



## النظام القانوني لتداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر

أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه علوم، التخصص: القانون الخاص

تحت إشراف:

الأستاذ الدكتور كحلولة محمد

من إعداد الطالب:

سي الطيب محمد أمين

### لجنة المناقشة:

الأستاذ الدكتور بن عمار محمد، أستاذ التعليم العالي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان.....رئيسا  
الأستاذ الدكتور كحلولة محمد، أستاذ التعليم العالي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان.....مشرفا ومقررا  
الأستاذ الدكتور طيطوس فتحي، أستاذ التعليم العالي، جامعة مولاي الطاهر، سعيدة.....ممتحنا  
الدكتور هديلي أحمد، أستاذ محاضر قسم "أ"، جامعة جيلالي ليابس، سيدي بلعباس.....ممتحنا

2021/2020

---

## بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ، وَلَا يُنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ، فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ. يَوْمَ يُحْمَى عَلَيْهَا فِي نَارِ جَهَنَّمَ، فَتُكْوَى بِهَا جِبَاهُهُمْ وَجُنُوبُهُمْ وَظُهُورُهُمْ. هَذَا مَا كَنْزْتُمْ لِأَنْفُسِكُمْ، فَذُوقُوا مَا كُنْتُمْ تَكْنِزُونَ) (التوبة: 34 و35).

---

## إهداء

إلى الجـزائـر...

لنشر الثقافة المالية والاستثمارية (الادخار)، لتقليص حجم الاقتصاد الموازي والاكتمال. لتحسين الدورة المالية الاقتصادية، من أجل دعم اقتصاد البلد؛ إنشاء وتوسيع المشاريع، ضمان الشغل لشبابنا وخريجي الجامعات، فحماية الوطن.

إلى الوالدين الكريمين؛ براهما واعترافا بفضلهما.

إلى كل من يؤمن بالعدالة الاجتماعية والمساوات.

## شكر وتقدير

في البداية أشكر وأحمد الله على إعانتي على إتمام هذا العمل

ثم أقدم جزيل الشكر والتحية والتقدير للسيد البروفيسور كحلولة محمد على قلبه الواسع الذي وسعنا جميعاً وأنا وبقية الزملاء الذين يشرف عليهم، رغم كثرتهم وكثرت مشاكلهم وانشغالاتهم العلمية، دون أن يكمل أو يمل.

أشكر أيضاً السادة الأساتذة: رئيس لجنة المناقشة البروفيسور بن عمار محمد، والسادة المناقشين: البروفيسور طيطوس فتحي، والدكتور هديلي أحمد، على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الأطروحة.

في الأخير، أقدم جزيل الشكر لكل طاقم كلية الحقوق والعلوم السياسية بجامعة أبوبكر بلقايد بتلمسان.

## قائمة المختصرات

### قائمة المختصرات باللغة العربية:

- الـ COSOB . = لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة  
ج.: الجزء .  
ج.ر. = الجريدة الرسمية  
ج.ر. = الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية  
ج.ر.ج.ج. = الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية  
ج.ر.ج.ج.د.ش. = الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
د.ت.ن.: = دون تاريخ النشر  
السوق. = بورصة القيم المنقولة  
ش.إ.ر.م.م.: = شركة الاستثمارات ذات الرأس المال المتغير .  
ش.ت.ب.ق.: = شركة تسيير بورصة القيم  
الشركة. = شركة إدارة بورصة القيم  
الصكوك. = الأسهم والسندات أو سندات رأس المال وسندات الدين الإسلامية  
ف. = الفقرة  
ق.ت.ج. = القانون التجاري الجزائري  
الكوسوب. = لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة  
ل.ت.ع.ب.م.: = لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها  
اللجنة. = لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة  
م. = المادة  
م.ت. = المرسوم التنفيذي  
و.ع.ب.: = الوسيط في عمليات البورصة  
الو.ع.ب. = الوسيط في عمليات البورصة

---

الوسيط . = الوسيط في عمليات التداول في البورصة

### قائمة المختصرات باللغة الأجنبية:

**Art.** = Article.

**Bull. COB.** = Bulletin de la Commission des opérations de bourse (France).

**Bull. Joly Bourse** = Bulletin Joly Bourse

**COB.** = Commission des opérations de bourse (France).

**COSOB.** = La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (Algérie).

**D.** = Dalloz

**Ed.** = Edition

**Gaz. Pal.** = Gazette du Palais

**Ibid.** = Ibidem (Même référence).

**IOB** : Intermédiaire en Operations de Bourse.

**J- Cl.** = Juris- classeurs

**N.Y.** = New York

**OAT.** = Obligations Assimilables du Trésor (Algérie)

**OICV.** = Organisation Internationale des Commissions de Valeurs.

**Op. cit.** = (Oper citato) in the work already cited (référence précitée).

**p.** = Page

---

**Req.** = Chambre des requêtes

**s.** = Page suivante

**S.** = Recueil de Sirey

**SICOVAM.** = La Société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières (France).

**SVT.** = Les Spécialistes en Valeurs du Trésor (Algérie).

## مقدمة

منذ عدة قرون، تميزت البورصة بخاصية جذب المضاربين الذين يرغبون في الكسب السهل للنقود؛ حيث كانت تعرف أنها مهنة الأشخاص الذين يحققون الأرباح وهم نيام. كان يحتكر التداول فيها فئة قليلة من الأغنياء وأصحاب الامتيازات، لكن اليوم تغير هذا الوضع، وأصبح التداول فيها مفتوحا للجميع.

شهد هذا النظام في دول العالم خلال العقود الثلاثة الأخيرة تطورا لافتا، لم يسبق له مثيل. قبل نهاية الستينات من القرن الماضي (القرن العشرين)، كانت عمليات تمويل المشاريع تحتكرها البنوك، هذه الأخيرة كانت تتجنب توجيه زبائنها للاستثمار في البورصة، وتدفعهم لقبول التمويل عن طريقها، في إطار نظام التمويل التقليدي.

لكن منذ بداية سنوات السبعينات من القرن العشرين بدأت البورصة تفرض نفسها كبديل متطور لعملية التمويل التقليدية التي كانت تعرضها البنوك، وفر النظام المتطور للتمويل عن طريق البورصة الكثير من الميزات الإيجابية للمستثمرين والمؤسسات الاقتصادية على حد سواء، بالمقارنة مع التمويل البنكي. في هذه المرحلة بدأ الوسطاء الماليون بمن فيهم البنوك يدركون أهمية توظيف الأموال في البورصة، بدأت البنوك تستثمر أموالها في البورصة وتدفع زبائنها وتقوم بتوعيتهم بضرورة الادخار في البورصة، لتحريك أموالهم وتنميتها.

اليوم في العالم المتقدم وحتى في الدول الصاعدة، وبعض الدول النامية؛ يتم قياس مستوى التقدم الحضاري والاقتصادي عن طريق قياس مؤشرات التداول في بورصات تلك الدول. هذه الأخيرة تعتبر أداة قوية يتم عن طريقها جذب رأس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحويله من مال خامل لا أثر له إلى رأسمال نشط، يؤثر بطريقة إيجابية في النمو الاقتصادي.

عن طريق هذا النظام تمكنت الكثير من الدول من حل معضلة التمويل للمشاريع والاستثمارات، من جهة، وكذلك مشكلة ركود رأس المال، من جهة أخرى. هذا النظام تم بناءه على مبدأ بسيط؛ تأسيس سوق تلتقي فيه رؤوس الأموال مع الاستثمارات والمشاريع. بساطة هذا النظام تبدوا أكثر وضوحا عندما يسمح بفتح الباب لرأس المال بغض النظر عن حجمه، أي يسوي في الفرص بين المال الصغير جدا ورأس المال الكبير. حيث تنتقل الأموال الفائضة من أصحابها ليتم توظيفها من طرف الأشخاص الذين يباشرون نشاطات اقتصادية معينة لكن لديهم عجز.

يعبر عن هذه العملية من طرف علماء الاقتصاد بانتقال رأس المال من قطاع الفائض إلى قطاع العجز. المقصود بقطاعات الفائض؛ كل شخص طبيعي أو معنوي يمتلك أموال زائدة عن حاجاته الاستهلاكية أو الاستثمارية الآنية، كالشركات التجارية: بنوك، شركات تأمين، شركات إنتاجية أو خدمية؛ عمومية أو خاصة، تجار طبيعيين، موظفين أو عمال، وحتى الأشخاص العاطلين عن العمل عندما يمتلكون فوائض مالية آلت إليهم بطرق مشروعة كالميراث أو الهبة، دون أن يكسبهم القانون صفة التجار.

ما يميز هذه الطريقة في تمويل المشاريع أنها طريقة مباشرة؛ بمعنى أن الممول يودع أمواله مباشرة في حساب المشروع، دون وجود طرف ثالث يتوسط بينهما. نقيض هذه الطريقة هو التمويل عن طريق البنك: أي أن الأموال الفائضة لدى الأشخاص تنتقل إلى المشروع بطريقة غير مباشرة، صاحب المال الفائض لا يعرف المشروع، والمشروع لا يعرف من هو صاحب المال الفائض الذي حصل عليه من البنك، هذه الطريقة الأخيرة تسمى طريقة التمويل غير المباشر. وتسمى أيضا طريقة التمويل التقليدي، المعروفة بشدتها على التوازن المالي للمؤسسة الاقتصادية.

بصدد التمويل التقليدي (البنكي) يقول بعض الفقه<sup>1</sup> المتخصص في النظام المالي:

“من خلال متابعتنا لنتائج أعمال الكثير من الوحدات الإنتاجية لشركات كبرى، التي تبدو كقلاع صناعية، لاحظت أن هناك عدم تناسب بين الفائض الذي تحققه، من جهة، وبين ضخامة رؤوس أموالها وتراكم احتياطياتها، من جهة أخرى، خلال عمر مديد يصل في بعضها إلى نصف قرن أو أكثر”.

“ويضيف نفس الاتجاه: وقد ثبت على وجه القطع واليقين أن أسباب تردي هذه الشركات واحدة، تتلخص في خلل موجود في هيكلها التمويلية والعجز المستمر في تدفقاتها النقدية، الأمر الذي استتبعه نقص السيولة الفعلية، والتي صارت في بعض الشركات إلى نضوب، فلجأت إلى السحب على المكشوف (الاستدانة من البنوك)، وعجزت عن الوفاء بأقساط الديون، فلجأت إلى تجديد القروض، فزادت أعبائها وأثقلت كاهلها. التهمت الفوائد البنكية عوائد إنتاجها، ولم يبقى لها إلا القليل من الأرباح، فبدى الأمر وكأن هذه الشركات إنما تعمل لحساب تلك البنوك”<sup>2</sup>.

نفس الاتجاه يضيف: “عجزت تلك الشركات عن توفير الأموال اللازمة لأغراض التوسع والتطوير والتجديد، فلجأت للاقتراض من البنوك المحلية وبعض المؤسسات الدولية بشروط مجحفة وفوائد مضاعفة، لذلك فلا عجب وقد استسلمت قوى الإنتاج

---

<sup>1</sup> . سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسات في الفكر الإسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى 1996، ص. 11، 12.

<sup>2</sup> . سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، نفس الصفحة.

لاستنزاف ثرواتها وسلب أموالها؛ أن تتضاءل فوائض إنتاجها حتى أن البعض منها سجلت رقما سالبا<sup>1</sup>.

ويستنتج نفس الاتجاه أيضا أنه "في المقابل أصابت البنوك (التي تعتمد نظام الفائدة) على الجانب الآخر فائضا ماليا فاحشا، هي ليست صاحبة فضل فيه، فلا الأموال التي أقرضتها للشركات أموالها، وإنما أغلبها أموال المودعين، ولا تلك الأرباح ناتجة عن جهودها الإنتاجية، وإنما هي جهود تلك الشركات. إذن لا عجب أن تصل قوى الإنتاج إلى حالة التردّي الذي وصلت إليه"<sup>2</sup>.

إذن، يمكن للشركات المساهمة أن تتفادى طريقة التمويل التقليدية البنكية التي تعتمد على نظام الفائدة، وتلجأ إلى طريق التمويل الحديثة، إما عن طريق البنك في إطار الصيرفة الإسلامية أي نظام التمويل البنكي الإسلامي<sup>3</sup> أو عن طريق الدخول في البورصة. أصبحت الشركات في الدول المتقدمة تفضل طريقة التمويل عن طريق البورصة؛ لأنها وسيلة مرنة لا تنطوي على تأثير سلبي على توازنها المالي، تحصل الشركة على الأموال من أشخاص تعرف جيدا من هم أي المساهمين المدخرين في البورصة، مباشرة دون وجود أي وساطة مالية مثل وساطة البنك في طريقة التمويل التقليدي.

وما تراه الشركة المساهمة إيجابيا أكثر بالنسبة إليها، عندما تحصل على التمويل من البورصة، هو قبول المستثمرين أن يقتسموا الأرباح مع الشركة، فقط، إذا وجدت، وفي

<sup>1</sup> . نفس المرجع، نفس الصفحة.

<sup>2</sup> . نفس المرجع، نفس الصفحة.

<sup>3</sup> . صدر سنة 2020 النظام رقم 02-20، المؤرخ في 15 مارس 2020، والذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية.

بعض الأحيان يقررون عدم اقتسامها كلياً أو جزئياً؛ من أجل توسيع نشاط الشركة عن طريق التصويت في الجمعية العامة العادية لشركة المساهمة<sup>1</sup>، والأكثر من ذلك أنهم يقبلون أن يقتسموا معها الخسائر أيضاً في حدود حصتهم في الشركة<sup>2</sup>.

وذلك على العكس تماماً في حالة حصول الشركة على التمويل من البنك في النظام البنكي التقليدي (نظام الفائدة)؛ البنك يطالب بالأرباح حتى ولو حققت الشركة رقماً سالباً، أي حتى في حالة إصابتها بخسائر، وهو لا يقبل اقتسام الخسائر مع الشركة المدينة (عكس نظام الصيرفة الإسلامية)، ولا يعني له شيئاً قيام الشركة بتخصيص الأرباح للزيادة في رأس مالها، أو استعمالها لتوسيع نشاطها، فإنها قد تفقد الفرصة المتاحة للقيام بذلك من أجل كسب أسواق جديدة وزبائن جدد لأنها مجبرة على التسديد للبنك في الأجل، وعدم التسديد للبنك في الآجال يعني عقوبات مالية عن التأخر في التسديد (الشرط الجزائي عن التأخير)، وهو ما يشكل عبئاً إضافياً على التوازن المالي للشركة.

بخصوص الشرط الجزائي عن التأخير في التسديد لصالح البنك تجدر الإشارة أنه يتنافى تماماً مع المرونة التي يتصف بها الاقتصاد، كمبيوتر البنك مبرمج من أجل تطبيق

---

<sup>1</sup> نصت المادة 715 مكرر 42 من المرسوم التشريعي رقم 08 / 93 المؤرخ في 25 / 4 / 1993 المعدل والمتمم للقانون التجاري الجزائري، في فقرتها الثانية بأنه "تمنح الأسهم العادية، علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزئ منها"، كذلك المادة 723 من القانون التجاري الجزائري نصت في فقرتها الأولى أنه "تحدد الجمعية العامة بعد الموافقة على الحسابات والتحقق من وجود مبالغ قابلة للتوزيع، الحصة الممنوحة للشركاء تحت شكل أرباح. وكل ربح يوزع خلافاً لهذه القواعد يعد ربها صورياً".

<sup>2</sup> نصت المادة 592 في فقرتها الأولى من المرسوم 08 / 93، السابق الذكر، أن "شركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى حصص، وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم"

العقوبة عن التأخير بطريقة آلية يوم حلول أجل تسديد الدين، بينما الشركة التي تفتح رأسها في البورصة لا تخضع لهذا الضغط الآلي، يمكن لحملة الأسهم أن يداولوا أسهم الشركة بحرية فيقومون بتسييل أسهمهم في أي وقت يريدون عن طريق إصدار أمر بورصة بالبيع إلى الوسيط في عمليات التداول، كل هذا يجري في البورصة دون أن تشعر الشركة بأية ضغوط مالية مماثلة لتلك الضغوط الناجمة عن تطبيق الشرط الجزائي عن التأخير من طرف البنك في نظام الفائدة.

لكي تؤدي البورصة هذا الدور المتميز يجب أن تكون السوق المالية في اقتصاد أي دولة نشطة وفعالة. ولكي تكون كذلك يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط تتعلق باقتصاد منتج ومنتعش محاط بسياسة اقتصادية رشيدة، نضام سياسي، اجتماعي، قانوني، وضريبي مستقر جدا وغير هش.

كذلك يجب أن تكون هناك وفرة المدخرات الفردية أو الجماعية، حيث نظام التمويل عن طريق البورصة يتنافى والفقر. يجب أن يكون هناك منظومة مالية قوية ومتكاملة، مؤسسات مالية وبنوك تتحكم في التقنية عن طريق مواردها البشرية المتخصصة، فمثلا: الوسطاء في عمليات التداول في بورصة الجزائر هم عبارة عن مجموعة من البنوك التجارية العمومية وبنوك خاصة<sup>1</sup>، بالإضافة إلى شركة خاصة أخرى، هذه البنوك هي نفسها المالكة لشركة تسيير بورصة الجزائر. الملفت للنظر أن أغلب عمليات التداول في بورصة الجزائر أجراها بنك بي أن بي باريبا، أي 95 بالمائة

---

<sup>1</sup> . الأشخاص الذين حصلوا على الاعتماد كوسطاء في عمليات بورصة الجزائر (فيفري 2021): بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بي أن بي باريبا الجزائر، بنك التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، سوسييتي جينيرال الجزائر، تل ماركسس، بنك البركة الجزائري، مصرف السلام الجزائر..

منها، على امتداد عدة سنوات، السبب وراء ذلك يكمن في الضعف الشديد في تكوين إطارات البنوك العمومية، وعدم لجوئها للتدريب المستمر للعمال من أجل إحاطتهم بالمستجدات في السوق المالية الجزائرية.

في الجزائر يوجد إمكانات اقتصادية تبدو واضحة للجميع، مساحة جغرافية واسعة، ثروات طبيعية هائلة، استهلاك واسع، والكثير من المؤشرات الأخرى التي تنفي قطعا وجود الفقر. فبالاطلاع على القوائم الرسمية الصادرة عن بعض أبرز الهيئات الدولية التي تتعلق بترتيب دول العالم حسب الناتج المحلي الإجمالي لوجدنا الجزائر تحتل مراتب جيدة: تحتل المرتبة 48 من بين 188 دولة في القائمة الصادرة عن صندوق النقد الدولي سنة 2014<sup>1</sup>، المرتبة 53 من بين 195 دولة في التقرير الصادر عن البنك الدولي الخاص بالناتج المحلي سنة 2016<sup>2</sup>.

لكن رغم ذلك هناك ضعف شديد في تمويل المشاريع، مؤسسات مالية كثيرا ما تعلن عن ضعف في السيولة من وقت إلى آخر، ونفس الإشكال يطرح حتى بالنسبة لخزينة الدولة، لكن جميع المؤشرات الاقتصادية تشير بشكل قاطع إلى العكس.

الخبراء في الاقتصاد والنظام المالي يجمعون بأن الثروة موجودة لكنها لا تترك آثار واضحة في الحسابات الاقتصادية أو المالية. السوق الموازية واسعة جدا، اغلب المعاملات المالية التجارية والمدنية تتم تحت المنضدة، الجميع يحاولون إخفاء معاملاتهم المالية وثرواتهم عن أعين الدولة بشتى الطرق.

<sup>1</sup>. (<http://www.imf.org>), International Money Fund, World Economic Outlook Database, April 2015. (إطلع عليه بتاريخ 14 يناير 2016).

<sup>2</sup>. (<http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>), Gross domestic product 2016, World Development Indicators database, World Bank, 17 April 2017, (إطلع عليه بتاريخ 15 ديسمبر 2017).

حيث يقدر البعض حجم السوق الموازية بـ: "50٪ من الكمية النقدية، أي 4000 مليار دينار"<sup>1</sup>، وهو ما يعادل حوالي 40 مليار دولار. وفي نفس السياق، فإننا نجد تصريحاً رسمياً آخر يتعلق بحجم الكتلة النقدية المتداولة خارج المؤسسات المالية في الدولة؛ قال محافظ بنك الجزائر السابق<sup>2</sup>: أن الكتلة النقدية المتداولة خارج النطاق البنكي تقدر بحسبه بـ 4780 مليار دينار جزائري (ما يعادل أكثر من 47 مليار دولار أمريكي)، منها ما بين 2500 و 3500 مليار دينار متداولة في السوق الموازية. بل أن البعض من الشخصيات السياسية ذات الاطلاع الواسع على الاقتصاد الوطني تقدر حجم الكتلة النقدية المتداولة في السوق المالية غير الرسمية بأكثر من الضعف المذكور آنفاً؛ حيث يصرح البعض<sup>3</sup>: أن "هذه الكتلة النقدية تتراوح ما بين 8000 إلى 9000 مليار دينار أي ما يعادل على الترتيب من 80 إلى 90 مليار دولار".

<sup>1</sup> . الهادي خالدي، الوزير الجزائري الأسبق للتكوين والتعليم المهنيين، مقال صحفي منشور في جريدة الشروق الجزائرية بعنوان: السوق الموازية في الجزائر تحتكر 4000 مليار دينار، محاضرة بكلية الاقتصاد بجامعة محمد بوضياف بولاية المسيلة، بتاريخ 2015/11/3، المقال الصحفي منشور بتاريخ 2015/11/4، بقلم الصحفي س.ع.، الموقع الإلكتروني للجريدة ([www.echoroukonline.com/ara/articles/260281.html](http://www.echoroukonline.com/ara/articles/260281.html))، شوهديوم 2015 / 3 / 1.

<sup>2</sup> . محمد لوكال، محافظ بنك الجزائر، مقال صحفي منشور في الموقع الإلكتروني لجريدة الشروق تحت رقم: 548881، بعنوان: "لا تغيير للعملة الوطنية.. ولم نقرض الأفامي ولا دولارا، من أين لك هذا نفر أصحاب الأموال من البنوك"، بقلم الصحفية سميرة بلعمري، جريدة الشروق، الجزائر، منشور يوم 2018 / 02 / 13، شوهديوم في نفس اليوم على الرابط:

([www.echoroukonline.com/ara/articles/548881.html](http://www.echoroukonline.com/ara/articles/548881.html)).

<sup>3</sup> . عبد المجيد تبون، الوزير الأول السابق، الجزائر، رئيس الجمهورية الحالي (سنة 2000)، تصريحاته في حصة لقاء خاص، الصحفي هابت حناشي يستضيف السيد عبد المجيد تبون، منشور على قناة الحياة (tv) على موقع اليوتيوب على الرابط:

(<https://www.youtube.com/watch?v=lw4eWriSXBo&feature=share>)، تحت

عنوان: لقاء خاص، هابت حناشي يستضيف عبد المجيد تبون.. أسراراً ستسمع بها لأول مرة، بتاريخ 2019 / 10 / 25، شوهديوم 2019 / 10 / 31.

الحكومات المتعاقبة منذ نهاية العشرية السوداء في الجزائر، كما اصطلح عليها، أي سنوات التسعينات، بمعنى منذ سنة 2000 إلى اليوم (2019)، تحاول سواء عن طريق الترغيب بتقديم تنازلات ضريبية مثلا، أو عن طريق الترهيب أيضا كفرض إجراء جميع المعاملات التي تفوق قيمتها خمسمائة ألف دينار عن طريق شيك بنكي، أدت هذه المحاولة إلى ما سمي باحتجاجات الزيت والسكر، التي نشأت بسبب غضب المتعاملين الاقتصاديين من الإجراء الذي فرضته الحكومة. مثل هذه الإجراءات هدفت بها هذه الحكومات إلى محاولة كبح السوق السوداء والدفع بتلك الكتلة النقدية الكبيرة إلى الدورة الاقتصادية.

هذه المشكلة العميقة التي يعاني منها الاقتصاد الجزائري لم تطرح سابقا. حيث اختارت الجزائر منذ الاستقلال سنة 1962 النظام الاشتراكي، الملكية المشتركة لوسائل الإنتاج وسيطرة القطاع العام على الاقتصاد في جميع نواحيه، الإنتاج، التوزيع والخدمات. يؤدي هذا النهج بالضرورة إلى تكفل الدولة بالتمويل المالي للمشاريع، إذ يقع على عاتقها توفير رؤوس الأموال اللازمة لدفع التنمية الاقتصادية، وأكثر من ذلك تقوم الدولة بمتابعة المشاريع ودعمها وإنقاذها في أغلب الحالات.

لكن هذه الاستراتيجية سرعان ما عجزت عن الاستمرار، بنفس الوتيرة التي نشأت واستمرت بها إلى غاية نهاية سنوات السبعينات وبداية سنوات الثمانينات، لأسباب عديدة. بدأت علامات ضعف الاقتصاد تنكشف؛ عجز كبير في ميزانية الدولة، وفي الميزان التجاري، نسب البطالة ارتفعت بشكل سريع جدا، عجزت الكثير من المؤسسات العمومية الصناعية والتجارية عن دفع رواتب العمال.

فبدأ يتضح جليا في الجزائر أن النظام الاشتراكي فشل فشلا ذريعا في احتواء الأزمات الاقتصادية التي توالى على البلد منذ سنة 1986 بفعل الأزمة النفطية المعاكسة، حيث استمر سعر البترول في الانخفاض، تدنت قيمة الدولار فانخفضت

حصيلة الصادرات بشدة، الأمر الذي أثر بعمق على جميع الجوانب الاقتصادية في البلاد. فلاحت في الأفق بوادر الأزمة المركبة (الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية)، تسارع السقوط الحر للاقتصاد إلى غاية 1988 حتى انفجر الوضع بحدة.

انهار القطاع العام وأفلست معظم المؤسسات العمومية الصناعية والتجارية أو عانت من ضائقة مالية وذلك رغم محاولة دعمها من طرف الدولة ومحاولة إنقاذها بكل الوسائل المتاحة، فاضطرت الدولة تحت ضغط الأزمات الاجتماعية والاقتصادية إلى البحث عن المخرج.

تمثل الحل حسب الحكومة في التحول مائة وثمانون درجة نحو اقتصاد السوق الحر، فطبقت الدولة جملة من الإصلاحات الاقتصادية المتتالية والعميقة التي شملت تقريباً جميع قطاعات النشاط الاقتصادي، إما بطريقة ذاتية دعت إليها الحاجة من داخل البلاد وإما بعنوان تنفيذ محتوى الاتفاقيات المبرمة بين الجزائر وصندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

يشير البعض: "أن الدولة قامت باستخدام المؤسسات العمومية الاقتصادية كأداة للانتقال للنظام الرأسمالي، تمت إعادة النظر في كيفية تسييرها. هجرت الحكومة نظام التسيير الاشتراكي لهذه المؤسسات وتبنت النظام الرأسمالي، فتجسد ذلك في البداية بمنحها الاستقلالية بموجب القانون التوجيهي رقم 01/88 المؤرخ في 12/01/1988، الذي جعل من هذه المؤسسات شركات تجارية، خاضعة في أغلب جوانبها للقانون الخاص، وفصلت ذمتها المالية عن الذمة المالية للدولة"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أنظر في نفس المعنى، عجة الجليلي، قانون المؤسسات العمومية الاقتصادية، من اشتراكية التسيير إلى الخصوصية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2006، ص. 6.

يؤرخ البعض هذه المرحلة بالقول أنه: "في شهر مارس من سنة 1989 أرسل وزير المالية الجزائري خطاباً للمدير التنفيذي لصندوق النقد الدولي أكد فيه أن الحكومة الجزائرية عازمة على الالتزام بالتحويلات الليبرالية. التي تستند على برنامج صندوق النقد الدولي، وتلتزم أيضاً بتوسيع دور القطاع الخاص في الجزائر. السبب هو الظروف القاسية التي كان يمر بها الاقتصاد الوطني في تلك الفترة، حيث حدث عجز في توفير السيولة اللازمة لدفع أعباء الدين الخارجي، واستمر التزايد الخطير لمعدلات خدمة الدين التي أصبحت تلتهم أكثر من ثمانين بالمائة من حصيللة الصادرات. هذا الوضع دفع الدولة إلى اللجوء إلى صندوق النقد الدولي والبنك العالمي للحصول على قروض ومساعدات لسد العجز الخارجي في العملات الأجنبية"<sup>1</sup>.

"بدأ دور صندوق النقد الدولي يتعاضم في توجيه الاقتصاد الجزائري في نهاية الثمانينات خاصة بعد خطاب النوايا الذي أرسله وزير المالية، إذ بموجبه تعهدت الحكومة الجزائرية على المضي في عملية اللامركزية الاقتصادية تدريجياً، وخلق البيئة التي تمكن من اتخاذ القرار على أساس المسؤولية المالية والربحية والاعتماد الكبير على ميكانيزم الأسعار بما في ذلك سياسة سعر الصرف. وأكدت الرسالة أيضاً، بأن العنصر الأساسي في الإصلاح الاقتصادي الذي تريد الحكومة تطبيقه بالفعل هو توسيع دور القطاع الخاص"<sup>2</sup>.

لم تنجح الحكومة في عملية المرور إلى اقتصاد السوق باستخدام المؤسسات العمومية ذات الطابع الاقتصادي، في هذا الصدد يقول البعض: "حيث سرعان ما

<sup>1</sup> . بطاهر علي، سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الأول، السداسي الثاني، 2004، ص. 181.

<sup>2</sup> . التقرير الاستراتيجي العربي 1989، القاهرة، 1990، ص. 354، أشار إليه، بطاهر علي، المرجع السابق، ص. 182.

تعرضت هذه الأخيرة لاختلال هيكلي عجل بحلها أو خوصصتها، رغم سياسات دعمها وتطهيرها المالي الذي استهلك قرابة 20 مليار دولار<sup>1</sup>.

أمام هذا الإخفاق قامت الحكومة بفتح الباب على مصراعيه للقطاع الخاص وتخلت عن فكرة المرور لاقتصاد السوق عن طريق المؤسسة العمومية الاقتصادية وحدها. وسارعت الحكومة إلى تهيئة الأرضية لاقتصاد السوق بطريقة أكثر جدية.

بعد صدور قانون المستثمرات الفلاحية رقم 19/87، وقانون استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية رقم 01/88 كخطوة عملية أولى تم صبها في وعاء محاولة الإصلاح للاقتصاد المتدهور. تلا ذلك إعادة صياغة المنظومة التشريعية الاقتصادية والمالية برمتها فصدرت عدة تشريعات، من بينها القانون رقم 10/90 المؤرخ في 14/04/90 المتعلق بالنقد والقرض<sup>2</sup>، القانون رقم 08/93 المؤرخ في 25/04/93 المعدل والمتمم للقانون التجاري<sup>3</sup> الصادر بموجب الأمر رقم 59/75 المؤرخ في 26/09/1975، المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، القانون رقم 12/93 المؤرخ في 05/10/1993 المتعلق بترقية الاستثمار<sup>4</sup>، الأمر رقم 06/95 المؤرخ في 25/01/1995 المتضمن قانون المنافسة<sup>5</sup>، القانون رقم 22/95 المؤرخ في 26/08/1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية<sup>6</sup>، القانون رقم 04/01 المؤرخ في 20/08/2001

<sup>1</sup> عجة الجيلالي، المرجع السابق، ص. 6.

<sup>2</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 16 لسنة 1990.

<sup>3</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 27 لسنة 1993.

<sup>4</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34 لسنة 1993.

<sup>5</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 48 لسنة 1995.

<sup>6</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 48 لسنة 1995.

المتعلق بتنظيم وبتسيير المؤسسات العمومية وخصوصتها، الأمر رقم 95-25 الصادر في 25 سبتمبر 1995، المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة.

بصدور هذا الكم الهائل من التشريعات تغيرت معالم الاقتصاد السياسي الجزائري ليتحول إلى نظام اقتصاد السوق الذي يعتمد أساساً على قانون التجارة بعيداً عن تدخل الدولة إلا بالقدر الذي يضبط هذه السوق.

لكن رغم ذلك يقول البعض أنه: "منذ نهاية سنوات السبعينات إلى اليوم لا تزال الدولة تتحكم في الاقتصاد، لا يوجد تغيير حقيقي في التوجه الاقتصادي. وما حدث لا يتجاوز كونه عملية إلباس الاقتصاد الجزائري معطف الليبرالي. وما يتواجد إلى غاية اليوم تحت المعطف هو مجرد اقتصاد موجه (متحكم فيه فعليا) في أغلبه من طرف الدولة"<sup>1</sup>.

ومال البعض الآخر في وقت سابق نفس الميل فقال: "الاقتصاد الجزائري يعاني وبشكل كبير من تدخل الدولة وخاصة فيما يتعلق بالانتقال من الاقتصاد الموجه إلى الاقتصاد الحر"<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> . عبد الحميد طهار، وزير جزائري سابق، مداخلة تم إلقاؤها في الملتقى الدولي بعنوان المؤسسات والتنمية الاقتصادية، دروس من الاقتصاد الانتقالي، يومي 16 و 17 ديسمبر 2017، كلية الاقتصاد، جامعة معسكر.

<sup>2</sup> . الهادي خالدي، الوزير الجزائري الأسبق للتكوين والتعليم المهنيين، مقال صحفي منشور في جريدة الشروق الجزائرية بعنوان: السوق الموازية في الجزائر تحتكر 4000 مليار دينار، محاضرة بكلية الاقتصاد بجامعة محمد بوضياف بولاية المسيلة، بتاريخ 3/11/2015، المقال الصحفي منشور بتاريخ 4/11/2015، بقلم الصحفي س.ع.، الموقع

المقصود باللغة القانونية أن الدولة لا تزال تتحكم في الاقتصاد بطريق الوسائل الإدارية التقليدية التي تملكها السلطة التنفيذية، هذه الوسائل معروفة في علم القانون الإداري بأنها تعتبر طريقة بطيئة جدا، كمنظية القرار الإداري الذي يعتبر الذراع الرئيسية التي تنجز عن طريقها السلطة التنفيذية لأغلب مهامها، هذه الوسيلة تتميز بالبطء لأن من أحد أركان صحتها هو وجوب احترام الشكل الضروري والإجراءات والآجال التي يفرضها القانون، والبطء من شأنه أن يحدث أضرار بالغة بالاقتصاد.

الاقتصاد يحكمه قانون التجارة الذي يتميز بالسرعة والائتمان. الوسائل والشكليات التقليدية التي يتميز بها القانون الإداري والتي لا تتحرك السلطة التنفيذية إلا باستعمالها، لا يمكن أن يدار عن طريقها الاقتصاد، ويجب فقط ضبط الاقتصاد من طرف السلطة.

لهذا السبب تحديدا أنشأت العديد من سلطات الضبط الاقتصادي المستقلة عن السلطات المركزية من أجل تفادي سلبيات التأثير على الاقتصاد من طرف الإدارة، من بين أشهر هذه السلطات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>1</sup>.

تخلت الدولة عن فكرة الدعم المالي للمؤسسات العمومية الصناعية والتجارية وبدأت الحكومة تبحث عن مصادر تمويل أخرى لهذه المؤسسات، اعتمدت هذه الأخيرة على طرق التمويل التقليدية عن طريق البنوك، وبذلت أيضا مجهودات في التسيير لتضمن لنفسها تمويل ذاتي كاف إلا أن هذه الطرق التمويلية أصبحت مرهقة جدا، أو

---

الإلكتروني للجريدة ([www.echoroukonline.com/ara/articles/260281.html](http://www.echoroukonline.com/ara/articles/260281.html))، شوهديوم 1 / 3 /

.2015

<sup>1</sup>. أنظر حول لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المطلب الأول من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الأول.

يتعذر اللجوء إليها، على أن أكبر المشاكل على الإطلاق والتي تعيق هذه الطريقة التمويلية في الجزائر تتمثل في ضعف السيولة في البنوك بسبب ثقافة الاكتناز وتوسع السوق الموازية، فضلا عن ذلك فإن المجتمع الجزائري يدين بالإسلام ويمقت البنوك التي تتعامل بالفائدة الربوية<sup>1</sup>. حينها بدأ التفكير جدياً في إنشاء بورصة للقيم المنقولة.

التحول نحو اقتصاد السوق والخصوصية يحتاج إلى مصادر للتمويل المالي للمؤسسات والشركات سواء كانت خاصة أو عامة. تعتبر بورصة القيم المنقولة المصدر الأمثل لرؤوس الأموال التي تحتاجها المشروعات الضخمة التي لا يقوى الأفراد والشركات الخاصة العائلية الفتية التي بدأت تظهر مباشرة بعد تعديل القانون التجاري الجزائري سنة 1993، على مباشرتها والاستثمار فيها نظرا لضعف رأسها وإمكاناتها.

المؤسسات التي تباشر هذه المشروعات الضخمة يمكنها الحصول على رؤوس الأموال من أجل تمويل نشاطاتها عن طريق اللجوء إلى البنوك، لكن طريقة التمويل هذه، تتميز بارتفاع تكلفتها وشدة وطأتها على توازنها المالي، فضلا عن الإجراءات المعقدة وطول مدتها. وهذا ما يدفع المؤسسات إما إلى "الاعتماد على رأسها الخاص

---

<sup>1</sup> . أخيرا، وبعد مدة طويلة من الشد والجذب، بنك الجزائر يصدر النظام رقم 02 / 18 المؤرخ في 4 نوفمبر سنة 2008، (ج. ر. عدد 73، المؤرخة في 9 ديسمبر 2018، ص. 20) يتضمن قواعد ممارسة العمليات المصرفية المتعلقة بالصيرفة التشاركية من طرف المصارف والمؤسسات المالية. مع العلم أن الكثير من الدول في العالم مثل بريطانيا وفرنسا، تسابقت على العمل بنظام التمويل الإسلامي منذ الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، بل قبل هذا التاريخ في بعض الدول مثل بريطانيا، بعد أن ثبت جليا كفاءة هذا النظام. في سنة 2020 ألغي هذا النظام وتم تعويضه بالنظام رقم 02-20، المؤرخ في 15 مارس 2020، والذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية.

وانصرافها عن وسيلة الاقتراض من البنوك"<sup>1</sup>، وإما أن تلجأ إلى وسيلة تمويل أخرى أكثر لطفاً إذا كانت ترغب في تدعيم وتوسيع نشاطاتها التجارية، تتمثل هذه الوسيلة في اللجوء إلى البورصة.

بورصات الأوراق المالية في الدول المتقدمة ضاعفت الثروة الاقتصادية وحسنت أداء الشركات التي تجمع رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع مشروعاتها باستمرار عن طريق لجوئها إلى الادخار العلني، تطرح قيماً منقولة في البورصة لتداولها من طرف المستثمرين بيعاً وشراءً فيتم توجيه رؤوس الأموال نحو الاستثمارات الناجحة تلقائياً في المجالات الإنتاجية والخدمية.

لكن في الجزائر هناك خصوصية مرتبطة بالثقافة الاقتصادية والاجتماعية قد تؤثر تأثيراً عميقاً على قيام سوق قيم منقولة قوية قادرة على لعب دور شبيه بمثيلاتها في الدول الغربية. حيث في الجزائر التي تعد بلدا ناميا يرى البعض: أننا "لسنا معتادين كثيرا على فكرة الأسهم، هذا راجع إلى الارتباك الموجود بين مصطلح الأصول ومصطلح رأس المال. فالثروة موجودة في الجزائر رغم أنها تميل إلى الاختفاء مع الملكية الزراعية للريفيين الجزائريين والرعاة الرحل"<sup>2</sup>. فضلا عن لجوء المستثمرين إلى السوق الموازية<sup>3</sup> أو السوق السوداء بدلا من سوق القيم المنقولة، وكذلك تفضيل الاكتناز عن

---

<sup>1</sup>. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002، ص. 06.

