة، والتي توسع التعامل بها بسبب الطلب الزائد على التمويل من قبل الشركات المنجزة للمشاريع الاقتصادية، فلم يعد من السهل التحكم في العدد الهائل للمعاملات التي احتوتها هذه الأسواق، إضافة إلى تعقدها وتشابكها مما يصعب على المستثمرين التعامل في هذه الأسواق الحديثة بمفردهم، لذا كان من الضروري ضبطها بقواعد أكثر إحكاما للحفاظ على حقوق كل الأطراف وحماية الاقتصاد على وجه الخصوص، وهذا ما تطلب فئة متخصصة من السماسرة في إتمام المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية، متميزون عن سماسرة الأسواق الأخرى من جوانب متعددة، إذ يعدون الحلقة المحورية التي تربط بين المدخرين والشركات الطالبة للسيولة المالية في هذه الأسواق.

سوق الأوراق المالية عبارة عن سوق لتداول الأوراق المالية، تنقسم إلى سوقين؛ سوق أولي وهو سوق لإصدار الأوراق المالية الجديدة من أسهم وسندات، وسوق ثانوي يتم فيه تداول هذه الأوراق المصدرة والقديمة منها (أي التي تم إصدارها سابقا) وبالتالي تلعب الأوراق المالية -الأسهم- دورا هاما في هذا الجهاز المالي، باعتبارها البضاعة التي يتم التعامل عليها فيه.

تمثل الأسهم التي تصدرها شركات الأموال من شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم جزءا من رأسمالها، ويترتب على شكل الذمة المالية للشركة من موجوداتها وأسهمها الإطار القانوني الذي يحكم العلاقات القانونية الناشئة بين المساهم والشركة والغير.

تشكل شركات المساهمة في الوقت الراهن الإطار القانوني والاقتصادي الأمثل للاستثمار في الاقتصاديات الحديثة، لما تضطلع به من القيام بالمشاريع التجارية والصناعية الكبرى، بالنظر لما يمكنها تجميعه من رأس مال ومدخرات الأفراد والمؤسسات، ولعل أكثر ما ساعدها على ذلك قابلية أسهمها للتداول بالطرق التجارية التي تستجيب لمتطلبات الحياة التجارية، وهو ما يعبر عنه بمبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة، أي قدرة المساهم على التنازل عن أسهمه بكل حرية وبدون التعقيدات التي يفرضها القانون المدني.

كما أن أهمية ومكانة التداول تظهر في ظل نشاط أسواق المال والبورصة القائمة على المضاربة في الأسهم والسندات، والتي أصبحت تشكل نشاطا اقتصاديا وماليا تقاس به قوة اقتصاد أية دولة، كل ذلك جعل من إقرار مبدأ

حرية تداول الأسهم وتدعيمه ضرورة استجاب لها المشرع الجزائري رغبة منه في خلق جو مناسب للادخار والاستثمار. فأصبح الاستثمار والمضاربة في الأسهم داخل البورصة من أهم وأبرز مؤشرات النمو الاقتصادي لأي دولة.

تتميز الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة بقابليتها للتداول بحرية، إلا أن ذلك لا يعني الحرية المطلقة، ولذا فإنه لا يمنع أن ترد على هذه الحرية بعض القيود القانونية والاتفاقية، إلا أن هذه القيود ذات طبيعة مؤقتة لا تصل إلى حد إلغاء التداول أو تعطيله، ولكن يقصد بها تنظيم التداول، كما يعتبر السهم صكا يتعلق بحق مالي وقابل للتداول لذا فإنه يتشابه مع أوراق أخرى.

كما أن الأسهم تنقسم إلى أربعة أنواع تتحدد تبعا للناحية التي ينظر من خلالها إلى الأسهم، سواء من حيث طبيعة الحصة التي قدمها الشريك، أو من حيث الحقوق التي تقررها للشريك، ومن حيث علاقتها برأس مال الشركة، كما اقترحنا تقسيما آخر للأسهم جاءت به القوانين المتعلقة بالخصوصية، ورغم أنها مؤقتة إلا أننا نعتبرها مهمة في هذه المرحلة، وهي الأسهم بالنظر إلى مالكيها وهي السهم النوعي وأسهم الأجراء، كما تنقسم من حيث الشكل إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها وأسهم لأمر، ولم يتناول المشرع منها سوى الأسهم الاسمية ولحاملها من خلال نصوص القانون التجاري، وبما أن المنع لا يقع إلا بنص فما الذي يمنع المشرع الجزائري من النص على الأسهم لأمر.

ولقد أثارت مسألة التكييف القانوني لطبيعة عملية تداول الأسهم خلافا فقهيya واسعا، فهناك من يرى أن التنازل ما هو إلا تحديد للدين، وهناك من يرى أن التداول هو عبارة عن حوالة حق.

لذلك فحوالة الحق أفضل من التجديد بتغيير المدين، لذلك فليس للتجديد أهمية من الناحية العملية، وبالتالي فعملية التداول هي أقرب منها لحوالة الحق أكثر من التجديد، كما أن التنازل عن السهم لا يتم عادة بطريق الحوالة المدنية لما لها من إجراءات وشروط تجعل الحوالة المدنية طريق غير مرغوب فيه لتداول الأسهم ولا يتفق مع طبيعتها الاقتصادية.

وعليه فإن التداول يتم عن طريق التنازل عن السهم وفقا لمفهوم التداول، فإنه يتم على الصك ذاته أما في حوالة الحق فإن المحيل يقوم بإحالة الحق بذاته إلى الدائن الجديد، وبالتالي يكون المدين ملتزما بأداء الحق أو الالتزام المحال فقط دون زيادة أو نقصان، أما إذا تعلق التنازل عن السهم فإنه يكون بنقل ملكية السهم ذاته وفقا لقواعد القانون التجاري (تداول الأسهم الاسمية، لحاملها أو لأمر).

كما أنه في التداول يستمد المساهم الجديد حقه من المساهم القديم، أي أنه لا يعد خلفا خاصا له، بل يعتبر صاحب حق قائم بذاته يستمد من ذات الصك الصادر عن الشركة، كما أن نظام التداول التجاري يلزم المساهم القديم

بالضمان بوجود الحق، ويسار الشركة وقت التنازل عن السهم، ففي التنازل بالطرق التجارية ينتقل الحق خالياً من وجوه الدفع والعيوب التي كانت عالقة من جراء علاقة المالك القديم بالمدين.

وعملية تداول الأسهم هي في الواقع عبارة عن عملية بيع وشراء لهذه الأسهم، وتعد هذه الأسهم من المنقولات المثلية، التي تحل محل بعضها إذا كانت من ذات النوع والإصدار والعملة، وبغض النظر عن اعتبار الأسهم من المنقولات المثلية أو القيمة، فإن غالبية القوانين المقارنة استلزمت لتعام عقد تداول الأسهم وترتيب الأثر القانوني الخاص بنقل ملكية الأسهم من البائع إلى المشتري ضرورة اتباع شكلية معينة، رغم أن القيد في سجلات الشركة في النظام القديم لتداول الأسهم (الدعامات المحسوسة) لا يتشابه مع القيد في النظام الجديد (القيود الحسابية) لأن القيد في النظام الجديد يؤدي إلى نقل الملكية، أما القيد في النظام القديم هو إجراء لازم لسريان وليس لنقل الملكية؛ إذ أن الملكية تنتقل بمجرد اتفاق التنازل.

وفي إطار سوق الأوراق المالية نجد عمليات الأوامر والتسعير والتنفيذ، التي تمثل مختلف العمليات التي تتم على الأوراق المالية، والتي من خلالها يتم التعامل على الأسهم بيعاً وشراءً، ولتنظيم هذه العمليات داخل السوق، وضمان السير العادي لها، وفق ما يرغب الأطراف المتعاملون فيها، لا بد من توافر المعلومات لكل المستثمرين على حد سواء، سواء كانت هذه المعلومات خاصة بسوق الأوراق المالية، أو الشركات المدرجة بها، من أجل إعطاء سعر عادل ومناسب لهذه الأوراق المالية محل التفاوض داخل السوق.

الجدير بالذكر، أن تداول الأسهم وفق لنظام الدعامات المحسوسة يبقى معمولاً به فيما يخص الشركات التي لم تقيد أسهمها في البورصة خاصة بالنسبة للجزائر، فقد لجأت إلى البورصة في طريقها إلى الخصوصية، وقد تم ذلك عن طريق طرح أسهم الشركات للاكتتاب العام، وفي سبيل ذلك يجب على هذه الشركات أن تقيد أسهمها في البورصة. إذ تتطلب عملية دخول الشركات إلى سوق القيم المنقولة جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني. وبين القبول والرفض يبقى ملاذ هذه الشركات في تداول أسهمها خارج البورصة.