<sup>2</sup> Malek BENNABI, Les conditions de la renaissance, Editions S.E.C. 1/92, P. 50. Cité par Mansour MANSOURI, La bourse des valeurs mobilières d'Alger., Edition HOUMA, 2005, Alger., P. 11 et s.

<sup>3</sup> حجم السوق الموازية في الجزائر يمثل ما بين 40 إلى 50 ٪ من الناتج المحلي الخام.

الادخار بسبب ضعف الثقة في النظام المالي من جهة، ومن جهة أخرى التهرب من الجباية التي يرون أنها فاحشة جدا.

مثلا في سنة 2020 انسحبت شركة رويبة من بورصة الجزائر<sup>1</sup>. الانسحاب تزامن مع انتهاء فترة الإعفاء الضريبي الذي كانت قد استفادت منه، طبقا لميزة الإعفاء المقررة لصالح الشركات التي تفتح رأسها في بورصة الجزائر؛ نجزم أن السبب في ذلك هو أنها لم تعد تقوى على مواجهة المنافسة غير العادلة في السوق، الانضمام إلى بورصة الجزائر يؤدي إلى إخضاع الشركة إلى نظام شفافية محكم، يؤدي ذلك إلى تحديد رقم أعمال وأرباح الشركة بدقة، ستدفع الشركة الضرائب كاملة، في حين منافسيها في السوق جل نشاطهم مخفي عن إدارة الضرائب، أرباحهم مرتفعة في السوق الموازية ومنتجاتهم أقل ثمنا من منتجات شركة رويبة للعصائر.

أيضا، هناك مشكلة ثقافية أخرى قد تؤثر سلبا على تطور بورصة القيم المنقولة بالجزائر: ظاهرة اجتماعية لها تأثير مباشر على الاقتصاد عامة ونظام التمويل ككل، ظاهرة الاكتناز، لأن هناك فرق جوهري بين الاكتناز والادخار: في اللغة الاكتناز من الكنز الذي هو: "المال المدفون"<sup>2</sup>، وهو جمع المال وتكديسه والاحتفاظ بالمتراكم منه

---

<sup>1</sup> . شركة تسيير بورصة الجزائر، إعلان رقم 20 /23 الصادر بتاريخ: 2020 /3 /22 متعلق بتعليق التداول على سهم أن سي أ رويبة تبعا لطلب العرض العمومي للسحب بعد تقديم عرض عمومي للسحب من طرف شركة رويبة بتاريخ 19 مارس 2020. كذلك الإعلان رقم 20 /42 الصادر عن شركة تسيير بورصة الجزائر بتاريخ 2020 /7 /26، يتعلق بنتائج العرض العلني للسحب لسهم أن سي أ رويبة.

<sup>2</sup> . معجم لسان العرب، منشور على الموقع الإلكتروني: (www.almaany.com).

نقدًا سائلًا لمدة زمنية طويلة بعيدًا عن التداول ومن دون فائدة أو نفع اقتصادي. كما يعرف الاكتناز في الاقتصاد بأنه: الإبقاء على جزء أو كل الفائض المالي على شكل نقود.

أما الادخار فهو: "جزء مقتطع أو متبق من الدخل بعد الاستهلاك، لغرض الإنفاق في المستقبل أو متبق للاستثمار، ومن ثم يجد الادخار طريقه إلى السوق المالي ومؤسسات الادخار التي من وظيفتها تجميع المدخرات وجعلها في متناول المنتجين، تستخدم في شراء سلع استثمارية تمثل بعدها جزءاً من الناتج المحلي يذهب إلى قطاع الإنتاج"<sup>1</sup>.

إذن، "الاكتناز هو جمع المال وتكديسه والاحتفاظ بالمتراكم منه نقدًا سائلًا مدة زمنية غالبًا ما تكون طويلة. وبذلك يظل المال المكتنز مجمدًا بعيدًا عن التداول، ومن دون فائدة مباشرة أو نفع اقتصادي. أما الادخار هو عملية اقتصادية إيجابية ومفيدة لأنه المصدر الأولي للاستثمار الذي يتولد منه الدخل الجديد، والاكتناز ظاهرة عقيمة اقتصادياً وسلبية اجتماعياً. والادخار هو الأصل في مبدأ التدفق الاقتصادي لأن المال المدخر لا يخرج من حلقة التداول بل يصب في أوعية الاستثمار مما يؤدي إلى نماء في الدخل العام"<sup>2</sup>.

فالالاكتناز هو تجميد للمدخرات بأسلوب لا يعدو كونه تراكمات في المخزون، الأمر الذي يُبقي المال بعيداً عن حركة النمو. أما النظريات النقدية فإنها تعدُّ الاكتناز: ذلك

<sup>1</sup> . المعجم: عربي عامة، منشور على الموقع الإلكتروني: (www.almaany.com).

<sup>2</sup> . محمد بشار كبارة، الاكتناز، الموسوعة العربية، المجلد الثالث، التصنيف: الاقتصاد، ص. 104 من المجلد، مقال منشور على الموقع الإلكتروني للموسوعة (www.arab-ency.com)، شوهد

يوم 28 / 12 / 2017.

الجزء المتبقي من مجمل الادخار بعد عملية تحويل الادخارات إلى استثمارات. وللاكتناز دوافع كثيرة ينطلق بعضها من رسوخ العادات الاجتماعية، ويتأصل بعضها الآخر في ذات المكتنز نفسه. بيد أن للاكتناز دوافع أكثر موضوعية كدوافع الحيطة والاستقلال والأمان عند بعض الأشخاص، ودوافع المضاربة والربح عند بعضهم الآخر<sup>1</sup>.

وإذا ما استبعدت الدوافع الذاتية البحتة، لأن سلبيتها ناجمة غالباً عن أسباب اجتماعية أو نفسية ضيقة ومحصورة بفئة معينة من البشر ولا يمكن فهمها أو تحليلها بالعقلانية الاقتصادية، ولا القانونية، فإنه يلاحظ أن ثمة أسباباً معينة تدفع الأفراد والمؤسسات المالية وأحياناً الحكومات لممارسة الاكتناز بصفة استثنائية، في حدود ضيقة وفي أوقات معينة. وغالباً ما يكون ذلك التماساً للأمان والاستقلال أو بدافع الحيطة اتقاء للطوارئ أو لأزمات متوقعة أو ممكنة<sup>2</sup>.

فقد سلك المدراء في قطاع الأعمال سلوك اكتنازي يقضي بحماية أنفسهم من الخسائر التي خلفتها الأزمة المالية الدولية والانهيارات المرتبطة بها، ما ترك فرصة قليلة للنهوض بالاستثمار والتوسع به. فمن اللافت أن الشركات اليابانية اكتنزت في فترة الأزمة المالية وفي أعقابها من عملة الين الياباني في خزائنها الحصينة نقداً بما يزيد على (2 تريليون) دولار أو ما يعادل نسبة 44 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي لليابان. في حين اكتنزت الشركات الكورية مبالغ نقدية بعمليتها الوطنية تقارب (نصف تريليون دولار) وهي تمثل نسبة قدرها 34 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي لكوريا الجنوبية. أما

1 . محمد بشار كبارة، المرجع نفسه، الصفحة نفسها، شوهد في نفس التاريخ.

2 . محمد بشار كبارة، مصدر سابق، نفس الصفحة.

الشركات الأميركية فهي الأخرى احتفظت بنحو (2 تريليون دولار نقداً) في خزائنها وبها يعادل 11 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأميركية<sup>1</sup>.

وبالتالي فإن الاكتناز ليس بأمر نادر الحدوث أو مستهجن اجتماعياً أن يُرى أشخاص معينون يحتفظون بأموال نقدية سائلة ويجسونها عن التداول والاستثمار، مؤثرين جاهزية سيولتها على أرباح توظيفها وذلك لمواجهة نوائب الحياة أو مفاجآتها، بيد أنه يلاحظ أن هذه الفئة من الناس لا تستمر عادة بالاكتناز وحبس المال بعد نقطة معينة تؤلّف بنظرهم حداً للأمان وضماناً لاستقلال اتخاذ قرار معين. كذلك فمن المألوف أن يؤثر بعض الأفراد والمؤسسات تجميد المال وحبسه سائلاً رغبة بالمضاربة أو بحافز ترقب ربح مستقبلي، فيكتنزون استعداداً لاقتناص الفرص الاستثمارية أو التجارية التي قد تبرز فجأة، والتي يتطلب العمل فيها جاهزية في رأس المال، أو يكتنزون ترقباً لركود اقتصادي ممكن حين تهبط أسعار السلع والأصول المالية، الأمر الذي يرفع القيمة الشرائية للمال المكتنز. غير أنه إذا كان كل ذلك يقع في بوتقة الحالة الخاصة للاكتناز التي يمكن تحليلها اقتصادياً والتي لا تعدو كونها اكتنازاً مؤقتاً أو حالة توسع في اقتناء رأس المال الجاهز ترقباً لإنفاق مستقبلي، فإن الحالة العامة للاكتناز، مجرداً، تبقى ظاهرة سلبية لما عليها من مآخذ اقتصادية واجتماعية<sup>2</sup>.

عالج الإسلام ظاهرة الاكتناز من ثلاث زوايا: فمن الناحية الأولى نهى عن الاكتناز وأنذر المكتنزين بعقاب أليم. فقد جاء في سورة التوبة: بسم الله الرحمن الرحيم (والذين يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ، وَلَا يُنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ، فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ. يَوْمَ يُحْمَى

<sup>1</sup> . جورج أسي، تعليق يخص الفرق بين الاكتناز والادخار، منشور على الموقع:

([www.bayt.com/fr](http://www.bayt.com/fr))، شوهد يوم 28 / 12 / 2017، على الساعة 16:00.

<sup>2</sup> . محمد بشار كبارة، مصدر سابق، نفس الصفحة.

عَلَيْهَا فِي نَارِ جَهَنَّمَ، فَتُكْوَى بِهَا جِبَاهُهُمْ وَجُنُوبُهُمْ وَظُهُورُهُمْ. هَذَا مَا كُنْتُمْ لَأَنْفُسِكُمْ، فَذُوقُوا مَا كُنْتُمْ تَكْفُرُونَ) (التوبة: 34 و 35). ومن الناحية الثانية، حث الإسلام على إنفاق المال وبشر الذين ينفقونه من غير هدر وتبذير بالجنة التي أعدت للمتقين، وقد ورد في القرآن الكريم بضع عشرة آية حثت على الإنفاق المشروع للمال؛ منها ما جاء في سورة آل عمران: (لَنْ تَنَالُوا الْبِرَّ حَتَّى تُنْفِقُوا مِمَّا تُحِبُّونَ وَمَا تُنْفِقُوا مِنْ شَيْءٍ فَإِنَّ اللَّهَ بِهِ عَلِيمٌ) (آل عمران 92). كذلك ما جاء في سورة البقرة: (الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ بِاللَّيْلِ وَالنَّهَارِ سِرًّا وَعَلَانِيَةً فَلَهُمْ أَجْرُهُمْ عِنْدَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ) (البقرة 274). بيد أن الإسلام الذي رغب عن الاكتناز وحض على الإنفاق، قد فرق بدقة بين الإنفاق المشروع على الأمور الاستهلاكية والإنتاجية وبين الإنفاق على البذخ وتبذير المال. فقد جاء في قوله تعالى: (وَأْتِ ذَا الْقُرْبَىٰ حَقَّهُ وَالْمِسْكِينَ وَابْنَ السَّبِيلِ وَلَا تُبَذِّرْ تَبْذِيرًا) (الإسراء 26). أما الناحية الثالثة التي عالج الإسلام فيها مسألة الاكتناز فقد جاءت عن طريق أحكام أحد أركان الإسلام وهو الزكاة. وقد ورد ذكر الزكاة في اثنين وثلاثين موضعاً من القرآن الكريم، وهي تؤلف آلية تعمل تلقائياً على تقليص المال المكتنز وإذابته كلياً، إذ توجب على المكتنز دفع نصاب محدد سنوياً زكاة ماله (سورة الزكاة)، وتحفز صاحب المال على استغلاله لجعل أعماله رابحة وثروته نامية، هذا إضافة إلى أن أحكام الزكاة تخول أولياء الأمر إنفاق حصيلة الزكاة في أوجه مشروعة متعددة، فتعاد هذه الأموال لتدخل أقدية العجلة الاقتصادية من جديد فينتفع من حركتها واستثمارها المجتمع كله<sup>1</sup>. ولهذا تجب زكاة المال في النقود متى بلغت نصاباً وحال عليها الحول ولم يكن لها نهاء حقيقي وبالفعل، لأنها مال نام حكماً وبالقوة والزكاة متعلقها الأموال ذات النهاء

<sup>1</sup> . محمد بشار كبارة، مصدر سابق، نفس الصفحة.

بالقوة أو بالفعل. قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: (ثمروا أموالكم فإن الزكاة تكاد تأكلها)<sup>1</sup>.

عادة الاكتناز مشكلة عميقة جدا في البلدان النامية بالمقارنة مع البلدان المتطورة؛ حيث يعد ثقافة اجتماعية أكثر تجذرا في الدول المتخلفة، مما أدى إلى إعاقة التنمية في هذه البلدان وأفضل أي محاولة للنهوض بها اقتصاديا واجتماعيا.

في وقت يعيش فيه العالم أزمة مالية خانقة من سنة 2008<sup>2</sup>، بعض آثار تلك الأزمة مستمرة إلى اليوم؛ أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية ودول أخرى رغم ثقلها الاقتصادي في العالم كافحت حكوماتها من أجل توفير الحد الأدنى من الظروف الملائمة لصالح المؤسسات الاقتصادية الحساسة أو على الأقل تخفيض وتيرة نسبة البطالة التي أصبحت تتسارع بشكل ينبئ بالسوء.

في المقابل تضاعفت الثروة في بلادنا، ولم تبدو عليها أعراض الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، لكن تلك الثروة سرعان ما تختفي، ولا يتم تداولها بالكيفية المطلوبة من أجل إنعاش السوق، حيث الجزء اليسير منها فقط تستفيد منه القطاعات التي تحتاج إلى التمويل.

تواجه بورصة الجزائر منذ تأسيسها معوقات جذرية وهيكلية حدثت بشكل كبير من قدرتها على القيام بأدوارها الأساسية، حيث عانت ولا تزال من قلة الشركات

---

<sup>1</sup> . شوقي إسماعيل شحاتة، مفاهيم إسلامية في النقود، والفرق بين الاكتناز والادخار، مجلة المسلم المعاصر، العدد 14، لبنان، 1978، مقال منشور على موقع المجلة (<http://almuslimalmuaser.org>)، شوهذ يوم 28 مارس 2016.

<sup>2</sup> - الأزمة المالية العالمية: منذ سنة 2008 إلى يومنا هذا سنة 2020.

المدرجة فيها. نتج عن ذلك عرض محدود جدا لجلب الادخار، ما دفع المدخرين الأوائل إلى التمسك بقوة بالقيم المنقولة التي سبق أن اشتروها، لسببين:

السبب الأول: الفوائد السنوية المغرية التي يتحصلون عليها سنويا بمناسبة تقسيم الأرباح من طرف الشركات المساهمة والتي بلغت نسبتها حدود 11 بالمائة لدى بعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، هذا الإغراء الذي لا يقاوم لا تعرضه البنوك من جهة، ومن جهة أخرى يعتبر متوافقا مع الشريعة الإسلامية، حيث أنه من بين الأسباب الرئيسية التي تنفر الجزائريين من اللجوء إلى الادخار في البنوك التجارية هو كون أغلب عروضها غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية فضلا عن قيمة العائدات الرمزية التي تعرضها.

وأما السبب الثاني: فهو عدم تمكن هؤلاء المدخرين من الحصول على فرصة ثانية من أجل شراء قيم منقولة بديلة في حالة قيامهم ببيع الأسهم التي يملكونها، نظرا لندرة العرض بسبب تمسك المالكين بأسهمهم وقلة الشركات حديثة الانضمام للبورصة.

أنشأ المشرع الجزائري العديد من المؤسسات التي تحكم وتنظم سوق المال الثانوية (بورصة القيم المنقولة) مدعمة بتكنولوجيات وأنظمة حديثة من شأنها أن تدعم النمو الاقتصادي للبلاد بكفاءة إذا تم تسييرها بالطريقة الصحيحة. إلا أن كل هذه الاستعدادات قد لا تكون ذات جدوى بدون وعي المستثمرين وطالبي رؤوس الأموال، أو بدون إرادة سياسية واضحة<sup>1</sup>. أيضا، لا يمكن لبورصة الجزائر أن تساهم في تمويل

---

<sup>1</sup> . الدولة مترددة كثيرا في فتح جزء من رأسمال المؤسسات الاقتصادية العمومية للاكتتاب العام عن طريق بورصة الجزائر، بطريقة غير مفهومة، رغم أن هذا الإجراء قد يساعد كثيرا في حوكمتها، لأنه في حالة فتح جزء من رأسمالها عن طريق بورصة الجزائر ستكون تحت رقابة الملايين من المساهمين المواطنين الذين سيكتتبون في رأسمالها.

الاقتصاد الوطني عند مستوى مقبول دون وضع نظام جاد لدمج الاقتصاد الموازي ومكافحة التهرب الضريبي.

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تعد الهيئة التي تضبط سوق التداول، وشركة تسيير بورصة الجزائر تشرف على التسيير المادي لعمليات التداول. هذين الجهازين يشرفان على تداول رؤوس الأموال في بورصة الجزائر وفق أنظمة بالغة التعقيد والحساسية.

بسبب حداثة البورصة في الجزائر فإن عمليات تداول القيم المنقولة وقواعدها لا زالت مجهولة لشريحة كبيرة من المستثمرين والمدخرين والأكاديميين. ما يجعل من دراسة الموضوع من جوانبه القانونية المختلفة حاجة ملحة. نظرا للتساؤلات المطروحة حول بورصة الجزائر بوصفها مكانا لتداول رؤوس الأموال وتمويل قطاع العجز في السوق المالية الجزائرية؟ ونظرا كذلك للتساؤلات المثارة حول الأدوات المالية محل التداول فيها أو القيم المنقولة المقبولة في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر؟ ونظرا أيضا للتساؤلات المطروحة حول الأجهزة التي تشرف على عمليات التداول في بورصة الجزائر؟ وأخيرا، هناك الكثير من التساؤلات القانونية حول نظام التداول في بورصة الجزائر تتعلق بمدى نجاح المشرع في وضعه لهذا النظام في فترة تميزت بالانتقال من نظام الاقتصاد الموجه إلى نظام اقتصاد السوق، في ذلك الوقت؛ لم يكن إطارا الدولة متعددين كثيرا على الأنظمة الليبيرالية؟

من أجل مناقشة هذه التساؤلات سنقوم في مرحلة أولى من هذا البحث بتحديد مكان ومحل التداول (الباب الأول)، ليتسنى لنا بعد ذلك التطرق إلى نظام التداول في بورصة الجزائر (الباب الثاني).

## **الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة**

نعرض في هذا الباب للتحديد الدقيق والمفصل للبنية الثلاثية لبورصة القيم بالجزائر؛ أي كل من مكان ومحل وأشخاص التداول، حيث لا يمكن البحث مطلقاً في عمليات تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر إلا بعد البحث من أجل فهم معنى البورصة بوصفها سوقاً يقصده عدة أطراف؛ المتدخلون كالوسطاء، وطالبي رأس المال كالشركات المساهمة، الدولة وفروعها، ورجال الأعمال وغيرهم وكذلك المستثمرون، في وجود هيئات ضبط وتسيير تنظم العلاقة بين هؤلاء المتدخلين، الوسطاء والعملاء.

وجود بورصة يتم فيها تداول قيماً منقولة، يعني وجود أشخاص طبيعيين ومعنويين يساهمون بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في عمليات الاكتتاب والبيع والشراء للأوراق المالية، حيث تتشكل بورصة الجزائر من عدة أشخاص معنوية: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تمارس سلطة الضبط على هذه السوق والتي تعتبر هيئة إدارية مستقلة عن الدولة، وشركة تسيير بورصة الجزائر التي يملك رأس مالها الوسطاء في عمليات البورصة، تختص بتسيير عمليات التداول. وهناك متدخلين آخرين هم الوسطاء في عمليات البورصة، والمؤتمن المركزي على السندات<sup>1</sup>، وكذلك الجمهور أو

---

<sup>1</sup> . أنشئت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وكذلك شركة تسيير بورصة الجزائر، والمؤتمن المركزي على السندات بموجب المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993) معدل ومتمم بالأمر رقم 96 / 10 المؤرخ في 10 يناير 1996 [الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996]. والمعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 03 / 04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة

المدخرين، وشركات المساهمة، المؤسسات العمومية الصناعية والتجارية وكذلك الدولة وفروعها (الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة).

بعد البحث في تفاصيل وماهية مكان التداول أو البورصة بالمفهوم الضيق والمادي وكذلك المفهوم الواسع لسوق البورصة في الجزائر والهيئات القائمة على عمليات التداول فيها، فانه من المنطقي أن نبحث في محل التداول أي أنه لا يمكن أن نتصور وجود بورصة دون وجود قيماً منقولة كالأسهم والسندات والمنتجات المالية الأخرى التي تطرحها الجهات التي تطلب رأس المال، حيث يتم تداولها فيها من طرف الجمهور بعد طرحها للتداول من طرف شركات المساهمة أو من طرف الدولة أو أحد فروعها (الفصل الثاني: محل التداول في بورصة الجزائر).

## الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

عندما نتحدث عن مكان التداول في بورصة الجزائر يبدو للوهلة الأولى أن هناك حيزا مكانيا ضيقا يتم فيه إبرام عقود البيع والشراء للقيم المنقولة المعروضة في سوق بورصة الجزائر، وهو الردهة أو القاعة التي يتم فيها مقابلة عروض البيع مع عروض الشراء من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.

قد يصدق هذا التخمين في الوقت الحالي، وتعتبر الردهة التي تبرم فيها الصفقات هي نفسها مكان تداول القيم المنقولة، وبالتالي تكون هي نفسها مكان انعقاد عقود البيع الواردة على القيم المنقولة، وكل ما ينتج عن ذلك من أعمال قواعد النظرية العامة للعقد الخاصة بمكان انعقاد العقد، لكن حقيقة الأمر أن هذا الضن ظرفي ولا يجب أن يستمر في النظام القانوني للبورصة الجزائرية، في وقت أصبح الحيز الجغرافي أو العقار الذي تتواجد فيه ردهة التداول من دون أي قيمة قانونية أو عملية في الكثير من الدول.

المشرع الجزائري اعتمد تعريفا ماديا لبورصة القيم المنقولة، حيث اختزلها في الردهة التي تعقد فيها جلسات التداول<sup>1</sup>. وهو ما يعتبر عيبا جسيما يجب تداركه، لأن الأمر يتعلق بقواعد قانونية ذات أثر بالغ في عدة قوانين مثل مكان انعقاد العقد في القواعد العامة<sup>2</sup>، مكان التسليم للشيء محل العقد<sup>3</sup>، قواعد الاختصاص القضائي في

---

<sup>1</sup>. أنظر فيما يتعلق بتعريف بورصة الجزائر المطلب الأول من المبحث الأول من الفصل الأول من الباب الأول من هذه الأطروحة.

<sup>2</sup>. نصت المادة 67 من القانون المدني الجزائري: "يعتبر التعاقد ما بين الغائبين قد تم في المكان وفي الزمان اللذين يعلم فيهما الموجب بالقبول، ما لم يوجد اتفاق أو نص قانوني يقضي بغير ذلك.

ويفترض أن الموجب قد علم بالقبول في المكان، وفي الزمان اللذين وصل إليه فيهما القبول."

<sup>3</sup>. نصت المادة 282 من القانون المدني الجزائري: "إذا كان محل الالتزام شيئا معيننا بالذات، وجب تسليمه في المكان الذي كان موجودا فيه وقت نشوء الالتزام ما لم يوجد اتفاق أو نص يقضي

المواد المدنية، الإدارية، والجنائية، ومكان ارتكاب الجريمة في القانون الجنائي. لأن مفهوم السوق تغير تغيرا ثوريا، فأصبحت البورصات العالمية تتخطى المكان أو المدينة أو الدولة الموجودة فيها، حيث يمكن تداول السندات وعقد الصفقات في الكثير من البورصات العالمية من أي مكان في العالم مربوط بشبكة الأنترنت.

طغيان التعامل عبر شبكة الأنترنت في العالم صعب كثيرا من كيفية تحديد مكان مجلس العقد. وأكثر العقود التي تأثرت بهذا الوضع هي عقود التداول في البورصة (عمليات التداول)<sup>1</sup> أي بيع وشراء القيم المنقولة المسعرة في البورصة. ولم تنحصر الصعوبة الناتجة عن التعامل عبر شبكة المعلومات في كيفية تحديد مجلس العقد بل امتدت إلى نظام الرقابة على عمليات التداول الإلكترونية للسندات في البورصة ومدى التحكم فيها.

بورصة القيم المنقولة بالجزائر سوق حديثة لم يشهد النظام المالي في القانون الجزائري مثيلا لها من قبل، وهو ما يفسر غموض هذه الهيئة في أذهان الكثير من الناس. لهذا سنحاول في هذا الفصل تحديد مفهومها، تطورها التاريخي والبحث في ظروف نشأة بورصة القيم المنقولة في الجزائر (المبحث الأول)، ثم نبين هيئات التداول في بورصة الجزائر (المبحث الثاني).

---

بخلاف ذلك. أما في الالتزامات الأخرى فيكون الوفاء في المكان الذي يوجد فيه موطن المدين وقت الوفاء، أو في المكان الذي يوجد فيه مركز مؤسسته إذا كان الالتزام متعلق بهذه المؤسسة.<sup>1</sup> أنظر بالتفصيل مفهوم عمليات التداول في البورصة المطلوب الأول من المبحث الأول من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

### المبحث الأول: مفهوم بورصة القيم المنقولة

تعتبر بورصة القيم المنقولة القناة أو الممر، إن صح القول، والذي تسلكه الأوعية الادخارية الفائضة الموجودة تحت يد أشخاص طبيعيين أو معنويين وطنيين أو أجانب، كالعمال، الفلاحين، الموظفين، المتقاعدين والتجار، وحتى العاطلين عن العمل إذا امتلكوا فوائض مالية آلت إليهم بطريق مشروع كالهبة أو الميراث...، الشركات التجارية والمدنية، المؤسسات العمومية الصناعية والتجارية، أو كل كيان أو هيئة ترغب في تنمية مدخراتها.

هذه القناة يتم عبرها الدفع بسرعة فائقة وبسلاسة وبطريقة بسيطة قليلة التعقيد ومباشرة لتلك المدخرات إلى حساب صاحب الوعاء الاستثماري، هذا الأخير يترتب في قطاع العجز الذي يحتاج إلى التمويل، قد يكون إما شركة مساهمة تطرح أسهما تمثل جزئاً أو كل رأس مالها، لإنعاش المشروع أو توسيعه، ليصبح كل مشتري لجزء من هذه الأسهم شريكاً في الشركة دون أن يحمله القانون التزامات التجار من حيث المبدأ.

أو قد يكون مشتري الأسهم شخصاً عاماً أو خاصاً يستدين هذه الفوائض المالية لأجل محدد بفائدة ثابتة كسندات الدين التقليدية، أو فائدة متغيرة مثل حالة الصكوك الإسلامية، عن طريق طرح سندات تمثل ديناً في ذمته، لصالح كل مشتري لبعض من هذه السندات.

هذا ما يسمى التمويل المباشر من قطاعات الفائض لصالح قطاعات العجز مباشرة دون وجود طرف ثالث يقوم بجمع الأوعية الادخارية ليقوم بعد ذلك بتوجيهها نحو الأوعية الاستثمارية لصالح الشركات المساهمة والهيئات المستدينة، بمفهوم المخالفة؛ فإن التمويل غير المباشر الذي يتم عن طريق البنوك يعد البديل الذي

لا يجبذه الكثير من التجار والأعوان الاقتصاديين وحتى المؤسسات العمومية الاقتصادية، والدولة عندما تستدين، نظرا لما تفرضه هذه المؤسسات المالية من فوائد مرتفعة وشروط جزائية فاحشة ومواعيد محددة بدقة وطول في الإجراءات قد تتعارض مع أهداف المشروع والمرونة التي يحتاج إليها.

إذ أن التمويل المباشر عن طريق البورصة، أصبح اليوم في الدول المتقدمة النمط الذي تفضله الشركات كثيرا وتسعى جاهدة لتستوفي الشروط الضرورية للدخول في البورصة مهما كانت صعبة ومعقدة.

من اجل تحديد مفهوم البورصة نعرفها (المطلب الأول). ثم نشير إلى التطور التاريخي الذي مرت به بورصات القيم المنقولة لتصل إلى شكلها القانوني الحالي (المطلب الثاني).

### **المطلب الأول: تعريف بورصة القيم المنقولة**

ليصبح مفهوم بورصة القيم المنقولة كاملا في أذهاننا، علينا أولا أن نقوم بضبط مصطلح بورصة القيم المنقولة وتبيين أصله (الفرع الأول)، ونبحث بعد ذلك في تحديد تعريف مضبوط لبورصة الجزائر بعد العرض بدقة للكثير من التعريفات والمفاهيم الواردة في الفقه والقضاء (الفرع الثاني).

### **الفرع الأول: أصل مصطلح "بورصة":**

مصطلح "بورصة" يبدو ذا مفهوم معروف للجميع ولا يشوبه أي غموض، لكن في الحقيقة الكثير من الناس يجهلون معناه. فبالرغم من أن المصطلح أصبح يدل في جميع لغات الشعوب على السوق المنظم الذي يلتقي فيه المستثمرون (المدخرون) من جهة،

وشركات المساهمة والدولة وفروعها بهدف الاستثمار وتداول القيم المنقولة، إلا أن المفهوم الدقيق للمصطلح مازال يكتنفه الكثير من الغموض<sup>1</sup>.

تنسب كلمة بورصة لعائلة "فان دير بيرس" البلجيكية "Van Der Beurse" والتي أشتهر عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسة لنزلاء الفنادق الوافدين على مدينة "Broker-Innkeepers" وذلك طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر فلم يكن مستغربا أن يتسمى الميدان الذي تحيط به ثلاث قنصليات ويعد ملتقى التجار الذين يتعاملون في مختلف أنواع السلع وتجمع رجال الأعمال، باسم هذه العائلة، أي عائلة فان دير بيرس. وقد دعت هذه الظروف إلى إطلاق لفظ البورصة فيما بعد على ذلك المكان المتسع الذي تحيطه الأروقة وتتوسطه الأعمدة في مدينة أنترب Antwerp الفنلندية المعروفة بأنفرس، حيث أقيمت هذه البورصة على أنقاض بورصة بروج. وكلمة Bourse باللغة الجرمانية تعني كيس النقود وهي باللغة الفرنسية Bourse وبالانجليزية "Purse"<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> . جهل معنى بورصة الجزائر لا يقتصر على العامة من الشعب الجزائري فقط، وإنما ما لفت انتباهي طيلة عدة سنوات بمناسبة تكليفي بتدريس مقياس قانون البورصة في كلية الاقتصاد، أن جهل مفهوم بورصة الجزائر موجود لدى طلبة الاقتصاد أيضا، أي لدى خاصة الشعب؛ حيث في بداية السداسي الدراسي على مدى عدة سنوات كنت أطرح نفس السؤال: ماذا تعرفون عن بورصة القيم المنقولة في الجزائر؟ تشابهت الإجابات: يقولون: بورصة الدواجن وبورصة العملة الصعبة (السكوار)، رغم أن هذه البورصات منعدمة قانونا، ولو افترضنا وجودها فهي لا علاقة لها ببورصة القيم المنقولة، وإنما هي بورصة سلع وبورصة نقد على الترتيب.

<sup>2</sup> . صادق حنين، بحوث في أعمال البورصات، أشار إليه عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2009، ص. 22.

وكان الصيرفي Van Den Beurse يضع على باب الفندق الذي يملكه لافتة بارزة تحمل عبارة (Bourse à écus) أي بورصة الأموال، فكان التجار يجتمعون لتبادل الصفقات أمام ذلك الفندق<sup>1</sup>.

### **الفرع الثاني: تعريف بورصة الجزائر**

لأن موضوع هذه الدراسة يتعلق ببورصة القيم، فانه لا بد أن نعرض أهم التعاريف التي جاء بها الفقه القانوني، القضاء والتشريع بشأنها. ولأنه من غير الممكن أن يزول الغموض بصدد ماهية بورصة القيم المنقولة إلا بطريق تمييزها عن أنواع البورصات الأخرى.

قد نصادف في الكثير من المصادر الفقهية والقضائية عدة تسميات للبورصة: السوق المالية، سوق الأوراق المالية، بورصة القيم المنقولة... إذ يسميها البعض بسوق المال<sup>2</sup>، يعيب الفقه<sup>3</sup> على هذه التسمية بأنها عامة بحيث تشمل سوق الأموال قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل، ويعيب أيضا على البعض الآخر<sup>4</sup> الذي سهاها بسوق رأس المال أن هذه التسمية هي الأخرى تتسم بالعمومية كالتسمية السابقة.

<sup>1</sup> . المرجع السابق، الصفحة نفسها.

<sup>2</sup> محمود صبيح، الابتكارات المالية والمؤسسات والأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، الناشر المؤلف، ط 1، مصر 1998، ص. 29. أشار إليه عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق الإشارة إليه، ص. 24.

<sup>3</sup> عبد الباسط كريم مولود، مرجع سبق الإشارة إليه، ص. 24.

<sup>4</sup> مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1996 ص. 509. أشار إليه عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق الإشارة إليه، ص. 24.

جانب آخر من الفقه يعرف بورصة القيم المنقولة بأنها: "السوق الذي تتم فيه عملية التداول للقيم المنقولة، عن طريق وسطاء تداول يملكون اعتماداً رسمياً، بإتباع شكل محدد. وهي سوق ذات طابع تجاري استناداً إلى طبيعة نظام العمل فيها، إلا أن المتداولون فيها من بائعين ومشتريين ليسوا تجاراً"<sup>1</sup>.

هذا التعريف يصف بورصة القيم بالسوق ولم يحددها بمكان جغرافي معين، وهو ما يتفق والمفهوم الحديث للبورصة التي تجرى فيها الصفقات بالطريق الإلكتروني على قيم منقولة مجردة من طابعها المادي، ومقيدة في شكل حسابات، يمكن أن تباع أو تشتري القيم المنقولة فيها عن بعد بواسطة نظام إلكتروني مربوط بالإنترنت، هذا النظام يختزل المكان الجغرافي ليصبح عامل ثانوي ليس له أي أهمية تذكر.

ولا يمكن المالك للقيم أن يتداول إلا عن طريق وسطاء في عمليات البورصة يملكون الاعتماد الرسمي الممنوح من طرف هيئة ضبط السوق<sup>2</sup>. ويقوم الوسيط بإبرام الصفقات لصالح الزبائن بعد إتباع أشكال وإجراءات محددة قانوناً. والبورصة سوق خاضعة لأحكام قانون التجارة رغم أن مرتاديه من بائعين ومشتريين للقيم المنقولة لا يخضعون لأحكام القانون التجاري أو هم ليسوا تجاراً.

---

<sup>1</sup> G. Ripert / R. Roblot, *Traité de Droit Commercial*, TOME 2, 16<sup>e</sup> édition, L.G.D.J, Paris, 2000, P. 46.

<sup>2</sup> سلطة ضبط السوق في القانون الجزائري هي "لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB" أنظر فيما يخص اللجنة المطلب الأول من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الأول من هذه الأطروحة.

المشروع الجزائري لم يعط تعريفاً قانونياً دقيقاً لبورصة القيم، واكتفى بالإشارة إلى معالمها المادية، فنص في المادة الأولى الفقرة الثانية من المرسوم التشريعي رقم 10 / 93<sup>1</sup> المتعلق ببورصة القيم المنقولة بأنه: "تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

يتضح جلياً من خلال هذا النص أن المشروع تفادى الخوض في مغامرة تعريف بورصة الجزائر تعريفاً قانونياً دقيقاً قد يتعرض من خلاله للنقد أو قد لا يتمكن من الإحاطة بجميع جوانبه القانونية أو أن يقع في تناقض من شأنه أن يحدث مشكلات عملية في المستقبل، أو أن المشروع تعمد ترك مهمة التعريف القانوني لبورصة القيم للفقهاء.

أيضاً يتضح من خلال كلمة "إطاراً" المذكورة في هذا النص أن المشروع لا يعرف بورصة القيم تعريفاً قانونياً، وإنما يشير فقط إلى هيكلها المادي أو المبنى أو الردهة التي يقصدها البائعون والمشترون للقيم المنقولة الذين ينوب عنهم الوسطاء في عمليات التداول من أجل التفاوض باسمهم ولحسابهم على قيم منقولة طرحتها الدولة

---

<sup>1</sup> المرسوم التشريعي رقم 10 / 93 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993) معدل ومتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 يناير 1996 (الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996). والمعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم. تحت رقابة هيئة ضبط السوق: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

مثل هذا التعريف المادي الذي اعتمده المشرع ينتقده الفقه لأنه "حصر نطاق البورصة بالممارسات التي تتم بالمكان المخصص لها فقط. ولا ريب في أنه إلى جانب هذه الممارسات توجد ممارسات أخرى تجري خارج نطاق المكان المخصص لسوق الأوراق المالية، لذا فإن التعريف المادي يغفل بعض الممارسات التي قد تمارس خارج نطاق السوق وتكون خارجة عن قواعده وقوانينه مما يوصمه بالقصور عن إعطاء صورة صحيحة وكاملة لهذا النظام"<sup>1</sup>.

كذلك فإن قيام المشرع بتحديد مفهوم بورصة الجزائر على الوجه المتقدم ينطوي على جعل المكان المادي أو الردهة المتواجدة فيها أحد أركانها وشرطاً أساسياً لقيامها، في حين أن مفهوم السوق تغير تغيراً ثورياً، حيث أن تحديد مدلول السوق بمكان جغرافي ضيق "لا يصدق إلا على المجتمعات البدائية التي عرفت نظم المقايضة منذ أقدم العصور"<sup>2</sup>.

فضلا عن أن أغلب البورصات العالمية تم هجر أمكنتها المادية التي كان يجتمع داخلها الوسطاء في عمليات البورصة من أجل عقد الصفقات، وتحولت بعضها إلى بنايات ذات دلالة رمزية فقط، أو مجرد أمكنة لإدارة بعض الأشكال الإجرائية الخاصة

---

<sup>1</sup> خالد علي صالح الجنيبي، الحماية الجنائية الخاصة لسوق الأوراق المالية لدولة الإمارات العربية المتحدة وفقاً للقانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دراسات في الفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى 1996، ص. 25.

بالتداول في البورصة من أجل حفظها في مستندات مادية تدعم المستندات الإلكترونية المخزنة في المحيط الافتراضي في شكل إلكتروني.

تكمن قوة نظام التداول الإلكتروني في سهولة استرجاع المعلومات الرقمية الخاصة بتداول الثروة في بورصة القيم المنقولة في حالة حدوث طارئ أو كارثة طبيعة قوية أو في حالة حرب مدمرة أتت على أبنية البورصة جميعها؛ يكفي بقاء كمبيوتر واحد أو فقط قرصه الصلب متواجد لدى إحدى البنوك الوسيطة في عمليات التداول، في إحدى أطراف البلاد أو خارجها، لاسترجاع جميع المعلومات المالية والصفقات، وإطلاق عمليات التداول من جديد، وكأن شيئاً لم يحدث.

في نفس السياق ووفق تعبير جانب من الفقه فإن: "طرق ووسائل الاتصالات الحديثة جعلت مفهوم السوق يمتد إلى كل إقليم بالدولة، بل إلى أغلب دول العالم، إذ أصبح من الممكن الآن، عن طريق شبكة الأنترنت، معرفة ما يدور في السوق من وقائع، كالأسعار وكم عدد الأسهم المعروضة، وساعات إبرام الصفقات، وبالتالي يستطيع الشخص من منزله، بل وفي حالة وجوده في دولة أخرى أن يصدر أوامر بالبيع والشراء، ويترك لوكلائه القيام بتنفيذها"<sup>1</sup>.

يقول البعض: "هكذا أصبح اليوم في الدول المتقدمة بالإمكان الاستثمار في البورصة باستعمال مواقع الأنترنت الخاصة بالسماسة (الوسطاء في عمليات البورصة) على الخط مباشرة عن طريق شبكة الأنترنت؛ هناك العشرات من المواقع التي تسمح مباشرة للأفراد بتسيير حافظات القيم المنقولة كالأسهم، الالتزامات، الصكوك المالية الآجلة، OPCVM, FCP, FCPI... وشركات السمسرة التي تدير هذه الأعمال

<sup>1</sup> خالد علي صالح الجنيبي، المرجع السابق، ص. 22.

تمكنت بهذه الطريقة من تقريب البورصة وتسهيلها لعدد كبير من زبائنها، فهي تتقاضى منهم عمولات مرضية وجذابة وتضع تحت تصرفهم بالسرعة المطلوبة حركة مؤشرات السوق وتقلبات الأسعار وعدة وسائل أخرى كالتحليلات الاقتصادية والسياسية والرسومات البيانية وغيرها والتي تساعد الزبون على اتخاذ القرار السليم عند إقدامه على البيع أو الشراء للقيم المنقولة"<sup>1</sup>.

يضيف نفس الاتجاه بأنه: "ابتداء من قيام الزبون بفتح حساب على موقع شركة السمسرة إلى غاية قيامه بعمليات التسيير وإصدار أوامر البيع والشراء، لا يحتاج لا للتنقل ولا للمقابلة أيّ كان. تدعم شركات السمسرة هذه الخدمة بخدمة أخرى عن طريق الهاتف للإجابة عن أسئلة الزبائن التي تتعلق بالمنتجات المالية أو القيم المنقولة وجبايتها، البورصات، وكيفية حل المشاكل التقنية التي تعترضهم"<sup>2</sup>.

أضاف المشرع من أجل تحديد المعالم المادية لبورصة القيم المنقولة أنها تعقد في مدينة الجزائر، حسب المادة الثانية من المرسوم التشريعي رقم 93-10<sup>3</sup>، وحدد أيضاً الأشخاص القائمين على تسييرها وإدارتها بموجب المادة 3 من نفس المرسوم.

وهو ما يعمق اعتقاد الباحث بأن المشرع عندما أشار إلى المفهوم المادي للبورصة وحدد لها إطاراً مكانياً ضيقاً تلخص في الردهة التي تجري فيها عمليات التداول والتي توجد في مدينة الجزائر، لم يخطر في تفكيره، سنة 1993، عملية تجريد القيم المنقولة من صفتها المادية. هذا التجريد يحوّل هذه الأخيرة إلى مجرد قيود في الحساب، يمكن تداولها

<sup>1</sup> FRANÇOIS SARFATI, « À la lisière des parquets » Identité professionnelle des salariés du courtage en ligne, Actes de la recherche en sciences sociales, 2003/1 n 146, p.80. Article disponible en ligne à l'adresse : [www.cairn.info](http://www.cairn.info).

<sup>2</sup> FRANÇOIS SARFATI, Précité, P. 80.

<sup>3</sup> المادة 02 من المرسوم التشريعي رقم 93 / 10، المذكور سابقاً.

عبر مناطق ومسافات بعيدة من داخل الجزائر وخارجها، وبذلك تتعدى بورصة القيم نطاقها الجغرافي المحدود.

هناك أيضا دليل آخر نجزم من خلاله بصفة قطعية أن المشرع الجزائري يجد من نطاق سوق البورصة الجزائرية في مكان صغير محصور بين جدران المبنى الذي تتواجد فيه، يستخلص هذا الدليل من خلال استقراء نص الفقرة الأولى من المادة 5 من المرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>1</sup> التي تنص بأنه "لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة"، نستنتج أن المشرع يرغب بقوة أن يكون مكان سوق بورصة القيم المنقولة الجزائرية محصورا داخل جدرانها، لا يمكن الوصول إلى هذه السوق إلا عن طريق أبوابها فقط لمن يرخص له بذلك في أوقات العمل، ولا يمكن ذلك إطلاقا خارج ساعات العمل.

هذا النص القانوني ضعيف جدا لأنه تقليدي، الفكرة التي يتضمنها تجاوزها الزمن، لأن العالم اليوم (2020) يستعد لإطلاق الجيل الخامس (5G) من الأنترنت التي تتجاوز سرعتها مئات الجيجابايت في الثانية؛ هذا النص تمت صياغته سنة 1993

---

<sup>1</sup> المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993) معدل ومتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 يناير 1996 (الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996). والمعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

عندما كانت سرعة الأنترنت الفعلية في الجزائر لا تتعدى بضع عشرات من الكيلوبايت في الثانية في أحسن الأحوال، فضلا عن عدم وجود التغطية إلا في بعض المدن الكبرى.

لكن بعد مدة معينة (سنة 2003) وبسبب الصعوبة التي ميزت التداول بسبب حصره داخل الردهة فقط، عمد المشرع إلى محاولة التلطيف من المنع المنصوص عليه في هذا النص. فصدر تعديل<sup>1</sup> لنص المادة 05 في فقرتها الثانية، التعديل تضمن استثناء وحيدا عن قاعدة عدم جواز التداول خارج الردهة.

حيث أصبحت الفقرة الثانية<sup>2</sup> من نص المادة 05 مصاغة كالتالي: "غير أنه يمكن أن تتم عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام وكذلك شركات الأسهم خارج البورصة وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق".

فضلا عن ذلك فإن جميع عمليات التداول تتم داخل الردهة، دون إمكانية حضور طرف من غير ممثلي الوسطاء في عمليات التداول، ممثل الكوسوب.، وممثل شركة تسيير البورصة. أبوابها موصده في وجه الجمهور لدواعي الحفاظ على السر المهني، من أجل حماية السوق.

---

<sup>1</sup> كانت الفقرة الثانية الملغاة التي كانت منصوص عليها بموجب القانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003، من نص المادة 05 تنص "تطبق لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أحكام الفقرة الأولى من هذه المادة مدة ثمانية عشر شهرا (18)، قابلة للتجديد"

<sup>2</sup> الأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 يناير 1996 (الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996).

كل ذلك يعني أن المشرع الجزائري يجد من مفهوم السوق في العقار الذي تتواجد فيه بورصة القيم المنقولة. في حين تسعى كثير من الدول إلى تدعيم بورصاتها بوسائل متطورة وأنظمة تكنولوجية حديثة جداً، يتم إعادة النظر فيها كلما ظهر فيها خلل أو ضعف من أجل تمكينها من منافسة مثيلاتها في الدول الأخرى، من أجل استقطاب رؤوس الأموال ومشاريع الاستثمار من الخارج والداخل.

يستفاد مما سبق، وعلى حد تعبير البعض: "أن وحدة المكان ليست شرطاً وأن تشتت التجار ليس قيماً فقد أصبحت المعمورة كلها سوقاً واحدة"<sup>1</sup>.

البورصة هي سوق يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو الدولة تحت إشراف السلطات العامة وتتدخل متخصصين هم سمسرة الأوراق المالية<sup>2</sup>. ووفق هذا التعريف من حيث أنه تفادي حصر البورصة في نطاق جغرافي معين، لكنه أخفق من حيث أنه لم يشر إلى الجمهور ولم يبين موقف القانون منهم إن كانوا تجاراً أم لا.

---

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دراسات في الفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى 1996، ص. 25.

<sup>2</sup> . عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2009، ص. 17.

يعرفها جانب من الفقه<sup>1</sup>، أنها سوق منظمة يتجمع فيه البائعون والمشترون في مواعيد محددة لعقد وتبادل صفقات بيع وشراء حقوق الشروة سواء كانت حقوق ملكية الأسهم أو حقوق دين كالسندات والقروض.

يؤخذ على هذا التعريف أنه تعريف تقليدي لأنه يقوم بحصر البورصة في مجرد سوق يتحدد نطاقه الجغرافي في مكان ضيق، يجتمع فيه البائعون والمشترون لإبرام الصفقات.

بورصة الجزائر سوق منظمة، يرتع هيكلها المادي بالجزائر العاصمة، يفتح باب التداول فيها في أوقات تحددها شركة تسيير بورصة القيم وفق ما تدعو إليه متطلبات التداول حيث يغلب أن تكون يومية وفي بعض الأحيان نصف أسبوعية.

يتم تداول القيم المنقولة فيها عن طريق الوسطاء في عمليات التداول<sup>2</sup> الذين يكونون قد استفادوا من الاعتماد الرسمي الذي تمنحه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث لا يسمح لسواهم بالقيام بأعمال المزايدة وعقد الصفقات في السوق، هؤلاء يقومون بتنفيذ أوامر البيع أو الشراء للقيم المنقولة الصادرة إليهم من زبائنهم بإتباع إجراءات مطابقة لقوانين ونظم معينة ويحصلون في مقابل ذلك على عمولات محددة.

---

<sup>1</sup> عبد الستار بكري حسن، بورصات الأوراق المالية في مصر، الطبعة الأولى، 1999، بدون ناشر، ص. 18. أشار إليه عصام أحمد البهجي، المرجع السابق، ص. 17.

<sup>2</sup> الأشخاص الذين حصلوا على الاعتماد كوسطاء في عمليات بورصة الجزائر (حتى فيفري 2021): بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بي أن بي باريبا الجزائر، بنك التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، سوسيسي تي جينيرال الجزائر، تل ماركسس، بنك البركة الجزائري، مصرف السلام الجزائر.

زبائن الوسطاء في عمليات البورصة هم أشخاص يملكون فوائض مالية يرغبون في استثمارها عن طريق شراء قيماً منقولة تطرحها الشركات المساهمة والمؤسسات والدولة عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني من أجل تمويل نشاطاتها أو التوسع فيها. وبذلك يتم تحويل الفائض من الثروة انطلاقاً من القطاعات والمشاريع التي تملك رؤوس أموال زائدة عن حاجاتها إلى قطاعات أو مشاريع تحتاج لتلك الأموال، بل إن عملية التمويل هذه كثيراً ما تكون عن طريق أشخاص طبيعيين من بين العامة كالموظفين والحرفيين وذوي المهن الحرة والفلاحين وغيرهم، إذ أن الحجم الكبير من رؤوس الأموال في الجزائر تملكه العائلات والأفراد الذين يجذبون الاحتفاظ بأموالهم بخزانات شخصية اعتباراً لأنماط ثقافية معينة ولضعف الثقة في النظام المالي، أو رغبة في التهرب من الجباية.

بهذه الطريقة تتم عملية دعم المشاريع بالمال اللازم لمباشرتها لنشاطاتها أو لتوسيعها، هذه العملية تسمى بالاً وساطة المالية، حيث تتخلى المقاولات عن اللجوء للبنوك من أجل الاقتراض. العملية لا تحتاج للبنوك التي تقوم بنقل الثروة الفائضة من المودعين للأموال بالبنك إلى القطاعات التي تحتاج لهذه الأموال. وهذا ما يعنى شركات المساهمة والمؤسسات الاقتصادية من أعباء الفوائد المرتفعة التي تشترطها البنوك الجزائرية، هذا إن تمكن المشروع من إقناع البنك والحصول على القرض.

يتم إبرام عقود التداول<sup>1</sup> بين الوسطاء فيما بينهم بالطريق الإلكتروني بواسطة الحواسيب المتصلة بالإنترنت وأجهزة الاتصال الحديثة الأخرى، وذلك بعد تطبيق عملية إزالة الصفة المادية عن الأسهم والقيم المنقولة الأخرى المسعرة في بورصة

---

<sup>1</sup> أنظر في عقود التداول: المطلب الأول من المبحث الأول من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

الجزائر وتحويلها إلى مجرد قيود حسابية بعد صدور نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-101<sup>1</sup>، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

يتم تسيير بورصة الجزائر بواسطة شركة ذات أسهم تسمى شركة تسيير بورصة القيم SGBV<sup>2</sup>، المساهمين فيها هم أنفسهم الوسطاء في عمليات التداول المعتمدين لديها، حيث يمكن القول إن الوسطاء هم عبارة عن أشخاص طبيعيين أو معنويين قاموا بشراء مقاعد داخل هذه الشركة التي تقوم بإدارة البورصة، هذه الأخيرة يتشكل مجلس إدارتها من متخصصين ينتمون إلى المؤسسات المالية والبنوك والشركات الوسيطة في عمليات التداول.

قام المشرع الجزائري بتنظيم عمليات التداول في بورصة الجزائر بدقة متناهية تظهر في شكل الكثير من النصوص القانونية والتنظيمية المتشعبة والمعقدة وكذلك التعليمات الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. لأن الأمر يتعلق بأكثر المؤسسات حساسية في البلاد، فالحكومة عندما باشرت الإصلاحات الاقتصادية في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات عولت كثيرا على بورصة الجزائر من أجل بعث التنمية الاقتصادية وتمويل المشاريع التنموية، كان المشرع يعلم آنذاك أن البورصة وإقبال المستثمرين عليها يحتاج إلى الكثير من الثبات والاستقرار واطمئنان المستثمرين، إذ أن حساسية الموقف دفعت المشرع إلى محاولة تفادي ترك أي جانب من جوانب التداول في بورصة القيم لعامل الصدفة والحظ.

<sup>1</sup> . المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30 / 11 / 2003) ..

<sup>2</sup> اقرأ بخصوص شركة تسيير بورصة القيم: المطلب الثاني من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الأول.

“يتم فتح المجال أمام عمليات التداول في لحظة محددة بدقة ويتم غلقها أيضا بنفس الكيفية في لحظة أخرى، فتتوقف جميع المعاملات بشكل قاطع، ويسيطر على التعامل أنظمة وقوانين ذات تفصيل بالغ”<sup>1</sup>، بالإضافة لهذه القوانين والتنظيمات فإن بورصة الجزائر التي أسست سنة 1993 قد استقرت بها عدة أعراف، هذه الأخيرة، على غرار كل بورصات العالم “يحرص المتعاملون وسلطة السوق على احترامها لأنها تساعد على تنظيم التعامل فيها”<sup>2</sup>.

### **المطلب الثاني: التطور التاريخي للبورصة:**

ظهرت البورصات في القانون المقارن بعد سلسلة من التطورات أدت إلى ظهور بورصة القيم المنقولة في شكلها الحالي (الفرع الأول)، بعد ذلك نركز بعمق على التطور التاريخي لبورصة الجزائر أو كيفية نشأتها (الفرع الثاني).

#### **الفرع الأول: التطور التاريخي للبورصات في الأنظمة المقارنة**

بورصات القيم المنقولة، في القانون المقارن، في شكلها وهياكلها ونظمها القانونية الحالية جاءت نتيجة ظروف تاريخية وضرورات اقتصادية امتدت عبر مدة طويلة. حيث ظهرت عدة أصناف من البورصات وأصبحت تتصنف إلى عدة أنواع.

---

<sup>1</sup> محمد القري بن عيد، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، عدد 6، ج 2، ص. 1581. أشار إليه محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية، رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2006، ص. 36.

<sup>2</sup> محمد فتح الله النشار، المرجع السابق، ص. 36.

بورصات السلع والبضائع التي تتم فيها التعاملات على سلع معينة كبعض المحاصيل الزراعية المهمة، وبورصات القيم المنقولة<sup>1</sup> التي يتم فيها التداول على الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية. هذه الأخيرة تعتبر نمطا متقدما جدا ظهر بعد بورصات السلع والبضائع التي تعتبر نمطا بدائيا، رغم أنها لا تزال تلعب دورا مهما في اقتصاديات الدول والاقتصاد العالمي، كبورصة الذهب وبورصة البترول.

"بدأت بورصات السلع والبضائع بالظهور منذ القرن الرابع عشر الميلادي في المدن الأوروبية، كبورصة البضائع بمدينة فلورنس وبورصة البضائع في فرانكفورت وبرشلونة في القرن الخامس عشر، وفي القرن السابع عشر ظهرت بورصة أمستردام في عام 1608 والتي عدت مركزا لسوق البضائع كالحبوب والبن والتوابل، وأدى هذا الظهور إلى تخصص البورصات بسلع معينة كالقطن في مصر والسكر في نيويورك والصوف في أستراليا"<sup>2</sup>.

"كانت أسواق البضائع مؤقتة، ولكنها تطورت إلى أن أصبحت دائمة الانعقاد في القرن السادس عشر وعرفت هذه الأسواق منذ ذلك التاريخ بالبورصات"<sup>3</sup>، ثم بدأت الشركات المساهمة الكبيرة بالظهور كشركة الهند الشرقية الإنجليزية في إنجلترا عام 1600 وبدأت بطرح أسهمها في التداول، وبذلك أصبحت أسهم الشركات أحد

---

<sup>1</sup> - هذا النوع من البورصات هو المقصود من هذه الدراسة.

<sup>2</sup> - مقبل جمعي، الأسواق والبورصات، أشار إليه عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع مشار إليه سابقا، ص. 39.

<sup>3</sup> - سليمان المنذري، الأسواق العربية لرأس المال، نشأتها التاريخية وخصائصها الأساسية وإمكانية التكامل فيما بينها، دار الرازي للطباعة والنشر، بيروت، ط. 1، 1987. أشار إليه عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مرجع مشار إليه سابقا، ص. 39.

العناصر الأساسية التي يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية، أما فيما يتعلق بالسندات جاءت الخطوة الأساسية من الملك وليم الثالث عندما أصدر في عام 1663 مرسوماً يسمح لحاملي السندات الحكومية تداولها بنقلها من شخص لآخر، وبذلك ظهرت الصورة الأولى لمعنى السيولة في الأوراق المالية في صورة حوالة الحق في السندات"<sup>1</sup>.

### **الفرع الثاني: نشأة بورصة القيم المنقولة في الجزائر**

إنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر يعتبر جزءاً أساسياً من برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلنت عنه الحكومة سنة 1987، وبدأت في تنفيذه على أرض الواقع سنة 1988. لكن الخطوات الأولى لتأسيس البورصة تم البدء فيها رسمياً سنة 1990. والنظام الحالي لبورصة القيم المنقولة أتى بعد أن مرت هذه الهيئة بعدة مراحل ذات طابع تمهيدي تتسم بالكثير من التردد والتحفظ والخوف، من طرف الحكومة، نظراً للفكر الاقتصادي الاشتراكي الذي كان لا يزال راسخاً في أذهان المسؤولين الكبار في الدولة آنذاك؛ فكرة الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج كانت أكثر الأفكار الممقوتة في الدولة، وعملية تحرير الاقتصاد كانت تعطي شعوراً يشبه الخيانة للمبادئ السياسية التي بنى عليها النظام. وكانت هناك أسباب أخرى أكثر موضوعية تمثلت في عدم وجود أرضية تشريعية تسمح بتأسيس البورصة على شكلها الحالي.

بورصة القيم المنقولة بالجزائر نشأت على ثلاث مراحل، المرحلة الأولى امتدت لفترة قصيرة جداً، من سنة 1990 إلى 1992، حيث تم تأسيس كيان ضعيف جداً سمي بشركة القيم المنقولة "SVM"<sup>2</sup> في شهر ديسمبر سنة 1990 برأس مال صغير جداً قدره

<sup>1</sup> - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مصدر سابق، ص. 40.

<sup>2</sup> . المادة 01 من القانون رقم 03 / 88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988، الملغى.

32000.00 دج.، اختيار المشرع تسمية "شركة" القيم المنقولة بدلا من تسمية

"بورصة" القيم المنقولة (أولا)، كان ذلك ناتجا عن سببين رئيسيين:

السبب الأول كان إيديولوجيا بحتا، لأن كلمة بورصة لها دلالة رأس المال، حيث في تلك الفترة التي تميزت بنوع من الارتباك في التشريع الاقتصادي الذي لم يكن معتادا كثيرا على مفهوم رأس المال في الدولة التي بدأت للتو تحاول الخروج من الاقتصاد الاشتراكي نحو اقتصاد السوق.

أما السبب الثاني فكان موضوعيا جدا، تمثل في الانعدام التام لأرضية تشريعية تستند عليها البورصة. فالقانون التجاري الجزائري لم يكن يحتوي قواعد قانونية تتطرق وتنظم نشاطات التداول التي تتعلق بالقيم المنقولة.

أما المرحلة الثانية والثالثة (أولا وثانيا) التي تمتد من عام 1992 إلى يومنا هذا، ظهرت فيها بورصة الجزائر الموجودة في شكلها الحالي. تم تغيير اسمها من شركة القيم المنقولة إلى بورصة القيم المنقولة، نفصل المراحل الثلاث ابتداء من العنصر الموالي.

### **أولا: مرحلة شبه البورصة المحدودة (1990 إلى 1992)**

بورصة الجزائر في بداية نشأتها لم تكن تتجاوز كونها شركة مكلفة بتنفيذ مهمة مالية محدودة، في هذه المرحلة، شهدنا بداية تحول الاقتصاد الجزائري من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق. لم يكن نظام التمويل المباشر موجودا قبل هذه الفترة، كانت المشاريع في أغلبها عمومية، يتم تمويلها عن طريق البنوك بالطريقة التقليدية غير المباشرة.

أثناء قيام الحكومة بعملية تغيير النظام الاقتصادي، بدأت الملامح الأولى لنظام التمويل المباشر تظهر تدريجيا؛ أي تم لأول مرة السماح بانتقال رؤوس الأموال من

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

الفائض المالي الموجود لدى المؤسسات العمومية الاقتصادية لصالح مؤسسات عمومية اقتصادية أخرى فقط، دون توسيع هذه الرخصة لصالح المؤسسات الخاصة.

بمعنى أنه لم يكن يتعلق الأمر ببورصة كمؤسسة مالية يتمثل دورها في تعبئة الادخار لصالح المشاريع الاقتصادية بغض النظر عن كونها عمومية أو خاصة. ظهر أول نص في الدولة التي كانت في بداية سيرها بخطوات متثاقلة نحو الاقتصاد الحر، محاولة الخروج من النظام الاشتراكي الموجه؛ فصدر المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990<sup>1</sup>، الذي نص على قابلية مبادلة ديون الخزينة بعد تحويلها إلى قيم منقولة، بين المؤسسات العمومية الاقتصادية وحدها في السوق المالية بموجب الفقرة الثانية من المادة 7 من هذا المرسوم.

وفي نفس الوقت صدر المرسوم التنفيذي رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990<sup>2</sup> لتحديد أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها. أيضا، وفي نفس التاريخ صدر المرسوم التنفيذي رقم 90-103<sup>3</sup>. سمح هذا المرسوم للشركات العمومية الاقتصادية فقط

---

<sup>1</sup> . المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990، يتعلق بتحويل ديون الخزينة المترتبة على المؤسسات العمومية إلى قيم منقولة وتجميدها ويبين شروط إصدارها. ج.ر. عدد 14، الصادرة في 4 أبريل 1990، ص. 471.

<sup>2</sup> . المرسوم التنفيذي المرسوم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990، يحدد أشكال شهادات الأسهم الممكن إصدارها من المؤسسات العمومية الاقتصادية لفائدة مؤسسات عمومية اقتصادية أخرى وشروط إبرام الصفقات بها. ج.ر. عدد 14، الصادرة في 4 أبريل 1990، ص. 472.

<sup>3</sup> . المرسوم التنفيذي المرسوم 90-103 المؤرخ في 27 مارس 1990، يحدد شروط إعادة تقييم التثبيات المادية القابلة للاستهلاك والواردة في ميزانية المؤسسات والهيئات الخاضعة للقانون التجاري، ج.ر. عدد 14، الصادرة في 4 أبريل 1990، ص. 473.

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

بتداول شهادات الأسهم المكتتبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى.

في شهر أكتوبر سنة 1990 ظهر كيان قانوني شبيه بالبورصة مؤسس من طرف الحكومة عن طريق الجمعية العامة لصناديق المساهمة، سمي هذا الكيان القانوني بـ: شركة القيم المتداولة. في 9 نوفمبر من نفس العام قامت صناديق المساهمة الثمانية بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال قدره 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، أطلق على هذه الشركة تسمية: شركة القيم المنقولة.

تأسست شركة القيم المنقولة من طرف صناديق المساهمة، هذه الأخيرة عوضت فيما بعد بالشركات القابضة المتمثلة في الشركة القابضة للمنتوجات الفلاحية والغذائية، الشركة القابضة للمحروقات بأنواعها، الشركة القابضة للتجهيزات والبناء، الشركة القابضة للكيمياء، الصيدلة والبتروكيمياوية، الشركة القابضة للاتصال، الإلكترونية، والإعلام الآلي، الشركة القابضة الصناعية بمختلف أنواعها، الشركة القابضة للخدمات. يدير شركة القيم المنقولة مجلس إدارة مكون من 08 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة. انحصرت مهام الشركة في تلك الفترة في مجرد التنظيم المادي للقيم المنقولة.

يعين المدير العام لشركة القيم المنقولة من طرف مجلس الإدارة، ليتولى مهمة تسيير الشركة. كانت النية من وراء تأسيس شركة القيم المنقولة هو تكليفها بالسعي لتأسيس نظام بورصي متكامل يؤسس لبورصة قيم منقولة حقيقية.

في سنة 1992 حاولت الحكومة إعادة النظر في نظام شركة القيم المنقولة وتم أيضا رفع رأسها لمحاولة دفعها لتحقيق هدف خلق سوق قيم منقولة حقيقية. لكن كل هذه المحاولات باءت بالفشل بسبب الظروف الاقتصادية التي كانت سائدة في تلك الفترة

وبسبب عدم جاهزية النظام التشريعي الموضوع في فترة النظام السياسي الاشتراكي، كما أن أنظمة البورصة تعتبر من أعقد الأنظمة القانونية في التشريعات الليبرالية وهو ما يبرر لنا تخبط الحكومة أثناء الفترة الانتقالية من النظام الاشتراكي إلى النظام الليبرالي، إشارات الدولة في ذلك الوقت لم يكونوا معتادين كثيرا على الأنماط القانونية الرأسمالية.

### **ثانيا: مرحلة بورصة القيم الافتراضية (1993-1996)**

المرحلة الثانية من نشأة بورصة الجزائر تتميز بأنها مرحلة شبه حاسمة، لكن هذا الحسم في إيجادها كان افتراضيا؛ نص المادة 5 والمادة 6 من القانون رقم 88-04<sup>1</sup>، المعدل للقانون التجاري الجزائري، كانتا تسمحان للمؤسسات العمومية الاقتصادية وحدها أن تصدر قيما منقولة في سوق مالية محدودة من حيث المكتتبين؛ بمعنى لا يجوز شراء تلك القيم المنقولة إلا من طرف مؤسسات عمومية اقتصادية أخرى. هذين النصين وحدهما كانا كافيان لتشكيل حاجز قانوني يمنع وجود بورصة قيم منقولة حقيقية في الجزائر، لكن الحكومة تحركت لإزالة هذا الغلق القانوني.

في هذه المرحلة أصدرت الدولة مجموعة من النصوص التشريعية لتصحيح النظام اللازم لوجود بورصة قيم منقولة بالمعنى المعروف في الأنظمة الليبرالية، تم حل مشكلة تعارض أحكام القانون التجاري مع نظام البورصة؛ بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-08، المعدل للقانون التجاري، أصبحت شركات المساهمة بغض النظر عن كونها عمومية أو خاصة قادرة على طرح قيم منقولة من أجل تداولها في السوق المالية

---

<sup>1</sup> . القانون رقم 88-04 مؤرخ في 12 يناير سنة 1988 يعدل ويتمم الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون التجاري، ويحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية.

بما فيها بورصة القيم المنقولة، وفتح الباب واسعا للاكتتاب في القيم المنقولة الصادرة عنها للجمهور العريض.

أيضا أصبح الحق في تأسيس شركات المساهمة من طرف الخواص مفتوحا للجميع وتم تقنين عملية لجوء المؤسسين إلى العرض العمومي للادخار ويمكن أيضا اتباع نفس الإجراءات بمناسبة رفع رأس المال. بهذه الخطوة تم خلق الشخص المعنوي الاقتصادي الرئيسي الذي يعبئ الادخار عبر نظام التداول في بورصة الجزائر. كذلك، التعديلات في القانون التجاري أوجدت العديد من القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة والتي تكون مقبولة للتسجيل في السعر الرسمي لبورصة القيم<sup>1</sup>.

بعد التعديلات التي أجريت على القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والقيم المنقولة التي تصدرها للاكتتاب في السوق، سعت الحكومة إلى خلق هيئات قوية تدير وتضبط سوق البورصة، فتم إصدار مجموعة من النصوص التشريعية لتأسيس سلطة لضبط السوق، وشخص معنوي لتسيير بورصة الجزائر؛ صدر المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>2</sup> المعدل والمتمم<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> . أنظر أنواع القيم المنقولة المقبولة في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر: المبحث الثاني من الفصل الثاني من الباب الأول من هذه الأطروحة.

<sup>2</sup> . الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993.

<sup>3</sup> . المعدل والمتمم بالأمر رقم 96 / 10 المؤرخ في 10 يناير 1996 (الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996). والمعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 03 / 04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

المرسوم التشريعي 93-10 أوجد، في هذه المرحلة، هيئتين أساسيتين في تركيبة بورصة الجزائر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، وشركة تسيير بورصة الجزائر (SGBV):

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: هي سلطة ضبط السوق<sup>1</sup>.

- شركة تسيير بورصة الجزائر: هي الشخص المعنوي الذي يسير عمليات التداول في البورصة<sup>2</sup>.

### **ثالثا: بورصة القيم فعليا (من 1996 إلى وقتنا الحالي)**

أخيرا، شهدنا في سنة 1996، مرحلة ثالثة مرت بها بورصة الجزائر؛ أصبح الإطار القانوني المنظم لبورصة الجزائر كاملا، وتم توفير الشروط التقنية لبدأ العمل؛ تم تنصيب أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في شهر فيفري 1996<sup>3</sup>، مع تأسيس شركة تسيير بورصة الجزائر، وتزويدهما بالموارد البشرية الضرورية لتأطير عمليات التداول، وخصص لها حيز مادي في غرفة التجارة.

---

<sup>1</sup>. أنظر نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: المطلب الأول من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الأول من هذه الأطروحة.

<sup>2</sup>. أنظر نظام شرطة تسيير بورصة الجزائر: المطلب الثاني من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الأول من هذه الأطروحة.

<sup>3</sup>. COSOB, Guide de la bourse et des opérations boursiers, la bourse d'Alger, collection guides plus, 96, p 06.

في سنة 1997 تم تحديد المساهمين في شركة تسيير بورصة الجزائر كوسطاء في عمليات البورصة الذين تمثلوا في عدة بنوك تجارية<sup>1</sup>، برمجت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رزنامة لتكوين موظفين ملحقين بتلك البنوك بعد طلب مساعدة خبراء من كندا لأن النظام القانوني لبورصة الجزائر مستوحى في أصله من النظام البورصي الكندي، كذلك تم إشراك هؤلاء الموظفين في عدة ملتقيات تدريبية في الخارج (تونس وفرنسا)، من أجل الاستفادة من خبرات تلك الدول.

بعد نهاية سنة 1997 صدرت أول قيمة منقولة ببورصة الجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998؛ تمثلت هذه القيمة المنقولة في سندات الدين التي طرحتها شركة سوناطراك<sup>2</sup>، ثم شركة رياض سطيف في 13 سبتمبر 1999، مجمع صيدال في 20 سبتمبر 1999، وفندق الأوراسي في 14 فيفري 2000، هذه الشركات الثلاث قامت بفتح رأسها الاجتماعي بنسبة 20 بالمائة.

بعد 10 سنوات من آخر إدراج في البورصة، في 7 مارس 2011 قررت أول شركة خاصة هي أليانس للتأمينات طرح أسهم للاكتتاب في بورصة الجزائر. وتلتها في 7

---

<sup>1</sup> . المؤسسات المالية الوسيطة في عمليات التداول في بورصة الجزائر حاليا (2020): بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك بي أن بي باريبا الجزائر، بنك التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، سوسيتي جنرال الجزائر، تل ماركسس، بنك البركة الجزائري، مصرف السلام الجزائر.

<sup>2</sup> . منحت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) التأشيرة رقم 001 بتاريخ 18/11/1997 استنادا على المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة مليار دينار بسعر فائدة مقداره 13٪. لمدة خمس سنوات. أشار إليه: محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزء الأول، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999-2000، ص. 399.

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

أفريل 2013 شركة خاصة أخرى هي أن سي أ رويبة التي طرحت هي الأخرى أسهما للاكتتاب في بورصة الجزائر، وفي سنة 18 جانفي 2016 طرحت شركة بيوفارم أسهما تمثل 20 بالمائة من رأسها للاكتتاب في بورصة الجزائر.

بعد إنشاء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كجزء من بورصة الجزائر، إنضمت إلى هذا السوق شركة أ. أو. أم. للاستثمار (AOM Invest SPA) بموجب تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 10 أكتوبر 2018.

## المبحث الثاني: أشخاص التداول

أهم هئتين لهما علاقة مباشرة مع عمليات التداول في بورصة الجزائر وتعتبر الشخصيتين المعنويتين اللتان تمثلان وتسيران مكان التداول لتشكل مجتمعة بورصة القيم المنقولة هي: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) (المطلب الأول)، وشركة تسيير بورصة الجزائر (SGBV) (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)

أشرنا سابقاً<sup>1</sup> أن النظام الاقتصادي السياسي الجزائري بدأ يتحول بعمق ابتداء من سنة 1988، حيث قررت الحكومة هجر النظام الاشتراكي القائم على احتكار الدولة للنشاط الاقتصادي والملكية الجماعية لوسائل الإنتاج والذي كرسه دستور 1976.

تجسد هذا السعي في دستور 1989 الذي أعاد النظر في طبيعة علاقة الدولة بالاقتصاد بطريق الحد من حجم ومجال تدخلها. وهذا انطلاقا من إعادة تحديد مفهوم الملكية العامة والانتقال من ملكية الدولة إلى ملكية المجموعة الوطنية، أي تبني النظرية الليبرالية، فتقلص دور الدولة من حيث تدخلها في الاقتصاد.

أصبحت وظيفة الاستغلال التجاري مفتوحة على المنافسة والمبادرة الخاصة للمتعاملين الخواص المحليين والأجانب واكتفت الدولة ممثلة في إدارتها المركزية في إطار دورها الجديد بالتخطيط القطاعي وصياغة السياسات العمومية القطاعية دون تدخل مباشر في التسيير والرقابة. وتم تحويل وظيفة الرقابة الضبطية التي تعد امتيازاً

<sup>1</sup> - أنظر المقدمة العامة لهذه الأطروحة.

من امتيازات السلطة العامة لصالح هيئات الضبط المستقلة<sup>1</sup> التي تتمتع بنظام قانوني خاص يسمح لها بأن تنوب عن الدولة في ممارسة وظائفها الضبطية والرقابية الجديدة رغم أن بعض القطاعات لازالت توكل بهذه الوظيفة للإدارة المركزية<sup>2</sup>.

نحن معنيين في هذا الجزء من بحثنا بإحدى أهم سلطات الضبط الاقتصادي، على الإطلاق، في القانون الجزائري؛ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الـ COSOB. هذه اللجنة ذات دور مزدوج: تنظم وتطور السوق، فتضمن توفير احتياجات المستثمر من البيانات والمعلومات التي تساعد في استثماراته، وتعد الشرطي الذي يراقب ويقي من الممارسات التي قد تضر بالتداول في البورصة ويقمعها إذا ما اكتشف حدوثها، ويقوم بجميع الإجراءات اللازمة للوقاية منها وتفادي حدوثها. وجود هذه السلطة يبعث الثقة والمصدقية في السوق بالقدر الذي يعطي الاطمئنان الكافي والشجاعة للإقبال على الادخار من طرف الجمهور والمدخرين.

### **الفرع الأول: نشأة، تشكيلة، واستقلالية لجنة الكوسوب**

من أجل فهم دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالنسبة لنظام تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر يجب علينا في البداية أن نبحث في ظروف نشأتها (أولاً)،

---

<sup>1</sup> - أنشأ المشرع الجزائري منذ سنة 1990 العديد من سلطات الضبط الاقتصادي، من بينها مجلس النقد والقرض سنة 1990، اللجنة المصرفية سنة 1990، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سنة 1993، مجلس المنافسة سنة 1995، سلطة ضبط البريد والمواصلات السلكية واللاسلكية سنة 2000، الوكالة الوطنية للممتلكات المنجمية والوكالة الوطنية للجيولوجية والرقابة المنجمية سنة 2001، لجنة ضبط الغاز والكهرباء سنة 2002، سلطة ضبط النقل سنة 2002، سلطة ضبط المحروقات والوكالة الوطنية لتأمين موارد المحروقات سنة 2005، سلطة ضبط الخدمات العمومية للمياه سنة 2005، الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومكافحته سنة 2006،... إلخ.

<sup>2</sup> - وليد بوجملين، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري، دار بلقيس للنشر، الجزائر، 2011، ص. 06.

ثم بعد ذلك نوضح تشكيلتها (ثانياً)، وفي الأخير نعلق على مدى استقلاليتها بوصفها سلطة ضبط اقتصادي مستقلة (ثالثاً).

### **أولاً: نشأة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:**

أنشئت اللجنة في البداية بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10<sup>1</sup>، حيث نصت المادة 20 منه: "تنشأ لجنة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وتتكون من رئيس و 06 أعضاء". قام المشرع بتعديل هذا النص بموجب القانون رقم 03-04<sup>2</sup> فأصبح كالتالي: "تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. وتتكون من رئيس و 06 أعضاء.". يتضح من خلال الصياغة الجديدة لهذا النص أن المشرع أراد تعزيز مركز اللجنة بجعلها سلطة ضبط مستقلة إدارياً ومالياً، أي لها شخصيتها المعنوية، لتتمكن من مباشرة مهامها بالكيفية المطلوبة لضبط وتطوير السوق بعد أن اتسمت بالجمود والبطء لعدة سنوات.

السبب الذي دفع المشرع إلى منح لجنة الـ COSOB الشخصية المعنوية وما ينتج عنها من استقلال مالي وإداري، هو محاولة تعزيز مركزها وإبعادها عن خطر الوقوع تحت وطأة جمود وبتأ النظام الإداري التقليدي، الذي من شأنه أن يربك اللجنة ويحد من سرعة حركتها والمرونة التي تتطلبها سوق القيم المنقولة.

---

<sup>1</sup> . المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

<sup>2</sup> . المؤرخ في 17 فبراير 2003، يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

سلطة ضبط السوق نموذج مستوحى في الأصل من قانون الولايات المتحدة الأمريكية؛ في سنة 1934 أنشئت اللجنة الفدرالية (The Securities and Exchange Commission) تملك سلطة تنظيمية واسعة من أجل ضمان السير الحسن للسوق.