كما أن النظام رقم 04/23 نص على أن الشركات التي تقيد أسهمها في البورصة يجب أن تكون شركة مساهمة دون أن ينص على شركات التوصية بالأسهم.

ونقول أخيراً أنه وإن كان المشرع الجزائري قد أخذ بمبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة سالكا في ذلك سلوك أغلب التشريعات المقارنة، فأقر المبدأ ووضع أحكامه وضمائنه، كما سعى إلى خلق سوق مالي حقيقي من خلال

إرساء ترسانة من القوانين والتنظيمات لبعث بورصة الجزائر وتشجيع المؤسسات والأفراد على الاستثمار والادخار في الأسهم في هذا السوق وتداول الأسهم في السوق الثانوية.

إلا أنه ورغم كل ماسبق فإنه يمكننا التوصل إلى نتيجة هامة مفادها، أن تداول الأسهم في الجزائر غائب بغياب سوق مالي قوي وبورصة نشطة بحركة التداول، فبورصة الجزائر لا تزال بعيدة بمسافات كبيرة عما هو مأمول منها بسبب ضعف البيئة الاقتصادية، والاقتصاد المكبل بالإجراءات البيروقراطية والمسير بقرارات سياسية متقلبة، وكذا غياب ثقافة الاستثمار في القيم المنقولة لغياب ثقة الجمهور من أفراد ومؤسسات في شركات المساهمة لغياب الشفافية فيها، وفقدان قواعد وأسس الحوكمة في تسييرها.

وبعد تسليط الضوء على أهم النتائج المتوصل إليها عند دراسة قواعد بورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري، ولوائحها التنظيمية، التي تحكم نشاط تداول الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة في سوق الأوراق المالية، بالموازاة مع التشريعات المقارنة، فإننا ارتأينا من خلال هذه الدراسة تقديم جملة من التوصيات تلتخص فيمايلي:

-على المشرع الجزائري أن يسلك سلوك المشرع الفرنسي بالزامية تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم اسمية، وخاصة أمام عزوف العديد من شركات المساهمة قيد أسهمها في سوق القيم المنقولة (البورصة).

-على المشرع الجزائري النص صراحة على نوع الشركات التي تقيد أسهمها في البورصة، لأن إدراج شركات الأموال في البورصة ليس حكرا على شركات المساهمة فقط، وإنما يتعلق الأمر كذلك بشركات التوصية بالأسهم، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع إمكانية إصدار هذه الأخيرة لأوراق مالية -أسهم- ليتم تداولها في البورصة، وبهذه الطريقة تستطيع المؤسسة إلى جانب حصولها على التمويل اللازم للتنمية وتطوير أعمالها، وتحقيق أرباح رأسمالية نتيجة بيع أسهمها، ولا سيما إذا كانت بأسعار مرتفعة.

-وضع نظام يوفر الشفافية في المعاملات من خلال تفعيل القواعد المتعلقة بحل الخلافات بسرعة، الأمر الذي يتطلب تطوير عمل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتطوير أجهزة المكننة الإلكترونية.

-العمل على توفير المناخ المناسب من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل بورصة الجزائر بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرين الأفراد، والشركات ويتضمن استمرارهم داخل البورصة، ويشجع دخول مستثمرين جدد.

-العمل على نشر ثقافة الاستثمار في السوق المالي من خلال الاتصال المباشر بالجمهور وذلك عن طريق إقامة أبواب مفتوحة على البورصة، عقد ملتقيات... الخ.

وفي الختام ننوه إلى أنه إذا أردنا تفعيل وتنشيط السوق المالية الجزائرية، والرقي بها وبدورها الأساسي الذي لا ينبغي تجاهله في تمويل المؤسسات، ودفع عجلة الاقتصاد والتنمية الوطنية، على غرار ما هو جار العمل به في أغلب دول

العالم، فإنه يتعين كمرحلة أولية على كل من السلطة التشريعية والتنظيمية للسوق المالية تفادي النقائص والأخطاء في النظام التشريعي نفسه الذي يوطر البورصة ككل، وهو الأمر الذي يضمن أمن العمليات التي تتم فيها وحماية حقوق المتعاملين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، بما يشجع الولوج لهذه السوق سواء من طرف الشركات والمؤسسات الاقتصادية الساعية وراء التمويل الطويل الأجل، أو من طرف المستثمرين صغارهم وكبارهم من أصحاب الفوائض المالية.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: قائمة المصادر

أ- القرآن الكريم:

- سورة الصافات الآية 141.

- سورة آل عمران الآية 140.

- سورة الحشر الآية 07 .

ب- القواميس اللغوية:

1- ابن منظور محمد بن مكرم، لسان العرب، المجلد الثالث، ط 1، دار صادر، بيروت، 1997.

2- أبو بكر الرازي، إيضاح مختار الصحاح، ط 1، دار البشائر للطباعة والنشر، دمشق، 1997.

ت- النصوص التشريعية والنصوص التنظيمية الجزائرية:

❖ النصوص التشريعية:

- القانون 04/03، المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد 11، الصادرة في 19 فبراير 2003.

- القانون رقم 15-20 المؤرخ في 30 سبتمبر 2015 يعدل ويتمم الأمر رقم 75-59، ج ر، العدد 71، المؤرخة في 30 ديسمبر 2015.

- الأمر رقم 75/58، المؤرخ في 26/09/1975، المعدل والمتمم، المتضمن القانون المدني الجزائري، ج ر، العدد 78، الصادرة في 30 سبتمبر 1975.

- الأمر رقم 75/59، المؤرخ في 26/09/1975، المتضمن القانون التجاري الجزائري، ج ر، العدد 101، الصادرة في 19/12/1975.

- الأمر رقم 96/07 المؤرخ في 10 يناير 1996، المعدل والمتمم للقانون رقم 90/22 المؤرخ في 18 أوت 190، المتعلق بالسجل التجاري، ج ر، العدد 3، الصادرة في 14 يناير 1996.

- الأمر رقم 96/08، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بميثاق التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ج ر، العدد 03، الصادرة في 14 جانفي 1996.

- الأمر رقم 96/10، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93/10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد 34، الصادرة في 14 جانفي 1996.

-الأمر 04/01 مؤرخ في 20 أوت 2001، يتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصوصيتها، ج ر، العدد 47 لسنة 2001، معدل ومتمم بموجب أمر 01/08 مؤرخ في 28 فيفري 2008، ج ر، عدد 11 لسنة 2008.

-الأمر رقم 11/03، المؤرخ في 26/08/2003، المتعلق بالنقد والقرض، ج ر، العدد 52.
-المرسوم التشريعي رقم 08/93، المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 59/75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، ج ر، العدد 27، الصادرة في 25 أبريل 1993.
-المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد 34، الصادرة في 23 ماي 1993.

❖ النصوص التنظيمية:

-المرسوم التنفيذي رقم 176/94، المؤرخ في 13 جوان 1994 المتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج.ر، العدد 41، الصادرة في 26 جوان 1994.
- المرسوم التنفيذي رقم 438/95 مؤرخ في 23 سبتمبر 1995، المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات، ج ر، العدد 80 لسنة 1995.
-المرسوم التنفيذي 96-134 المتعلق بشروط تملك الجمهور للأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص، ج ر، عدد 23 لسنة 1996.
- المرسوم تنفيذي رقم 04/97 والمتعلق بتحديد النشاطات والمهن المقننة الخاضعة للقيود في السجل التجاري وتأطيرها،
- المرسوم التنفيذي رقم 170/98 المؤرخ في 20 ماي 1998، المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر، العدد 34، الصادرة في 24 ماي 1998.
-المرسوم التنفيذي رقم 352/01 مؤرخ في 24 شعبان عام 1422 الموافق ل 10 نوفمبر 2001، يحدد شرط ممارسة حقوق السهم النوعي وكيفيات ذلك، ج ر، عدد 67 لسنة 2001.
-المرسوم التنفيذي 01/ 353 مؤرخ في 10 نوفمبر 2001، يحدد شروط استعادة الأجراء مؤسستهم العمومية الاقتصادية وكيفيات ذلك، ج ر، العدد 67 لسنة 2001.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/96، المؤرخ في 3 يوليو 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج.ر، الصادرة بتاريخ 1 جوان 1997، العدد 36.