في التشريع الفرنسي هناك سلطة ذات نظام مشابه تسمى لجنة عمليات البورصة (La Commission des operations de bourse COB) أسست بموجب الأمر رقم 833 المؤرخ في 28 سبتمبر عام 1967 لتحل محل لجنة بورصات القيم التي ألغيت بموجب مرسوم 03 جانفي 1968.

جمعت المنظمة الدولية للجان القيم المنقولة " Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV)، المنظمات التي تنظم في كل بلد بورصات القيم والأسواق المالية وتراقبها.

تعد الـ COSOB الجزائرية عضو عادي في المنظمة الدولية للجان القيم. وقد قدمت طلبا للانضمام لاتفاقية إوسكو (OICV-IOSCO) المتعددة الأطراف بتاريخ 2009 /05 /06. وهي حاليا مدرجة في الملحق "ب" من مذكرة التبادل والتعاون المتعددة الأطراف (Multilateral Memorandum of Understanding, MMOU) الخاصة بمنظمة (OICV)<sup>1</sup>.

المنظمة الدولية للجان القيم المنقولة (OICV) هي منظمة دولية أنشئت في عام 1983، مع وجود أمانتها العامة في مدريد وهي تجمع بين منظمي البورصات الرئيسية في العالم وتجتمع مرة واحدة في السنة. لديها أكثر من 190 عضوا، يصنفون إلى فئتين

<sup>1</sup> . موقع لجنة الكوسوب الجزائرية: <http://www.cosob.org/cooperation-internationale>

رئيسيتين: الأعضاء العاديون: منظمو أسواق القيم المنقولة؛ والأعضاء المنتسبون: المنح الدراسية، والمنظمات المالية، وما إلى ذلك<sup>1</sup>.

تكمن الأهداف الرئيسية للمنظمة في وضع معايير دولية لتعزيز كفاءة وشفافية أسواق الأوراق المالية، وتحسين أنظمة وآليات حماية المستثمرين، وتعزيز التعاون بين الهيئات التنظيمية من أجل مكافحة الجريمة المالية<sup>2</sup>.

### **ثانياً: تشكيلة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**

ورد في الجريدة الرسمية لمداوالات المجلس الشعبي الوطني<sup>3</sup> قول مقرر لجنة الشؤون الاقتصادية والتنمية والصناعة والتجارة والتخطيط: "... عملت اللجنة من خلال جملة الطروحات والأفكار والرؤى على ما يأتي: ... - ضمان استقلالية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفقتها سلطة ضبط من خلال تنوع تركيبتها البشرية وكفاءتها وتخصصها في الشؤون المالية والبورصية، وتفادي توسيعها إلى أطراف قد تتمتع بمؤهلات لا تتناسب وخصوصية الدور المنوط باللجنة...".

<sup>1</sup> . نفس الموقع.

<sup>2</sup> . نفس الموقع.

<sup>3</sup> . إبراهيم مصباح، مقرر لجنة الشؤون الاقتصادية والتنمية والصناعة والتجارة والتخطيط، الجريدة الرسمية لمداوالات المجلس الشعبي الوطني، السنة الأولى رقم 37، المؤرخة في 10 فبراير سنة 2003، الفترة التشريعية الخامسة، الدورة العادية الثانية، محضر الجلسة العلنية الرابعة والعشرون المنعقدة يوم الثلاثاء 14 جانفي 2003 (مساء)، المتعلقة بالتصويت على مشروع القانون المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، ص. 5.

نلاحظ أن اقتراح التعديل في هذه النقطة التي تتعلق باستقلالية لجنة الكوسوب أشار بوضوح إلى ثلاث أمور ذات أهمية قصوى بالنسبة لسوق بورصة القيم المنقولة في الجزائر: الأمر الأول؛ هو تعزيز استقلالية اللجنة عن طريق ترقيةها إلى سلطة ضبط مستقلة، والثاني؛ يتعلق بنوعية تخصص أعضائها في الشؤون المالية والبورصية، أما الأمر الثالث؛ وهو رغبة الحكومة في إبعاد أطراف من السلطة من ساحة البورصة تماما، معللة ذلك بعدم التناسب في المؤهلات مع دور اللجنة.

نصت المادة 20 من القانون رقم 03-04<sup>1</sup> "تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وتتكون من رئيس وستة أعضاء". الصياغة السابقة لهذا النص قبل تعديله كانت تنص أيضا على أن اللجنة تتكون من ستة أعضاء<sup>2</sup>، بمعنى أن المشرع قام بتعديل الفقرة الأولى من النص فحول الطبيعة القانونية لسلطة ضبط السوق من مجرد لجنة بسيطة ذات طبيعة قانونية غير معروفة إلى كيان قانوني عرفه فقه وتشريعات الكثير من دول العالم نتيجة التناقضات التي حملتها نظرية الاقتصاد الليبرالي التي كانت تبعد الدولة عن كل دور تدخلي في الاقتصاد ما نتج عنه سلسلة من الفضائح والانهيارات المالية في العديد من

---

<sup>1</sup> . القانون رقم 03 / 04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003)، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993).

<sup>2</sup> . المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، قبل التعديل "تنشأ لجنة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وتتكون من رئيس و06 أعضاء".

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

البورصات العالمية. وكان المشرع الجزائري في البداية لم يكن يريد لهذه اللجنة أن تكون سلطة السوق المستقلة التي تتخذ قراراتها دون الرجوع للسلطة.

لكن ما يلاحظ أنه رغم ترقية اللجنة، إن صح القول، من لجنة بسيطة ليس لها تصور في الفقه القانوني إلى سلطة ضبط إداري مستقلة ذات نفوذ قوي في السوق، تمارس اختصاصاتها بالأصالة دون الخضوع للدولة التي أنشأتها. إلا أن المشرع لم يعزز كثيرا من تشكيلة اللجنة.

لم يرفع من عدد الأعضاء في اللجنة، وهو ما أعاق تمثيل جميع المتدخلين في السوق. فإذا كان تطوير السوق من صلب مهام اللجنة فانه كان من الأجدر توسيع العضوية فيها لتشمل ممثل عن شركة تسيير البورصة، ممثل عن الوسطاء في عمليات البورصة، وممثل عن المؤتمن المركزي على السندات، على أن يكون مبرر تمثيل هؤلاء هو نفسه الذي سمح بتمثيل الأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة.

حيث نصت الفقرة الأولى من نص المادة 21 من القانون رقم 04 / 03 "يعين

الرئيس لمدة نيابية تدوم 4 سنوات".

يعين رئيس لجنة الكوسوب لمدة نيابية تدوم 4 سنوات بمرسوم تنفيذي يتخذ في مجلس الحكومة، بناء على اقتراح الوزير المكلف بالمالية، وتنتهى مهامه بنفس الطريقة. غير أنه لا يمكن أن تنتهى مهامه أثناء ممارسته النيابة إلا في حالة ارتكاب خطأ مهني

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

جسيم أو لظروف استثنائية تعرض رسميا في مجلس الحكومة. وتصنف وظيفته كوظيفة عليا في الدولة (المواد 2،3،4، من المرسوم التشريعي رقم 94 / 175)<sup>1</sup>.

ونصت المادة 22 من نفس القانون أنه "يعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي، لمدة أربع سنوات، وفق الشروط المحددة عن طريق التنظيم، وتبعا للتوزيع الآتي: قاض يقترحه وزير العدل، عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية، أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي، عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر، عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة، عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين".

ما يلفت الانتباه حول نظام تعيين وإنهاء مهام رئيس اللجنة وبقية الأعضاء الآخرين، أن وزير المالية ينفرد بنفوذ لا نظير له على الجانب المهني للفريق المكون للجنة بالمقارنة مع سلطات الضبط المستقلة الأخرى<sup>2</sup> في النظام الجزائري من جهة، وبالمقارنة

---

<sup>1</sup> . المرسوم التنفيذي رقم 94 / 175، المؤرخ في 13 يونيو 1994، يتضمن تطبيق المواد 21،22،29 من المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة. ج.ر. 41 في 26 / 06 / 94.

<sup>2</sup> . السلطات الإدارية المستقلة في القانون الجزائري: المجلس الأعلى للإعلام أول سلطة إدارية مستقلة من حيث الظهور، مجلس النقد والقرض، واللجنة المصرفية سنة 1990. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سنة 1993. مجلس المنافسة سنة 1995، ... واستمرت الدولة في خلق مثل هذا النوع من السلطات حتى فاق عددها أكثر من 20 سلطة...

مع سلطات ضبط البورصات في الدول الأجنبية. الأمر الذي دفع بعض الفقه<sup>1</sup> إلى الحديث مطولا عن هذا النفوذ ومدى تأثيره على استقلالية اللجنة.

اللجنة تضم فريق من المتخصصين لهم من الخبرة ما يجعلهم مستعدين للكثير من الاحتمالات التي قد تؤثر على توازن السوق. لكن ما يلاحظ على هذه التركيبة أن هناك غياب لأي تمثيل للسلطة التشريعية، على غرار الكثير من لجان ضبط السوق في الدول المتقدمة التي نجد بضع أعضائها معينين من طرف رؤساء الهيئات التشريعية<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> . اقرأ المزيد عن رأي الفقه القانوني الجزائري فيما يتعلق بمدى استقلالية لجنة الكوسوب: العنصر الموالي.

<sup>2</sup> . تشكل لجنة عمليات البورصة الـ COB الفرنسية من: رئيس وتسعة أعضاء. يعين الرئيس بمرسوم يتخذ في مجلس الوزراء لمدة ست سنوات، وولايته غير قابلة للتجديد. أما ولاية الأعضاء التسعة فهي أربع سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة. من بين التسعة يعين ثلاثة من كبار الهيئات القضائية في الدولة: واحد يعين من قبل نائب رئيس مجلس الدولة، وواحد يعين من قبل الرئيس الأول لمحكمة النقض وثالث يعينه الرئيس الأول لمجلس المحاسبة. وثلاثة تعينهم المنظمات المهنية المعنية بشكل خاص بنظام سير الأسواق المالية: واحد يعينه مجلس النقد الفرنسي، CMF، وواحد يعينه المجلس الوطني للمحاسبة، وثالث يعينه بنك فرنسا. وأخيرا هناك ثلاث شخصيات مميزة يعينهم رئيس مجلس الشيوخ، ورئيس الجمعية الوطنية، ورئيس المجلس الاقتصادي والاجتماعي. وتستمع اللجنة إلى رأي ممثل وزير الاقتصاد، باستثناء فيما يتعلق بالقرارات الفردية التي تتخذها اللجنة. وفي كل المداورات وعند تعادل الأصوات، يكون صوت الرئيس مرجحا. وتمتلك اللجنة عددا من المصالح تعمل تحت إدارة مدير عام يساعده سكرتير عام، والمدير والسكرتير العام يعينهما الرئيس بعد موافقة وزير الاقتصاد. تساعد المصالح اللجنة في إعداد قراراتها وتؤمن تنفيذ هذه القرارات.

G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 56.

من خلال دراسة تشكيلة اللجنة، وطريقة تعيين الرئيس والأعضاء بتمعن، قد نتحسس أن هناك ما يجعلنا نتساءل عن جوهر ومدى استقلاليتها نظريا وفعليا في آن واحد؟ فنتساءل: هل هذه اللجنة مستقلة فعلا؟

### **ثالثا: مدى استقلالية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**

لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هي عبارة عن هيئة إدارية مستقلة، تمارس مهامها دون الرجوع إلى الدولة التي أنشأتها. فهي لا تخضع لا لنظام السلطة الرئاسية ولا لنظام السلطة الوصائية. والسبب الذي دفع بالدولة لمنحها هذه الاستقلالية هو الطابع الخاص بمجال عملها، فهي تراقب وتضبط وتنظم عمليات التداول للقيم المنقولة في سوق البورصة، هذه الأخيرة لا يمكن تحت أي ظرف أن تتدخل السلطة الإدارية التقليدية في نظام عملها، الذي يتطلب السرعة الفائقة ومرونة استثنائية خاصة بها فقط. تدخل السلطة التنفيذية في هذا النظام عن طريق وسائلها الإدارية التقليدية التي من شأنها أن تحدث أضرار جسيمة بالسوق.

لكن هذه الاستقلالية محل نقد واسع اليوم في الفقه القانوني الجزائري، ليس في جوهرها فحسب، بل في وجودها من أساسه. البعض ينكر وجودها فعليا لصالح اللجنة، والبعض الآخر يقول إنها نسبية جدا.

يقول البعض<sup>1</sup> أن "طريقة تعيين الأعضاء بقرار وزاري من شأنها أن تفرغ مصطلح سلطة الضبط المستقلة من محتواه، ذلك أن التعيين بقرار وزاري من شأنه خلق

---

<sup>1</sup> . وليد بوجملين، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري، مرجع سبقت الإشارة إليه، ص. 73 وما يليها.

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

نوع من العلاقة التبعية السلمية المباشرة تجاه وزير المالية وهو ما لا يخدم استقلالية هذه اللجنة".

### الفرع الثاني: مهام لجنة الكوسوب

لتوضيح مهمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالنسبة لتداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر علينا أن نشير إلى مهامها في ضبط السوق (أولا)، ثم نشير إلى وظيفتها التنظيمية الجوهرية بالنسبة لسوق البورصة (ثانيا).

### أولا: مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

نصت المادة 30 من القانون رقم 04-03، المؤرخ في 17 فبراير 2003<sup>1</sup>، "تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، بالسهر خاصة على:

. حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار،

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

. السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

---

<sup>1</sup> . المعدل والمتمم للقانون للمرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة.

. وبهذه الصفة، تقدم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تقريراً سنوياً عن

نشاط سوق القيم المنقولة، إلى الحكومة. ”.

من خلال استقراء نص المادة 30 يتضح أن لجنة الـ COSOB تمارس مهامها ضمن مجالين يكملان بعضهما البعض إلى حد ما. في المقام الأول تكلف اللجنة بالسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار، يتعلق هذا الدور بتدخلات اللجنة في كيفية عمل وسير الشركات التي تدعو الجمهور إلى الادخار وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. في المقام الثاني تسهر اللجنة على حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها عن طريق الإشراف على التداول في البورصة ذاتها وفي سوق التراضي.

#### **ثانياً: الوظيفة التنظيمية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**

لكي تتمكن اللجنة من ممارسة مهامها على أحسن وجه منحها المشرع صلاحية إصدار التنظيمات لضمان حسن سير السوق، وصلاحية حراسة ومراقبة السوق من أجل حماية المستثمرين. فتقوم بسن قواعد وتنظيمات تتعلق برؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة. والبت في طلبات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وسن القواعد المهنية الخاصة بهم وتحديد مسؤولياتهم تجاه السوق وتجاه الزبائن.

تحدد اللجنة الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته، والقواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات، وتلك المتعلقة أيضاً بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات. شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.

كما تحدد اللجنة عن طريق السلطة التنظيمية التي تملكها، الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في مجال البورصة، وطريقة الإصدار في أوساط

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

الجمهور، وقبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها، وتعليق تحديد أسعارها. وتنظم عمليات المقاصة. وتحدد الشروط التي يتفاوض على أساسها حول القيم المنقولة في البورصة.

في الأخير، تسن اللجنة جميع التنظيمات المتعلقة بتسيير حافظات القيم المنقولة وسنداتها المقبولة في البورصة. ومحتوى الشروط الإلزامية الواجب إدراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم. وكذلك العروض العمومية لشراء القيم المنقولة. وتقوم بصفة دورية بنشر المعلومات التي تخص الشركات المدرجة قيمها المنقولة في البورصة.

لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تعتبر الدركي الذي ينظم ويراقب البورصة والتداول فيها. في سبيل القيام بمهامها على أحسن وجه، جعلها المشرع مستقلة، لكن هذا الاستقلال ليس مطلقاً، بل هو نسبي. فمن غير المعقول القول بأن اللجنة ذات نفوذ لا محدود في سوق القيم المنقولة، لا رقيب عليها ولا معقب على أعمالها. فهي تخضع للرقابة القضائية بمناسبة فحص مشروعيتها قراراتها أو نظر الطعون بالإلغاء ضد غير المشروعة منها. أيضاً تخضع اللجنة للرقابة البرلمانية، فالبرلمان يراقب السلطة التنفيذية، ولجنة الكوسوب بوصفها سلطة إدارية ليست مستثناة من هذا المبدأ. رغم ذلك، فإن الرقابة القضائية والبرلمانية على اللجنة لا تعد بأي حال من الأحوال ذات تأثير على استقلاليتها في أداء مهامها، لأن تقرير الرقابة القضائية والبرلمانية في الدولة يعد أحد دعائم مبدأ المشروعية ودولة القانون، ولا يشكل إطلاقاً مساساً باستقلالية اللجنة.

## المطلب الثاني: شركة تسيير بورصة القيم

بورصة القيم المنقولة بالجزائر هي عبارة عن سوق لرأس المال، يتم تأطير هذه السوق من طرف عدة هيئات؛ بالإضافة إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تعتبر حارس السوق نجد شخصية معنوية أخرى لا تقل أهمية عن تلك اللجنة، تسمى شركة تسيير بورصة القيم، هذه الأخيرة، تمثل جزء من بورصة الجزائر، حيث وصف النظام البورصي الجزائري بورصة الجزائر بموجب المادة 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10<sup>1</sup> بأنها: "تشمل بورصة القيم المنقولة على:

- لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة. وتدعى في صلب النص "اللجنة"،

- شركة لتسيير بورصة القيم،

- المؤتمن المركزي على السندات"<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> . المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993) معدل ومتمم بالأمر رقم 96 / 10 المؤرخ في 10 يناير 1996 [الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996]. والمعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 03 / 04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

<sup>2</sup> . تمت إضافة هذه الفقرة بموجب المادة 2 من القانون رقم 03-04، سبقت الإشارة إليه، التي تعدل نص المادة 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، سبقت الإشارة إليه.

من حيث المبدأ، تعتبر شركة تسيير بورصة الجزائر مجرد شركة مساهمة خاضعة لأحكام القانون التجاري والقانون المدني الجزائريين، إلا أنها تتميز عن شركات المساهمة العادية بكونها شركة مساهمة ذات طابع تنظيمي خاص يندرج في إطار النظام العام البورصي. نقتصر في هذه الدراسة على تحديد مفهوم هذه الشركة في النظام البورصي الجزائري دون الخوض في دراسة القواعد العامة للشركات نظراً لتناولها من طرف الكثير من الزملاء وفقهاء القانون (الفرع الأول)، ثم بعد ذلك نشير إلى لجنة التداول في بورصة الجزائر التي لها علاقة مباشرة بنظام التداول (الفرع الثاني).

### **الفرع الأول: مفهوم شركة تسيير بورصة الجزائر:**

لنتمكن من فهم هذه الشخصية المعنوية يجب أن نحدد تعريفا لها (أولاً)، نستنبط منه السمات التي تميزها عن شبيهاتها في القانون التجاري وفي الوقت نفسه نبين الطبيعة التنظيمية التي تنفرد بها وطبيعة نشاطها (ثانياً).

### **أولاً: تعريف شركة تسيير بورصة الجزائر:**

حاول نظام البورصة الجزائري في عدة نصوص متفرقة في مناسبات تشريعية مختلفة أن يحدد سمات شركة تسيير بورصة القيم؛ في البداية أشار المرسوم التشريعي رقم 93-10 في المادة 15 منه أنه: "تتولى شركة لإدارة بورصة القيم المنقولة، تكتسي شكل شركة ذات أسهم، تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة بمفهوم المادة 18 أدناه". أضافت المادة 18 أنه: "يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص: - التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة، - التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها، - تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة، - تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة، - تسيير نظام للتفاوض في الأسعار

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

وتحديدها، - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة، - إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة، تمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة".

هذين النصين لم يكونا، في البداية، كافيين لتحديد الشركة المقصودة بدقة، ما ينتج عنه عدم كفايتهما لحماية سوق البورصة من الاختراق، لا يمكن حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في بورصة الجزائر إذا أسندنا تسيير بورصة الجزائر لشركة مساهمة عادية غير محكومة بضوابط تنظيمية؛ حيث كان ممكنا طبقا للصياغة السطحية لهذين النصين أن يتم إسناد مهمة تسيير بورصة القيم إلى أي شركة مساهمة عادية تستند على نفوذ ما بطريقة غير شرعية، قد تؤدي إلى توريط الدولة في المسؤولية إذا تسببت في انهيار السوق بسبب تفضيلها لمصالحها الخاصة على حساب مصلحة السوق.

لا نعلم بالتحديد الدوافع التي كانت وراء هذه الصياغة الضعيفة؛ هذا راجع ربما إلى سهو أو نقص خبرة في جانب المشرع الجزائري في تلك الفترة التي تميزت بالارتباك التشريعي نتيجة الانتقال من النظام الاقتصادي الموجه إلى النظام الليبرالي.

لكن، لحسن الحظ، سنة 1997، تفتنت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لهذه الثغرة وقامت بسدها؛ حيث أصدرت تعريفا لشركة تسيير بورصة الجزائر فتوضحت معاملها بكيفية تمنع أي انحراف عن المبدأ الرئيسي لبورصة الجزائر الذي يتمثل في تعبئة الادخار الوطني ومحاربة الاكتناز؛ نظام اللجنة رقم 97-01<sup>1</sup> نص في المادة 2 أن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي تدعى في صلب النص "شركة"

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، ج. ر. رقم 87 المؤرخة في 29-12-1997.

والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي رقم 93-10<sup>1</sup> "هي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين وسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانونا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. تمارس هذه الشركة مهامها طبقا للأحكام التشريعية والتنظيمية التي تسيّر التنظيم وسير العمليات على القيم المنقولة".

هكذا، يمكن تعريف شركة تسيير بورصة الجزائر بأنها: هيئة بورصية في شكل شركة أسهم عمومية ذات راس مال مختلط مفتوح على اكتتاب انتقائي ضيق يشمل حصريا الوسطاء في عمليات التداول في البورصة المعتمدين رسميا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، دون أن يكون لهم حق الرقابة عليها، مكلفة بالتسيير المادي لعمليات التداول في بورصة الجزائر تحت إشراف ورقابة سلطة ضبط السوق، في مقابل ذلك لها الحق في الحصول على عمولات محددة عن كل عملية تداول.

من خلال هذه التعاريف يمكن تحديد معالم الشركة بصورة أفضل، نحدد هذه المعالم من خلال الإشارة لخصائصها الاستثنائية في العنصر الموالي.

#### **ثانيا: خصائص شركة تسيير بورصة الجزائر:**

شركة تسيير بورصة الجزائر شركة مساهمة خاضعة لأحكام القانون التجاري، من حيث المبدأ، هي تتسم بخصائص تلك الشركات: كونها مبنية على الاعتبار المالي وليس الشخصي، لديها اسم، وغيرها من الخصائص العامة. لن نركز حول هذه الخصائص العامة نظرا لتناولها بالتفصيل من قبل الزملاء، لكن سنحاول الوقوف على مميزاتها الخاصة بها التي يفرضها مجال نشاطها الذي يتميز بأنه حساس للغاية؛ شركة تسيير بورصة الجزائر تشرف على تسيير عمليات تداول ثروة البلاد، أي خلل في نظامها قد

---

<sup>1</sup> . المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة. ج.ر. 41 في 26 / 06 / 94، المعدل والمتمم.

يؤدي إلى تدمير الاقتصاد، على الأقل من الناحية النظرية بالنسبة للجزائر، فعليا بورصة الجزائر تمول نسبة ضئيلة جدا من الاقتصاد الجزائري، انهيار سوق القيم المنقولة في أي بلد يملك بورصة قوية يخلف مآسي اقتصادية واجتماعية وسياسية كبيرة جدا، لهذه الأسباب خص المشرع شركة تسيير بورصة الجزائر بسماح مختلفة عن شركات المساهمة العادية، نوضحها فيما يلي:

**أ: شركة ذات أسهم في وضعية تنظيمية آمرة:**

نص المادة 2 من نظام اللجنة رقم 97-01<sup>1</sup> أشار إلى شخصية معنوية خاصة: خاضعة لأحكام القانون التجاري، وعمومية: ذات وضعية تنظيمية آمرة وفق طبيعة النظام العام البورصي، وفي نفس الوقت ذات رأسمال مختلط، أنشأت بموجب مرسوم تشريعي<sup>2</sup>. إذن، هي مؤسسة عمومية ذات طابع اقتصادي، لكنها مختلطة رأس المال، لكن الأغلبية في رأس المال للمؤسسات المالية العمومية، وخضوعها لنظام البورصة، كل ذلك يعني بسط سيادة الدولة على سوق البورصة بطريقة غير مباشرة، لكن دون التحكم والتأثير على مهامها بأسلوب القانون العام.

تمارس مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هذه الأخيرة تعتبر سلطة إدارية مستقلة تتوقف مهامها عند حد واقعي معين في مواجهة الشركة، في الوقت نفسه تترك لها هامش عريض من الحرية من أجل تسيير عمليات التداول وعقد الصفقات من الجانب المادي، فهي مقيدة بأنظمة البورصة التي تعتبر في أغلبها من

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، ج. ر. رقم 87 المؤرخة في 29-12-1997.

<sup>2</sup> . نصت المادة 3 من المرسوم التشريعي 10/93، مرجع مشار إليه سابقا، على أن بورصة الجزائر تشتمل على الهيئات التالية: "... شركة لتسيير بورصة الجزائر".

النظام العام، السبب في ذلك هو المرونة والسرعة التي يتطلبها السوق والتي تتناقض قي جوهرها مع أي تحكم إداري بطيء ومدمر للبورصة.

**ب: انتقاء المساهمين في شركة تسيير بورصة القيم:**

رأسمال شركة تسيير بورصة القيم يتكون بقوة القانون من أسهم مخصصة فقط للوسطاء في عمليات البورصة (م. 16 من القانون رقم 03-104<sup>1</sup>). وبالتالي: هي ليست شركة مفتوحة على الاكتتاب العام وإنما هي مفتوحة على اكتتاب خاص انتقائي؛ السبب في ذلك هو نية الدولة لضمان حماية السوق وجعل شركة تسيير بورصة القيم قوية بما يكفي لتعبئة الادخار وجعلها تبدو بمظهر الشركة الأكثر ضمانا لمصالح المستثمرين في البورصة وكذلك المصدرين للقيم المنقولة؛ قررت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن هذه الشركة يجب أن تؤسس من طرف كيانات اقتصادية قوية ومتجذرة في الاقتصاد الجزائري، ولا يجوز أن يكتب في رأسمالها في المستقبل إلا الكيانات المعنوية المماثلة لتلك التي أسستها: شركات ذات أسهم أو شركات مساهمة.

وصفنا لشركة تسيير بورصة القيم بأنها شركة مفتوحة على اكتتاب خاص انتقائي محدود يعني أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تنتقي بطريقة غير مباشرة المساهمين في رأسمال بورصة الجزائر بمناسبة دراستها لملفات الشركات التجارية والمؤسسات المالية التي تطلب الحصول على الاعتماد طبقا لأحكام نظام لجنة تنظيم

---

<sup>1</sup> . القانون رقم 03 / 04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم، مرجع سبقته الإشارة إليه آنفا.

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15-01<sup>1</sup>. مبرر هذه الانتقائية، في رأينا، هو حماية السوق برمتها وحماية مصالح المدخرين.

فضلا عن ذلك، فإن فتح رأسمال شركة تسيير بورصة الجزائر على الاكتتاب العام يتنافى مع المهمة الحساسة الملقاة على عاتق الشركة، لأنه لا يمكن تطبيق نظام الرقابة من طرف المساهمين في شركات المساهمة المنصوص عليه في القانون التجاري، بل المسألة تتعدى ذلك؛ إذ رغم كون المساهمين في رأسمال شركة تسيير بورصة الجزائر يخضعون لنظام انتقائي صارم تتبعه لجنة تنظيم عمليات البورصة بمناسبة قبول طلبات الوساطة في عمليات البورصة والتي ينتج عنها مساهمين مؤسسائيين ذوي مكانة ثابتة ومنتجزة في السوق المالية الجزائرية إلا أنهم ممنوعين بقوة القانون من ممارسة أي نوع من الرقابة على شركة تسيير بورصة الجزائر، ورد هذا المنع صريحا بصفة مطلقة بموجب المادة 3 الفقرة 4 من نظام اللجنة رقم 03-04<sup>2</sup> التي نصت: "غير أن المساهمة في الرأسمال الاجتماعي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة لا يمكن في أي حال من الأحوال، أن تسمح لوسيط في عمليات البورصة فرض سلطة رقابته على هذه الشركة".

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15-01، المؤرخ في 15 / 4 / 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

<sup>2</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-04، المؤرخ في 18 مارس 2003، ج. ر. العدد 73 المؤرخة في 30 / 11 / 03، يعدل ويتمم نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، ج. ر. رقم 87 المؤرخة في 29-12-1997.

ينتج عن ذلك تقييدا على تداول أسهم شركة تسيير بورصة الجزائر؛ حيث نجد المادة 3 فقرة 3 من نظام اللجنة رقم 03-104<sup>1</sup> تشير صراحة إلى هذا القيد: في حالة انسحاب وسيط في عمليات التداول من الشركة فإن حصته في رأسها يعاد شرائها بقوة القانون من طرف الوسطاء (المساهمين) الآخرين.

في البداية تم تأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من طرف البنوك الوطنية وشركات التأمين الوطنية (مؤسسات عمومية ذات طابع اقتصادي) (1، 2)، ثم بعد ذلك حدث بعض التغيير في تركيبة المساهمين في شركة تسيير بورصة الجزائر (3).

### **1- البنوك الوطنية المشاركة في تأسيس شركة تسيير بورصة الجزائر:**

تأسست شركة تسيير بورصة الجزائر في البداية من طرف مؤسسات مالية وطنية تملك رأسها، وفي الوقت نفسه، حازت هذه المؤسسات على الاعتماد كوسطاء في عمليات البورصة، تمثلت هذه المؤسسات في: البنك الخارجي الجزائري (BEA)، بنك التنمية المحلية (BDL)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP Banque).

### **2- شركات التأمين الوطنية المشاركة في تأسيس شركة بورصة الجزائر:**

بالموازاة للبنوك فإن أضخم شركات التأمين التي شاركت في تأسيس شركة تسيير بورصة الجزائر هي: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، الشركة الجزائرية

<sup>1</sup> . المرجع نفسه.

للتأمينات (CAAT)، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية (CNMA)، البنك الخاص: يونيون بنك (UB).

### **3- المساهمون حاليا في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة :**

منذ تأسيس شركة تسيير بورصة الجزائر شهدنا بعض التغيير في المساهمين في رأسها، انسحب البعض وأنظم البعض الآخر. القاعدة التي تحكم الاكتتاب في رأسها وردت بموجب نص المادة 17 من القانون رقم 03-04<sup>1</sup>: يقضي هذا النص بعدم جواز منح الاعتماد الفعلي لطالب الوساطة في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إلا بعد اكتتابه في جزئ من رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. فأصبحت التشكيلة الحالية (سنة 2021) للمساهمين في رأس مال شركة تسيير بورصة الجزائر تتمثل في الهيئات التالية:

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)- بنك)، Société Générale Algérie، BNP PARISBAS El Djazair، البركة بنك الجزائر (Al Baraka Banque Algérie)، السلام بنك للجزائر (Al Salam Bank Algeria).

<sup>1</sup> . القانون رقم 03 / 04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003)، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993).

### الفرع الثاني: لجنة التداول في بورصة الجزائر:

تم تنصيب لجنة التداول<sup>1</sup> المنصوص عليها في المادة 15 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم SGBV / 02 / 98، المتضمن قواعد تسيير حصص التداول، ابتداءً من حصة التداول المنعقدة في يوم 16 أبريل 2001. وشكّلت لجنة التداول وفقاً للقرار رقم (1) لمجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المنعقد بتاريخ 19 مارس 2001<sup>2</sup>.

وتتضمن هذه اللجنة ثلاثة أعضاء على الأقل أو عدد فردي من الأعضاء يعينهم مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. ويتم اختيارهم من بين الوسطاء في عمليات البورصة، وأعضاء من الشركة وكذا العاملين فيها، وهم يحملون صفة "مسؤولي قاعة التداول". ويجوز تعيين ممثلين اثنين في اللجنة من نفس البنك الوسيط في عمليات البورصة، ولكن هذا البنك الوسيط لن يكون له الحق إلا في صوت واحد. ويمكن للمشرف التابع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على طلبه، أن يشارك بصفة مراقب في اجتماعات اللجنة<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> تشكلت لجنة التداول طبقاً لاجتماعها في يوم 3 فبراير 2010 من: عنصريين عن القرض الشعبي الجزائري، أحدهما بصفته عضواً والآخر بصفته عضواً مستخلفاً، عضو عن بنك التنمية المحلية، عضوين عن البنك الخارجي الجزائري أحدهما بصفته عضواً والآخر بصفته عضواً مستخلفاً، عضو عن الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك، عن بنك الفلاحة والتنمية الريفية، عن البنك الوطني الجزائري، عضوين عن بنك بي إن بي باريبا الجزائر أحدهما بصفته عضواً والآخر بصفته عضواً مستخلفاً، وأخيراً، رئيس اللجنة الذي ينتمي إلى طاقم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ونائبه المنتمي للصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك.

<sup>2</sup> موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الجزائر، "http://www.sgbv.dz".

<sup>3</sup> نفس الموقع.

## الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة - الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة

وتسيّر لجنة التفاوض، بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حصص التداول في البورصة وسلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بالتداول في البورصة، وكل الأشخاص الآخرين المرتبطين بهم كموظفين أو من خلال عقد<sup>1</sup>.

لجنة التداول تمثل الجهاز داخل شركة تسيير بورصة الجزائر الذي يحرك ديناميكية الصفقات البورصية (عقود التداول)، طريقة عمل هذا الجهاز في ردهة التداول أثناء حصص التسعيرة نتناولها في الباب الثاني من هذه الأطروحة.

---

<sup>1</sup>. نفس الموقع.

## الفصل الثاني: محل التداول في بورصة الجزائر

نظام البورصة الجزائري قسم السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة إلى سوق لسندات الرأسمال (الأسهم) وإلى سوق لسندات الدين، وقسم سوق سندات الرأسمال إلى قسمين: السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في المقابل قسم سوق سندات الدين بدورها إلى سوقين أيضا: سوق لسندات الدين التي تصدرها شركات المساهمة والهيئات العمومية والدولة وإلى سوق لكتلة سندات الدين التي تصدرها الدولة (م. 77 من نظام اللجنة رقم 12-101<sup>1</sup>).

بالتالي تعتبر بورصة الجزائر سوق لرؤوس أموال ذات طبيعة قانونية مختلفة عن بعضها البعض ما أدى إلى فصل أنظمة تداولها في عدة أسواق حكومية يتضمنها سوق بورصة الجزائر ككل، يتم الفصل الحكمي بين تداول القيم المنقولة وفقا لطبيعتها القانونية في عدة أسواق افتراضية تحتويها بورصة الجزائر ذاتها، وليس وفقا لانفصال مادي في بورصة القيم المنقولة. من خلال هذه الأسواق يمكننا تحديد محل التداول في بورصة الجزائر.

نقصد بمحل التداول: الأدوات المالية المستعملة في تداول الثروة في بورصة الجزائر، هناك نوع من الارتباك الخفيف فيما يخص المصطلح الذي اختاره المشرع الجزائري للتعبير عن هذه الأدوات المالية، حيث استعمل في الغالب مصطلح القيم المنقولة وبصفة نادرة استعمل مصطلح الأوراق المالية. هذا يدفعنا إلى تحديد مفهوم القيم المنقولة ككل (المبحث الأول)، ثم نناقش القيم المنقولة القابلة للتسعير في بورصة القيم بالجزائر (المبحث الثاني).

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 03/97 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

### المبحث الأول: مفهوم القيم المنقولة

نظرا لتعرض الكثير من الباحثين والبحوث لموضوع القيم المنقولة بالكثير من التفصيل والبيان الدقيق، سنقوم بالتركيز فقط على الجوانب المرتبطة بتداولها في بورصة الجزائر، مع شيء من الإيجاز حول نظام القيم المنقولة بصفة عامة، ونحيل إلى تلك البحوث فيما يخص تفاصيل أخرى ليست ذات أهمية مباشرة بالنسبة لموضوع تداولها في البورصة؛ سنقتصر على التركيز على الجوانب القانونية للقيم المنقولة التي لم يتم الخوض فيها بدقة تتصل بصفة مباشرة بالتداول في بورصة الجزائر وبالأحكام الواردة بموجب نصوص نظام البورصة.

القيم المنقولة كمحل للتداول في بورصة الجزائر تعتبر النقطة المحورية التي تدور حولها جميع التصرفات القانونية التي ترتب التزامات وحقوق على ولصالح المدخرين أو المستثمرين، بتدخل مباشر من طرف هيئات التداول: الوسطاء في عمليات البورصة ينفذون أوامر البيع وأوامر الشراء لصالح الزبائن في البورصة، بإشراف وتنظيم من طرف شركة إدارة بورصة الجزائر، تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ليقوم المؤتمن المركزي على السندات بتنفيذ عمليات المقاصة وعمليات التسوية والتسليم.

القيم المنقولة هي الأداة التي بواسطتها يتم نقل رؤوس الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز، أي يتم دفع رؤوس الأموال الزائدة عن حاجة الأشخاص الطبيعيين والأشخاص المعنويين بعد سد مصاريفهم الاستهلاكية والاستثمارية إلى الأشخاص المعنوية المدرجة في بورصة الجزائر كشركات الأسهم والدولة وفروعها، هذه الأخيرة ترتب في القطاع العاجز عن تمويل حاجاته الاستثمارية، خاصة بالنسبة لشركات المساهمة، أو حاجاته التنموية خاصة بالنسبة للدولة وفروعها.

تداول القيم المنقولة المسعرة في بورصة الجزائر لا يمكن، من حيث المبدأ، أن يتم إلا داخل البورصة ذاتها، التي تشرف عليها لجنة الكوسوب التي تعتبر هيئة إدارية

مستقلة، عن طريق الوسطاء في عمليات البورصة في إطار نظام قانوني محكم وبالغ التعقيد والدقة؛ لأن عمليات التداول على هذه القيم المنقولة عملية حساسة جدا لها أثر بالغ يتعدى المصلحة الخاصة للمتداولين إلى الاقتصاد الوطني برمته. ضعف التشريع والرقابة قد يؤدي إلى مضاربة سلبية من طرف المستثمرين الكبار، تصبح المضاربة سلبية عندما تؤدي إلى ارتفاع وانخفاض مصطنع للأسعار يسيء إلى السوق برمتها.

لتبيين مفهوم القيم المنقولة (أو الأوراق المالية) التي قد تكون محل للتسعيرة الرسمية في بورصة الجزائر يجب أن نقوم بضبط المصطلحات وتعريف القيم المنقولة (المطلب الأول). ثم بعد ذلك نناقش مدى تناسب خصائص القيم مع نظام التداول في بورصة الجزائر (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: ضبط المصطلحات وتعريف القيم المنقولة

لضبط تعريف القيم المنقولة القابلة للتداول في بورصة الجزائر نقوم بضبط المصطلحات نظرا لوجود بعض الارتباك في القانون الجزائري يتعلق بمصطلح القيم المنقولة (الفرع الأول)، ونقوم بعدها مباشرة بتعريف القيم المنقولة (الفرع الثاني).