- نظام رقم 01/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 والمتعلق بمساهمة وسطاء البورصة في رأس مال شركة تسيير بورصة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم والمعدل بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04/03، ج.ر، العدد 73 لسنة 2003.
- نظام لجنة عمليات البورصة رقم 03/97 مؤرخ في 18/11/1997 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 87، مؤرخة في 1997/12/29، معدل ومتمم بالنظام رقم 01/03 مؤرخ في 18 مارس 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج.ر، مؤرخ في 2003/11/30، العدد 73.
- نظام رقم 01/03 صادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخ في 15 محرم 1424، والموافق ل 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج. ر، العدد 73، لسنة 2003.
- نظام رقم 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات المؤرخ في 2003/03/18، ج.ر، عدد 73، الصادرة بتاريخ 03 /11 /2003.
- نظام رقم 04/03 مؤرخ في 18 نوفمبر 2003، متعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد 73 لسنة 2003.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 /05 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، ج.ر، الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، العدد 73.
- نظام لجنة تسيير عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12، المؤرخ في 12 جانفي 2012، ج ر، العدد 41، الصادرة في 12 جانفي 2012.
- نظام رقم 01/15 المؤرخ في 15 /4 /2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج.ر، الصادرة في 21 /10 /2015، العدد 55.
- نظام رقم 04/23 المؤرخ في 10 ربيع الثاني عام 1445 الموافق ل 25 أكتوبر سنة 2023، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد 5، مؤرخة في 25 جانفي 2024.
- القرار 02/98 المؤرخ في 22 مارس 1988، المتضمن تنظيم وتسيير حصص التسعيرة في بورصة القيم المنقولة، ج ر، العدد، الصادرة بتاريخ 22 مارس 1998.
- القرار رقم 06/99 الصادر عن شركة تسيير بورصة الجزائر بتاريخ 1999/07/22، المعدل والمتمم للقرار رقم 02/98، الموقع الالكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر. الموقع الالكتروني للجنة، <https://www.cosob.org/>
- القرار الوزاري المؤرخ في 29 ماي 1999 المتعلق بتوافق مخطط المحاسبة الوطنية مع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، ج.ر، الصادرة في 12 سبتمبر 1999، العدد 63.

❖ نصوص قانونية وتنظيمية أخرى:

- القانون رقم 93/2000، المتعلق بالإيداع والقيود المركزي لدولة مصر، ج.ر، العدد 20 تابع ب، الصادر في 18 ماي 2000.

- القانون رقم 7 لسنة 2010، المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الصادر بتاريخ 21 فبراير 2010، المعدل بموجب القانون 108 لسنة 2014 والقانون رقم 22 لسنة 2015، الجريدة الرسمية الكويتية الصادرة بتاريخ 28 فبراير 2010.

- نشرة التوعية التي يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتي، تحت عنوان البورصة، العدد الخامس، يونيو-يوليو، 2010.

ثانيا: قائمة المراجع

أ- باللغة العربية

1- الكتب

❖ الكتب العامة

- 1- البارودي علي، العقود التجارية وعمليات البنوك، د.ط، الدار الجامعية، بيروت، 1986.
- 2- إبراهيم سيد أحمد، العقود والشركات التجارية فقها وقضاء، ط 1، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999.
- 3- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط 6، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- 4- إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة، الشركات التجارية، الجزء الثاني، د ط، منشورات عويدات البحر الأبيض المتوسط، بيروت، 1981.
- 5- أميرة صدقي، النظام القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، د.د، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 6- حمد الله محمد حمد الله، مدى حرية المساهم في التصرف في أسهمه، دراسة مقارنة بين القانون المصري والفرنسي، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 1999.
- 7- رائد أحمد خليل القرة غولي، عقد الوساطة التجارية، دراسة مقارنة، ط 1، المركز القومي للإصدارات القانونية، د.م.ن، 2016.
- 8- زايدي خالد، القواعد الأساسية في الشركات التجارية، د ط، دار الخلدونية للنشر، الجزائر، 2018.
- 9- سليمان بن صالح الخراشي، العولمة، ط 1، دار بلنسية، الرياض، 1420.

- 10-سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 1992.
- 11-سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الثالثة، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 12-سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ط 5، دار النهضة العربية، د ب ن، 2011.
- 13-ضياء مجيد الموسوي، الخصة والتصحيحات الهيكلية، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 14-عباس حلمي المنزلاوي، القانون التجاري (الشركات التجارية)، ط 4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 199.
- 15-عباس مصطفى المصري، تنظيم الشركات التجارية، د ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002.
- 16-عبد الحميد الشواربي، الأعمال التجارية، د ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، د س ن.
- 17-عبد الرزاق السنهوري، نظرية الالتزام (الأوصاف، الحوالة، الانقضاء)، المجلد الثالث، د.ط، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1958.
- 18-عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، العقود الواردة على العمل، المجلد الأول، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1963.
- 19-عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، المجلد الثاني (7)، د ط، دار إحياء التراث العربي، د ب ن، 1964.
- 20-عجة الجيلالي، المؤسسات العمومية الاقتصادية من اشتراكية التسيير إلى الخصوصية، د ط، دار الخلدونية، الجزائر، 2006.
- 21-عزيز العكيلى، القانون التجاري، د ط، مكتبة دار الثقافة، عمان، 1997.
- 22-عزيز العكيلى، الوسيط في الشركات التجارية، دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، ط 2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 23-علي بن هادية، بلحسن البليش، الجيلالي بن الحاج يحيى، القاموس الجديد للطلاب، معجم عربي، د.ط، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1991.
- 24-علي حسن يونس، العقود التجارية وعمليات البنوك، د.ط، دار الجماعي للطباعة، مصر، 1967.
- 25-علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، د.س.ن.
- 26-عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، د.ط، دار الكتب القانونية، مصر، 2008.
- 27-عمارة عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، د ط، دار المعرفة، الجزائر، 2000.
- 28-غادة أحمد عيسى، الاتفاقات بين المساهمين في الشركات المساهمة، ط1، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2008.

- 29- فضل الله محمد سلطح، العولمة السياسية، انعكاساتها وكيفية التعامل معها، ط1، مكتبة بستان المعرفة، الإسكندرية، د.س.ن.
- 30- فوزي عطوي، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشرعية الإسلامية، د.ط، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005.
- 31- فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، المجلد الرابع، د.ط، دار مكتبة التريبة، بيروت، لبنان، 1997.
- 32- فوزي محمد سامي، الشركات التجارية (الأحكام العامة والخاصة، دراسة مقارنة)، ط1، دار الثقافة، عمان، 2006.
- 33- محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني، ط2، مطبعة اتحاد الجامعات، القاهرة، 1955.
- 34- محمد بلقاسم حسن بهلول، سياسة تخطيط التنمية وإعادة تنظيم مسارها في الجزائر، د.ط، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 2005.
- 35- محمد حسنين، الوجيز في نظرية الالتزام، د.ط، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1983.
- محمد شكري الجميل العدوي، أسهم الشركات التجارية في ميزان الشريعة الإسلامية، دراسة فقهية مقارنة، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 36- محمد عثمان شبير، المعاملات الإسلامية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ط2، دار النفائس، الأردن، 1998.
- 37- محمد فريد العربي، الشركات التجارية، د ط، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2002.
- 38- محمد فريد العربي، الشركات التجارية، المشروع التجاري الجامعي بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الأشكال، د.ط، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003.
- 39- محمد فريد العربي ومحمد السيد الفقي، الشركات التجارية، د.ط، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
- 40- مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق، أصول القانون التجاري، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، د س ن.
- 41- مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 42- مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009.
- 43- موفق إبراهيم خالد، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية - دراسة مقارنة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، د.م.ن، 2014.
- 44- نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، د ب ن، 2007.

45-ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1999.

❖ الكتب المتخصصة

- 1-السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر، الأردن، 2010.
- 2-المشهداني خالد أحمد فرحان، العبيدي رائد عبد الخالق عبد الله، مدخل إلى الأسواق المالية، د.ط، دار الأيام، الأردن، 2013.
- 3-الطاوس مجيد حمداوي، البورصة والأسواق المالية، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
- 4-أبو النصر عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006.
- 5-أبو طالب صلاح أمين، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي، د.ط، دار النهضة العربية، مصر، 1995.
- 6-أحمد الباز، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، د.ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015.
- 7-أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية، د.ط، دار الكتاب الثقافي، د.م.ن، د.س.ن.
- 8-أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، د ط، دار بن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2003.
- 9-أحمد فهد البطوش، تداول أسهم الشركة المساهمة في سوق الأوراق المالية (البورصة)، ط 1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2020.
- 10-أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 11-أحمد محمد محرز، الشركات التجارية، د.ط، د.م.ن، القاهرة، مصر، 2000.
- 12-أحمد مخلوف، المطول في شرح قانون التجارة المصري الجديد والبورصة المصرية، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2005.
- 13-أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية-أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، ط1، دار النفائس، 2007.

- 14- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، د ط، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 15- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، د.ط، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 16- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، 2017.
- 17- أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، د.س.ن.
- 18- أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة - صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال (الخطوات العلمية والثغرات القانونية)، ط1، دار أترك للطباعة والنشر والتوزيع، 2008.
- 19- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، د.ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 20- إبراهيم جاسم فاروق، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2016.
- 21- إسماعيل علي محمد عثمان، النظام القانوني لتداول أسهم شركات المساهمة في البورصة، د.ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2016.
- 22- أنطوان الناشف و خليل النهدي، العمليات المصرفية والسوق المالية، د.ط، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- 23- بدیعة علی أحمد، أحكام الأسهم والسندات وغيرها من المستحقات، دراسة فقهية مقارنة، ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 24- بن الضب علي، شیحی محمد، الاقتصاد القیاسی المالی وتطبیقاته فی الأسواق المالیة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
- 25- بني هاني حسين، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 26- جابر عبد العزيز، بورصة الأوراق المالية، د ط، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2010.
- 27- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.

- 28- حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، د.ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015.
- 29- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، د.ط، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 30- خالد عبد العزيز بغدادى، تداول الأسهم والقيود الواردة عليه في النظام السعودي، دراسة مقارنة، ط 1، مكتبة القانون والاقتصاد، د.م.ن، 2012.
- 31- خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، د.ط، دار الجامعة الجديدة، د.م.ن، 2015.
- 32- خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء 2، د.ط، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
- 33- دريد كامل آل شبيب، إدارة الاستثمارات، الأصول المالية، المحافظ الاستثمارية، د.ط، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 34- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 35- ديماء وليد حنا الرضي، الأسواق المالية (تركيبتها، سيولتها، والتجربة العربية)، ط 1، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة، 2015.
- 36- ذكرى عبد الرزاق محمد، التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، د.ط، دار الجامعة الجديدة، د.م.ن، 2015.
- 37- ريان هاشم، التنظيم القانوني للتداول الإلكتروني للأوراق المالية، د.ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013.
- 38- ريزان حسن مولود، النظام القانوني لشركة الوساطة في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، ط 1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2015.
- 39- ريم بلجودي، النظام القانوني لتداول الأوراق المالية بالبورصة، مكتبة الوفاء القانونية، ط 1، الإسكندرية، 2016.
- 40- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ط 1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 41- سيف إبراهيم المصاورة، تداول الأوراق المالية (الحماية الجزائية)، دراسة مقارنة، ط 1، دار الثقافة، الأردن، 2012.
- 42- سميرة عبد الله مصطفى، الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية العراقي (دراسة مقارنة)، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، د.ع، جامعة كربلاء، د.س.ن.
- 43- سويلم علي محمد، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، د.ط، الدار الجامعية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1993.

- 44-سويلم علي محمد، تداول الأوراق المالية، دراسة مقارنة، ط 1، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2013.
- 45-شعبان محمد إسلام البراوري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، ط1، دار الفكر بدمشق، 2002.
- 46-شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، د ط، دار هومة، د ب ن، 2005.
- 47-صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، ط1، د.د.ن، د.م.ن، 2004.
- 48-طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- 49-عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
- 50-عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 51-عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة، د.ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 52-عبد الجواد محمد عوض، الشديفات علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 53-عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 54-عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، ط1، الجامعة الجديدة، د.م.ن، 2003.
- 55-عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، ط1، دار الجامعة الجديدة، د.م.ن، 2009.
- 56-عصام حنفي محمود موسى، شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008.
- 57-عصران جلال عصران، الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، د ط، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012.
- 58-علي محي الدين القرّة داغي، حكم الاستثمار في الأسهم، د ط، د د ن، د ب ن، د س ن.
- 59-علي طلال هادي، الاعتبار الشخصي وأثره بالنسبة لتأسيس وتداول الأسهم والحصص في شركات الأموال، د.ط، دار النهضة العربية، مصر، 2012.

- 60- عمر ناطق يحيى الحمداني، عمليات المصارف الواردة على الأوراق المالية من الوجهة القانونية، د ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2015.
- 61- فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 216.
- 62- مازن محمد رضا موسى المرسى، الحماية الجنائية للمتعاملين في بورصة الأوراق المالية، د.ط، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، د.م.ن، 2018.
- 63- مبارك محمد آل سليمان، أحكام التعامل في سوق الأوراق المالية المعاصرة، ج 1، ط1، دار كنوز إشبيلى للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
- 64- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، د.ط، مؤسسة الرضا للطباعة، د.م.ن، 1994.
- 65- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 66- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، د.ط، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- 67- محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، د ط، الدر الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 68- محمد الصيرفي، البورصات، دط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 69- محمد أحمد حلمي الطواي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، ط2، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 70- محمد حسن عبد المجيد الحداد، السمسرة في سوق الأوراق المالية بين القانون المصري والقوانين العربية، د ط، دار الكتب القانونية-دار شتات للنشر والبرمجيات، مصر، 2012.
- 71- محمد حلمي عبد التواب، الأطر الشرعية والفنية لبورصة الأوراق المالية وآليات الرقابة القانونية عليها، ط1، دار الفكر العربي، القاهرة، 2012.
- 72- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط2، الدار الجامعية، مصر، 1997.
- 73- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية - الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، ط 2، دار النفائس للنشر والتوزيع، د ب ن، 2009.
- 74- محمد عطا الله الناجم الماضي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2012.
- 75- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم-سندات-أوراق مالية)، د.ط، دار الحامد، الأردن، 2006.

- 76- محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية-دراسة مقارنة، د ط، دار الجامعة الجديدة، الأزراطية، مصر، 2007.
- 77- محمد فتاحي، حرية تداول الأسهم في شركة المساهمة في القانون الجزائري، دراسة مقارنة، د ط، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
- 78- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية-رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، د ط، دار الجامعة الجديدة، د ب ن، 2006.
- 79- محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، ط2، مركز جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي، صنعاء، 2013.
- 80- محمد يوسف ياسين، البورصة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
- 81- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشأة المالية، د ط، منشأة المعارف بالإسكندرية، القاهرة، 1999.
- 82- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، د.ط، الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 83- نصر على أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 2003.
- 84- نسرين عبد الحفيظ نبيه، البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها)، د.ط، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.
- 85- هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، ط1، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2005.
- 86- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007.
- 87- وليد محمد كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثماري، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012.
- يونس محمد، مبارك عبد النعيم، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، د.ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

2-المذكرات والأطروحات:

❖ المذكرات:

- 1- الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.

- 2- بلعربي خديجة، المميزات القانونية للسهم، مذكرة ماجستير، قانون خاص، جامعة بلقايد وهران، سنة 2013-2014.
- 3- بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي (دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013.
- 4- بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون خاص، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2016.
- 5- بن غالية سمية فاطمة الزهراء، حرية المساهم في التنازل عن أسهمه، مذكرة ماجستير، قانون خاص، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2008/2007.
- 6- بومدين نورة، الأسواق المالية في الدول الإسلامية (معالم الواقع وآفاق المستقبل)، دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2012.
- 7- تقيّة الياس، عوامل نجاح سوق مالية جزائرية، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003.
- 8- خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2006.
- 9- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة -دراسة حالة تونس الجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع الإدارة والمالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
- 10- سعود جري العتيبي، النظام القانوني لتداول الأسهم في النظام السعودي والقانون الأردني، رسالة ماجستير، 2006.
- 11- سيرسة ممدوح سسروقة عمر، الآثار القانونية للوساطة المالية، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014.
- 12- شني نذير، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق وعلوم السياسية، جامعة سطيف 2، 2017.
- 13- شيخي أمينة، حق المساهم في التصويت ونجاعة تسيير شركات المساهمة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة سعيد دحلب، البليدة، 2016.

- 14- صوفية نبيلة تكارلي، السوق المالي وبورصة الجزائر، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، د س ن.
- 15- فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع وآفاق، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2003.
- 16- فهد صقر عياد المطيري، النظام القانوني لتداول الأسهم، مذكرة ماجستير، قسم القانون الخاص، كلية الدراسات القانونية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات، 2008.
- 17- قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة - مع دراسة حالة البورصة الجزائرية -، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2005.
- 18- قوراري مجذوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي، (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات)، رسالة ماجستير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2010.
- 19- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس بسطيف، 2013.
- 20- مراد محفوظ، عملية التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.
- 21- مطلاوي نادية، النظام القانوني لحرية تداول القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة، مذكرة ماجستير، قانون خاص، جامعة 8 ماي 45 قالمة، 2015-2016.
- 22- هدا ل غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002.
- 23- هوادف بemie، النظام القانوني لتداول القيم المنقولة في البورصة، مذكرة ماجستير في الحقوق، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2007-2008.

❖ الأطروحات:

- 1- آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012.
- 2- بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013.
- 3- بن بعبيش وداد، تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2017.