#### الفرع الأول: ضبط المصطلحات

في قانون البورصة الجزائري استعمل المشرع مصطلح القيم المنقولة ( les valeurs mobilières) للتعبير عن محل التداول في بورصة الجزائر، واعتمد هذا المصطلح في تسمية بورصة الجزائر ذاتها "بورصة القيم" التي تدل على مجموع الهيئات التي تتدخل في عمليات التداول في بورصة الجزائر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، شركة إدارة بورصة القيم (SGBV)، الوسطاء في عمليات التداول في البورصة (IOB)، والمؤتمن المركزي على السندات أو شركة الجزائر للتسوية (Algérie Clearing). أيضا مصطلح بورصة القيم المنقولة يشير إلى السوق برمته

وكل من يدخل في علاقة مباشرة أو غير مباشرة مع هذه الهيئات كالشركات المساهمة التي تطرح أسهما أو سندات في البورصة، وكذلك المدخرين.

لكن، ما يمكن ملاحظته أن المشرع الجزائري استعمل أيضا مصطلح آخر مرادف لمصطلح القيم المنقولة هو: مصطلح الأوراق المالية (Securities) في موضعين اثنين في القانون التجاري الجزائري في نسخته العربية: حيث نصت المادة 698 الخاصة بإصدار الأسهم في البند 2 منها بأنه: " بالنسبة للشركات التي تكون أسهمها مسجلة في السعر الرسمي لبورصة الأوراق المالية، ..."، هذا النص يسمي بورصة القيم ببورصة الأوراق المالية؛ لكن النسخة الفرنسية من نفس النص جاءت خلافا للنص باللغة العربية تحوي مصطلح بورصة القيم (La bourse des valeurs).

لدينا أيضا نص المادة 715 مكرر من القانون التجاري في نسخته العربية تستعمل مصطلح الأوراق المالية حيث نصت: "... فإن الشركات التي تكون أسهمها مقبولة في التسعيرة الرسمية لبورصة الأوراق المالية..."، لكن النسخة الفرنسية من نفس النص استعملت مصطلح (La bourse des valeurs) أو بورصة القيم.

هذا الارتباك في استعمال المصطلحات من طرف المشرع الجزائري قوبل بانتقاد ونقاش تحت قبة البرلمان الجزائري؛ أثناء المناقشات البرلمانية في جانفي 2003 بمناسبة التصويت على القانون المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10 / 93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>: حيث طالب بعض النواب باستعمال مصطلح الأوراق المالية في بعض

<sup>1</sup>. المجلس الشعبي الوطني، الجريدة الرسمية للمداولات، السنة الأولى رقم 37، الفترة التشريعية الخامسة، الدورة العادية الثانية، الجلسة العلنية المنعقدة يوم الثلاثاء 14 يناير 2003، محضر الجلسة العلنية الرابعة والعشرون لنفس اليوم: يتعلق بالتصويت على مشروع القانون المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10 / 93 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم.

النصوص محل التصويت بالتعديل، بدلا من مصطلح السندات بمناسبة النقاش حول تعديل الفقرة الثالثة من المادة الثالثة من نفس المرسوم التشريعي.

اقترح بعض النواب<sup>1</sup> استبدال مصطلح "السندات" بمصطلح "الأوراق المالية" في جميع نصوص قانون البورصة الجزائري التي تتضمن هذا المصطلح. معللين اقتراحهم بأن مصطلح الأوراق المالية أوسع وأشمل، حيث يحتوي كلا من السندات والأسهم، وأن أغلبية الفقه القانوني والاقتصادي العربي والأجنبي يأخذ بمصطلح الأوراق المالية، خاصة وأن الجزائر مرشحة في المستقبل لدمج سوقها المالية ضمن سوق مالية عربية موحدة.

رد مقرر لجنة الشؤون الاقتصادية والتنمية والصناعة والتجارة والتخطيط<sup>2</sup> أن:

"اللجنة لا تشاطر النواب نفس الرأي؛ حيث ترى أن هذا الانشغال مشروع ومطروح بحددة في منظومتنا التشريعية والتنظيمية، الأمر الذي يقتضي مراجعة شاملة لهذه المصطلحات المكرسة والعمل على مطابقتها وتوحيدها. وفيما يتعلق بمشروع هذا القانون بالذات، وما يثيره من اهتمامات حول الجانب الاصطلاحي، تدعو اللجنة الوزارة المكلفة بالمالية وجميع القطاعات المعنية، وبالتعاون مع الأمانة العامة للحكومة، إلى إعداد معجم للمصطلحات التقنية المالية والبورصية، قصد توحيدها، لا سيما بالرجوع إلى بعض القوانين الأساسية؛ كالقانون التجاري، والقانون المتعلق بالنقد والقرض، وباقي النصوص التشريعية والتنظيمية، وذلك في انتظار تجسيد مسعى الإصلاح الشامل للأسواق المالية في الجزائر".

<sup>1</sup> . المجلس الشعبي الوطني، الجريدة الرسمية للمداورات، السنة الأولى رقم 37، مرجع سابق، ص. 7.

<sup>2</sup> . لجنة الشؤون الاقتصادية والتنمية والصناعة والتجارة والتخطيط، المناقشات البرلمانية، الجريدة الرسمية لمداورات المجلس الشعبي الوطني، مرجع سابق، ص. 7.

في حقيقة الأمر، مصطلح الأوراق المالية الذي تعتمده أغلب التشريعات العربية خاصة في المشرق العربي ناتج عن تأثر هذه التشريعات بالأنظمة القانونية الأنجلوسكسونية من جهة، ومن جهة ثانية؛ فإن النظام القانوني للبورصة هو نظام نابع من وسط يطغى عليه علم إدارة الأعمال أكثر من علم قانون الأعمال. حيث تدخل في تكوين وصياغة النظام القانوني للبورصات في العالم رجال الأعمال والمصرفيين والتجار عموماً، وكان دور القانونيين ضئيلاً جداً ينحصر في حدود ضيقة كقواعد حماية السوق وإجراءات حل النزاعات التي تطرأ بمناسبة التداول في البورصة.

عند الاطلاع على قاموس المصطلحات المالية الأكثر استخداماً بالأسواق المالية الصادر عن اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، تعتبر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في الجزائر عضواً في هذا الاتحاد؛ نجده يسوي تماماً من حيث المفهوم الاصطلاحي بين مصطلح الأوراق المالية باللغة العربية وبين المصطلح باللغة الفرنسية: "Les valeurs mobilières"، وبين المصطلح باللغة الإنجليزية "Securities"<sup>1</sup>.

وما تجدر الإشارة إليه، أن مصطلح "السندات" عندما يستعمل منفرداً فقد يعبر اصطلاحاً، في الوسط البورصي، على إحدى المعاني الثلاث التالية:

إما على: سندات الدين (فرنسية: Titres de Dette، Obligations، إنجليزية: Dept Securities، Bonds) عندما يفهم من السياق أن المقصود هو القيم المنقولة التي تحمل خاصية الدين وتولد علاقة مديونية بين حامل السند والهيئة التي طرحت السند في البورصة. بلغة السوق سند الدين هو: "أداة مالية تمثل مديونية على المصدر لصالح حامل السند، يحصل بموجبه حامل السند على توزيعات دورية خلال أجل السند أو دفعة أو أكثر من سداد الاستهلاك أو كلاهما الذي يؤدي عند استحقاقه إلى

<sup>1</sup>. قاموس المصطلحات المالية الأكثر استخداماً بالأسواق المالية، عربي إنجليزي فرنسي، اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دبي دولة الإمارات العربية المتحدة، أكتوبر 2019.

انقضاء السند، أو هو أداة من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، حيث يقوم المستثمر من خلالها بتقديم قروض إلى كيان، عادة شركة أو حكومة، يقترض الأموال لفترة محددة من الزمن بسعر فائدة متغير أو ثابت، وتكون هذه الأداة متداولة في سوق المال.<sup>1</sup>

وإما يدل مصطلح السند على: سندات رأس المال عندما يفهم من سياق الخطاب أن المقصود هو القيم المنقولة التي تعتبر جزء من رأس مال الشركة، والتي هي الأسهم التي تجعل من المساهم شريكا في الشركة التي طرحت سند رأس المال.

وإما يقصد بالسندات بالمفهوم العملي المتداول في السوق المالية من طرف رجال الأعمال وأصحاب الشركات والمضاربين والمتخصصين في إدارة الأعمال والنظام المالي وغيرهم: الأسناد المادية أو الإلكترونية التي تعبر على السندات المالية ( Les titres financiers)، (بالإنجليزية: Securities)، هذه الأخيرة تتطابق اصطلاحيا مع مصطلح الأوراق المالية، وتتطابق أيضا اصطلاحيا مع مصطلح القيم المنقولة المعمول به في النظرية الفرنكوفونية للقانون، إذن: المقصود هنا الأسهم والسندات بجميع أنواعها التي يتم تداولها في السوق.

مصطلح القيم المنقولة هو مصطلح قانوني بحت، أما مصطلح الأوراق المالية فهو مصطلح اقتصادي متأثر بالعلوم المالية أكثر منه مصطلح قانوني. لكن الغلبة في بورصات دول العالم للمصطلح الذي وضعه رجال الأعمال أي: الأوراق المالية.

هذا الارتباك في استعمال المصطلح ناتج عن تأثر التشريع الجزائري بالتشريع الفرنسي. لكن هذا الأخير، أي المشرع الفرنسي؛ تدخل بطريقة صريحة ووضع حدا لأي ارتباك أو خلط في استعمال المصطلح سنة 1966 بموجب قانون 24 جويلية الخاص بالشركات التجارية، فنص صراحة بموجب المادة 264 أن: "مصطلح القيم المنقولة

<sup>1</sup> . قاموس المصطلحات المالية، اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، مرجع سابق، ص. 9.

يعني في مفهومه الضيق المعروف عمليا السندات الصادرة من الهيئات العامة أو الخاصة القابلة للتسعيرة والتداول في سوق البورصة"<sup>1</sup>.

هذا النص يشير بوضوح إلى أن مصطلح السندات المالية الدارج في السوق من الناحية العملية لدى الأطراف المتدخلة في سوق البورصة ورجال الأعمال والمستثمرين يرادف بمفهومه الضيق والتقني المعروف عمليا مصطلح القيم المنقولة.

لكن محاولة المشرع الفرنسي من أجل ضبط مفهوم مصطلح القيم المنقولة لم يمنع الفقه القانوني في فرنسا من التصريح بأن هذا المصطلح لم يعد يفني بالغرض، حيث يرى البعض أن: "سرعة المعاملات التجارية أدى إلى ظهور قيم منقولة جديدة مركبة"<sup>2</sup> غير تلك القيم المنقولة التقليدية المعروفة بالأسهم والسندات، لذلك يرى الفقه في فرنسا أن: "مصطلح القيم المنقولة مصطلح قديم يعجز عن استيعاب المفاهيم الجديدة"<sup>3</sup>.

لكن في المقابل لا يوجد أي إشارة من طرف المشرع الجزائري بخصوص هذه المسألة، هذا ما أدى إلى احتدام النقاش في المجلس الشعبي الوطني بمناسبة التصويت

1. L'article 264 de la loi de 24 Juillet 1966 relative aux sociétés commerciales « Les termes valeurs mobilières, désignent dans le sens restreint consacré par la pratique, Les titres émis par les collectivités publiques ou privées qui sont susceptibles de cotation et de négociation sur un marché de bourse ». VIDAL Dominique, Droit des sociétés, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1993, p 383.

2. DANNENBERGER Frédéric Roger, La liberté de créer des valeurs mobilières, donnant accès au capital, Thèse de doctorat, Univ. Strasbourg III, 2007, p.02. (مقتبس عن تغربيت رزيقة، النظام القانوني للقيم المنقولة، أطروحة مقدمة ) لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، جامعة مولود معمري، كلية الحقوق والعلوم (السياسية، تيزي وزو، الجزائر، 2019، ص. 17، 18).

3. « La notion de valeur mobilière a vieilli, elle n'est plus le siège d'une catégorie juridique ». OPPEPIT (S), « La notion de valeur mobilière », Revue Banque et Droit, N° hors- série, 1991, p.04. (مقتبس عن تغربيت رزيقة، )

(مرجع سابق، ص. 18).

على مشروع القانون المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، كما سلف الذكر.

لهذا السبب يعد مصطلح الأوراق المالية أكثر مرونة من مصطلح القيم المنقولة بالنسبة للتشريع الجزائري. لأن مصطلح الأوراق المالية يسهل دمج بورصة الجزائر مستقبلا مع الأسواق المالية العربية، من جهة، ومن جهة أخرى مصطلح الأوراق المالية مناسب جدا في حالة فتح بورصة الجزائر على رأس المال والادخار الأجنبي.

لكن، رغم ما سبق أرى أنه لا يوجد أي حرج من استعمال كلا المصطلحين من طرف المشرع الجزائري في مناسبات تشريعية مختلفة، لكن يجب أن يقتصر ذلك على النسخة العربية لأنظمة البورصة، كما يجوز الإشارة صراحة في متن نظام البورصة وفي القانون التجاري أن مصطلح القيم المنقولة يرادف مصطلح الأوراق المالية، مادام كلاهما يؤدي نفس المعنى، فكلاهما يشيران بشكل لا لبس فيه إلى الأدوات المالية التي يتم تداولها في السوقين الرئيسية والثانوية (البورصة) والتي لا تخرج في مجمل الأحيان عن سندات الدين وسندات رأس المال. والسعي نحو توحيد المصطلح لا يؤدي إلا إلى غاية تجميلية للنصوص التشريعية، ولا يؤدي إلى أي تغيير في جوهر النظام، ما دام أن الجميع يقصدون مفهوم واحد، أي تلك الأدوات المالية المتداولة في سوق البورصة.

فضلا عن ذلك، فإن استعمال مصطلح الأوراق المالية بدلا من مصطلح القيم المنقولة ورد في مواضع نادرة في التشريع الجزائري، كما سبق بيانه، وينبغي أن ننظر إلى ذلك بطريقة إيجابية نتمكن من خلالها من إعدام أي محاولة للفصل بين كلا المصطلحين من طرف القانونيين أو الاقتصاديين على حد سواء.

في المقابل فإن استعمال مصطلح القيم المنقولة ورد شائعا في أغلب النصوص القانونية الخاصة بالبورصة رغم أن هذه الأخيرة يحيط بها الاقتصاديون والمتخصصون في النظام المالي أكثر من المتخصصين في القانون. ويعد الأخذ بكلا المصطلحين إثراء، غير مقصود، أكثر منه ارتباك في جانب المشرع الجزائري، حيث يمنح هذا الإثراء

الفرصة لكل المحيطين بالبورصة في اختيار المصطلح الأكثر راحة وتعبيرا بالنسبة لهم. لكن يجب الإشارة إلى ذلك صراحة من طرف المشرع الجزائري، على غرار بقية التشريعات.

### الفرع الثاني: تعريف القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر

القيم المنقولة المتمثلة في سندات راس المال (الأسهم) وسندات الدين تعتبر الأداة المالية التي يتم عن طريقها التداول على الثروة وتمويل المشاريع في بورصة الجزائر، لكن قد تشبه هذه الأدوات المالية مع أنظمة مشابهة لها، لهذا السبب لا بد من تحديد تعريف لها يضبط معالمها بدقة. نتعرض للتعريف التشريعي للقيم المنقولة (أولا)، ثم نعرض التعريفات الفقهية لها (ثانيا).

#### أولا: التعريف التشريعي للقيم المنقولة

في سنة 1993 قام المشرع الجزائري بإضافة نص المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري عرف بموجبها القيم المنقولة بقوله: "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها"<sup>1</sup>.

هذا التعريف أورده المشرع التجاري ضمن طيات الأحكام الخاصة بشركات المساهمة، فهو يتعلق فقط بسندات الدين والأسهم التي تطرحها شركات المساهمة والتي تكون قابلة للتسعير في بورصة الجزائر. وبالتالي فإن هذا التعريف هو تعريف خاص أو تعريف ضيق للقيم المنقولة من حيث الكيان المصدر، وليس تعريفا عاما يحيط بجميع القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر، حيث هذه الأخيرة هيئة يتم عن طريق نظامها تمويل الدولة وبعض فروعها، أيضا؛ مثل الجماعات المحلية عن طريق استعمال أنواع

<sup>1</sup>. أضيفت إلى القانون التجاري الجزائري بالمرسوم التشريعي رقم 08/93، المؤرخ في 1993/4/25، (ج.ر. رقم 27 المؤرخة في 1993/4/25، ص. 37).

أخرى من القيم المنقولة الصادرة عن هذه الأخيرة مثل كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) Obligations Assimilables du Trésor<sup>1</sup> المتداولة فيها.

يبدو ذلك واضحاً من خلال الفقرة الثانية من المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة؛ حيث أشارت بوضوح أن القيم المنقولة القابلة للتسعير في بورصة الجزائر تشمل تلك الصادرة عن أشخاص القانون العام وشركات المساهمة بقولها: "وتعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم"<sup>2</sup>.

فضلاً عما سبق، فإن تعريف القيم المنقولة الوارد بموجب نص المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري جاء تقليدياً جداً، لا يشير إلى خاصية تداولها الإلكتروني، أو خاصية القيد في الحساب أو تسليمها إلكترونياً، وبالتالي فهو لا يتناسب مطلقاً مع التغيرات التكنولوجية التي أدخلت على الأسواق المالية في أغلب دول العالم؛ تم التخلي بموجبها عن الشكل المادي التقليدي للقيم المنقولة وحولت إلى قيود حسابية

<sup>1</sup> . كتل سندات الخزينة عبارة عن دين سيادي تصدره الدولة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة العمومية من أجل تمويل العجز في ميزانيتها. يتم إصدار سندات الخزينة العمومية وفقاً لمزاد علني يسمى المزاد الهولندي، يتم تداولها في بورصة الجزائر عن طريق المتخصصين في قيم الخزينة العمومية (Les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT) المعتمدين من طرف المديرية العامة للخزينة.

<sup>2</sup> . المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993) معدل ومتمم بالأمر رقم 10-96 المؤرخ في 10 يناير 1996 (الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996). والمعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

إلكترونية مجردة من أي دعامة ورقية باهظة التكلفة، لا يتم تداولها كما كان في السابق عن طريق المناولة اليدوية، أو التسجيل في دفاتر الشركة، وإنما عن طريق نقل ملكيتها إلكترونياً بعد تسجيلها في الحساب. وهذا بالرغم من أن المشرع بموجب نفس المرسوم التشريعي (رقم 08 / 93) يجيز تحويل السند عن طريق التحويل الإلكتروني (م. 715 مكرر 38).

يضاف إلى ذلك، أن هذا التعريف يتضمن عيب يتعلق بالترتيب المنطقي لفروع السوق المالية، حيث أن سوق السندات المالية تنقسم إلى السوق الرئيسية والسوق الثانوية، السوق الرئيسية هي سوق الإصدار وهي الأصل، أما السوق الثانوية فهي بورصة الجزائر؛ قول المشرع: "وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر" يؤدي إلى عكس المكان الطبيعي لكلا السوقين، فتبدو بورصة الجزائر وكأنها السوق الرئيسية أو سوق الإصدار للقيم المنقولة؛ الصياغة الصحيحة التي يجب أن تحل محل هذه العبارة هي: "وتكون قابلة للتسعير في البورصة" تكفي هذه الصياغة للتعبير عن القيم المنقولة المتداولة في السوق الرئيسية (سوق الإصدار) وعن القيم المنقولة المدرجة فعلاً في البورصة عندما تقرر مثلاً الشركة المنضمة إلى البورصة طرح أسهم جديدة مثل حالة الزيادة في رأسمالها.

نجد في المقابل أن بعض التشريعات في القانون المقارن اعتمدت تعريفات أكثر تطوراً، وبعضها الآخر لم تعرف القيم المنقولة؛ في فرنسا اعتمد المشرع تعريفاً أكثر انسجاماً مع الحركة التكنولوجية الجديدة لتداول القيم المنقولة التي تشهد الأسواق المالية في دول العالم؛ حيث نصت المادة الأولى من قانون 23 ديسمبر 1988، رقم 88 / 1201، الخاص بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (SICOVAM): "تعتبر قيماً منقولة، بالنسبة لتطبيق هذا القانون، السندات الصادرة عن أشخاص معنوية عامة أو خاصة، والقابلة للانتقال والتحويل بالقيود في الحساب أو بالتسليم، والتي تعطي

حقوقا متماثلة حسب كل فئة، وتوصل بصفة مباشرة أو غير مباشرة، إلى حصة نسبية في رأسمال الشخص المعنوي المصدر، أو إلى حق مديونية عام على ذمته المالية<sup>1</sup>.

نلاحظ أن هذا التعريف أشار بوضوح إلى الخاصية التكنولوجية الجديدة للقيم المنقولة، أي كونها قابلة للقيود في حسابات إلكترونية، تجعلها قابلة للانتقال والتحويل معلوماتيا من حساب إلى حساب آخر. هذه الخاصية ضرورية في مجال التداول في البورصة، إذ لا يمكن أن يتم تداول الثروة في البورصة باستعمال قيم منقولة مفرغة في دعائم مادية، نظرا لعددتها الكبير وحجم التداول اليومي عليها. لكن يعيب جانب من الفقه<sup>2</sup> على هذا التعريف بقوله: "أنه تعريف محدد لخصائص القيم المنقولة أكثر من كونه تعريفا لها".

وعكس المشرع الفرنسي نجد الكثير من التشريعات الأخرى لم تقدم على تعريف القيم المنقولة، كالمشرع المصري<sup>3</sup> والمشرع العراقي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> . L'article 01 de la loi n° 88-1201 de 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et du règlement général de la SICOVAM: « sont considérés comme valeurs mobilières pour l'application de la présente loi les titres émis par des personnes morales , publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition , qui confèrent des droits identiques par la catégorie et qui donnent accès directement ou indirectement, à une quantité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine », Cité par : Ripert G. / Roblot R., Traité de Droit Commercial, TOME 2, 16<sup>e</sup> édition, L.G.D.J, -Paris, 2000, p. 5. (تم لاحقا نقل نص هذه المادة إلى المادة 11/2 من التقنين).

(النقدي والمالي الفرنسي رقم 1223 الصادر في 14 ديسمبر 2000

<sup>2</sup> . عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2009، ص. 62.

<sup>3</sup> . خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، بدون طبعة، بدون سنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، ص. 41.

<sup>4</sup> . عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص. 61.

**ثانيا: التعريف الفقهي للقيم المنقولة**

المجال الطبيعي للتعريفات القانونية هو الفقه، لأن التشريع يتسم بثبات نسبي يضيف نوع من الجمود على القاعدة القانونية؛ القيم المنقولة هي أدوات اقتصادية يجب أن تتصف بالمرونة والقابلية للتغير حسب الحاجة الاقتصادية، ومن غير المعقول إحاطتها بقواعد قانونية جامدة في حين هي تتغير بصفة دورية.

البورصة تعد أكثر الأسواق تطلبا للسرعة، لأن مؤشراتنا تتغير بتغير الساعات والدقائق. في هذا المجال تعتبر التعاريف الفقهية للقيم المنقولة ذات أهمية بالغة، وتتناسب مع مرونة السوق والسرعة التي تتطلبها؛ تصدى كثير من الفقه لمسألة تعريف القيم المنقولة، نذكر بعض التعاريف البارزة:

يعرف جانب من الفقه القيم المنقولة بأنها: "سندات قابلة للتداول وفقا لأشكال مبسطة، ونظرا لأنها تصدر بشكل فئات تعطي حقوقا متماثلة، فإنها قابلة للتبادل والاستهلاك والصرف (التسييل). هذه الصفات تخولها أن تكون مقبولة في المفاوضات في البورصة"<sup>1</sup>.

يركز هذا التعريف على صفات القيم المنقولة: فهي قابلة للتداول وفق أشكال مبسطة، تبدووا هذه الأشكال المبسطة واضحة أكثر عندما يتم تداولها في بورصة الجزائر عن طريق النظام الآلي للتداول الذي لا يتطلب أكثر من الضغط على زر على لوحة المفاتيح في الحاسوب أو على تطبيق التداول الإلكتروني على الهاتف النقال لينعقد عقد البيع وتنتقل الملكية إلى المشتري والتمن إلى البائع.

<sup>1</sup> . « Les valeurs mobilières sont des titres négociables suivant des formes simplifiées et, étant émises par catégories qui confèrent des droits identiques, elles sont interchangeables et fongibles. Ces traits les rendent susceptibles de négociations en bourse » Ripert G. / Roblot R., Traité de Droit Commercial, précité, p. 5.

كذلك فإن القيم المنقولة تصدر في شكل فئات تعطي حقوقا متماثلة حسب كل صنف منها، أهمها سندات الدين والأسهم الصادرة عن شركات المساهمة، وقيم الخزينة العمومية الصادرة عن الدولة أو أحد فروعها. تجعل هذه الصفات القيم المنقولة (الأوراق المالية) قابلة للتفاوض في البورصة، أي يمكن أن تسعر فيها، بل أن هذه الصفات التي تتميز بها تعتبر السر وراء ثورة التمويل المباشر عن طريق البورصات في العالم.

قابلية القيم المنقولة للتسييل في أي وقت عن طريق قيام المستثمر بإصدار أمر بورصة محله البيع للوسيط في عمليات البورصة، هذا الأخير يبذل عناية الرجل الحريص من أجل تنفيذ الأمر بالشروط السعرية والوقتية المطلوبة من المدخر، يبحث في الطرف المقابل في السوق عن العرض المناسب ويتم تنفيذ الصفقة فيحصل زبونه على الثمن.

المستثمرون في البورصة الجزائرية يستفيدون من مرونة نظام التداول في البورصة لإجراء التعديلات التي يرونها مناسبة على استثماراتهم، فيحركون رؤوس أموالهم دون قيود وبعيدا عن الشكليات المعقدة والمهدرة للكثير من الوقت.

هذه الميزات الاستثنائية الخاصة بالقيم المنقولة تم إقرارها من طرف التشريعات لضرورة اقتصادية ملحة، لأن مشكلة تمويل الاقتصاد تتطلب وتفرض فتح المجال أمام رأس المال الكبير والصغير على حد السواء، بنوك، شركات تأمين، مؤسسات كبيرة، صغيرة ومتوسطة، شركات مدنية، عمال، موظفين، وغيرهم، كل شخص معنوي أو طبيعي يملك فائض مالي مرحب به لاقتناء قيم منقولة مسعرة في بورصة الجزائر؛ دون أن يكسبه القانون، من حيث المبدأ، الصفة التجارية بسبب شراء أو بيع قيم منقولة في البورصة، إلا إذا تعلق الأمر بأشخاص يحترفون المضاربة في البورصة كمهنة رئيسية لهم، إذ يسري في حقهم نص المادة الأولى من القانون التجاري.

في هذا الصدد يقول البعض أنه: "نظرا لهذه المميزات والصفات التي تتصف بها القيم المنقولة فهي ملحقة بالقانون التجاري، رغم أنها لا تستخدم في التجارة وحاملوها لا يكتسبون الصفة التجارية. وحيازتها من قبل الجميع ساهم في إعطاء الحياة المدنية الحديثة طابعا تجاريا"<sup>1</sup>.

كما عرف بعض الفقه القيم المنقولة بأنها: "صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو الحقين معا"<sup>2</sup>. لم يوفق صاحب هذا التعريف إلى حد بعيد في تعريف القيم المنقولة، فهو يختزل مفهومها في حق منفرد، فقط، يترتب عن ملكيتها في مواجهة المصدر. ونفس الشيء بالنسبة لتعريف البعض من الفقه للقيم المنقولة بأنها: "التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة سلفا"<sup>3</sup>.

السبب في تباين التعريفات الفقهية للقيم المنقولة هو أن الفقه قام بتعريفها انطلاقا من زوايا مختلفة؛ فمثلا عرفها البعض بالنظر إلى جهة إصدارها وطبيعتها القانونية بأنها: "الصكوك التي تصدرها أشخاص اعتبارية عامة كالدولة والهيئات العامة، أو الخاصة كشركات المساهمة والتوصية بالأسهم، وهذه الصكوك تخول لحاملها حقوقا، وتكون قابلة للتداول بالطرق التجارية، وقابلة للقيود ببورصات الأوراق

<sup>1</sup> . Ibid.

<sup>2</sup> . منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص. 5.

<sup>3</sup> . محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص. 5.

المالية"<sup>1</sup>. ينتقد البعض هذا التعريف بأنه: "لم يبين أنواع الأوراق المالية (القيم المنقولة)"<sup>2</sup>.

وعرف جانب من الفقه القيم المنقولة استنادا إلى طبيعتها القانونية بأنها: "الصكوك التي يتم تداولها بيعا وشراء في بورصة الأوراق المالية، والورقة عبارة عن صك ينشئ ويثبت الحق، ويمكن تقويمه وتداوله بسهولة داخل البورصة"<sup>3</sup>.

يعاب على هذا التعريف أنه يحد من القيم المنقولة في السوق الثانوية فقط أي تلك المسعرة في بورصة القيم المنقولة، وأهمل القيم المنقولة المتداولة في السوق الأولية أو سوق الإصدار.

من زاوية أخرى نجد بعض الفقه يعرف القيم المنقولة بالنظر إلى طبيعتها القانونية وأنواعها بأنها: "الصكوك التي تصدرها شركات المساهمة، أو التوصية بالأسهم مثل الأسهم والسندات وحصص التأسيس وصكوك التمويل ذات العائد المتغير ووثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار التي تتخذ شكل شركات المساهمة"<sup>4</sup>.

1. صلاح أبو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دار النهضة العربية، بالقاهرة، طبعة 1995، ص. 20، 21. أشار إليه: سلطان بن فراج رشيد السبيعي، تسوية المنازعات في الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2011، ص. 22.

2. سلطان بن فراج رشيد السبيعي، مرجع سابق، ص. 22.

3. صالح أحمد البريري، بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر على كفاءة أداء وظائفها وقواعد الضبط، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، 2001 م.، ص. 56. أشار إليه: سلطان بن فراج رشيد السبيعي، مرجع سابق، ص. 23.

4. سميحة القيلوبي، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري، دار النهضة العربية، الجزء الثاني، طبعة 2005 م.، ص. 761.

يؤخذ على هذا التعريف أنه أقصى القيم المنقولة التي تصدرها الدولة أو أحد فروعها (سندات الخزينة العمومية)، كذلك أهمل القيم المنقولة المستحدثة. بمعنى أن هذا التعريف تقليدي منحصر في قواعد القانون التجاري، في حين نشهد اليوم تطورا كبيرا في قواعد قانون الأسواق المالية الذي ساهمت قواعده في اختراع الكثير من الأدوات المالية المستحدثة.

أمام تباين التعاريف الفقهية للقيم المنقولة (الأوراق المالية) فإننا قد نميل لبعض الاتجاهات الفقهية العربية<sup>1</sup> لأن بورصة الجزائر مرشحة للتفاعل أكثر مع البورصات العربية، لا مستقبل لبورصة الجزائر في عالم التكتلات المالية والاقتصادية المتنافسة فيما بينها، يستحيل أن تصبح جزء من السوق المالية الأوروبية، أو الأمريكية أو الآسيوية لأسباب ظاهرة للجميع؛ منها الأسباب الإيديولوجية، الجغرافية، الثقافية، العرقية والدينية.

في هذا الصدد يقول الأمين العام لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية أن: "مجالات التعاون والتنسيق الممكنة بين هيئات الأوراق المالية العربية عديدة تتضمن فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية قضايا الإدراج والإدراج المشترك والرقابة على التعاملات للأسواق المالية وأنظمة التداول والتسوية والتقاص. كما تتضمن مجالات التعاون فيما يتعلق بقضايا الرقابة، الإفصاح والإفصاح الإلكتروني وأنظمة الرقابة على التداول وأدوات الاستثمار المشترك Collective Investment Schemes وحل النزاعات والملاءة المالية لشركات الوساطة والتمويل على الهامش Margin Trading والترخيص والتفتيش والإصدارات الأولية وغيرها من الجوانب الهامة المرتبطة بعمل هيئات الرقابة. إن آفاق التعاون والتنسيق ما بين أعضاء اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية واسعة وكبيرة ويمكن تعزيزها بآليات عملية تسهل اتخاذ خطوات محددة باتجاه الوصول إلى أقصى قدر ممكن من التنسيق والتعاون بما ينسجم مع المبادئ والمعايير

<sup>1</sup>. أنظر الصفحة الموالية.

الدولية. ومما لا شك فيه أن الوصول إلى مرحلة من التوافق والانسجام في التشريعات التي تحكم أسواق راس المال العربية سيصب في مصلحة تلك الأسواق والبلدان العربية وتسهيل عملية انتقال الأموال ما بين الأسواق المالية العربية، خاصة في ظل إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ما بين تلك الأسواق<sup>1</sup>.

نحن نميل إلى بعض الاتجاهات الفقهية العربية التي انتهت إلى أن مجمل التعريفات الفقهية للقيم المنقولة (الأوراق المالية) لم تخرجها عن كونها: "مجموعة من الصكوك التي لها قيمة مالية، أو القابلة للتقييم، والتي تصدر عن الشركات الخاصة، أو عن الدولة، أو عن مؤسساتها العامة، سواء منها المحلية أو المركزية. وتتميز تلك الأوراق بقابليتها للتداول بعد إصدارها، وأن كل واحدة منها غير قابلة للتجزئة، وهي تمثل حق ملكية كما في الأسهم العادية، أو تمثل حق دين كما في السندات، أو تمثل الحقين معا، أي حق مديونية وحق ملكية، كما في الأسهم الممتازة"<sup>2</sup>.

وفقا لما سبق فإننا نقف أمام استحالة وضع تعريف دقيق، جامع مانع للقيم المنقولة؛ لأنه من الصعب حصر كل أنواع القيم المنقولة في تعريف واحد. السبب في ذلك هو أن قانون الأسواق المالية تأثر منذ ظهوره كفرع مستقل من فروع قانون الأعمال بعاملين أثرا فيه بعمق:

<sup>1</sup> . جليل طريف، الأمين العام لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، كلمة منشورة على موقع الاتحاد بعنوان: كلمة الأمين العام على الرابط ([http://www.uasa.ae/ar/secretary\\_general\\_message.aspx](http://www.uasa.ae/ar/secretary_general_message.aspx))، شوهد يوم 2020 / 2 / 6 على الساعة 17:02.

<sup>2</sup> . أسامة أحمد شوقي المليجي، التنفيذ الجبري على الأوراق المالية التي تصدرها شركة المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2004، ص. 12. كذلك حاز هذا الاتجاه الفقهي على تأييد: أحمد إبراهيم شبل حجازي، الأبعاد القانونية للرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية المصرية، دار النهضة العربية، مصر، ودار النهضة العلمية، الإمارات، 2017، بدون طبعة، ص. 54.

العامل الأول: يرتبط بالأزمات المالية التي تصيب الأسواق المالية على فترات دورية، تؤدي هذه الأزمات إلى ابتداء قيم منقولة جديدة قابلة للتداول. التشريعات غالبا ما تجري تغييرات على القيم المنقولة القابلة للتداول بعد الانهيارات التي تصيب الأسواق؛ فقد يقوم المشرع بابتداء قيم منقولة جديدة، لم تكن موجودة من قبل، قابلة للتسعير في البورصة، أو يقوم بحذف قيم منقولة كانت موجودة ومتداولة في البورصة عندما يرى أنها تشكل خطرا على التداول.

لكن ما يجب إثارته في هذا الصدد هو أن المشرع الجزائري لم ينص صراحة على حالة إضافة قيم منقولة من أجل تداولها في السوق، أو حذف قيم أخرى من التداول للضرورات الاقتصادية وحماية السوق وتطويره، هذا من شأنه أن يزيد من خمول السوق المالية الجزائرية. عكس ما وقفنا عليه في القانون المقارن حيث تفتنت التشريعات إلى أهمية وجود نظام مالي مرن يتلاءم مع مرونة السوق المالية والاقتصاد:

فعلى سبيل المثال: نجد المشرع المصري منح لوزير الاستثمار سلطة إصدار قرار يقضي بإلغاء صكوك الأوراق المالية إذا رأى أنها تنذر بخطر ما على السوق المالية، حيث نصت المادة 13 من قانون القيد والإيداع المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000<sup>1</sup> على أنه: "عند إلغاء صكوك الأوراق المالية وفقا للقواعد التي يحددها قرار من الوزير المختص محل محلها صك واحد عن كل إصدار للأوراق يودع لدى الشركة على أن يدون فيه عددها ونوعها وقيمتها وغير ذلك من البيانات التي تحددها اللائحة التنفيذية".

أيضا نجد المشرع السعودي ينص صراحة في المادة 2/هـ من نظام السوق المالية السعودي على أنه: "أي حقوق أخرى أو أدوات يرى المجلس شمولها واعتمادها كأوراق مالية، إذا رأى في ذلك تحقيقا لسلامة السوق أو حماية المستثمرين، ويحق للمجلس ممارسة سلطته في أن يستثني من تعريف الأوراق المالية حقوقا وأدوات تعتبر أوراقا

<sup>1</sup> . الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، العدد 20 تابع (ب)، بتاريخ 18 / 5 / 2000.

مالية بموجب الفقرات (أ،ب،ج،د) من هذه المادة إذا رأى أنه لا ضرورة لمعاملتها كأوراق مالية بناء على مقتضيات سلامة السوق وحماية المستثمرين".

أما العامل الثاني: الذي أدى إلى استحالة وضع تعريف جامع مانع للقيم المنقولة فهو الخيال المالي اللامتناهي لرجال الأعمال والماليين المحيطين بالبورصة الذي يؤدي دائما إلى ابتداع أدوات مالية جديدة لتنشيط مجال الأعمال وتوسيع سبل التمويل للمشاريع أفقيا، لأن قانون البورصة هو نظام قانوني متأثر بفكر رجال الأعمال والمال أكثر من فكر رجال القانون المتميز بنوع من الجمود حيث يأبى الابتعاد كثيرا عن صفة الثبات في النصوص القانونية.

عدم قابلية القيم المنقولة للحصر بموجب تعريف جامع مانع، كما تقدم، جعل التشريعات في القانون المقارن تكتفي بتحديد سماتها وذكرها على سبيل المثال وتفادي حصرها. لكن ماهي هذه السمات أو الخصائص التي تعد ضرورية للتسجيل في السعر الرسمي لبورصة الجزائر؟

### المطلب الثاني: كل خصائص القيم المنقولة تتوافق مع نظام البورصة

من التعاريف السابقة للقيم المنقولة يتضح أن هناك خصائص تساعدنا في التعرف على الورقة المالية؛ عددها ستة، كلها مجتمعة تشكل محلا للتسجيل في السعر الرسمي لبورصة الجزائر، وكأن المشرع عندما قام بتصميم نظام القيم المنقولة في القانون التجاري سنة 1993، فعل ذلك بهدف جعلها متوافقة مع نظام البورصة الجزائري. نبين هذه الخصائص في ست فروع كما يلي:

#### الفرع الأول: تماثل القيم ضروري للإدراج في السعر الرسمي لبورصة الجزائر

تتماثل القيم المنقولة في الإصدار الواحد (La fongibilité)، طبقا لنص المادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 08 / 93، المشار إليها أعلاه؛ بمعنى: القيم المنقولة في الإصدار الواحد متماثلة من حيث صنفها وقيمتها وكذلك الحقوق التي تمنحها لملاكها. من حيث المبدأ هي تحمل الملاك نفس الالتزامات وتمنحهم نفس

الحقوق، لكن يرى الفقه<sup>1</sup> أن هذا المبدأ: "ليس من النظام العام، إذ يجوز الاتفاق على خلافه".