- 4- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 5- حلوش فاطمة أمال، حق المساهم في التصرف في أسهمه في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه، قانون خاص، جامعة جيلالي ليايس سيدي بلعباس، 2008.
- 6- حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2014.
- 7- زرموت خالد، تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال الفترة 2010-2015، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2015-2016.
- 8- سويلم بن عبد الله حمد السويلم، جرائم الوسطاء الماليين وعقوباتها في السوق المالية السعودي (دراسة تأصيلية ومقارنة)، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا قسم العدالة الجنائية، جامعة نايف للعلوم الأمنية، الرياض، 2013.
- 9- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجرية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر -، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر3، 2012.
- 10- عبد الحميد منصور عبد العظيم، النظام القانوني لشركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية في سوق رأس المال المصري، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2012.
- 11- عبد الغني الأزهرى، التنظيم القانوني لرهن الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة طنطا، 2006.
- 12- عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، حقوق، عين شمس، 2005.
- 13- كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف1، 2014.
- 14- ماهر مصطفى محمود إمام، النظام القانوني الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في القانون الخاص، جامعة حلوان، 2008.

15- مدني أحمد، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية- حالة الأسواق الناشئة-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2014.

16- نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال المالي خلال الفترة (2001-2015)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة.

17- نواصرية الزهراء، طرق التنازل عن الأسهم، رسالة دكتوراه، جامعة عنابة، 2012/2013.

18- هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيود المركزي وفقا لقانون 95 لسنة 2000، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، قسم القانون التجاري، جامعة القاهرة، 2007.

3-المقالات والمدخلات

1- أكرم عبد القادر ياملكي، اختلاف أنواع الأسهم باختلاف أنواع الأسهم، مجلة الحقوق، العدد الأول، السنة الثلاثون، عمان، مارس 2006.

2- آيت مولود فاتح، استغلال معلومات امتيازيه في قانون البورصة الجزائري، المجلة النقدية للعلوم القانونية والسياسية، العدد 1، المجلد 4، كلية الحقوق، جامعة تيزي وزو، جوان 2009.

3- إبراهيم إسماعيل إبراهيم، أحمد خودير عباس، المؤتمن المركزي على السندات (دراسة في القانون العراقي)، مجلة المحقق الحلّي للعلوم القانونية والسياسية، العدد 1، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة بابل، العراق، 2016.

4- إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية (دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، المجلد 17، العدد 2 لسنة 2016.

5- براق محمد، أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والسياسية، العدد 01، الجزء 37، الجزائر، 1999.

6- بن خليفة صلاح الدين، تداول الأسهم في البورصة، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، العدد 01، المجلد 02، المركز الجامعي تسمسيلت، الجزائر، 2017.

7- ديدن بوعزة، مدى حرية المساهم في التصرف في أسهمه، مجلة دراسات قانونية، العدد 2، ديسمبر 2005.

8- حسين توفيق فيض الله، وهو إبراهيم قادر، التكييف القانوني لانتقال ملكية الأوراق المالية في البورصة، مجلة الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، العدد 50، أبريل 2012.

- 9- حملة عز الدين، علام عثمان، بورصة الجزائر بين الركود وآليات التفعيل"، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، العدد 02، المجلد 04، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2018.
- 10- رشا محمد تيسير حطاب، عقد التداول في البورصة - دراسة قانونية مقارنة، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، العدد 1، المجلد 36، الجامعة الأردنية، 2009.
- 11- رشوان مصطفى عبد الجواد أحمد، مدى مشروعية أعمال البورصة: دراسة فقهية مقارنة، مجلة كلية أصول الدين بأسيوط، العدد 32، القاهرة، 2014.
- 12- ربحان الشريف، حمداوي الطاوس، بورصة الجزائر-رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية-"، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 2، المجلد 19، جامعة باجي مختار، عنابة الجزائر، 2013.
- 13- سعود وسيلة، تحليل نشاط التداول في بورصة الجزائر للأوراق المالية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 01، المجلد 02، المركز الجامعي الونشريسي تسمسليت، الجزائر، 2018.
- 14- سي الطيب محمد أمين، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في القانون الجزائري، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، المركز الجامعي تسمسليت، الجزائر، العدد الرابع، ديسمبر 2017.
- 15- شقبق عيسى، أزغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد السابع، 2016.
- 16- صديق سهام، دور السلطة التنظيمية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في تنظيم البورصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، العدد 01، المجلد 02، المركز الجامعي أفلو، الجزائر، 2020.
- 17- صمودي سيد أحمد، ارتدادات قبول الحصة بعمل في شركة ذات المسؤولية المحدودة، مداخلة في إطار يوم دراسي تحت عنوان تأسيس الشركات التجارية في ظل التحولات المعاصرة-الشركات ذات المسؤولية المحدودة أنموذجا-، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الجيلالي ليابس، 25 أبريل 2017، الجزائر.
- 18- عابد فضيلة، أنس مملوك، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار (دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 5، المجلد 36، سوريا، 2014.
- 19- عباس محمد موسى، عمليات تداول الأوراق المالية، مجلة رسالة الحقوق، العدد 1، كلية القانون، جامعة كربلاء، 2012.
- 20- عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية لكلية الحقوق، العدد 3، جامعة المنصورة، أبريل 1988.

- 21- عقيل فاضل أحمد الدهان، التزام الوسيط بالتبصيرة في عقد الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مجلة رسالة الحقوق، كلية الحقوق، جامعة كربلاء، العدد2، 2015.
- 22- عيسى بهدي، إنشاء المؤسسة الشبكية، مجلة الباحث، العدد3، جامعة ورقلة، 2004.
- 23- علي جمال الدين عوض، شركات الأموال، د.ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 1984.
- 24- غانم عبد الله، خزان عبد الحفيظ، أسواق الأوراق المالية، نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، المجلد 08، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016.
- 25- غويني العربي، مستوي عادل، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة بورصة الجزائر -، مجلة المناجر، العدد 01، المجلد 01، المدرسة العليا للتسيير والتجارة الدولية القليعة، الجزائر، 2014.
- 26- قليلي بن عمر، القيود النظامية الواردة على مبدأ حرية تداول الأسهم في التشريع الجزائري، مجلة الدراسات القانونية المقارنة، العدد 1، المجلد7، معهد الحقوق والعلوم السياسية-المركز الجامعي مغنية-، 2021.
- 27- محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل الملكية في الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 14، العدد 1، جوان 2006.
- 28- محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن حمد العمراني، قواعد التداول الالكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندها الفقهي، مجلة دراسات اقتصادية وإسلامية، معهد البحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 14، العدد الثاني، ديسمبر 2018.
- 29- مسعودي محمد لمين، بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، العدد 02، المجلد 02، جامعة باتنة01 الحاج لخضر، الجزائر، 2015.
- 30- مراد محمود المواجدة، مخاطر تداول الأوراق المالية عبر شبكة المعلومات الدولية (دراسة في التشريع الإماراتي)، مجلة العلوم القانونية، العدد2، المجلد 15، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2018.
- 31- مفتاح صالح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 13، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013.
- 32- ميسون المصري، نبيل الحمامي، ماهية الالتزام بالتبصير في عقد الوساطة في سوق الأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد 11، حمص، سورية، 2018.
- 33- نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 02، المجلد 26، سوريا، 2010.

- 34- نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 10، المجلد 05، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2013.
- 35- جابر محفوظ، بورصة الجزائر، الواقع والآفاق، الملتقى الوطني حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، الجامعة الإفريقية العقيد أحمد دراية أدرار، الجزائر، 24-25 أبريل 2007.
- 36- علي أحمد هب الريح، عبد المنعم مفتاح محمد، الدعوى لإلغاء بورصات الأسواق المالية بين الواقعية والخيال، أبحاث المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي تحت عنوان الأسواق المالية الإسلامية... بين الواقع والواجب، اسطنبول - تركيا، 8 و 9 نوفمبر 2019.
- 37 - عيسى حمد الفارسي وآخرون في ملتقى " دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية"، ليبيا، جامعة الفاتح، 2005.
- 38- مفتاح صالح، معارفي فريدة، دور البورصة التمويلي مع الإشارة إلى حالة الجزائر، الملتقى الوطني الثاني حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، الجامعة الإفريقية العقيد أحمد دراية أدرار، الجزائر، 24-25 أبريل 2007.
- 39- منجد عبد اللطيف الخشالي، " إمكانية إنشاء سوق للأوراق المالية"، في ملتقى دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، ليبيا، جامعة الفاتح، 2005.

ب- باللغات الأجنبية:

❖ باللغة الإنجليزية:

- 1-Frank J.Fabozzi, The Handbook of financial instruments, published by John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2002.
- 2- John Wiley Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2002.