### الفرع الثاني: التسعير في بورصة الجزائر يفترض تساوي القيمة الاسمية للقيم

القيم المنقولة متساوية القيمة في نفس الإصدار والصنف، لكن قد تتغير هذه القيمة النقدية بعد الإصدار أثناء التداول في بورصة الجزائر، لأن قيمتها النقدية تصبح محكومة بقانون العرض والطلب؛ القيمة الاسمية للقيمة المنقولة ( La valeur nominale) لا تؤثر على القيمة المالية للسندات المتداولة في بورصة الجزائر، لأنها تعني المبلغ المدفوع لشراء السند عند طرحه للاكتتاب في البداية عن طريق البورصة، وبعد ذلك يتأثر السعر بكمية أوامر البيع وأوامر الشراء على تلك القيمة المنقولة التي يتم تنفيذها من طرف الوسطاء في عمليات البورصة في ردهة التداول، أي تدخل قانون العرض والطلب لخلق قيمة جديدة لها تسمى القيمة السوقية أو القيمة البورصية ( La valeur marchande ou boursière).

تداول القيمة المنقولة في بورصة الجزائر قد يطيح حتى بالسعر الإسمي الذي تم تحديده في القانون الأساسي للشركة، لكن في المقابل قد يؤدي التداول على القيمة المسعرة في بورصة الجزائر إلى رفع قيمتها السوقية إلى مستويات معينة لأن المشرع التجاري لم يحدد حدا أقصى للقيمة الاسمية والسوقية للقيم المنقولة، من حيث المبدأ، لكن لا يمكن أن نتصور حدوث ارتفاع لقيمة معينة إلى ما لا نهاية، لأن شركة تسيير بورصة الجزائر قد تضع حدا للارتفاع لتلك القيمة، في حالات الشدوذ السعري، من

<sup>1</sup> . أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2007، ص. 101. كذلك: ( OHL Daniel, Droit des sociétés, cotées, 2<sup>ème</sup> édition, Litec, Paris, 2005, p. 112. مشار إلى هذين المرجعين لدى:

تغريب رزيقة، مرجع سابق، ص. 23.

أجل حماية السوق<sup>1</sup>، خاصة إذا اكتشفت حدوث ارتفاع مصطنع غير حقيقي بطريقة غير مشروعة من طرف كبار المضاربين.

بغض النظر عن القيمة الاسمية للسهم، يفرق الفقه بين القيمة الاسمية والقيمة الحقيقية للسهم (La valeur réelle): "هي قيمة ما يمثله السهم من موجودات الشركة في صافي أصولها بعد خصم كل ما عليها من ديون"<sup>2</sup>. القيمة الحقيقية للسهم ليس لها أي علاقة بالقيمة السعرية أثناء التداول في بورصة الجزائر، لأن هذه القيمة تتكشف بعد وقف التداول على تلك القيمة في البورصة لعدة أسباب، خاصة بسبب مباشرة إجراءات التصفية أو إجراءات الإفلاس.

### الفرع الثالث: السعر الرسمي لبورصة الجزائر يحتوي قيم منقولة لا تتجزأ

القيم المنقولة غير قابلة للتجزئة بقوة القانون<sup>3</sup>، هذه الخاصية تتوافق تماما مع نظام التداول في بورصة الجزائر، فهي ضرورية وحيوية بالنسبة للسوق البورصي، لأنه من غير المعقول أن نتصور عدة ملاك لنفس الورقة المالية، سهم مثلا، يصدرون للوسيط في عمليات البورصة في الوقت نفسه أوامر بورصية متناقضة من حيث السعر أو من حيث وقت التنفيذ، في مثل هذه الحالة سيضطدم النظام البورصي بواقع شاذ يعطل عملية التداول في البورصة برمتها.

1 . أنظر صلاحيات شركة إدارة بورصة الجزائر فيما يتعلق بحد السعر المطلوب الثاني من المبحث الأول من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

2 . سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص. 264.

3 . نصت المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري الجزائري (المرسوم التشريعي 08 / 93، مرجع سابق) "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة".

القاعدة أن الورقة المالية يملكها شخص واحد، يملك حق تداولها عن طريق إصدار أوامر البورصة التي تناسبه، أو يمارس حقوقه التي يخولها له السند في مواجهة الشركة، كحق التصويت في الجمعية العامة، صوت واحد عن كل سهم. لكن قد يحدث أن تؤول ملكية السند لعدة أشخاص مثل حالة الميراث، فتصبح ملكية السند شائعة؛ علق المشرع ممارسة الحقوق للملاك على ضرورة اختيار أحدهم أو تعيين نائب عنهم لممارسة الحقوق اللصيقة بالسند كالتداول في بورصة الجزائر عن طريق إصدار أوامر البورصة، وكذلك ينوب عنهم لممارسة تلك الحقوق في مواجهة الشركة (المادة 2 / 679 من القانون التجاري الجزائري)<sup>1</sup>.

السبب في ذلك أنه من غير المعقول أن يتم تداول نفس السهم من طرف أكثر من شخص واحد في بورصة الجزائر، لأن ذلك سيؤدي إلى تطبيق عدة أوامر بورصية متناقضة في النظام الإلكتروني للتداول.

يتثبت الوسيط في عمليات البورصة من أهلية مصدر الأمر عن طريق فحص السند القانوني الذي يخوله التداول في بورصة الجزائر. حيث نصت المادة 17 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03<sup>2</sup> أنه "عند فتح حساب باسم شخص طبيعي يتحقق الوسيط في عمليات البورصة من هوية الشخص ويتأكد بأن هذا الأخير تتوفر فيه القدرات المطلوبة".

<sup>1</sup> . تنص المادة 2 / 679 من القانون التجاري الجزائري "ويمثل المالكون الشركاء للأسهم المشاعة في الجمعيات العامة بواحد منهم أو بوكيل وحيد. فإذا لم يحصل اتفاق، عين الوكيل من القضاء بناء على طلب أحد المالكين الشركاء الذي يهمله الاستعجال".

<sup>2</sup> . نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03، المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم (ج.ر. العدد 36 المؤرخة في 1.6.1997).

الحساب المقصود في هذا النص هو حساب التداول لدى الوسيط في عمليات البورصة. تحت طائلة المسؤولية المدنية؛ الوسيط ملزم عند تلقي أوامر البورصة من الزبائن بفحص أمرين: الأمر الأول هو هوية الشخص مصدر أمر البورصة، فإن كان أحد ورثة المالك؛ يطلب الوسيط سند التوكيل الصادر من الورثة أو من القضاء. والأمر الثاني الذي يجب أن يتحقق منه هو أهلية مصدر الأمر<sup>1</sup>.

كذلك، يمارس حق التصويت من مالك الأسهم المرهونة (المادة 679 / 3 من القانون التجاري الجزائري)، حيث يحتفظ المالك بحق التصويت ولا يجوز تجزئة هذا الحق بينه وبين الدائن المرتهن.

#### الفرع الرابع: القيم المنقولة قابلة للتسعير في بورصة الجزائر

أشارت المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري بوضوح إلى خاصية قابلية القيم المنقولة للإدراج في السعر الرسمي للبورصة، حيث عبر المشرع عنها بالقول: "وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر". هذا النص يعتبر المنفذ الذي تم من خلاله سنة 1993 بموجب المرسوم التشريعي رقم 08 / 93، المعدل والمتمم للقانون التجاري، التأسيس لنظام تداول القيم المنقولة في السوق الثانوية (بورصة الجزائر)، قبل هذا التاريخ لم تكن هذه السوق قابلة للوجود على أرض الواقع بسبب النهج السياسي الاشتراكي للبلاد.

يقصد بقابلية القيم المنقولة للتسعير في بورصة الجزائر هو طرحها للتداول في السوق الثانوية (البورصة) بعد إنشائها لأول مرة في السوق الأساسية كحالة تأسيس شركة مساهمة جديدة، أو طرحها للتداول لأول مرة في السوق الثانوية (بورصة الجزائر) كحالة الزيادة في رأس مال شركة سبق لها الانضمام لبورصة الجزائر.

<sup>1</sup> . أنظر بالتفصيل أحكام أهلية الشخص الطبيعي والمعنوي التي تتطلبها عملية التداول في بورصة الجزائر: العنصر: أولاً: شروط صحة أوامر البورصة، من الفرع الثالث من المطلب الأول من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

قابلية القيم المنقولة للتسعير في بورصة الجزائر، خاصية مهمة جدا تنفرد بها الأوراق المالية باعتبارها سندات طويلة الأجل، تعد هذه الخاصية سبب وجود البورصة في حد ذاتها، وهي تغذي نظام تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر، وتعتبر المادة 715 مكرر 30 حجر الزاوية الذي تم تثبيته في البداية من أجل تأسيس بورصة القيم بالجزائر في شكلها القانوني الحالي.

### الفرع الخامس: وضعية حاملي القيم المسعرة في بورصة الجزائر متساوية

القيم المنقولة تعطي أصحابها نفس الحقوق وتحملهم نفس الالتزامات في مواجهة بورصة الجزائر وفي مواجهة الكيان المصدر. نظرا لهذه الخاصية فإن نظام التداول في بورصة الجزائر يكفل نفس الحقوق للمستثمرين كحق المساوات في عقد الصفقات أثناء عمليات التداول في حدود قانون العرض والطلب وعدم إعطاء أفضلية مصطنعة لصالح مستثمر على حساب المستثمرين الآخرين، مثل حالة المساواة في اكتتاب القيم المنقولة الجديدة المطروحة في البورصة الذي تكفله شركة إدارة بورصة الجزائر وحق الحماية للادخار الذي توفره لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

شركة إدارة بورصة الجزائر سنت عدة قواعد تتعلق بالأوامر التي تنفذ بالأولوية عن باقي الأوامر الأخرى أثناء حصة التداول، فالوسيط في عمليات البورصة يلتزم بترتيب أوامر الزبائن مراعاتاً لقاعدة المساوات بين المستثمرين<sup>1</sup>.

كذلك يتجسد مبدأ المساوات بين المدخرين في نظام بورصة الجزائر في الحظر الوارد بموجب الفقرة الأولى من المادة 05 من المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المتعلق

<sup>1</sup> . أنظر قواعد الأولوية في تنفيذ الأوامر: المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

ببورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>، حيث منعت إبرام صفقات مباشرة فيما بين المدخرين والفقرة الثانية منها جاءت باستثناء بعد تعديلها<sup>2</sup>، فنصت أنه:

“لا يجوز إجراء أية مفاوضات تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة.

غير أنه يمكن أن تتم عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام وكذلك شركات الأسهم خارج البورصة وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق.

تحدد لائحة اللجنة شروط تحقيق عمليات التداول هذه وكذلك صفة المتدخلين<sup>3</sup>.

إذا، طبقا للفقرة الأولى من هذا النص فإنه يمنع منعاً باتاً التداول خارج البورصة للسندات المسعرة فيها، حماية لمبدأ المساوات بين المدخرين في عقد الصفقات في بورصة الجزائر، أي عن طريق التقاء البائع والمشتري خفية وجها لوجه وعقد الصفقة دون اللجوء إلى الوسطاء في عمليات التداول، الذين يستلمون أمر البيع أو الشراء من زبائنهم ويطرحونه في جلسة التداول في البورصة، لأن ذلك يؤدي إلى حرمان الكثير من المستثمرين من صفقات قد تكون ذات أهمية اقتصادية بالغة بالنسبة لهم، وإفادة

<sup>1</sup> . سبقت الإشارة إليه.

<sup>2</sup> . تم تعديل الفقرة الثانية من المادة 05 بموجب الأمر رقم 10/96، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة.

<sup>3</sup> . ألغيت الفقرة الأخيرة التي كانت متواجدة في هذا النص بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث كانت محررة على النحو التالي: “تطبق لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أحكام الفقرة الأولى من هذه المادة مدة ثمانية عشر شهرا قابلة للتجديد”، إذا أصبح الحكم العام والاستثناء الوارد في نص المادة 05 مستقرا.

مستثمرين آخرين من تلك الصفقات، فتتحول بورصة الجزائر إلى سوق متوحشة تشجع المنافسة غير المشروعة وغير المتكافئة، لكن قاعدة المساوات بين المستثمرين لاكتتاب قيم منقولة جديدة في بورصة الجزائر ليست مطلقة.

حيث أورد المشرع استثناء عن القاعدة العامة الواردة في الفقرة الأولى من نص المادة 05 من المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، التي تحضر أي تداول خارج البورصة أو دون اللجوء إلى الوسطاء في عمليات التداول. الاستثناء جاءت به الفقرة الثانية من هذا النص (المذكورة آنفا)؛ حيث رخص المشرع تداول السندات المسعرة في البورصة خارج البورصة وفق إجراء التراضي بالنسبة للسندات التي تصدرها الدولة أو أحد فروع الدولة التابعة للقانون العام وكذلك شركات الأسهم، بشرط أن يتم إجراء التراضي خارج البورصة بترخيص وتحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (الكوسوب).

وتكمن المساوات في مواجهة الكيان المصدر في عدة صور: كالحق في حضور الجمعيات العامة للشركة والاشتراك في مداولاتها، حق التصويت، الحق في الأرباح، والحق في جزئ من فائض التصفية في حالة حل الشركة، هذه الحقوق تعد نتيجة طبيعية لكون المساهم يحمل صفة الشريك في الشركة.

وصاحب سند الدين يملك حق مديونية طويل الأجل يقع على عاتق الشركة بالإضافة إلى الفوائد التي تم الوعد بها. أيضا، مالكي سندات الخزينة العمومية يملكون حقوق مديونية طويلة الأجل على عاتق الدولة أو أحد فروعها، تتضمن هذه الحقوق المبلغ الذي يمثل الدين والفوائد المتفق عليها.

### الفرع السادس: قابلية القيم المنقولة للتداول جوهر التسعيرة الرسمية في بورصة الجزائر

هذه الخاصية تعد جوهر بورصة الجزائر وقلبها الذي ينبض دون توقف، جلسات التداول المبرجة في أغلب أيام الأسبوع هي التي تجعل من نظام البورصة يتحرك باستمرار، فيجري تداول رؤوس الأموال بين المستثمرين بطريقة مرنة بعيدة عن

الإجراءات المعقدة المعهودة في القانون المدني، تنتقل الثروات ورؤوس الأموال بمجرد الضغط على زر في الحاسوب لأمر النظام الآلي بإجراء مقابلة أوامر البورصة بالبيع مع أوامر البورصة بالشراء<sup>1</sup> أثناء جلسة التداول داخل الردهة في بورصة الجزائر من طرف ممثل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فتتعقد عقود التداول بالطريق الإلكتروني دون الحاجة إلى تحرير عقود مكتوبة على الورق تستهلك الكثير من الوقت والمصاريف.

نظرا للاعتبار المالي لشركات الأموال، القائمة على الأموال المقدمة من طرف المساهمين في رأسها وتراكماتها المالية وموجوداتها، فإن الائتمان في هذه الشركات ليس له أي علاقة بالشركاء فيها، عكس شركات الأشخاص المبنية على الاعتبار الشخصي للشركاء؛ نتج عن ذلك أن أصبحت القيم المنقولة التي تصدرها شركات الأموال قابلة للتداول.

المساهمون يستطيعون بمرونة عالية، بسهولة وبسرعة؛ التنازل عن سندات رأس المال وسندات الدين التي يملكونها في أي وقت وبإجراءات بسيطة. جسد المشرع هذه البساطة في التنازل عن السند صراحة في القانون التجاري الجزائري<sup>2</sup>، وبشكل أكثر دقة في أنظمة بورصة الجزائر حيث أكد المشرع أن انتقال ملكية القيم المنقولة في بورصة الجزائر يتم بمجرد التنفيذ الإلكتروني لأوامر البورصة بالبيع أثناء جلسة التداول، دون الحاجة لأي إجراءات أخرى، فالمادة 130 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97<sup>3</sup>، تشدد على انتقال الملكية بمجرد تنفيذ الأمر من طرف

<sup>1</sup> . أنظر مرحلة مقابلة أوامر البورصة (أوامر الشراء مع أوامر البيع) : الفرع الثالث من المطلب الثاني من المبحث الأول من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

<sup>2</sup> . المادة 715 مكرر 38.

<sup>3</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97، مرجع سابق.

الوسيط في عمليات البورصة، حيث نصت أنه: "في اليوم الذي يتم فيه تنفيذ أمره، يصبح الزبون المشتري مالكا للسندات المعنية ويفقد البائع ملكيته عليها".

لهذا السبب يعرف الفقه عمليات التداول في البورصة بأنها "صفة تلحق ببعض السندات الممثلة لحق تسمح بنقله في مواجهة الغير دون اتباع الإجراءات المنصوص عليها في القانون المدني"<sup>1</sup>.

كذلك، تجدر الإشارة أن سماح المشرع بتداول القيم المنقولة بالطرق التجارية بعيدا عن الإجراءات المنصوص عليها في القانون المدني، شهد توسعا بطريقة أفقية، دون الحاجة إلى التعديل في نصوص القانون التجاري: بعد تطور أسواق البورصة ومع العدد الكبير للصفقات المبرمة فيها بصفة يومية، توجهت البورصات لاعتماد التكنولوجيا في إبرام الصفقات، أنظمة التداول الإلكترونية أحدثت ثورة حقيقية في تداول سندات رأس المال وسندات الدين.

كانت الطرق التجارية التقليدية التي يتم بموجبها إبرام الصفقات على القيم المنقولة فيما سبق تتمثل في القيد في سجلات الشركة بالنسبة للقيم الاسمية وبالتطهير بالنسبة للقيم لأمر، والتسليم بالنسبة للقيم لحاملها. ثم تطورت فكرة الطرق التجارية بعد اعتماد القيم المنقولة المجردة من سندها المادي، أصبحت فكرة الطرق التجارية تحتوي طريقة جديدة متطورة تعتمد الوسائل الإلكترونية لتداول القيم.

النظام الإلكتروني للتداول في بورصة الجزائر معتمد بصفة حصرية كطريقة تجارية متطورة يتم بموجبها تداول القيم المنقولة المسعرة فيها، إلا في حالة وجود عطب في النظام الإلكتروني للتداول، فإن شركة إدارة بورصة الجزائر تلجأ إلى التنفيذ اليدوي للصفقات مؤقتا، حيث في هذه الحالة التي تعد استثنائية أو طارئة يتم اللجوء إليها

<sup>1</sup>. Lassalas (ch.), L'inscription en compte des valeurs, la notion de propriété scripturale, L.G.D.J., 1997, p. 258.

استثناء من أجل إبرام الصفقات أثناء حصة بورصية معينة، على أن يتم إعادة إدخال المعطيات المتعلقة بالصفقات بمجرد إصلاح النظام<sup>1</sup>.

خاصية قابلية القيم المنقولة للتداول لا تحدث أي ضرر بالنسبة للكيان المصدر لها، شركات المساهمة مثلا ازدهرت نتيجة إقرار هذه الخاصية؛ جمهور المستثمرين يمكنهم الدخول بسهولة وبحرية في الشركة، كما يمكنهم الخروج منها في الظروف نفسها إذا ما أرادوا تسهيل قيمهم المنقولة لضرورات استهلاكية أو استثمارية أفضل في نظرهم.

كذلك، هذه الخاصية نظرا لسرعتها وأمانها أدت إلى جلب المدخرين إلى البورصة لاستثمار أموالهم، فكما يعرف الجميع أن رأس المال يتصف بصفة الخوف والتردد، أو كما يعبر عنه في الأوساط الاقتصادية بأن رأس المال جبان، وأي ضبابية أو بيروقراطية أو شعور بعدم الأمان تدفعه للفرار بعيدا.

توسيع أنواع الطرق التجارية التي يتم بموجبها تداول القيم المنقولة عن طريق التداول الإلكتروني بعد إزالة الصفة المادية لها مكن من تفادي الكثير من المساوئ الناتجة عن الطرق التقليدية لتداول القيم المنقولة ذات الدعامات المادية؛ بعد قيام المشرع الجزائري بتأسيس المؤتمن المركزي على السندات أصبحت الكثير من مساوئ التداول التقليدية من الماضي، نظام إفراغ القيم المنقولة في سندات مادية محسوسة كان منتقدا من طرف الفقه لأسباب عديدة:

<sup>1</sup> . أنظر تفاصيل حالة عطب نظام التداول في بورصة الجزائر: الفرع الأول من المطلب الثاني من المبحث الأول من الفصل الثاني من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

أولاً: يؤدي النظام التقليدي لتداول القيم المنقولة إلى "تكبد الجهات المصدرة نفقة باهظة ومشقة كبيرة لطباعة الأوراق المالية والتوقيع عليها وتعديل بياناتها"<sup>1</sup> بعد كل عملية تداول تفرض تسجيل انتقال ملكيتها من جديد لصالح الملاك الجدد.

ثانياً: أيضاً، من مساوئ النظام التقليدي لتداول القيم المنقولة أنها "كانت عرضة لخطر الضياع والتلف والتزوير، وهو ما يؤدي إلى مشكلات عديدة عند تداولها في البورصة"<sup>2</sup>.

ثالثاً: من أكثر المساوئ التي كانت سلبية جدا على نظام التداول في البورصات عموماً، وفي بورصة الجزائر في السابق، هو كون أن "الدعامات المحسوسة للأوراق المالية تحتاج إلى الكثير من الوقت والجهد لحفظها وإدارتها وتسوية المعاملات الواردة عليها"<sup>3</sup>. اليوم هذه العمليات تتم في بورصة الجزائر بالطريق الإلكتروني أوتوماتيكياً من طرف شركة المؤتمن المركزي على السندات، الحاسوب ينجز هذه المهام في جزئ من الثانية بمعدل خطأ منعدم تماماً.

يعبر جانب من الفقه عن هذا التطور فيما يخص القيم المنقولة التي تحولت إلى قيود حسابية مجردة من دعائمها المادية بالقول: "اليوم تلقى هذا الابتكار العظيم (القيم المنقولة) للرأسمالية انقلاباً فرضه استعمال التقنيات الحديثة. القيم المنقولة الحديثة تصبح وكأنها مادية بفضل قيد في الحساب يدخل إلى ذاكرة الحواسيب، وهو سهل المراقبة من قبل إدارة الضرائب"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> . هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، دراسة قانونية مقارنة في نظام الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2005، ص. 9.

<sup>2</sup> . هشام فضلي، المرجع نفسه، ص. 9.

<sup>3</sup> . هشام فضلي، المرجع نفسه، ص. 10.

<sup>4</sup> « Aujourd'hui, cette grande invention du capitalisme subit un bouleversement imposé par l'emploi des techniques modernes. La valeur

رابعاً: الدعامات المادية للقيم المنقولة كانت "تعوق الانتقال السريع والآمن للأوراق المالية إلى الملاك الجدد لها"<sup>1</sup>.

إذن، عقود التداول في بورصة الجزائر تعد انعكاس مباشر لصفة قابلية القيم المنقولة للتداول، دون هذه الخاصية لا نستطيع حتى تصور وجود بورصة من الأساس؛ انتقال رؤوس الأموال من قطاعات الفئات المالي إلى قطاعات العجز المالي في السوق الأساسية والثانوية يعتمد أساساً على الرخصة الممنوحة من المشرع التي تسمح بانتقال ملكية الأوراق المالية من البائع، المستثمر القديم، إلى المشتري، المستثمر الجديد.

أخيراً، بعد أن استنتجنا أنه لا يمكن حصر القيم المنقولة تحت تعريف دقيق مانع وجامع، لأن السوق الأساسية ونظام السوق الثانوية (بورصة الجزائر) متأثرة بالفكر الاقتصادي والفكر المالي لرجال الاقتصاد ورجال المال والأعمال أكثر من الفكر القانوني، بالإضافة إلى كون السوق المالية ذات مرونة وحركية عالية ونسبة مخاطرة كبيرة بسبب تقلبات الاقتصاد وتعرضها للازمات الاقتصادية والمالية، أدى هذا كله إلى تنوع وكثرة أنواع القيم المنقولة داخل السوق المالية، وتغيرها تارة بالزيادة وتارة أخرى بالحذف بسبب ضرورات حماية السوق.

حالياً قانون البورصة والقانون التجاري الجزائري يعتمدان أنواع معينة من القيم المنقولة دون البعض الآخر، ولتنشيط السوق المالية الجزائرية لا مفر من تطوير نظام الأوراق المالية فيها. لكن، ما هي أنواع القيم المنقولة القابلة للتداول في بورصة الجزائر؟ وما هي القيم المرشحة للتسعيرة فيها؟ الإجابة في العنصر الموالي.

---

mobilière moderne est matérialisée par une inscription en compte, qui entre dans la mémoire des ordinateurs et est facilement contrôlée par le fisc ». G. Ripert / R. Roblot, Traité de Droit Commercial, TOME 2, 16<sup>e</sup> édition, L.G.D.J, Paris, 2000, P. 6.

<sup>1</sup> . هشام فضلي، المرجع نفسه، ص. 10.

### المبحث الثاني: القيم المنقولة القابلة للتداول في بورصة الجزائر

قبل تعديل القانون التجاري الجزائري بموجب المرسوم التشريعي رقم 08 / 93<sup>1</sup> لم يكن بالإمكان تصور وجود السوق المالية الثانوية (بورصة الجزائر)، لأن جوهر البورصة هو تداول القيم المنقولة فيها؛ تطرح شركات المساهمة والدولة وفروعها قيما منقولة يتم تسعيرها في البورصة ليتم اقتنائها من طرف المستثمرين الذين يتحولون إلى شركاء أو دائنين للكيان المصدر حسب الحالة. بل عدم وجود قيم منقولة ينفي وجود السوق المالية برمتها: السوق الأساسية زائد السوق الثانوية.

قيد القيم المنقولة في بورصة الجزائر يؤدي إلى نتيجتين إيجابيتين غاية في الأهمية بالنسبة للاقتصاد الجزائري: من جهة، القيد يحقق حماية تامة للمستثمرين توفره بورصة الجزائر؛ لأن التداول في هذه السوق يوفر لهؤلاء حماية مضاعفة تضمنها عدة هيئات قوية تدير السوق هي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة إدارة بورصة الجزائر، والمؤتمن المركزي على السندات، فضلا عن الحماية التي توفرها قواعد القانون التجاري للمساهمين عن طريق حقوق الرقابة التي يملكونها على حسابات الشركة.

من جهة ثانية، قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر يعد وسيلة قوية لتحقيق الشفافية وإعمال مبدأ المساواة بين المدخرين، لأن قواعد الشفافية والإفصاح تعززت كثيرا بموجب قواعد البورصة، كما يوفر القيد فيها نوعا من الدعاية والإعلان للشركة وتقوية الثقة بها.

بناء على ما سبق بيانه في مفهوم القيم المنقولة وخصائصها، بقي لنا أن نتعرف على أنواع القيم المنقولة (الأوراق المالية) القابلة للتداول في بورصة الجزائر وذلك من خلال دراستنا لسندات رأس المال والتي تعتبر المحل الطبيعي للتداول في بورصة

<sup>1</sup> . المرسوم التشريعي رقم 08 / 93، المؤرخ في 25 / 4 / 1993، (ج.ر. رقم 27 المؤرخة في 25 / 4 / 1993، ص. 37). هذا المرسوم أضاف قسم كامل إلى أحكام القانون التجاري الجزائري تحت عنوان: القسم الحادي عشر: القيم المنقولة المصدرة من شركات المساهمة.



تعتبر الأسهم القيمة المنقولة أو الورقة المالية الأكثر أهمية على الإطلاق في نظام البورصة الجزائري؛ لأنها تمثل سندات رأس المال التي يهواها المستثمرون في البورصة، نظرا لما تمنحه للمدخر من حقوق في مواجهة الشركة المصدرة وفي مواجهة الهيئات التي تتدخل في إدارة ورقابة السوق.

نفصل هذا العنصر من خلال توضيح ماهية الأسهم (الفرع الأول) ثم خصائصها التي تجعلها متوافقة مع التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر (الفرع الثاني)، وأنواعها المقبولة للتداول في البورصة الجزائرية (الفرع الثالث).

### الفرع الأول: ماهية الأسهم

السهم عبارة عن صك أو سند رأسمال يمثل حصة الشريك في رأسمال شركات الأموال، يمنح لمالكه كل حقوق الشريك في الشركة، يحق له الاشتراك في إدارة الشركة أو في الحصول على الأرباح أو اقتسام ناتج التصفية. يرى بعض الفقهاء<sup>1</sup> أن للسهم دالتان: "الدلالة الأولى معنوية؛ هي نصيب المساهم في رأسمال الشركة. أما الدلالة الثانية فيقصد بها الصك المكتوب في حد ذاته، والذي يخول لصاحبه الحقوق والسلطات الناتجة عن هذا الحق". كذلك يشير نفس الاتجاه الفقهي أن: "لفظ الصكوك كثيرا ما يستخدم للتعبير عن الأوراق المالية بصفة عامة سواء كانت أسهما أو سندات".

عرف المشرع التجاري الجزائري السهم بموجب المادة 715 مكرر 40 (المرسوم التشريعي رقم 08 / 93) بأن: "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها". تضمن هذا التعريف إشارة قوية من طرف المشرع الجزائري من خلال عبارة "قابل للتداول" تهدف هذه العبارة إلى جعل هذا السند محوريا في

<sup>1</sup> . نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، طبعة 2003، ص. 188.

عمليات التداول في بورصة الجزائر، لأن صدور هذا التعديل للقانون التجاري تزامن مع إصدار التشريعات المؤسسة لها.

يعتبر السهم القيمة المنقولة المفضلة على الإطلاق في نظام البورصة، السبب في ذلك هو أن بورصة الجزائر تعد في المقام الأول سوقاً لرأس المال الشريك، من حيث المبدأ، قبل أن تكون سوقاً لرأس المال الدائن. وما لا يمكن إخفائه بالنسبة للجزائر هو العزوف عن الصيغ التمويلية الربوية. تعد الأسهم مناسبة جداً للجزائريين الذين يتمسكون بشدة بأحكام الشريعة الإسلامية خاصة عندما يتعلق الأمر بأنظمة التمويل المالية. وهذا ما وعته الدولة جيداً في الفترة الأخيرة وتم اعتماد نظام البنوك الإسلامية<sup>1</sup>، ويجري العمل في بورصة الجزائر لاستحداث صكوك تمويلية متوافقة مع الشريعة الإسلامية تحل محل سندات الدين.

يعرف جانب من الفقه<sup>2</sup> الأسهم بالقول: "هي صكوك تصدر عن شركات المساهمة، أو شركات التوصية بالأسهم، وتكون متساوية القيمة، وقابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، حيث يحصل المساهم على أسهم تعادل حصته في رأس المال، وتحوّل بصفته هذه ممارسة كافة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في المشاركة في الإدارة، وحقه في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، وحقه في الحصول على نصيبه في موجوداتها عند تصفيتها".

<sup>1</sup> . نظام رقم 20-02، المؤرخ في 20 رجب 1441 الموافق لـ 15 مارس 2020، والذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية، ج.ج.ج.ج. العدد 16، ص. 32.

<sup>2</sup> . مصطفى كمال طه، القانون التجاري (الشركات التجارية، الأحكام العامة في الشركات، شركات الأشخاص، شركات الأموال)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998، ص.

من خلال هذا التعريف تتوضح لنا خصائص الأسهم التي تميزها عن باقي القيم المنقولة، نشير إليها في العنصر الموالي.

### الفرع الثاني: للأسهم خصائص تتوافق مع السعر الرسمي

ما يميز الأسهم عن باقي القيم المنقولة أنها متساوية من حيث قيمتها الاسمية (أولاً)، قابلة للتداول بالطرق التجارية (ثانياً)، غير قابلة للتجزئة (ثالثاً)، مالكةا مسؤوليته محدودة (رابعاً)، وهي غير قابلة للتقادم (خامساً)، ما علاقة ذلك بنظام التسعيرة الرسمية في البورصة؟ نجيب في العناصر الخمسة الموالية:

#### أولاً: تساوي القيمة الاسمية للأسهم خاصة لضرورة للتداول في بورصة الجزائر:

ينتج عن ذلك أنها يجب أن تصدر بقيمة إسمية واحدة، والتساوي بينها يقتضي التساوي في الحقوق والالتزامات التي ترتبها تلك الأسهم ضمن الفئة الواحدة. لولا هذا التساوي لما أمكن تداول الأسهم في السوق الأساسية والسوق الثانوية (بورصة الجزائر) بالكيفية الصحيحة المعروفة في السوق، لأن عدم تساوي القيمة الإسمية للأسهم من نفس الفئة يؤدي حتماً إلى عدم تساويها من حيث القيمة السوقية، هذا من شأنه أن يسبب اضطراباً وصعوبة في إبرام الصفقات البورصية عليها، وتعدد المؤشرات السوقية في بورصة الجزائر بالنسبة لكل مجموعة من الأسهم من نفس الفئة، بالتالي سيحدث تضارب من حيث الرؤية العامة حول القيمة الاقتصادية للشركة وهو ما سينعكس سلبياً عليها.

#### ثانياً: الأسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية:

نظام بورصة الجزائر أضاف طريقة تداول تجارية جديدة، ليست معروفة في القانون التجاري، تسمى عقود التداول أو عمليات البورصة<sup>1</sup>، التي تتم بالطريق

<sup>1</sup> . أنظر في مفهوم عمليات التداول أو عمليات البورصة المطلب الأول من المبحث الأول من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

الإلكتروني في ردهة التداول في بورصة الجزائر عند مقابلة أوامر البورصة بالبيع بأوامر البورصة بالشراء.

نتج عن هذه الخاصية مبدأ الإفصاح والشفافية، يتمثل هذا المبدأ في وجوب ضمان سلامة وشفافية تنفيذ عمليات التداول بين المتعاملين. حيث يجزم بعض الفقه<sup>1</sup> أن مبدأ الإفصاح والشفافية في نظام البورصة "ما كان ليتم إقراره لولا قابلية الأسهم للتداول".

### ثالثا: عدم قابلية السهم للتجزئة تسهل تداوله في البورصة

كون السهم غير قابل للتجزئة<sup>2</sup> أدى إلى نتيجة مباشرة على التداول في بورصة الجزائر؛ قيام المستثمر ببيع الأسهم المسعرة في البورصة يتم عن طريق إصدار أمر بورصة بالبيع للوسيط في عمليات البورصة، يقوم هذا الأخير بتنفيذ أمر البيع. لكن لو افترضنا أن القانون التجاري سمح بتجزئة السهم بين عدة ملاك نتيجة إرث أو هبة أو وصية، في هذه الحالة فإن الوسيط في عمليات البورصة قد يتلقى عدة أوامر بورصية متناقضة من حيث السعر أو من حيث زمن التنفيذ صادرة من أكثر من مالك واحد للسهم الواحد.

<sup>1</sup>. بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006، ص. 21.

<sup>2</sup>. نصت المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري الجزائري (المرسوم التشريعي 08 / 93، مرجع سابق) "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة".

لهذا السبب فرض المشرع<sup>1</sup> على هؤلاء توكيل أحدهم أو تعيين نائب عنهم لتتحد كل تلك الإيرادات في إرادة واحدة في مواجهة الهيئات والأشخاص المعنوية المشكّلة لبورصة الجزائر وكذلك الوسيط في عمليات البورصة.

#### رابعاً: المسؤولية المحدودة للمساهم تلف المستثمرين حول البورصة:

المساهم في شركة المساهمة مسؤول عن ديون الشركة في حدود القيمة الإسمية لمجموع الأسهم التي اكتتب بها من مجمل أسهمها، هذا الحكم يعد من النظام العام حيث لا يجوز لأي جهة تشديد مسؤولية المساهم عن ديون الشركة تحت أي ظرف. الائتمان في شركات المساهمة نابع من قيمة جميع الأسهم التي تقابل رأسها وليس من شخصية المساهمين.

في حين أن الحصص في شركات الأشخاص ليست مقبولة للتسعير في بورصة الجزائر لأن الشركاء فيها مسؤولين عن ديون الشركة مسؤولية شخصية تتعدى حصصهم في الشركة إلى أموالهم الشخصية، وبالتالي فإن شخصيتهم فيها محل اعتبار، أي ائتمانها مبني على شخصيتهم، يعد هذا متناقضاً مع جوهر بورصة الجزائر، حيث لا يمكن التداول على رأس المال بالنسبة لشركات الأشخاص إذا تم إدراجها في هذه السوق.

لهذه الأسباب يتعذر إدراج شركات الأشخاص في السوق الثانوية (بورصة القيم)، يعني ذلك أن المسؤولية المحدودة للمساهم في شركة المساهمة ضرورة حتمية ومنطقية لعمليات التداول في بورصة الجزائر، لأن تحديد الائتمان في شركة المساهمة في حدود حصص المساهمين لا يعيق انتقال الحصص، في هذا النوع من الشركات، من شريك لآخر عند إبرام الصفقات في بورصة الجزائر.

<sup>1</sup>. تنص المادة 679/2 من القانون التجاري الجزائري "ويمثل المالكون الشركاء للأسهم المشاعة في الجمعيات العامة بواحد منهم أو بوكيل وحيد. فإذا لم يحصل اتفاق، عين الوكيل من القضاء بناء على طلب أحد المالكين الشركاء الذي يهيمه الاستعجال".

في حين أن انتقال الحصص في شركات الأشخاص قد يؤدي إلى حل الشركة، هذا الحال يتناقض تماما مع كون بورصة الجزائر سوقا لرأس المال تعتمد بالدرجة الأولى على التغير المستمر والدائم للمستثمرين الذين يتداولون على رأس المال المتمثل في أسهم طويلة الأجل، قابلة للتسييل في أي وقت عن طريق بيعها لمستثمرين آخرين.

### خامسا: عدم تقادم الأسهم مناسب لنظام التسعير طويل الأمد

"تتميز الأسهم عن باقي الأوراق المالية بأنها لا تتقادم مع مرور الزمن، مادامت الشركة التي أصدرتها قائمة، بغض النظر عن تداول هذه الأسهم من عدمه"<sup>1</sup>. هذه الخاصية مناسبة جدا لطبيعة سوق البورصة، لأن هذه الأخيرة تعتبر سوقا لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل، وخاصية التداول فيها تضمن السيولة الدائمة للقيم المنقولة، ف يتم آليا تعويض رؤوس الأموال المنسحبة برؤوس أموال جديدة، فهي تحل محل بعضها البعض، لتستمر عملية التمويل للمشروعات بغض النظر عن التغير الدائم للمدخرين.

### الفرع الثالث: أنواع الأسهم وقبولها في السعر الرسمي لبورصة الجزائر

تختلف أنواع الأسهم تبعا للزاوية التي ينظر إليها منها؛ إذا نظرنا إليها من زاوية الشكل فإنها تنقسم إلى: أسهم إسمية وأسهم لحاملها (أولا). وإذا نظرنا إليها من زاوية طبيعة الحصص التي تمثلها فإنها تنقسم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية (ثانيا). وإذا نظرنا إليها من زاوية الحقوق المتصلة بها فإنها تنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة (ثالثا). أما إذا نظرنا إليها من زاوية استهلاكها فإنها تنقسم إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع (رابعا). نبين أنواع الأسهم حسب هذه التقسيمات ونوضح خصائص كل نوع منها مع توضيح مدى ملائمة كل صنف منها للتداول في بورصة الجزائر، فيما يلي:

<sup>1</sup> . يعقوب يوسف صرخوة، الأسهم وتداولها في شركات المساهمة، في القانون الكويتي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق جامعة القاهرة، 1982، ص. 103.

**أولاً: الأسهم الاسمية ولحاملها وتناسبها مع السعر الرسمي**

طبيعة الأسهم الاسمية تتوافق جيداً مع نظام التداول في بورصة الجزائر (أ) عكس الأسهم لحاملها (ب). لكن يجوز في التشريع الجزائري تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية بغرض تسعيرها في البورصة، إلا أن ذلك قد لا ينجح فعلياً (ج).

**أ. الأسهم الإسمية محل طبيعي للتسعيرة الرسمية:**

يعرف جانب من الفقه الأسهم الاسمية (Actions nominatives) بأنها: "الأسهم التي يسجل اسم مالكيها في سجل الأسهم لدى الشركة، ويتغير اسم المساهم في السجل بمجرد انتقال ملكية السهم من شخص لآخر بالتداول"<sup>1</sup>. في المقابل يعرف جانب آخر من الفقه الأسهم لحاملها بأنها: "الأسهم الخالية من اسم مالكيها، وتكون مملوكة لحاملها، وتنتقل ملكيتها بانتقال حيازتها من شخص لآخر"<sup>2</sup>.

تتوقف طريقة تداول القيم المنقولة حسب القانون التجاري الجزائري على شكلها القانوني، فانتقال السندات التي تصدرها الشركات المساهمة غير المسعرة أسهمها في البورصة، أي خارج نظام التداول في البورصة؛ يتم عن طريق مجرد التسليم أو بواسطة القيد في الحسابات إذا كان السند للحامل، كما يحول السند الإسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض (م. 715 مكرر 38)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> . جمال عبد العزيز عثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص. 62.

<sup>2</sup> . أكرم ياملكي، القانون التجاري (الشركات)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص. 217.

<sup>3</sup> . المادة 715 مكرر 38 من المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25/4/1993، المعدل والمتمم للقانون التجاري الجزائري، (ج.ر. رقم 27 المؤرخة في 25/4/1993، ص. 38).

نظام الأسهم الإسمية متوافق تماما مع نظام التداول في بورصة الجزائر لأن هذه الأخيرة سوقا شفافا لرأس المال، يتداول المدخرون الأسهم عن طريق حسابات تداول شخصية ممسوكة لدى الوسطاء في عمليات البورصة، يتم تحويل الأسهم الإسمية إلى مجرد قيود حسابية بعد إزالة الصفة المادية للقيم المنقولة. لكن بالنسبة للأسهم لحاملها الأمر مختلف تماما.

### ب. الأسهم لحاملها يتعذر قبولها في التسعيرة الرسمية:

عرف جانب من الفقه الأسهم لحاملها (Actions au porteur) بأنها: "الأسهم التي لا يذكر فيها أسماء الملاك، ويعتبر حاملها مالكا لها، ولو حصل عليها بطريقة غير قانونية"<sup>1</sup>.

لكن في نظام البورصة الجزائري لا مجال للحديث عن النوع الثاني من الأسهم أي الأسهم لحاملها. حيث لا يقبل هذا النوع من الأسهم في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر. المشرع التجاري لم يصرح عن هذا الحضر، لكن باستقراء عدة نصوص من نظام البورصة الجزائري نستنتج أنه لا مجال لإدراج الأسهم لحاملها في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر:

مثلا بالنسبة لاتفاقية فتح حساب التداول المبرمة بين المستثمر والوسيط في عمليات البورصة نجد المشرع يلزم الوسيط بالثبوت من هوية المستثمر، حيث نصت المادة 17 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03<sup>2</sup> أنه "عند فتح

<sup>1</sup> . PILVERDIER Juliette, HAMET Joanne, Le marché financier français, 4ème édition, Economica, Paris 2001, p.72.

<sup>2</sup> . نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03، المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم (ج.ر. العدد 36 المؤرخة في 1.6.1997).

حساب باسم شخص طبيعي يتحقق الوسيط في عمليات البورصة من هوية الشخص ويتأكد بأن هذا الأخير تتوفر فيه القدرات (الأهلية) المطلوبة".

أما بالنسبة للشخص المعنوي فإننا نجد المادة 18 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-103<sup>1</sup> تنص: "قبل القيام بفتح حساب باسم شخص معنوي يجب على الوسيط في عمليات البورصة الحصول على وثيقة من هذا الأخير تؤهل ممثل الشركة للقيام بفتح الحساب ولإجراء عمليات فيه".

هذا يعني من جملة ما يعنيه، أنه: لا مجال في نظام بورصة الجزائر للتداول تحت صفة مجهول أو مجرد حامل للأسهم. فضلا عن ذلك فإن إزالة الصفة المادية للقيم المنقولة التي انتهجها المشرع بعد تأسيس المؤتمن المركزي على السندات، لا تترك أي مجال لتداول الأسهم لحاملها التي يملكها الشخص استنادا لقاعدة الحياة في المنقول سند الملكية، كل القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر أصبحت قيود في الحساب مجردة من دعامتها المادية.

حيث نجد المادة 21 مكرر من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12<sup>2</sup> تفرض على الشركة التي تطلب قبول سندات في التداول في البورصة الجزائرية أن تثبت أولا إيداع قيمها المنقولة لدى المؤتمن المركزي على السندات. هذا الإيداع يكون في شكل إلكتروني مجرد من أي صفة مادية للقيم المراد إدراجها، السبب في ذلك هو أن سوق البورصة يعتبر سوق رسمي يتصدى للتداول المجهول للثروة، بل أكثر من

<sup>1</sup>. مرجع سبقت الإشارة إليه.

<sup>2</sup>. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 03/97 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ذلك؛ تعول الحكومة الجزائرية على بورصة القيم لمحاولة دمج الاقتصاد الموازي في الاقتصاد الرسمي.

طغيان الاقتصاد الموازي في الجزائر واتجاه الحكومة نحو إزالة الصفة المادية للقيم المنقولة بعد تأسيس المؤتمن المركزي على السندات، كذلك التكلفة الباهظة للصكوك الورقية<sup>1</sup> المطبوعة التي يندمج فيها الحق الذي يثبت الملكية للحائز، أيضا نظام محاربة تبييض الأموال، مكافحة التهرب الضريبي؛ كلها مبررات قوية تدفعنا للقول: أنه ينبغي على المشرع التجاري الجزائري أن يعتمد إلى إلغاء الأسهم لحاملها.

يعلن الفقه عن عيوب أخرى تتصف بها الأسهم لحاملها تدعم هذه الأسباب: "صعوبة معرفة حاملها، ضعف الرقابة على جنسية الشركاء في الشركة"<sup>2</sup>؛ تمثل خطرا جديا على المؤسسات الوطنية الاستراتيجية في حالة فتح أسماها على الجمهور. يوجد نص دفاعي في التشريع الجزائري يتعلق بهذه المسألة؛ حيث نجد نص المادة 82 من المرسوم التنفيذي رقم 96-134 المتعلق بشروط تملك الجمهور للأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص وكيفيات ذلك<sup>3</sup> تنص أن الهيئة المكلفة بالخصوصية يمكنها أن تحدد نسبة الأسهم القابلة للتنازل أوليا لصالح أشخاص طبيعية يحملون الجنسية الجزائرية، يبدو أن المشرع أقر هذا الحكم من أجل حماية المؤسسات العمومية الوطنية من الاستيلاء عليها من قبل الأجانب. لكن هذا النص الدفاعي يبطل

<sup>1</sup> . تكلفة إصدار سندات لحاملها تزيد عن 300 دج للسند الواحد، في حين أن القيمة الاسمية للأسهم المتداولة حاليا في بورصة الجزائر في شكل إلكتروني تتراوح بين 250 إلى 1000 دج.

<sup>2</sup> . CARREAU Dominique, TREUHOLD Robert, « L'évolution du droit boursier, au service des privatisations », Edition Banque, N° 545, 1993, p.41.

<sup>3</sup> . مرسوم تنفيذي رقم 96-134 مؤرخ في 13 أبريل 1996، يتعلق بشروط تملك الجمهور للأسهم و القيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص و كيفيات ذلك، ج. ر. ج. د. ش. عدد 23، لسنة 1996، صادر في 14 أبريل 1996.

مفعوله إذا تعلق الأمر بأسهم لحاملها، لأن هذه الأخيرة قد تنتقل إلى يد أجنبية بمجرد المناولة دون الحاجة إلى اتباع أي إجراءات شكلية.

### ج. تحويل شكل الأسهم بغرض إدراجها في البورصة:

المشروع التجاري الجزائري صرح بموجب المادة 715 مكرر 35 بأنه: "يجوز لكل مالك لسندات إصدار تتضمن سندات للحامل، أن يطلب تحويلها إلى سندات إسمية أو العكس". قد تخفف هذه الرخصة من إشكالية عدم إمكان قبول الأسهم لحاملها بسبب طبيعتها المتناقضة مع نظام التداول في بورصة الجزائر في حالة استعداد الملاك للتحويل وكانوا معروفين للشركة، جواز تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية قد يبدو حلا مثاليا للمشكلة، فيؤدي إلى إزالة الكثير من العوائق أمام شركات المساهمة التي تنوي الحصول على تمويل نشاطاتها في سوق البورصة. لكن رغم ذلك، حسب وجهة نظرنا: هذا النص لا يحل المشكلة لعدة أسباب: السبب الأول هو أن تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية بغرض إدراجها في بورصة الجزائر معلق على محض إرادة الحامل المالك، فقد لا يقدم على ذلك أبداً لأن له مصلحة قوية في الامتناع عن طلب التحويل تتمثل في التهرب من الضرائب، وقد يرفض تقديم طلب التحويل إلى الشركة التي أشارت عليه بذلك بهدف تسعيرها في البورصة، ويزيد الأمر تعقيدا كلما زاد عدد مالكي الأسهم لحاملها في الشركة. فضلا عن ذلك؛ فإنه من عيوب الأسهم لحاملها أن مالكيها في كثير من الحالات مجهول أصلا للشركة، قد لا تتمكن الشركة من الاتصال بكل المساهمين الملاك للأسهم لحاملها خاصة في حالة الاستعجال، ما يقعدها عن اللجوء للبورصة لتمويل نشاطاتها الاستثنائية.

في القانون المقارن، ونظرا لعيوب الأسهم لحاملها، اتجهت الكثير من الدول في سنوات الثمانينات إلى تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية<sup>1</sup> من أجل محاربة الاقتصاد

<sup>1</sup>. في فرنسا مثلا: نصت المادة 94 من القانون رقم 81-1160 المتضمن قانون المالية لسنة 1982، (الصادر في 30 ديسمبر 1981) معدل ومتمم بالمادة 111 من القانون رقم 83-1179؛ نصت

الموازي والتهرب الضريبي ومكافحة تبييض الأموال. الاقتصاد الجزائري اليوم متضرر كثيرا من الاقتصاد الموازي والتهرب الضريبي، تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية أصبح يمثل جزئا مهما من الحل.

### ثانيا: الأسهم النقدية والأسهم العينية محل للتسعيرة الرسمية:

إذا نظرنا إلى الأسهم من حيث طبيعة الحصص التي تمثلها فإنها تنقسم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية، فعادة يقابل السهم حصة نقدية في رأسمال الشركة يلتزم المساهم بدفعها عند الاكتتاب أو عند الزيادة في رأس المال، لكن ذلك لا يمنع من أن يكون مقابل السهم حصص عينية يودعها المساهم لدى الشركة، قد تكون هذه الحصص من العقارات أو المنقولات.

المادة 715 مكرر 41 من القانون التجاري الجزائري (المرسوم التشريعي 93-08) تعتبر الأسهم النقدية تلك التي تم وفائها نقدا أو عن طريق المقاصة، وتلك التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار، وكذلك تلك التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الاحتياطات أو الفوائد أو علاوات الإصدار وفي جزئ منه عن طريق الوفاء نقدا. أما جميع الأسهم الأخرى فتعد من الأسهم العينية. ليس لهذا التقسيم أي أثر فيما يتعلق بقبولها من عدمه في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر، لأن العين المقدمة كمقابل للسهم تم تقويمها نقدا، فكلما نوعي الأسهم يحمل نفس القيمة النقدية وتحويل الحقوق نفسها في مواجهة الشركة بمجرد أن تكون من نفس الإصدار.

على وجوب تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية ابتداء من 1/10/1982، في أجل 6 أشهر. انتهت العملية بقاء كل الأسهم لحاملها المتداولة في سجلات الشركات.

### ثالثاً: الأسهم العادية والأسهم الممتازة وقبولها في التسعيرة الرسمية

في السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية يتم تداول الأسهم العادية لأنها محل طبيعي للتسجيل في السعر الرسمي لبورصة الجزائر (أ)، تقبل أيضاً الأسهم الممتازة من أجل تداولها، إذ هي أيضاً تعتبر محل طبيعي للتسعيرة الرسمية (ب).

#### أ. الأسهم العادية محل طبيعي للتداول في بورصة الجزائر

الأسهم العادية تنقسم إلى قسمين؛ أسهم عادية تقليدية وأسهم عادية غير تقليدية، لكن أيها مقبولة في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر؟

#### 1. أ. الأسهم العادية التقليدية أداة طبيعية للتداول في بورصة الجزائر:

عبر عنها جانب من الفقه بأنها: "أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول"<sup>1</sup>. ينشأ عنها حق ملكية لمالكها في مواجهة الشركة، أو تمثل حصته في رأس مالها، وتعطيه الحق في اقتسام الأرباح المحققة التي قررت الجمعية العامة توزيعها، التصويت في الجمعية العامة، وهي متساوية من حيث الحقوق والواجبات.

القانون التجاري الجزائري اعتمد هذا النوع من الأسهم بصريح النص (المادة 715 مكرر 42)، إذن هي قابلة للإدراج في بورصة الجزائر لتكون محلاً للتداول عليها بين المستثمرين.

تتعزز تلك الحقوق للمساهم بالنسبة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر بعد قيد أوراقها المالية لدى المؤتمن المركزي على السندات لأن نص المادة 21 مكرر من نظام

<sup>1</sup> . DANNENBERGER Frédéric Roger, La liberté de créer des valeurs mobilières, donnant accès au capital, Thèse de doctorat, Univ. Strasbourg III, 2007, p. 66. ( 55، ص. )  
(هامش 187).

لجنة الكوسوب رقم 101 / 12<sup>1</sup> تفرض على الشركة التي تطلب قبول سنداتها في عمليات التداول في البورصة أن تثبت إيداع سنداتها لدى المؤتمن المركزي على السندات، قبل الإدخال في البورصة، ولا يكفي مجرد تسجيل ملكيتها في سجلات الشركة، لأن كفاية القيد في سجلات الشركة لإثبات الملكية يتعلق فقط بالقيم المنقولة غير المسعرة في بورصة الجزائر.

هذا ما صرح به المشرع التجاري (المادة 715 مكرر 38 من المرسوم التشريعي رقم 08 / 93) بالنسبة للقيم غير المسعرة في البورصة؛ حيث تتوقف طريقة انتقال ملكية القيم المنقولة حسب القانون التجاري الجزائري على شكلها القانوني فانتقال السندات التي تصدرها الشركات المساهمة غير المسعرة أسهمها في البورصة، أي خارج نظام التداول في البورصة؛ يتم عن طريق مجرد التسليم أو بواسطة القيد في الحسابات إذا كان السند للحامل، كما يحول السند الإسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض<sup>2</sup>.

السبب في ذلك، أي عدم كفاية القيد في سجلات الشركة لثبوت الملكية وممارسة الحقوق الناتجة عنها، هو أنه بمجرد إدخال الأسهم العادية في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر فإن الاعتماد على سجلات الشركة وحدها لإثبات ملكيتها وممارسة الحقوق الناتجة عنها يصبح قاصرا ومعلقا على واقع فعلي هو إتمام إجراءات التداول في البورصة لأن الثغرة الزمنية بين مقابلة أوامر البورصة بالبيع والشراء وبين إتمام إجراءات التسوية والتسليم للسندات من طرف المؤتمن المركزي على السندات تثير

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01 / 12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 03 / 97 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

<sup>2</sup> . المادة 715 مكرر 38 من المرسوم التشريعي رقم 08 / 93 المؤرخ في 25 / 4 / 1993، المعدل والمتمم للقانون التجاري الجزائري، (ج.ر. رقم 27 المؤرخة في 25 / 4 / 1993، ص. 38).

إشكالا يتعلق بزمن انتقال الملكية ومن هو المالك الشرعي الأحق بممارسة الحقوق القانونية لمالك السهم<sup>1</sup>.

## أ.2. الأسهم العادية غير التقليدية وقبولها في التسعيرة الرسمية:

تسمى أيضا الأسهم العادية الحديثة، ظهرت هذه الأخيرة لأن البورصات في دول العالم يحيط بها رجال الأعمال والاقتصاد والمختصين في النظام المالي الذين يطلقون العنان لخيالهم الاستثماري والمالي لطرح منتجات مالية جديدة في السوق، فهم لا يتوقفون عن ابتداء أدوات مالية جديدة يرون أنها قد تحقق الأهداف الاستثمارية التي يصبون إليها وكذلك لجذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين.

تمثل الأسهم العادية الحديثة في 3 أنواع: الأسهم العابرة، الأسهم العادية لأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية المضمونة. نشرح هذه الأنواع من الأسهم تباعا، ونحدد مدى إمكانية قبولها في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر:

### أ.1.2. الأسهم العابرة (Action traçantes)

ظهرت الأسهم العابرة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت إلى أوروبا عن طريق فرنسا ابتداء بقرار صادر من الجمعية العامة لشركة ألكاتل (Alcatel). يمثل هذا النوع من الأسهم أصول قطاع معين تصدرها الشركة الرئيسية (الأم) لتفصل أو تعزل عملية اقتصادية خاصة لقطاع معين<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> . لمزيد من التفاصيل حول هذه النقطة أنظر: الفرع الثاني: وقت انتقال ملكية القيم المنقولة حسب النظام الحالي لبورصة الجزائر، من المطلب الأول من المبحث الأول من الفصل الثاني من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

<sup>2</sup> . COURET Alain, « Les actions traçantes, Actes pratiques sociétés », Edition J.Cl, Septembre-Octobre, 2000, p.03. ( مرجع )

(سبقت الإشارة إليه، ص. 56)

بمفهوم أكثر وضوحا، الأسهم العابرة هي عبارة عن أسهم خاصة بأحد نشاطات الشركة منفصلا عن بقية أعمالها. المشرع التجاري الجزائري لم يشر إلى هذا النوع من الأسهم، كما أنه لم ينص على حضرها. أمام هذا السكوت من طرف المشرع الجزائري هل يمكن لجنة تنظيم عمليات البورصة قبولها في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر؟

من أهم صلاحيات سلطة ضبط السوق في بورصة الجزائر (الـ COSOB) أنها تملك صلاحية سن أنظمة تتعلق برؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة، وكذلك قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها (البند 1 والبند 10 من نص المادة 31 من القانون رقم 04 / 03)<sup>1</sup>. فضلا عن هذه الصلاحيات فإن لجنة الكوسوب عبارة عن سلطة إدارية مستقلة عن الحكومة، إذا رأت أن قبول الأسهم العابرة في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر من شأنه أن يحسن من أداء السوق، لها أن تسن نظاما يسمح بتسعيرها في البورصة، استنادا لعدم حضرها من طرف المشرع التجاري، فضلا عن ذلك فإن قيام الجمعية العامة للشركة بالتصويت على إنشاء هذا النوع من الأسهم ينفي أي شبهة تتعلق بالإخلال بقاعدة المساوات بين المستثمرين.

## أ.2.2. الأسهم العادية لأقسام الإنتاجية:

القاعدة العامة هي أن رأس مال شركة المساهمة تقابله مجموعة موحدة من الأسهم تنتج فيها التوزيعات عن الأرباح التي يجنيها المشروع ككل. لكن لأسباب استراتيجية تتبعها الشركة قد تقرر الجمعية العامة دفع نشاط أحد أقسام الإنتاجية إلى الأمام ليشكل واجهة ترويجية للشركة، خاصة إذا أرادت الاستفادة من الميزة الإشهارية والائتمانية المجانية التي يوفرها الإدراج في البورصة. فقد يتقرر استحداث أسهم عادية

<sup>1</sup> . القانون رقم 04 / 03 المؤرخ في 17 فبراير 2003، (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003)، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993).

لأحد أقسام الإنتاجية متصلة بالنشاط الإنتاجي لذلك القسم ومنفصلة عن بقيت الأسهم التي يتشكل منها رأسمال الشركة.

لفهم هذا النوع من الأسهم نعرض مثالا عنها: في سنوات الثمانينيات قامت شركة جنيرال موطور (Général Motors) بإصدار مجموعتين من أسهم أقسام الإنتاجية سميت (E. class, H. class) الأولى تتعلق بقسم إنتاج المعلومات الإلكترونية والثانية خاصة بقسم تصنيع أجزاء الطائرات<sup>1</sup>، توزيعات أرباح كل مجموعة من هذه الأسهم تتعلق بالقسم المرتبطة به.

ونظرا لانفصال هذا النوع من الأسهم عن بقية الأسهم الأخرى لتلك الشركة فإن الأرباح التي يحققها ذلك القسم الإنتاجي هي التي تكون محل لتوزيعات هذا السهم. لكن ينتقد بعض الفقه<sup>2</sup> هذا النوع من الأسهم بأنه: "يؤدي إلى التضارب بين مصالح المستثمرين"، بمعنى أنه يخل إخلالا جسيما بقاعدة المساوات بين المدخرين.

لكن من وجهة نظرنا أن هذا الانتقاد غير مؤسس إطلاقا، لأن المستثمرين هم أنفسهم من أقرروا تلك الأسهم العادية لقسم الإنتاجية في الجمعية العامة، وبالتالي فلا مبرر من الخوف من التصادم فيما بين مصالحهم. فضلا عن أنهم من خلال الجمعية العامة يستطيعون وضع حد لتضارب المصالح فيما بينهم. لكن هل هذا النوع من الأسهم مقبول في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر؟

من أهم صلاحيات سلطة ضبط السوق في بورصة الجزائر (الـ COSOB) أنها تملك صلاحية سن أنظمة تتعلق برؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة،

<sup>1</sup> . محمد الحناوي صالح، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص. 35.

<sup>2</sup> . منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص. 12.

وكذلك قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها (البند 1 والبند 10 من نص المادة 31 من القانون رقم 04 / 03)<sup>1</sup>.

إذا رأت اللجنة أن قبول الأسهم العادية لأقسام الإنتاجية في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر من شأنه أن يحسن من أداء السوق، ولا يمس بمبدأ المساواة بين المستثمرين، لها أن تسن نظاما يسمح بتسعيورها في البورصة، استنادا لعدم حضرها من طرف المشرع التجاري، فضلا عن ذلك فإن قيام الجمعية العامة للشركة بالتصويت على إنشاء هذا النوع من الأسهم ينفي أي شبهة تتعلق بالإخلال بقاعدة المساوات بين المستثمرين.

### أ.3.2. الأسهم العادية المضمونة:

ملاك الأسهم العادية في شركات المساهمة يكتسبون وصف الشركاء في الشركة، شركاء في اقتسام الأرباح وتحمل الخسائر. عند اقتنائهم للأسهم يعلمون جيدا المخاطر التي قد تتعرض لها أسهم الشركة في سوق البورصة. من بين هذه المخاطر انخفاض القيمة السوقية لأسهمهم، والمبدأ العام يقضي أن الشركة لا تتحمل المسؤولية عن انهيار القيمة السوقية لأسهمها في البورصة.

لكن في سنة 1984 في الولايات المتحدة الأمريكية تم ابتداء أسهم عادية جديدة تعطي الحق لحاملها أن يطالبوا الشركة المصدرة بدفع التعويضات عن فارق الخسائر التي لحقتهم عند انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية المضمونة إلى حد معين<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> . القانون رقم 04 / 03 المؤرخ في 17 فبراير 2003، (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003)، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993).

<sup>2</sup> . حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكيندي، عمان، (دون سنة نشر)، ص. 149.

مبرر إصدار هذا النوع من الأسهم من طرف الشركة هو المنافسة الشديدة في السوق، الأسواق التي تشهد نشاطا كبيرا غالبا ما يصعب فيها تصريف القيم المنقولة لجمهور المدخرين، لأن العرض في كثير من الأحيان قد يتجاوز الطلب. تلجأ الشركة في مثل هذه الظروف إلى جذب المستثمرين عن طريق عرض امتياز حصانة للقيمة السوقية للأسهم على عاتق الشركة.

إلا أن بعض الفقه<sup>1</sup> يعيب على هذا النوع من الأسهم بأن الشركة: "يصعب عليها تعويض المساهمين في حالة تحقق الخطر". لكن هل هذه الأسهم مقبولة في السعر الرسمي لبورصة الجزائر؟

سلطة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المستمدة من نص المادة 31 البند 1 والبند 10 من القانون رقم 04 / 03<sup>2</sup> تمكنها من أعمال سلطتها التقديرية لقبول الأسهم العادية المضمونة للتسعير في بورصة الجزائر بعد أن تراعي مصلحة السوق ومبدأ المساوات بين المدخرين.

### ب . الأسهم الممتازة محل طبيعي للتسعيرة الرسمية:

أخذ المشرع التجاري صراحة بهذا النوع من الأسهم (المادة 715 مكرر 44، المرسوم التشريعي 08 / 93)، وقسمها إلى فئتين: الفئة الأولى تتضمن امتيازاً للمساهم يتمثل في حقه في عدد من الأصوات يفوق عدد الأسهم التي يملكها، أما الفئة الثانية فيكمن الامتياز فيها في أنها تمنح الأولوية في الاكتتاب لأسهم أو سندات استحقاق جديدة. وإصدارها جوازي واختياري حسب إرادة الجمعية العامة.

<sup>1</sup> . حنفي عبد الغفار، قرياقض رسيمة، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، بيروت، 2000، ص. 229.

<sup>2</sup> . القانون رقم 04 / 03 المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10 / 93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سبقت الإشارة إليه.

هذا النوع من الأسهم له أهمية استراتيجية وطنية، تكمن هذه الاستراتيجية في حماية الشركات الوطنية من الاستحواذ عليها كلية من طرف الأجانب؛ خاصة في حالة فتح بورصة الجزائر على رأس المال الأجنبي. بعض الشركات العمومية الاستراتيجية في بلادنا مثل شركة سوناطراك، سونلغاز، اتصالات الجزائر...، يمكن حوكمتها بإدراجها في بورصة الجزائر، شراء نسبة من أسهم هذه الشركات من طرف المواطنين قد يؤدي إلى إحكام الرقابة الميدانية عليها في كل التراب الوطني، تتضاعف الرقابة بقدر عدد المساهمين الذين يخشون على مصالحهم في الشركة، فضلا عن الرقابة التي يكفلها قانون الشركات مثل حق المساهمين في الاطلاع على حسابات الشركة.

الأسهم الممتازة ظهرت في البداية في ألمانيا بعد الحرب العالمية الأولى، كرد فعل صادر من الألمان في مواجهة الأمريكيين الذين نفذوا عمليات شراء واسعة في السوق المالية لأسهم الشركات الألمانية بأسعار ضعيفة مستغلين الآثار السلبية التي خلفتها الحرب على الاقتصاد الألماني، رد الفعل تمثل في إصدار أسهم ممتازة لصالح المواطنين الألمان للحفاظ على مركز الأغلبية في الجمعيات العامة للشركات وبالتالي منع الأمريكيين من السيطرة على إدارة الشركات وبالتالي الاستحواذ على الاقتصاد الألماني<sup>1</sup>.

الأخذ الصريح من طرف المشرع التجاري الجزائري (المادة 715 مكرر 44، المرسوم التشريعي 93 / 08) بهذا النوع من الأسهم يجعلها مقبولة للتسعير في بورصة الجزائر دون أي اجتهاد مسبق من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لأنها تعتبر استثناء مشروعا واردا بنص القانون عن مبدأ المساوات بين المستثمرين.

<sup>1</sup> . علي قابوسة، أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المركز الجامعي بالوادي، عدد 01، جانفي 2008، ص. 162.

فضلا عن ذلك، يدعم الفقه<sup>1</sup> مشروعية الأسهم الممتازة وعدم تصادمها مع قاعدة المساواة بين المساهمين بالقول أنه: "لا يؤدي العمل بهذا النوع من الأسهم الممتازة إلى الاصطدام بقاعدة المساواة بين المستثمرين، طالما القانون الأساسي للشركة يسمح بذلك".

لكن بخصوص المادة 715 مكرر 44 من المرسوم التشريعي 08/93، قدم البعض<sup>2</sup> ملاحظة نقدية في محلها؛ "المشروع استعمل في هذا النص مصطلح: الأسهم العادية الإسمية، وأشار لوجود امتيازات معينة تلحق بها، في حين أن الصياغة الصحيحة هي: الأسهم الممتازة، سواء تعلق الأمر بأسهم إسمية أو لحاملها"، لأن تزويد الأسهم بامتيازات إضافية يخرجها من صنف الأسهم العادية ويدخلها في صنف مختلف وهو في هذه الحالة صنف الأسهم الممتازة.

في الأخير، لكي تستطيع الشركة إصدار فئات من الأسهم الممتازة التي أجازها المشروع التجاري الجزائري بموجب نص المادة 715 مكرر 44، التي لا تعتبر من النظام العام، وهي مقررة للنظام الخاص، يجب أن تكون في إحدى الوضعيات الثلاث التالية:

- يجب أن يتضمن النظام الأساسي لشركة المساهمة عند التأسيس بندا يقضي أن رأس مالها يتكون من أسهم عادية وأسهم ممتازة.

- أو تتأسس الشركة عن طريق إصدار فئة واحدة من الأسهم تمنح نفس الحقوق للمساهمين، لكن يحتوي نظامها الأساسي على بند يسمح بإصدار أسهم ممتازة في المستقبل لصالح حملة الأسهم القديمة أو لصالح حملة الأسهم الجديدة أو كليهما.

<sup>1</sup> . BOUCOBZA Xavier, « La loi de la majorité dans les sociétés de capitaux », In droit bancaire et financier, sous la direction de DE VAUPLANE Hubert et DAIGRE Jean-Jacques, Mélanges AEDBF-France, Juillet, 2001, p. 30. (مقتبس عن تعريبت رزيقة، مرجع سبقته الإشارة إليه، ص. 58).

<sup>2</sup> . تعريبت رزيقة، مرجع سابق، ص. 58.

- وإما تتأسس الشركة عن طريق إصدار أسهم متساوية في الحقوق، لكن نظامها الأساسي سكت إطلاقاً عن الأسهم الممتازة، أي لا يتضمن أي بند يسمح أو يحظر الأسهم الممتازة.

#### رابعاً: تسعير أسهم رأس المال وأسهم التمتع

يمكن تقسيم الأسهم من زاوية الاستهلاك إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع، كلاهما قابل للتسجيل في السعر الرسمي لبورصة الجزائر لأن المشرع التجاري اعتمدهما بصريح النص. لكن هناك عائق، غير مقصود وقع فيه المشرع، سبب تناقضا بين القانون التجاري وبين قانون البورصة قد يحول دون قبول أسهم التمتع في بورصة الجزائر. لكي تتمكن من فهم هذا العائق القانوني يجب أولاً أن نوضح الطبيعة القانونية لأسهم رأس المال (أ)، وكذلك أسهم التمتع مع تحديد عوائق تسعيرها (ب).

#### أ - تسعير أسهم رأس المال (Actions de capital):

يعرف جانب من الفقه<sup>1</sup> أسهم رأس المال بأنها: "الصورة المألوفة لأسهم الشركة التي تقابل جزئاً من رأسها الذي لم يسترد مالكه القيمة المثلثة له، عكس أسهم التمتع، تحتفظ أسهم رأس المال بالقيمة الإسمية ونصيبها من التصفية حتى لحظة حدوثها، والفرق بين أسهم التمتع وأسهم رأس المال يكمن في خاصية الاستهلاك".

يقصد بأسهم رأس المال: الأسهم الطبيعية التي يقابلها رأس مال الشركة الذي يعد الضمان العام لدائنيها، والذي لا يجوز المساس به تحت أي ظرف. إلا في حالة التصفية.

أسهم رأس المال تعد المحل الطبيعي للتداول في بورصة الجزائر، فهي غير قابلة لتسديد قيمتها الإسمية أثناء حياة الشركة، يتم تداولها من فترة قبولها في التسعيرة الرسمية إلى غاية شطبها من التسعيرة لسبب من الأسباب التي ينص عليها نظام

<sup>1</sup>. MERLE Philippe, Droit commercial, sociétés commerciales, 5ème édition, Dalloz, Paris, 1996., p. 289.

البورصة الجزائرية، إذن: هي متناسبة جدا مع سوق البورصة الذي يعد سوقا لرأس المال المتوسط والطويل الأجل. لكن أسهم التمتع ليست كذلك، لأن قابليتها للاستهلاك أثناء حياة الشركة يطرح إشكالا يتعلق باستهلاك بعضها في فترة تداولها في البورصة الجزائرية، ترى ما هو هذا الإشكال؟

### ب - عوائق تسعير أسهم التمتع (Actions de jouissances):

نرى أن تداول أسهم التمتع في بورصة الجزائر يصطدم بتناقض قانوني قد يجعل قبولها في التسعيرة الرسمية مستحيلا، نوضح مفهومها، ثم نشرح هذا التناقض:

أسهم التمتع هي الأسهم القابلة للاستهلاك أثناء حياة الشركة وقبل التصفية. "والمقصود باستهلاك السهم رد قيمته الاسمية للمساهم أثناء حياة الشركة وقبل حلها وانقضائها"<sup>1</sup>.

المشعر التجاري الجزائري أشار صراحة إلى أسهم التمتع وعرفها بموجب المادة 715 مكرر 45 بالقول: "أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الإسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوص إما من الفوائد أو الاحتياطات. ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".

بمفهوم المخالفة، يعني ذلك أن الأسهم كقاعدة عامة لا يجوز رد قيمتها إلا في حالة حل الشركة أو تصفيتها، بعد أن يوفى بديونها، السبب في ذلك هو أن قيمتها تشكل رأسمال الشركة الذي يعد الضمان العام لديون الشركة. لكن استثناء، رخص المشعر بموجب م. 715 مكرر 45 ق. ت. ج. برد قيمة أسهم التمتع لصالح المساهم أثناء

<sup>1</sup> . محمد مختار أحمد بريري، قانون المعاملات التجارية والشركات التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، 2005، ص. 109.

حياة الشركة، "دون أن يضطر لانتظار حل الشركة أو تصفيتها لاسترجاع حقوقه المتمثلة في المبلغ الاسمي للسهم، بالاستهلاك من الفوائد أو من الاحتياطات"<sup>1</sup>.

لكن خاصية استهلاك أسهم التمتع أثناء حياة الشركة تصطدم بنظام التداول في بورصة الجزائر، سبب الاصطدام يتعلق بكيفية رد قيمتها الاسمية إلى المساهمين الذين يملكونها، على اعتبار أن الشركة لا تستطيع رد القيمة الإسمية لهذه الأسهم دفعة واحدة نظرا لكثرتها، فقد يؤدي ذلك إلى إصابتها بإرهاق مالي قد يهدد وجودها.

هناك طريقتين لاستهلاك أسهم التمتع: الطريقة الأولى تتمثل في إجراء سحب القرعة لكي تتمكن الشركة من تسديد قيمة هذه الأسهم للمساهمين على دفعات، لكن هذه الطريقة حظرها المشرع الجزائري صراحة بموجب نص المادة 715 مكرر 46 من القانون التجاري واعتبر كل مداولة تتخذ خرقا لهذا المنع باطلة.

أما الطريقة الثانية لاستهلاك أسهم التمتع تتمثل في التسديد المتساوي عن كل سهم دون أن يترتب عنه تخفيض في رأس المال، أي: على حد تعبير جانب من الفقه، "دفع جزء من القيمة الاسمية للأسهم على فترات دورية، حسب ما يميزه النظام الأساسي للشركة، غالبا سنوية"<sup>2</sup>، فيتم التسديد الكلي للأسهم على مدى زمني معين. هذه الطريقة اعتمدها المشرع التجاري الجزائري صراحة بموجب نص المادة 709 / 1.

في نظرنا: حضر طريقة القرعة من طرف المشرع قد يعد معوقا لإدراج أسهم التمتع في بورصة الجزائر لأن الشركة قد تتضرر قدرتها التنافسية كثيرا إذا قامت بتسديد كافة أسهم التمتع دفعة واحدة لصالح المستثمرين في البورصة.

<sup>1</sup>. PILVERDIER Juliette, HAMET Joanne, Les marchés financiers français, 4ème édition, Economie, Paris, 2001 p.85.

<sup>2</sup>. سميحة القليلوي، الشركات التجارية، ط. 3، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص.

في المقابل، نرى أيضا: أن الطريقة الثانية لاستهلاك أسهم التمتع عن طريق التسديد الجزئي المتساوي عن كل سهم تصطدم بصعوبة عملية في حالة تداول هذه الأسهم في بورصة الجزائر؛ حجم وعمليات التداول الكثيفة في سوق البورصة يصنع فرقا عميقا واقعيا بين التداول على الأسهم في السوق الأساسية وبين التداول عليها في السوق الثانوية، عندما تقرر الشركة خصم جزئي متساوي عن سهم التمتع على فترات دورية في الغالب مرة كل سنة، بعد عدة عمليات خصم قد تصبح قيمة السهم صغيرة جدا فتصبح تكلفة تداولها فاحشة جدا بالنسبة لقيمتها التي أصبحت ضئيلة، فيحجم المستثمرون عن شرائها، يؤدي ذلك إلى تهديد جوهر البورصة في حد ذاتها، لأن تسهيل هذه الأسهم أصبح غير ممكن. إذن، هذه الطريقة لتسديد قيمة أسهم التمتع سيئة جدا بالنسبة لنظام البورصة الجزائري.

النظر في مسألة قبول أسهم التمتع في التسعيرة الرسمية في بورصة الجزائر من اختصاص سلطة ضبط السوق (COSOB)، فهي تقوم بتقدير وضعية الشركة وكمية أسهم التمتع المطلوب إدراجها ونسبتها في رأس مال الشركة ككل، قد تقبل اللجنة أو ترفض تسعيرها استنادا إلى تقديرات عملية ومدى قدرة الشركة على تسديد قيمتها دفعة واحدة دون أن تتأثر قوتها التنافسية في السوق، كل ذلك من أجل حماية مصلحة المستثمرين.

مثلا إذا مثلت نسبة أسهم التمتع المطلوب تسعيرها في بورصة الجزائر نسبة ضئيلة جدا بالمقارنة مع مجموع أسهم الشركة ككل، وتبين للجنة بعد الاطلاع على حسابات الشركة ووضعيته المالية الموجبة وفائض أرباحها عبر مدة معينة أن خصم أسهم التمتع دفعة واحدة لا يؤثر بشكل سلبي على مصلحة بقية المساهمين ولا يؤثر على تنافسية الشركة واستراتيجيتها في السوق في مواجهة المنافسين، فإن لجنة السوق قد تقبل هذا النوع من الأسهم في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر.