❖ باللغة الفرنسية:

- 1- Amélie Charles, Etienne redor, le financement des entreprises, Economica, Paris, sans date.
- 2- Anastasios Sfyroeras, La réparation du préjudice du client le gestionnaire de portefeuille fautif, Mémoire soutenu pour l'obtention du D.E.A, de droit des affaires, faculté de droit et des sciences politiques, université robert Schuman Strasbourg III, 2000.
- 3-A.G. Martinet ASilem, Lexique de gestion, 6eme édition, Dalloz, 2003.
- 4-BALLEY pierre, La bourse : mythes et réalités, 1Edition Hatier, 1987.
- 5- B. Ammour, monnaie et régulation monétaire, éditions dahlab, Alger, 1997.
- 6- Bouloc Bernard, Commissionnaire, Rep. Com, T. 2, Ed. Dalloz, Paris, 1997.

- 7- Bruno Dondero, droit des sociétés, Dalloz, 3eme Edition, Paris, 2013.
- 8- Catherine Laurent Karyotis ,efficience technique d'un système de règlement – livraison de titres, thèse de doctorat, faculté de sciences de gestion, université paris XII –val de marne, 2004.
- 9-Chaminah Loulla, La responsabilité civile du banquier en droit malagasy, thèse de doctorat, école doctorale, droit, unité de recherche, droit des affaires, université de paris I Panthéon-Sorbonne, 2015.
- 10 -Christian Gouriéroux Gaëlle le fol, Effet des modes de négociation sur les échanges, revue économique, volume49, n°3, France, 1998 .
- 11- Denisle franc et blanche sousi-roubi, lexicque banque et bourse, 4eme édition, Dalloz, paris, 1999.
- 12- Dominique Legeiois, doit commercial et des affaires, Sirey 2eme Edition, Paris, 2012.
- 13-Férdéric Hervo ,Thomas Ros ,‘Infrastructures post-marché et stabilité financière ‘, Revue de la Stabilité financière (RSF),banque de France ,N°1 ,Novembre2002.
- 14-FredericMishkinet autres, Monnie, banque et marches financiers, 9eme edition, nouveaux horizons, Paris, 2010.
- 15- GALL Jean-Pierre, droit commercial (les groupements commerciaux et G.I.E, bourses des valeurs), 13 éme édition, Dalloz, Paris, 1993.
- 16- H. Guiton, G. Bramoulle, la monnaie, qutriémme édition, Dalloz, paris, 1978.
- 17- Hamadi Salem, Le banquier intermédiaire en bourse, mémoire de D.E.A, section droit privé, Tunis, 1993.
- 18- Hammoud May, La protection du consommateur des services bancaires et des services d'assurance, Thèse de doctorat en droit, école doctoral de droit privé Université Panthéon –Assas, école doctoral de droit et des sciences politiques-administratives et économiques, Université libanaise, 2012.
- 19- J. L.Besson, monnaie et finance, OPU, Alger, 1993.
- 20-Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière, Manuel & Application, 10 Edition, Dunod, Paris, 2001.
- 21 -Laurent Ruet, Ordre de bourse, dénouement, Etude joly bourse, décembre 2015.
- 22- LEROUX François, Marchés internationaux des capitaux, 2eme édition, ESKA édition, Paris, 1995.
- 23- Mansour, Mansouri, la Bourse des Valeurs Mobilières D'Alger, Editions et Distribution Houma, Alger, 2002.
- 24-Michel germain, Philippe Del becque, traité de droit commercial, tomme2, édition16.
- 25- Michel Germin et Veronique Magnier, Les sociétés commerciales (les sociétés cotées), 21eme Edition, LGDJ Traités, 2014.

- 26- Philippe Merle, droit commercial sociétés commerciales, Dalloz, 17^{ème}, édition, Paris, 2012.
- 27- Phillipe merle, droit commercial, Dalloz, 17^{ème} Edition, paris, 2014.
- 28- Rabut Albert, Le Droit des bourses des valeurs et des agents de change, Litec, Paris, 1983.
- 29- Ripert et Rohlot, Encyclopédie juridique de droit commercial, t1, Dalloz, paris, 1995.
- 30-Ripert (G) renne (R), traité de droit commerciales, T1, 18^{ème} édition, LJDJ, Paris, 2001.
- 31-Ripert et Roblot, traite élémentaire de droit commercial-T1-LGDJN° 1182.

ت-المراجع الالكترونية:

1-المراجع الالكترونية المتعلقة بالبورصة الجزائرية:

- التعليمات الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/99 بتاريخ 30 مارس 1999، المتعلق بالدفاتر التي يلتزم بمسكها وسطاء عمليات البورصة، الموقع الالكتروني للجنة، <https://www.cosob.org/>
- التعليمات الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/2000، بتاريخ 11 جانفي 2000، المحددة لقواعد الحذر في إدارة وسطاء عمليات البورصة، الموقع الالكتروني للجنة <https://www.cosob.org/>

مقدمة:	Erreur ! Signet non défini.
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسهم والسوق التي يتم فيها التداول	6
المبحث الأول: الأسهم موضوع عمليات التداول في بورصة الأوراق المالية	7
المطلب الأول: مفهوم الأسهم	7
الفرع الأول: تعريف السهم	8
أولا- السهم في اللغة	8
ثانيا- السهم اصطلاحا وتشريعا	8
الفرع الثاني: خصائص السهم	9
أولا- قابلية السهم للتداول	9
ثانيا- تساوي الأسهم من حيث القيمة	11
ثالثا- عدم قابلية السهم للتجزئة	13
رابعا- المسؤولية المحدودة	14
المطلب الثاني: تمييز السهم عن مختلف النظم المشابهة له	15
الفرع الأول: التمييز بين السهم والأوراق مالية	15
أولا- التمييز بين الأسهم والسندات	16
ثانيا- التمييز بين الأسهم وشهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت	19
1- التمييز بين الأسهم وشهادات الاستثمار	19
2- التمييز بين الأسهم وشهادات الحق في التصويت	20
الفرع الثاني: التمييز بين السهم والأوراق التجارية	20

23	المطلب الثالث: أنواع الأسهم
23	الفرع الأول: التصنيف تبعاً لطبيعة حصة المساهم
23	أولاً- الأسهم النقدية
24	ثانياً- الأسهم العينية
24	ثالثاً- الأسهم الممنوحة لحصة العمل
26	الفرع الثاني: التصنيف تبعاً للشكل القانوني للأسهم
26	أولاً- الأسهم الاسمية
27	ثانياً- الأسهم لحاملها
29	ثالثاً- الأسهم الإذنية أو لأمر
29	الفرع الثالث: تصنيف الأسهم بالنظر إلى مالكيها
29	أولاً- السهم النوعي
30	ثانياً- أسهم الأجراء
32	الفرع الرابع: التصنيف تبعاً لعلاقة الأسهم برأس مال الشركة (من حيث الاهتلاك)
32	أولاً- أسهم رأس المال
32	ثانياً- أسهم تمتع
33	الفرع الخامس: التصنيف تبعاً للحقوق التي يخولها السهم
33	أولاً- أسهم عادية
34	ثانياً- أسهم ممتازة
34	1- أسهم الأولوية
35	2- الأسهم ذات الصوت المتعدد
36	المبحث الثاني: مفهوم البورصة ووظائفها

37	المطلب الأول: تعريف بورصة الأوراق المالية وتأصيلها
37	الفرع الأول: تعريف بورصة الأوراق المالية
37	أولا-البورصة لغة.....
38	ثانيا-تعريف بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية
39	ثالثا-التعريف الاقتصادي لبورصة الأوراق المالية.....
41	رابعا-التعريف الفقهي لبورصة الأوراق المالية.....
42	1-أنها سوق
43	2-إنها سوق خاص بعمليات التداول
43	3-إنها سوق تدار وفقا لنظام قانوني معين
43	خامسا-التعريف التشريعي لبورصة الأوراق المالية.....
45	الفرع الثاني: تعريف سوق المال
45	أولا-تعريف السوق
46	ثانيا-مفهوم سوق المال
48	ثالثا-أقسام السوق المالي
48	1-سوق النقد Money
49	أ-أهمية وأهداف السوق النقدي
51	ب-وظائف سوق النقد
51	ج-مكونات السوق النقدي
53	د-أدوات السوق النقدي
55	2-سوق رأس المال Capital
56	أ-أهمية سوق رأس المال

58	ب-خصائص سوق رأس المال
58	المطلب الثاني: أهمية البورصة وأنواعها
59	الفرع الأول: أهمية بورصة الأوراق المالية
59	أولا-الوظائف التي تقوم بها البورصة من أجل مصلحة المستثمرين
61	ثانيا-الوظائف التي تقوم بها البورصة من أجل مصلحة الشركات المصدرة للأوراق المالية
62	ثالثا-الوظائف التي تقوم بها البورصة من أجل مصلحة الاقتصاد القومي
64	الفرع الثاني: أقسام أسواق الأوراق المالية
65	أولا-السوق الأولية (سوق الإصدار) PrimaryMaret
67	1-الأسلوب غير المباشر
67	2-الأسلوب المباشر
67	ثانيا-السوق الثانوي (سوق التداول) Secondarymarket
70	1-السوق المنظمة (السوق الرسمية)
70	2-السوق غير المنظمة (الأسواق الموازية)
71	أ-السوق الثالثة
72	ب-السوق الرابعة
Erreur ! Signet non défini.	المطلب الثالث: الأجهزة المنظمة لعملية التداول في بورصة الأوراق المالية
73	الفرع الأول: الأجهزة المسيرة لبورصة الأوراق المالية
75	أولا-شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGVB)
76	1-تعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
78	2-مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
78	أ-تسهيل العمليات ما بين الوسطاء

79	ب- ترقية التعامل بالقيم المنقولة
79	3- المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGVB)
80	4- المسيريون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGVB)
81	الفرع الثاني: المتدخلون في عملية تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية
82	أولا- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)
82	1- الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
83	2- صلاحيات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
83	أ- الصلاحيات القانونية أو التنظيمية
84	ب- صلاحيات المراقبة والرقابة
84	ج- الصلاحيات التأديبية والتحكيمية
83	ثانيا- أنظمة المؤتمن المركزي على السندات (DCT)
83	1- دور التشريع المقارن في استحداث المؤتمن المركزي في الجزائر
84	2- الطبيعة القانونية للمؤتمن المركزي على السندات
86	3- مهام المؤتمن المركزي على السندات
88	ثالثا: الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)
89	1- مفهوم الوسيط في عمليات البورصة
90	أ- عقد الوساطة في عمليات عقد رضائي
91	ب- عقد الوساطة في عمليات البورصة عقد معاوضة وملزم للجانبين
91	ج- عقد الوساطة في عمليات البورصة يعتبر عملا تجاريا
91	2- تمييز الوسيط في عمليات البورصة عن باقي الوسطاء
95	3- تصنيف الوسطاء وكيفية اعتمادهم

95	أ-تصنيف الوسطاء:
96	ب-اعتماد الوسطاء:
97	4-حقوق والتزامات الوسيط في عمليات البورصة
98	أ-حقوق الوسيط في عمليات البورصة:
99	ب-التزامات الوسيط في عمليات البورصة
110	الفصل الثاني: إجراءات تسوية عمليات تداول الأسهم في البورصة
110	المبحث الأول: القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة والقيود الواردة عليها:
111	المطلب الأول: القواعد القانونية لعمليات التداول في البورصة:
111	الفرع الأول: قاعدة حرية تداول الأسهم وأهميته:
111	أولا-مضمون قاعدة حرية التداول
112	ثانيا-علاقة قاعدة حرية تداول الأسهم بالنظام العام وأهمية المبدأ
112	1-قاعدة حرية تداول الأسهم والنظام العام:
114	2-أهمية قابلية الأسهم للتداول
116	3-النطاق الزمني لعملية التداول
117	أ-بداية التداول في مرحلة التأسيس
117	ب-بداية التداول في مرحلة زيادة رأس مال الشركة
119	ثالثا-الطبيعة القانونية لتداول الأسهم
119	1-تداول الأسهم وإحالة الحصص
119	2-تميز التداول عن التنازل
120	3-تداول الأسهم باعتباره تحديدا لدين
121	4-الفرق بين التجديد وحوالة الحق

121	5- التمييز بين التداول والحوالة في القانون المدني
123	أ- انتقال الحق بصفاته
123	ب- انتقال الحق بضماناته
123	ج- انتقال الحق بتوابعه
123	د- انتقال الحق بدفوعه
127	رابعا- مخاطر حرية تداول الأوراق المالية
128	الفرع الثاني: قيد الأوراق المالية في البورصة
128	أولا- المقصود بقيد الأسهم في سوق الأوراق المالية (البورصة)
131	ثانيا- أهمية قيد الأسهم في البورصة
132	ثالثا- شروط القيد وإجراءاته
133	1- شروط قيد الأسهم في البورصة
Erreur ! Signet non défini.	2- إجراءات قيد الأسهم في البورصة
136	1- إجراء التسعيرة المباشرة
137	2- إجراء العرض بالسعر المفتوح
Erreur ! Signet non défini.	3- الإجراء العرض بالسعر الثابت
138	الفرع الثالث: الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية
139	أولا- الإيداع المركزي
140	1- التكييف القانون لعقد الإيداع المركزي للأوراق المالية
142	2- التزام البنك بالحفظ المادي والقانوني للسندات
143	3- الشروط الواجب توافرها في ماسك الحسابات
143	أ- بالنسبة للانخراط
144	ب- بالنسبة للتأهيل

144	4-تكييف نقل ملكية الأسهم وفق نظام القيد المركزي
145	الفرع الرابع: الالتزام بالشفافية والإفصاح ونطاق تطبيقه
146	أولا- مفهوم الالتزام بالشفافية والإفصاح
147	1-تعريف الشفافية في اللغة
147	2-الشفافية في الاصطلاح
147	3-تعريف الإفصاح في اللغة
147	4-الإفصاح في الاصطلاح
148	ثانيا-المعلومات والبيانات الواجب تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية عليها في إطار سوق الأوراق المالية
148	1-الإفصاح السابق على قيد الأسهم في البورصة
149	2-تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية اللاحق لقيد الأسهم في البورصة
150	أ-الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المالية
150	ب-الإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية المؤثرة في أسعار الأسهم
151	ب-1-مضمون الإفصاح عن المعلومات
151	المطلب الثاني: القيود القانونية الواردة على تداول الأسهم
152	الفرع الأول: القيود الواردة على السهم في حد ذاته
154	الفرع الثاني: القيود الواردة على تداول أسهم أعضاء مجلس الإدارة
156	الفرع الثالث: القيود المتعلقة بأسهم المؤسسين
157	المطلب الثالث: القيود الاتفاقية الواردة على تداول الأسهم
157	الفرع الأول: شرط الموافقة
159	أولا- شرط الصحة (الشروط الشكلية)
159	أ-أن يرد الشرط في النظام الأساسي للشركة

160	ب-أن تكون الأسهم اسمية
160	ج-ألا يصل شرط الموافقة إلى درجة حرمان المساهم مطلقا من حقه في تداول أسهمه
160	د-ألا يكون التنازل عن الأسهم قد حصل بين المساهمين
161	ثانيا-الشروط الموضوعية
161	أ-ضرورة وجود مصلحة للشركة
161	ب-الالتزام بالشراء عند رفض الموافقة
162	ج-حصول المساهم على الثمن العادل
163	ثالثا-إجراءات شرط الموافقة
163	1-تقديم طلب الموافقة
164	2-صدور قرار الموافقة أو الرفض
165	أ-الالتزامات التي تقع على عاتق الشركة
165	ب-حق المساهم في العدول عن مشروع الإحالة
166	الفرع الثاني: شرط الاسترداد (حق الشفعة)
168	أولا-شروط صحة شرط الشفعة
169	أ-قصر المدة
169	ب-منح ثمن عادل
170	ثانيا-إجراءات شرط الشفعة
170	أ-تصريح أحد المساهمين برغبته في إحالة أسهمه
170	ب-إعلام مجلس الإدارة ببقية المساهمين بمشروع الإحالة
171	ج-اتخاذ المساهمين قرار ممارسة الشفعة أو عدم ممارستها
173	المبحث الثاني: الآثار المترتبة على تداول الأسهم في البورصة

174	المطلب الأول: أوامر البورصة les ordres de bourse
174	الفرع الأول: تعريف أوامر البورصة
178	الفرع الثاني: تحرير أوامر البورصة
179	الفرع الثالث: أنواع أوامر البورصة
179	أولا-الأوامر التي تتضمن شروط بخصوص سعر التنفيذ
179	أ-أوامر بسعر السوق Ordres de Marché
181	ب-الأوامر بسعر محدد Limit order
182	ج-الأمر بأفضل سعر ordre au mieux
183	ثانيا-الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (من حيث مدة صلاحية الأمر)
183	أ-الأمر الملغى ordre à révocation
183	ب-أوامر محددة بيوم ordre de jour
183	ج-الأوامر المحددة المدة ordre à durée limitée (الأمر لمدة محددة)
184	د-أمر للتنفيذ (الأمر المفتوح المدة) ordre à exécution
185	ثالثا-الأوامر من حيث مصدر الأوامر (الأمر)
185	أ-أوامر الزبون
185	ب-أوامر غير الزبون
186	رابعا-أمر الإيقاف Stop order
186	خامسا-أوامر الإيقاف المحددة Stop-Limit order
Erreur ! Signet non défini.	سادسا-أوامر صادرة لوسيط عمليات البورصة مرتبطة بكمية الأوراق المتداولة .
Erreur ! Signet non défini.	1-الأمر بدون شرط الكمية
Erreur ! Signet non défini.	2-أوامر الكل أو اللاشيء
187	الفرع الرابع: شكل أمر البورصة وشروطه وبياناته

190	الفرع الخامس: طرق عرض أوامر البورصة
190	أولا-طريقة المناذاة la ciree.....
191	ثانيا-أسلوب لوحات العرض Les casiers.....
192	ثالثا-نظام استخدام الحاسب الآلي (طريقة التداول الالكتروني).....
195	المطلب الثاني: تسعير الأسهم بالبورصة
195	الفرع الأول: مفهوم سعر البورصة والعوامل التي تؤثر في تكوينه
196	الفرع الثاني: أشكال التسعير
196	أولا-نقطة التوازن le point d'équilibre
197	ثانيا-التسعير الثابت
197	ثالثا-التسعيرة المستمرة
199	الفرع الثالث: المراحل التي يمر بها نظام التسعيرة
199	أولا-مرحلة ما قبل الافتتاح الجلسة.....
199	ثانيا-مرحلة ما بعد الافتتاح
200	المطلب الثالث: تنفيذ أوامر البورصة (تسليم الأسهم ودفع الثمن)
201	الفرع الأول: التزام البائع بالتسليم
202	الفرع الثاني: العمليات العاجلة والعمليات الآجلة
202	أولا-العمليات العاجلة le marché au comptant
204	ثانيا-العمليات الآجلة le marché à terme.....
206	المطلب الرابع: أوجه المقاربة بين نظام الدعامات المحسوسة والقييد المركزي
207	الفرع الأول: الإيداع المركزي للأسهم لدى المؤمن المركزي.....
208	أولا-التزام البنك بالحفظ المادي والقانوني للسندات

209	ثانيا- الشروط الواجب توافرها في ماسك الحسابات
209	1- بالنسبة للانخراط
210	2- بالنسبة للتأهيل
210	الفرع الثاني: تكييف نقل ملكية الأسهم وفق نظام القيد المركزي
212	أولا- أسباب فقدان الكيان المادي للأسهم
213	ثانيا- كيفية نقل ملكية الأسهم بالقيد المركزي وفق القانون الجزائري
213	ثالثا- آليات التعاقد في بورصة القيم المنقولة
214	1- مرحلة التعاقد في بورصة القيم المنقولة
214	2- مرحلة ما قبل التنفيذ
214	3- مرحلة التنفيذ
215	رابعا- الآثار السلبية لقاعدة الأثر الناقل للعقد وطرق تفاديها
215	1- الآثار السلبية لقاعدة الأثر الناقل للعقد
215	أ- الحقوق المتصلة بالسهم
215	ب- زيادة عدد ملاك الأسهم عن الحقيقة
215	ج- حالات عدم تسليم الأسهم المبعة
216	2- طرق تفادي الآثار السلبية لقاعدة الانتقال الفوري للملكية
217	المطلب الخامس: الآثار المترتبة عن تنفيذ عقود التداول
217	الفرع الأول: موقف التشريعات المقارنة من انتقال ملكية الأسهم
218	الفرع الثاني: تسوية عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة
218	أولا- طبيعة ووقت انتقال الملكية في ظل تطبيق قواعد التسوية
221	ثانيا- الآثار المترتبة على التسوية المالية

221	1-مركز البائع والمشتري
221	2-حيازة المالك الجديد للأسهم
222	الفرع الثالث: المقاصة والتسوية كآلية لتنفيذ عقود التداول
222	أولا-تعريف المقاصة
225	ثانيا-عملية التسوية والتسليم
225	1-تسوية السندات في البورصة
226	أ-استقلالية منظومة تسوية عمليات التداول
228	ب-إجراءات التسوية والتسليم
228	1-النظام الفرعي لضبط الأوامر le sous-système d'ajustement
228	2-النظام الفرعي لحل العمليات le sous-système de dénouement
	الخاتمة: Erreur ! Signet non défini.
236	قائمة المصادر والمراجع
270	فهرس المحتويات

ملخص:

تعتبر البورصة سوق منظمة يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء، بحيث تتميز بوجود مكان محدد لها كما تتميز بوجود إجراءات محددة تحكمها، ويمكن القول بأن المشرع وضع إطار قانوني للبورصة في المرسوم 10/93 المعدل والمتمم؛ حيث يتضمن هذا الإطار أجهزة داخلية تتضمن السير الحسن للبورصة بحيث أوكلت لكل منها سلطات تقوم عليها وذلك بهدف ضبط السوق.

والجدير بالذكر أن عملية دخول شركة المساهمة في البورصة لطرح أسهمها للجمهور يتطلب جملة من الشروط والمبادئ القانونية التي تحكم عملية تداول الأسهم، وكذا توضيح تقنيات إبرام عقود تداول الأسهم من خلال أوامر البورصة وكيفية تنفيذها والأسعار؛ وهو ما كرسه المشرع الجزائري بإصداره للنظام رقم 04/23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة الذي حل محل النظام رقم 03/97.

وباعتبار أن ما يبرمه الوسطاء من عمليات خلال حصص التداول هي عقود بيع وشراء للأسهم، وبالتالي فإنه حتما ستنشأ عن هذه العقود جملة من الحقوق والالتزامات على أطراف العملية؛ منها التزام البائع بنقل ملكية الأسهم المبيعة، والالتزام المشتري بدفع الثمن.

اتجهت القواعد القانونية المنظمة لعمل البورصات إلى الإلغاء التام للشكل المادي للأسهم، وتحويلها إلى مجرد قيم منقولة ذات شكل معنوي؛ يجرى قيدها في حسابات باسم أصحابها، وهو من شأنه تسهيل عملية المقاصة والتسوية ونقل ملكية الأسهم.

وقد تبنى المشرع الجزائري نظام الإيداع المركزي للسندات؛ بموجب التعديل الذي جاء به قانون 04/03 هذا الأخير أضاف هيئة ثالثة لبورصة القيم المنقولة؛ وهي المؤتمن المركزي للسندات، ، حيث كانت بورصة القيم المنقولة تشمل هيئتين فقط؛ وهما لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم، كما أصدر المشرع نظامين أساسيين من أجل إلغاء الدعامات المحسوسة عن القيم؛ وهما النظام الصادر عن اللجنة رقم 01/03 المؤرخ في 18 مارس 2003 المتعلق بالمؤتمن المركزي، والنظام الصادر عن اللجنة رقم 02/03 المؤرخ في 18 مارس 2003 والمتعلق بمسك وحفظ السندات، والنظام الصادر عن اللجنة رقم 05/03 المؤرخ في 18 مارس 2003 والمتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات.

Résumé:

La bourse est un marché organisé de vente et d'achat où peuvent se rencontrer tous les opérateurs. Elle est caractérisée par un endroit précis et régie par des règles et procédures. On peut dire que le législateur a dessiné un cadre de loi à la bourse prévu par le décret 93/10 modifié et complété. Ce cadre comprend des organes internes assurant son bon fonctionnement. Chaque organe est doté de pouvoirs de régulation.

Indication étant faite ici que l'entrée d'une société par action dans la bourse par des actions affichées au public requiert un certain nombre de conditions et de principes de droit qui régissent la négociation des actions et la clarification des techniques de conclusion des actes de négociation d'actions par les ordres de la bourse, le mode d'exécution et les coûts.

Les transactions faites par des intermédiaires par la négociation d'actions constituent des actes de vente et d'achat d'actions. Il est donc impératif que de ces actes nait un certain nombre de droits et d'obligations de la part des opérateurs. Le vendeur s'oblige donc à muter la propriété des actions vendues ; l'acheteur s'oblige à en payer le prix.

Les règles de droit régissant le fonctionnement de la bourse se sont donc penchées sur l'annulation définitive de l'aspect matériel des actions pour les transformer en valeurs mobilières à caractère moral virées aux comptes de leurs détenteurs. Ceci facilite l'opération de compensation, de régularisation et de mutation de propriété des actions.

Le législateur algérien a adopté le système de dépôt central des documents obligataires aux termes de la modification prévue par le décret 03/04 lequel a ajouté à la bourse des valeurs mobilières un troisième organe. La bourse des valeurs mobilières comprenait le dépositaire central des documents obligataires. La bourse des valeurs mobilières était dotée seulement de deux organes, savoir la commission d'organisation et de contrôle des opérations de la bourse et la société de gestion de la bourse des valeurs. Le législateur a également mis en place deux systèmes fondamentaux pour annuler les supports immatériels aux valeurs, savoir le système créé par la commission n°01/03 en date du 18 mars 2003 relatif au dépositaire central et le système né de la commission n°02/03 en date du 18 mars 2003 relatif à la tenue et la conservation des documents obligataires et le système né de la commission n°03/05 en date du 18 mars 2003 relatif aux apports faits au capital social du dépositaire des documents obligataires.