## المطلب الثاني: سندات الدين المقبولة في التسعيرة الرسمية

(Les obligations)<sup>1</sup>

نظام البورصة الجزائري قسم السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة إلى سوق لسندات الرأسمال (الأسهم) وإلى سوق لسندات الدين، وقسم سوق سندات الرأسمال إلى قسمين: السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في المقابل قسم سوق سندات الدين بدورها إلى سوقين أيضا: سوق لسندات الدين التي تصدرها شركات المساهمة والهيئات العمومية والدولة وإلى سوق لكتلة سندات الدين التي تصدرها الدولة (م. 77 من نظام اللجنة رقم 12 - 201).

كما تشير الفقرة الثانية من المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة بوضوح أن القيم المنقولة القابلة للتسعير في بورصة الجزائر تشمل تلك الصادرة عن أشخاص القانون العام وشركات المساهمة بقولها: "وتعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> . (فرنسية: Obligations، Titres de Dette، إنجليزية: Bonds، Dept Securities) أنظر بالتفصيل الاستعمالات المختلفة للفظ السندات في القانون التجاري والقانون البورصي الجزائري الفرع الأول من المطلب الأول من المبحث الأول من الفصل الثاني من الباب الأول من هذه الأطروحة.

<sup>2</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01 / 12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 03 / 97 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

<sup>3</sup> . المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993) معدل ومتمم بالأمر رقم 10-96 المؤرخ في 10 يناير 1996 (الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996). المعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 (الجريدة الرسمية عدد

قبل سنة 2012 لم يكن من الممكن أن تقبل في تسعيرة بورصة الجزائر إلا فئة السندات التقليدية التي تطرحها شركات المساهمة، لكن بعد صدور النظام رقم 01-12، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03<sup>1</sup>، وسعت ونوعت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من الأدوات المالية محل التداول في بورصة الجزائر.

بموجب هذا التعديل الذي أضاف نصين قانونيين (م. 46-8، والمادة 46-9) تم فتح باب بورصة الجزائر على كل القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة؛ بالإضافة إلى سندات الاستحقاق التقليدية، أصبح يمكن قبول السندات القابلة للتحويل وتلك الغير قابلة للتحويل أيضا في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر.

من خلال هذه النصوص يمكننا أن نستخلص أنواع سندات الدين المقبولة في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة بالجزائر تبعا للكيان المصدر لها: سندات الدين التي تصدرها الشركات (الفرع الأول)، قيم الخزينة (الفرع الثاني).

#### **الفرع الأول: سندات ديون الشركات المقبولة في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر:**

فتح القانون التجاري الجزائري عدة أبواب أمام شركات المساهمة لتلجأ إلى السوق الأساسية أو إلى السوق الثانوية (البورصة) من أجل تمويل استثماراتها ونشاطاتها؛ حيث يمكنها أن تصدر سندات كتمثيل لرأسها، أو سندات لتمثيل مبالغ الديون التي على ذمتها، أو سندات تعطي الحق في الحصول على سندات أخرى كتمثيل لحصة معينة من رأسها بطريق التحويل أو التسديد أو أي إجراء آخر (م. 715 مكرر 33، من ق. ت. ج.). إذن، شركة المساهمة يمكنها الاستدانة بواسطة بورصة الجزائر عن طريق إدراج السندات التي تمثل ديونا في ذمتها، نعالج هذا العنصر كالتالي: (أولا: مفهوم سندات

11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 03/97 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

الشركات وخصائصها المتوافقة مع التسعيرة الرسمية)، (ثانيا: أنواع سندات الاستحقاق وقبولها في التسعيرة الرسمية).

### أولاً: مفهوم سندات الشركات وخصائصها المتوافقة مع التسعيرة الرسمية:

السندات التي تصدرها شركات المساهمة تعتبر أدوات مالية لجلب رأس المال من قطاع الفائض المالي إلى ذمة الشركة في صورة دين، لفهم أسباب قبولها في السعر الرسمي لبورصة الجزائر يجب أن نوضح مفهومها (أ - مفهوم سندات الاستحقاق)، ثم نبين مدى توافق خصائصها مع السعر الرسمي لبورصة الجزائر (ب - خصائص السندات تتوافق مع التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر).

#### أ. مفهوم سندات الاستحقاق:

اختار المشرع التجاري الجزائري مصطلح سندات الاستحقاق بدلا من مصطلح سندات الدين. فعرفها بموجب المادة 715 مكرر 81: "سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية"<sup>1</sup>. أيضا، نفس المصطلح اختاره المشرع في نظام البورصة (م. 42 من نظام لجنة الكوسوب رقم 03 / 97)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. تجدر الإشارة أن: م. 699 من الأمر رقم 75-59، المؤرخ في 26 / 9 / 1975، المتضمن القانون التجاري الجزائري، ج. ر. رقم 101، قبل التعديل بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08، كانت تطبق حضرا على إصدار شركات المساهمة لسندات الاستحقاق. سماح المشرع سنة 93 لشركات المساهمة بإصدار سندات الدين كان بغرض تطوير السوق المالية الجزائرية خاصة بورصة الجزائر، لكن هذا المسعى لم ينجح لأن الجزائريين يهتمون بالفوائد الربوية الناتجة عن هذه السندات، لهذا السبب، يتم التحضير حاليا (2020) من طرف القائمين على تسيير بورصة الجزائر من أجل إطلاق مجموعة من الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (الصكوك الإسلامية) لتحل محل سندات الدين.

<sup>2</sup>. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج. ر. عدد 87، مؤرخ 29 / 12 / 1997، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات،

يصف الفقه السندات التي تصدرها شركات المساهمة بأنها: "صكوك متساوية القيمة تصدر عن الشركات مقابل فوائد ثابتة تمثل ديونا في ذمتها وتكون مستحقة الوفاء بها في ميعاد محدد ويتم تداولها بالطرق التجارية"<sup>1</sup>، "يعتبر حاملها دائما للشركة وليس شريكا مساهما فيها"<sup>2</sup>، "وهي تمثل قروض تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بطريق الاكتتاب العام، حامل السند دائن للشركة يطلب فوائد ثابتة بغض النظر عن نتيجة استغلالها، يسترجع دينه بمجرد انتهاء ميعاد القرض"<sup>3</sup>، أو هي وفق تعبير البعض: "صكوك ذات قيمة إسمية، غير قابلة للتجزئة، قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة تثبت حق المالك فيها قدمه على سبيل القرض لصالح الشركة"<sup>4</sup>.

أجاز قانون الشركات الجزائري للشركات المحلية إصدار القيم المنقولة التي تتناسب مع احتياجاتها ونشاطاتها لجمع الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها ويجوز تداول تلك القيم في بورصة الجزائر.

ج. ر. عدد 73، مؤرخ في 30 / 11 / 2003. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقا للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

<sup>1</sup> . محمد بهجت عبد الله أمين قايد، الموجز في القانون التجاري (نظرية الأعمال التجارية، التاجر، عمليات البنوك، الأوراق التجارية، الشركات التجارية)، دار النهضة العربية بالقاهرة، طبعة 2008، مصر، ص. 229.

<sup>2</sup> . سري الدين هاني صلاح، مبادئ القانون التجاري المصري، مقدمة عامة للتعريف بالقانون التجاري ومصادره، نظرية الأعمال التجارية والتجار - الشركات التجارية والأموال - 2009، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ص. 337.

<sup>3</sup> . عبد الحميد عاشور عبد الجواد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، بدون سنة، بدون طبعة، ص. 12.

<sup>4</sup> . سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص. 261.

للشركة خيارين لتمويل مشروعاتها: إما تلجأ لطريقة التمويل غير المباشر بأن تلجأ إلى الاقتراض من البنوك، تسمى هذه الحالة بالوساطة المالية؛ بمعنى أن البنك يكون واسطة بين المدخرين والشركة، هذين الأخيرين لا يعرفان بعضهما البعض وليس بينهما أي علاقة قانونية. تعرف هذه الطريقة في التمويل بشدة وطأتها على الوضعية المالية للمؤسسة المقترضة.

وإما تلجأ الشركة إلى طريقة التمويل المباشر؛ تطرح أسهما جديدة للاكتتاب بمناسبة الزيادة في رأس مالها، هذه الطريقة محبذة للشركات، لأن المساهمين الجدد يطلبون الفوائد تبعا للنتائج المالية المحققة، بل أكثر من ذلك هم يقتسمون الخسائر مع الشركة. لكن في حالة تعذر الزيادة في رأس المال تلجأ شركة المساهمة إلى الاقتراض المباشر، بمعنى تطرح سندات دين في السوق الرئيسية أو السوق الثانوية (بورصة الجزائر).

هذه الطريقة الأخيرة في التمويل (طرح سندات الدين) أقرها المشرع الجزائري حصريا لشركات المساهمة دون شركات الأموال الأخرى، الموجودة منذ سنتين على الأقل، أعدت موازنتين مصادق عليهما من طرف المساهمين، ويجب أن يكون رأس مالها مسددا بكامله<sup>1</sup>.

#### ب - خصائص السندات تتوافق مع التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر:

نظام سندات الاستحقاق تمت هندسته بطريقة مرنة تراعي طبيعة أسواق رأس المال، هذه الأخيرة حساسة تجاه أي غلق أو جمود قانوني قد يعيق تدفق رؤوس الأموال بسلاسة من قطاع الفائض إلى قطاع العجز؛ لهذا السبب كان من الضروري تزويد هذه الأدوات المالية بميزات وخصائص تجعلها أداة لتسهيل مرور راس المال إلى أبعد حد ممكن، لأن رأس المال بطبيعته جبان. لكي ينجح الإقراض الجماعي

<sup>1</sup> . في القانون المقارن تسمح بعض التشريعات لأشخاص معنوية أخرى بالإضافة لشركات المساهمة بأن تصدر سندات دين، مثل القانون الفرنسي الذي يسمح للتجمعات ذات المنفعة الاقتصادية، أشخاص القانون العام والجمعيات: (PILVERDIER Juliette, Le marché boursier, des agents de change à Nyse- Euronext. 3ème éditions, Economica, Paris, 2008, p.p.42 et 43)

لصالح الشركات عن طريق بورصة الجزائر لابد من تسهيل عملية تحويله من يد إلى يد أخرى؛ خاصة قابلية سندات الاستحقاق للتداول مرتبطة بالتسعيرة الرسمية (1). أيضا، يسجل في السعر الرسمي كل إصدار لسندات الاستحقاق تحت رمز مستقل عن الإصدارات الأخرى للشركة لأن كل إصدار له قيمة إسمية مختلفة غالبا (2). كذلك التداول في بورصة الجزائر يفترض سندات غير قابلة للتجزئة (3)، نشرح ذلك تباعا.

### 1. خاصة قابلية سندات الاستحقاق للتداول ضرورة للإدراج في السعر الرسمي:

سندات الاستحقاق قابلة للتداول في القانون الجزائري (م. 715 مكرر 30، م. 715 مكرر 75). طرق التداول التجارية التقليدية للسندات الإسمية أو لحاملها تنحصر في: الحيازة إذا كانت لحاملها أو التنازل بالنسبة للسندات الإسمية. لكن بعد أن قام المشرع الجزائري بتحديث نظام البورصة الجزائري سنة 2003، أصبحت طرق التداول التجارية التقليدية غير جائزة بالنسبة للسندات المسعرة في بورصة الجزائر، لأن المشرع الجزائري تبنى مبدأ لا مادية القيم المنقولة أو إزالة الصفة المادية للقيم المنقولة، أصبحت جميع القيم المنقولة المسعرة في بورصة الجزائر تنتقل بالطريق الإلكتروني من حساب إلى حساب آخر، أي تحولت السندات إلى مجرد رقم يحمل ترميز معين مخزن في بنك معلومات لدى المؤمن المركزي على السندات، تسمى هذه العملية بالقيد في الحساب.

نفذت عملية إزالة الصفة المادية للقيم المنقولة وتحويلها إلى مجرد قيود حسابية بموجب نص المادة 13 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01<sup>1</sup>، حيث صرحت بصدد قبول السندات في عمليات المؤمن المركزي على السندات "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".

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01، المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤمن المركزي على السندات، (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30/11/2003).

هذا النص احتوى ترجمة ركيكة من النص الفرنسي إلى النص العربي: المقصود بسوق مقننة جزائرية هو بورصة الجزائر، لكن التعبير الصحيح هو "سوق منظمة جزائرية"، عبر عنها النص في النسخة الفرنسية بـ (un marché réglementé algérien). مصطلح سوق منظمة هو الدارج في لغة البورصات في الجزائر وفي الدول العربية، تبعاً لهذه الأسباب نقترح أن يتم إصلاح هذا النص.

في سنة 2012 أوجبت المادة 21 مكرر من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 101-12<sup>1</sup> على الشركة التي تطلب قبول سندات في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر أن تثبت إيداع سندات لدى المؤمن المركزي على السندات قبل الإدخال في البورصة.

نتيجة لهذه الأحكام؛ أصبحت بورصة الجزائر باعتبارها سوقاً ثانوية لتداول رؤوس الأموال تعتمد بصفة رسمية نظام إزالة الصفة المادية عن جميع القيم المنقولة المتداولة فيها بما فيها سندات الاستحقاق التي تطرحها شركات المساهمة.

## 2. التسعير في البورصة يفترض تساوي القيمة الاسمية لسندات الاستحقاق:

عملية طرح سندات الاستحقاق من طرف الشركة للاكتتاب العام تعتبر إجراء قرض جماعي مباشر خالي من أي وساطة مالية، يعني ذلك أن شركة المساهمة تدخل في علاقة تعاقدية (علاقة دائنية) مباشرة مع المستثمرين الذين يعتبرون دائنين للشركة. تحدد الشركة في البداية المبلغ الكلي للقرض ثم تقوم بتقسيمه على عدد من سندات الاستحقاق المتساوية القيمة.

يجب بالتالي أن تصدر سندات الاستحقاق بقيمة إسمية موحدة بالنسبة لنفس الإصدار، والتساوي بينها يقتضي التساوي في الحقوق والالتزامات التي ترتبها تلك

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01 / 12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 03 / 97 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

السندات. لولا هذا التساوي لما أمكن تداول السندات في بورصة الجزائر بالكيفية الصحيحة المعروفة في السوق، لأن عدم تساوي القيمة لسندات الاستحقاق من نفس الإصدار الفئة نفسها يؤدي حتما إلى عدم تساويها من حيث القيمة السوقية، هذا من شأنه أن يسبب اضطرابا وصعوبة في إبرام الصفقات البورصية عليها، وتعدد المؤشرات السوقية في بورصة الجزائر بالنسبة لكل مجموعة من السندات في الإصدار الواحد، بالتالي سيحدث تضارب من حيث الرؤية العامة حول القيمة الاقتصادية للشركة وهو ما سينعكس سلبا عليها.

لكن قد تلجأ الشركة إلى إصدارات أخرى إذا تطلبت حاجتها الاستثمارية ذلك؛ في هذه الحالة قد تكون القيمة الإسمية لكل إصدار مختلفة عن الإصدارات الأخرى، يتم تداول كل إصدار منفصل عن الإصدارات الأخرى ويتم في بورصة الجزائر ترميز كل إصدار برمز مختلف يميزه عن الإصدارات الأخرى، يوضح المستثمر رمز السند المراد التعامل عليه في متن أمر البورصة بوضوح، ويقوم الوسيط بالتنفيذ على القيمة المنقولة المشار إليها في الأمر وليس له أي صلاحية بالنسبة للسندات الأخرى التي يملكها زبونه وكانت من إصدار آخر حتى لو تساوت في القيمة الإسمية أو القيمة السوقية.

المشرع الجزائري لم يحدد الحد الأدنى للقيمة الإسمية لسندات الاستحقاق، تقوم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر باختيار قيمة إسمية صغيرة جدا لضمان تصريفها للمستثمرين. ومن أجل الوصول إلى أكبر قدر ممكن من هؤلاء قد تقوم الشركة بطرحها لتلك السندات بأقل من قيمتها الإسمية، ويعد هذا المسعى عملية تراضي محضة تخضع لقاعدة العقد شريعة المتعاقدين المنصوص عليها بموجب المادة 6 من القانون المدني الجزائري.

تساوي القيمة الإسمية لسندات الاستحقاق من نفس الإصدار ينتج عنه لصالح المستثمرين نفس الحقوق والالتزامات (الضمانات، الفوائد، مبلغ الاسترداد).

## 3. خاصة عدم قابلية سند الاستحقاق للتجزئة ضرورية لتسعيه في البورصة:

السائد أن سند الدين الذي تطرحه الشركة غير قابل للتجزئة: في حالة تعدد الملاك مثل حالة انتقال ملكية السند عن طريق الميراث إلى أكثر من وارث معا يعني ضرورة تنصيب أحدهم ينوب عنهم في مواجهة الشركة، المشرع التجاري الجزائري نص صراحة على عدم قابليتها للتجزئة، إذ هي نوع من أنواع القيم المنقولة<sup>1</sup> أدى هذا إلى نتيجة مباشرة على التداول في بورصة الجزائر؛ قيام المستثمر ببيع السندات المسعرة في البورصة يتم عن طريق إصدار أمر بورصة بالبيع للوسيط في عمليات البورصة، يقوم هذا الأخير بتنفيذ أمر البيع. لكن، فرضا، أن القانون التجاري سمح بتجزئة سند الدين بين عدة ملاك بسبب إرث أو هبة أو وصية أو شراكة، في هذه الحالات فإن الوسيط في عمليات البورصة قد يتلقى عدة أوامر بورصية متناقضة من حيث السعر<sup>2</sup> أو من حيث زمن التنفيذ<sup>3</sup> صادرة من أكثر من مالك واحد بالنسبة لنفس السند.

لهذا السبب فرض المشرع التجاري بموجب (م. 2 / 679)<sup>4</sup> على ملاك السهم توكيل أحدهم أو تعيين نائب عنهم لتتحد كل تلك الإيرادات في إرادة واحدة في مواجهة الشركة وكذلك الهيئات والأشخاص المعنوية المشكلة لبورصة الجزائر وكذلك الوسيط

<sup>1</sup> . نصت المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري الجزائري (المرسوم التشريعي 08 / 93، مرجع سابق) "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة".

<sup>2</sup> . أنظر أنواع أوامر البورصة من حيث السعر: الفرع الثاني من المطلب الثاني من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

<sup>3</sup> . أنظر في أنواع أوامر البورصة من حيث زمن التنفيذ: الفرع الأول من المطلب الثاني من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة..

<sup>4</sup> . تنص المادة 2 / 679 من القانون التجاري الجزائري "ويمثل المالكون الشركاء للأسهم المشاعة في الجمعيات العامة بواحد منهم أو بوكيل وحيد. فإذا لم يحصل اتفاق، عين الوكيل من القضاء بناء على طلب أحد المالكين الشركاء الذي يهمله الاستعجال".

في عمليات البورصة. لكن، بالنسبة لسندات الدين الصادرة عن شركة المساهمة، لا يوجد نص صريح مماثل لهذا النص، لكن تطبيقاً لقاعدة تكامل النصوص القانونية والقوانين يمكن القياس على هذا الحكم بالنسبة لسندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة أيضاً.

لكن رغم ذلك، يبدو لنا أنه من الضروري إضافة نص يحاكي نص المادة 679 / 2 من القانون التجاري الجزائري، فينص المشرع صراحة على وجوب أن يمثل ملاك سند الدين إذا تعددوا بواحد منهم أو بوكيل وحيد، أو وكيل معين من طرف القاضي في حالة عدم الاتفاق بينهم، من أجل تمثيلهم أمام هيئات بورصة الجزائر.

نعتقد أن سبب سكوت المشرع عن هذا الحكم في القانون التجاري الجزائري يتمثل في عدم وجود بورصة للقيم المنقولة في تلك الفترة رغم أنه كانت الدولة في فترة تعديل القانون التجاري تؤسس لسوق مالية قوية من ضمن فروعها بورصة الجزائر التي تأسست لاحقاً. مالكو سندات الدين التي تصدرها الشركات أصبحوا، بعد تأسيس بورصة الجزائر، يدخلون في علاقات قانونية إضافية من نوع آخر بالنسبة لسندات الدين المسعرة في بورصة الجزائر، من غير تلك العلاقات القانونية التقليدية التي حولها قانون الشركات لهم في مواجهة الشركة، تتمثل هذه العلاقات القانونية الجديدة في السوق المالية الجزائرية في عقد حساب التداول في البورصة الذي يمسكه الوسيط في عمليات البورصة.

### ثانياً: أنواع سندات الاستحقاق وقبولها في التسعيرة الرسمية

السوق المالية التي يحيط بها المصرفيين، رجال الأعمال والمتخصصين في النظام المالي؛ هؤلاء لا يكفون عن ابتداء منتجات مالية جديدة ومشتقات بهدف اجتذاب انتباه الجمهور من المدخرين لضمان الحصول على التمويل اللازم لمشروعاتهم، أدى هذا إلى ظهور الكثير من أنواع سندات الاستحقاق في القانون المقارن تبعاً لاختلاف الزوايا التي ينظر منها إليها.

فتح المشرع التجاري الجزائري الباب واسعا أمام شركة المساهمة لإصدار أي نوع من سندات الاستحقاق بعد أن تحصل على رخصة الجمعية العامة غير العادية للمساهمين بناء على تقرير صادر إليها من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين ومندوب الحسابات أو مجلس المراقبة (م. 715 مكرر 110)، نتيجة لهذا الحكم فإن سندات الاستحقاق التي يحتمل أن تقبل في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر غير قابلة للحصر تبعا للزوايا التي ينظر منها إليها، أيضا بسبب الخيال الواسع لمرتادي أوساط الأعمال والسوق المالية.

تجدر الإشارة أنه قبل سنة 2012 لم يكن من الممكن قبول جميع سندات الدين التي تصدرها شركات المساهمة وفقا للقانون التجاري الجزائري. تفتنت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إلى عيب في النظام الصادر عنها رقم 97-03 الذي كان يقصر القبول في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر على الأسهم والسندات فقط، رغم أن القانون التجاري يجيز لشركة المساهمة أن تقوم بإصدار العديد من أنواع القيم المنقولة إضافة للأسهم والسندات. في سنة 2012 أصدرت اللجنة النظام رقم 12-01 لإصلاح ذلك العيب؛ أصبح من الممكن لشركات المساهمة أن تطلب تسعير بقية أنواع القيم المنقولة التي أصدرتها. تنص المادة الجديدة رقم 46-8 أنه: "تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة، أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال، كسندات دين". يعني هذا النص أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رخصت بقبول جميع القيم المنقولة الأخرى التي تصدرها شركات المساهمة للتسعير في بورصة الجزائر، بوصفها سندات دين.

نركز هنا على تلك المقبولة للتداول في البورصة الجزائرية: سندات الاستحقاق العادية (أ)، سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم (ب)، وسندات الاستحقاق ذات قسيماكتتاب بالأسهم (ج)، وسندات المساهمة (د).

#### أ. سندات الاستحقاق العادية محل للتداول في بورصة الجزائر:

تنقسم سندات الاستحقاق العادية إلى نوعين: سندات استحقاق ذات عائد ثابت (1)، وسندات استحقاق ذات عائد متغير (2).

**1. سندات الاستحقاق ذات العائد الثابت:** (Les obligations à taux fixe)

سندات الاستحقاق ذات العائد الثابت<sup>1</sup> تعطي الحق لأصحابها في الحصول على فوائد ثابتة تحسب استنادا على القيمة الاسمية لها، تكون هذه العوائد محددة عند الإصدار، عادة تكون سنوية، وفي بعض الأحيان توزع كل 6 أشهر، حامل هذه السندات يعلم مسبقا قيمة الفائدة التي سيحصل عليها في أجل الاستحقاق. هذا النوع من السندات ينطوي على عيب قد يضر كثيرا بالتوازن المالي للشركة؛ عندما تدفع الشركة ربح ثابت عن السند بغض النظر عن تحقيقها لنتيجة مالية إيجابية أو سلبية (أرباح أو خسائر) يجعل هذا النوع من السندات وسيلة تمويل مماثلة للقروض البنكية التي عادة ما تؤدي إلى إفلاس الشركات.

**2. سندات الاستحقاق ذات العائد المتغير:** (Les obligations à taux variable)

عكس السندات ذات العائد الثابت والتي أشرنا أنها تعرف بشدة وطأتها على الوضعية المالية للشركة، تماما كالقروض البنكية. يمكن للشركة التي تنوي الحصول على التمويل عن طريق بورصة الجزائر أن تلجأ إلى نقيض هذه السندات، أي تقوم بطرح سندات ذات عائد متغير، يحصل حامل السند في هذه الحالة على أرباح دورية متغيرة تبعا للوضعية المالية الإيجابية أو السلبية للشركة المصدرة، في العادة يتم ربط نسبة الفائدة السنوية للسند بالأرباح والخسائر السنوية للشركة. حاملي هذا النوع من السندات لا يعلمون مسبقا قيمة العوائد التي سيحصلون عليها.

<sup>1</sup> . في سنة 1997 طرحت شركة سوناطراك سندات ذات عائد ثابت في بورصة الجزائر بفائدة سنوية ثابتة قدرها 13٪ من قيمتها لمدة 5 سنوات، المصدر: SONATRACH, Notice d'information, Emprunt obligataire, Visa de la COSOB, N° 97/0001, du 18 Novembre 1997.

**ب . تسعير سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم:**

ذكرنا أن التحديث الذي أجرته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على النظام رقم 03-97 بموجب المادة 46-8 من النظام رقم 01-12 فتح الباب أمام شركات المساهمة من أجل تقديم طلب تسعير سندات القابلة للتحويل إلى أسهم في بورصة الجزائر. لكن وفق نظام وأحكام سندات الاستحقاق؛ فيتم تداولها في سوق السندات في البورصة.

وبالتالي فإن سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم ذات طبيعة آيلة إلى التحول، قبل تحويلها يتم معاملتها في بورصة الجزائر وفق نظام تسعيرة سندات الدين، لكن في حالة تحويلها إلى سندات رأسمال فإنها تتحول تلقائيا إلى نظام التسعيرة الخاص بالأسهم في سوق سندات رأس المال في بورصة الجزائر، لأنها ستمنح أصحابها نفس حقوق حملة الأسهم.

قد يضع تحويل هذه السندات إلى أسهم الشركة المصدرة في وضعية تمويلية أكثر مرونة بالمقارنة مع إبقائها على حالها؛ لأن بقاء هذه السندات على حالها له آثار سلبية على التوازن المالي للشركة، هي مضطرة لدفع فوائد ثابتة سنويا لصالح المقرضين حملة هذه السندات بغض النظر عن تحقيقها لنتائج مالية سلبية أو إيجابية.

أيضا، المدخرون لا يستفيدون من فوائد مغرية في حالة زيادة إنتاجية الشركة وتحقيقها لأرباح معتبرة. فضلا عن ذلك فإن تحويل السندات إلى أسهم يحول الحملة من دائنين لا يهمهم الوضعية المالية للشركة إلى شركاء في الشركة يهتمون بمصالح الشركة قبل مصالحهم الشخصية؛ فهم قد يقبلون التنازل عن الفائدة السنوية من أجل ضمها في احتياطي الشركة لتقوية مركزها التنافسي، بل يتعدى الأمر ذلك: فهم يقتسمون الخسائر مع الشركة في بعض الأحيان لحمايتها من الإفلاس.

الجزائر تتجه تدريجيا إلى أنظمة التمويل غير التقليدي، قبول لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السندات القابلة للتحويل إلى أسهم في التسعيرة الرسمية إجراء قد

يساعد كثيرا في دعم هذا التوجه. طبيعة المجتمع الجزائري المسلم الذي يرفض التعاملات المالية المبنية على نظام الفائدة قد يحد من نشاط التداول في بورصة الجزائر بالنسبة لسوق سندات الدين، الشركات التي ترغب في تنمية القيمة السوقية لقيمها المنقولة المسعرة في بورصة الجزائر وما ينجم عن ذلك من تقوية شهرتها وترويج منتجاتها قد تلجأ إلى تطبيق إجراءات تحويل سندات المسعرة إلى سندات رأسمال.

### ج - تسعير سندات الاستحقاق ذات قسيماات الاككتاب بالأسهم:

أقرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هذا النوع من السندات للتداول عليها في بورصة الجزائر عند تحديثها لأنظمتها بموجب المادة 46-8 من النظام رقم 12-101<sup>1</sup>. يبدو واضحا جدا أن هذا التحديث يعكس: من جهة، رغبة سلطة ضبط السوق في مساعدة الشركات على استقطاب أكبر عدد ممكن من المدخرين للاكتتاب في سندات التي تطرحها في بورصة الجزائر، ومن جهة ثانية، محاولة تطوير بورصة الجزائر عن طريق اجتذاب المزيد من الشركات لإدراج قيمها المنقولة في التسعيرة الرسمية من أجل الاستجابة لتوجهات الحكومة الجزائرية في محاولة امتصاص السيولة وتخفيض حجم الاقتصاد الموازي.

تتميز سندات الاستحقاق ذات قسيماات الاككتاب بالأسهم بجاذبيتها القوية للمستثمرين أكثر بكثير بالمقارنة مع سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم. سر تلك الجاذبية يكمن في استقلالية قسيماات الاككتاب بالأسهم عن سندات الاستحقاق التي أصدرت مقترنة بها، أجازت المادة 715 مكرر 130<sup>2</sup> من القانون التجاري الجزائري، من حيث المبدأ، التنازل عن قسيماات الاككتاب أو تداولها مستقلة

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 03/97 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

<sup>2</sup> . م. 715 مكرر 130 من ق. ت. ج. "يجوز التنازل عن قسيماات الاككتاب أو التداول فيها بصفة مستقلة عن سندات الاستحقاق، إلا إذا نص عقد الإصدار على خلاف ذلك".

عن سندات الاستحقاق التي خولتها للحامل. يجوز للمكتتب في هذه الحالة أن يتداول قيمتين منقولتين منفصلتين عن بعضهما في السوق الأساسية: سندات الاستحقاق، والقسيما لأن هذه الأخيرة قابلة للتداول بمفردها، لكن هذه الرخصة التي منحها المشرع التجاري مقيدة بنظام البورصة؛ أي لا يمكن تداول قسيما الاكتتاب منفردة في بورصة الجزائر، ولا يقبل في التسعيرة الرسمية سوى سندات الاستحقاق ذات قسائم الاكتتاب في الأسهم.

#### د. تسعير سندات المساهمة:

أجاز المشرع التجاري الجزائري لشركات المساهمة أن تصدر سندات المساهمة (م). 715 مكرر (73). هي سندات دين تنقسم أجرتها من جزئين: جزئ ثابت منصوص عليه في عقد الإصدار، وجزء متغير يعتمد في حسابه على عناصر واقعية مرتبطة بنشاط الشركة أو نتائجها المالية، أرباح أو خسائر، ويتم تقويم هذه العوائد استنادا للقيمة الاسمية للسند، على أن يتم تنظيم الجزء المتغير بموجب تنظيم خاص توضح حدوده بدقة (م). 715 مكرر (74). وهي قابلة للتداول (م). 715 مكرر (75). سندات المساهمة غير قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرتها، بعد انقضاء أجل خمس سنوات وفقا للشروط الواردة في عقد الإصدار (م). 715 مكرر (76).

من خلال هذه الأوصاف التي وصف بها المشرع التجاري سندات المساهمة نلاحظ أنها قيمة منقولة (ورقة مالية) هجينة؛ فهي تشبه سندات الاستحقاق لأنها تمثل ديناً في ذمة الشركة المصدرة، تعطي الحق في فوائد ثابتة وأخرى متغيرة، لكنها في نفس الوقت تشبه الأسهم في عدم قابليتها مبدئياً للاستهلاك أو رد قيمتها إلا في حالة تصفية الشركة المصدرة بعد سداد كل الديون الأخرى.

لكن رغم هذه الصفات الهجينة لسندات المساهمة إلا أنها قابلة للإدراج في التسعيرة الرسمية لسوق سندات الدين في بورصة الجزائر وليس سوق سندات رأس المال، السبب في ذلك هو أن المشرع التجاري الجزائري أحال بشأنها على القواعد المطبقة

على سندات الاستحقاق؛ م. 715 مكرر 77 رخصت بإصدارها وتعويضها حسب الشروط الواردة في المواد من 715 مكرر 84 إلى المادة 715 مكرر 87.

فضلا عن ذلك، أكدت المادة 46-8 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 101-12<sup>1</sup> على اعتبار سندات المساهمة سندات دين وليست سندات رأس مال.

نظرا لتأخر مشروع تعديل القانون التجاري الجزائري الذي تم الحديث عنه منذ سنة 2010 من أجل إضافة نظام الصكوك الإسلامية إلى قائمة القيم المنقولة التي تطرحها شركات المساهمة، تقدمت شركة (AEM INVEST) سنة 2018 بطلب تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أجل إدراج سندات مساهمة مقترنة بشرط تحديد نسبة العائد الثابت لهذه السندات بـ 0.0٪، على أن تنحصر أرباح المدخرين في العائد المتغير فقط، وهو ما يحول بطريقة غير مباشرة -فعليا- سندات المساهمة إلى قيم تشبه الصكوك الإسلامية من حيث انتفاء علة تحريمها والتي تتمثل في الفوائد الربوية الثابتة.

### الفرع الثاني: تسعير قيم الخزينة العمومية في بورصة الجزائر

الهبوط المفاجئ لأسعار البترول في سنوات الثمانينات وانخفاض قيمة الدولار والآثار الاجتماعية والاقتصادية التي نتجت عنه أدى إلى محدودية قدرة الدولة على الدفع بالعملة الصعبة، انخفاض مستوى الاستيراد وتباطئ وتيرة النشاط الاقتصادي أدى إلى إضعاف موارد الدولة إلى درجة مأساوية. لمواجهة هذا الوضع كانت الدولة مضطرة للجوء إلى الاقتراض من بنك الجزائر وتقدمت بطلبات للحصول على قروض

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 03/97 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

خارجية. ارتفعت قيمة الدين العام بشكل مهول، في بداية التسعينات وصل الوضع إلى مستويات مفرطة غير قابلة للتسديد من طرف الميزانية<sup>1</sup>.

اعتمدت الدولة في تلك الفترة برنامجا يهدف إلى الاستقرار والتسوية مع الدائنين العموميين والخواص؛ باشرت في سنة 1992 عملية إعادة تمويل الديون البنكية، وفي سنة 1994 وسنة 1995 قامت بإعادة جدولة ديونها لدى نادي باريس ولندن<sup>2</sup> من أجل محاولة التخلص من التبعية للديون الخارجية.

منذ سنة 1995 بدأت الدولة عملية تأسيس سوق للأوراق المالية (سوق قيم منقولة) جذابة مضمونة وذات سيولة؛ تم إطلاق أول عملية لسندات الخزينة في شهر أكتوبر 1995، وشرعت الخزينة العمومية بعدها في إصدارات متتالية ومنتظمة وفق الأهداف المسطرة حسب مخطط صادر عن المدير العام للخزينة، تتحدد نسبة الفائدة آليا وفق قانون السوق المالية، بتدخل المختصين في قيم الخزينة المعتمدين دوريا في كل عمليات المزايدة لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم<sup>3</sup>.

يتم تداول قيم الخزينة التي تقل مدتها عن 5 سنوات من طرف المختصين في قيم الخزينة العمومية في سوق ثانوية مفتوحة لدى المديرية العامة للخزينة. أما السندات المطابقة للخزينة التي تزيد مدتها عن 5 سنوات فهي محل للتداول في بورصة القيم المنقولة منذ فيفري 2008<sup>4</sup>.

القيم الصادرة عن الخزينة العمومية هي ديون عمومية صادرة عن الدولة بهدف تمويل مشاريعها وبرامجها التنموية وفي بعض الأحيان تصدرها لغرض امتصاص

<sup>1</sup>. كتاب: وزارة المالية خمسون سنة من الإنجاز، صادر عن وزارة المالية الجزائرية، منشور على الموقع الإلكتروني لوزارة المالية، بدون اسم الكاتب، 2012، ص. 63.

<sup>2</sup>. المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

<sup>3</sup>. المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

<sup>4</sup>. المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

السيولة. لا يوجد أي تعريف تشريعي في الجزائر لقيم الخزينة العمومية، إلا أن بعض الفقه الأجنبي<sup>1</sup> عرفها بأنها: "سندات صادرة عن الدولة ممثلة لجزء من الدين العام".

تم الترخيص بإدراج سندات الخزينة العمومية في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر لأول مرة من طرف وزير المالية الجزائري بموجب قرار يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها سنة 1998<sup>2</sup>. تطرح الخزينة العمومية الجزائرية نوعين من القيم المنقولة: قيم الخزينة (أولا) وسندات الخزينة (ثانيا).

### أولا: قيم الخزينة قابلة للتسجيل في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر

قسمت المادة 2 من قرار وزير المالية لـ 22 / 7 / 2001<sup>3</sup> قيم الخزينة العمومية إلى صنفين حسب عمرها الزمني المتوسط والطويل:

- سندات الخزينة التي تسدد في ظرف خمس سنوات وتعطي الحق في فائدة سنوية وتكون قابلة للتسديد بقيمتها.

- سندات الخزينة طويلة الأجل تزيد آجال تسديدها عن خمس سنوات وتعطي الحق في فائدة سنوية وهي قابلة للتسديد بقيمتها الاسمية.

قيم الخزينة قابلة للتداول في بورصة الجزائر نظرا لمدة تسديدها المتوسطة والطويلة الأجل. تسمى قيم الخزينة في السوق المالية، واقعيًا: بالسندات المطابقة

<sup>1</sup> . « Des titres émis par l'Etat représentatif d'une partie de la dette publique » De VAUPLAVE Hubert, « valeurs de trésor », J- Cl. Banque et crédit fascicule, 1980, p. 2.

<sup>2</sup> . قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 21 / 1 / 1998؛ يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية رقم 15، صادرة في 18 / 3 / 1998، معدل ومتمم بالقرار المؤرخ في 22 / 7 / 2001، الجريدة الرسمية عدد 45، صادرة في 12 / 8 / 2001.

<sup>3</sup> . قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 22 / 7 / 2001، الجريدة الرسمية عدد 45، صادرة في 12 / 8 / 2001. يعدل ويتمم قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 21 / 1 / 1998؛ الذي يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية رقم 15، صادرة في 18 / 3 / 1998.

للخزينة، لكن نظام البورصة رقم 12-01 أطلق عليها تسمية "السندات الشبيهة للخزينة". وهي مقبولة تلقائياً، بقوة القانون، من أجل تسعيرها في بورصة الجزائر، بعد أن يقدم وزير المالية طلباً مكتوباً يتضمن إدراجها في السعر الرسمي، ويتم إطلاقها في البداية في قسم المعاملات بالجملة في بورصة الجزائر من قبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛ نصت على ذلك صراحة المادة 77-1، والمادة 46-9 من هذا النظام<sup>1</sup>. يعني ذلك أن قيم الخزينة معفاة من تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تطبق في شأن سندات الدين التي تطلب شركات المساهمة إدراجها في السعر الرسمي.

يتمثل سبب إعفاء السندات الشبيهة للخزينة من تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في عنصر السيادة، هي دين سيادي في عاتق الدولة التي يفترض ملائمة ذمتها المالية، فلا خطر على مصالح المستثمرين، عكس سندات الدين التي تطلب شركات المساهمة إدراجها في السعر الرسمي، هذه الأخيرة خاضعة للتأشيرة إلزامياً، لأن لجنة السوق مطالبة ببذل عناية الرجل الحريص واتخاذ أقصى درجات الحيطة والحذر للتأكد وفحص المركز المالي للشركة ومدى قدرتها على الإيفاء بالتزاماتها تجاه المستثمرين في المستقبل.

### ثانياً: سندات الخزينة حسب الصيغ غير قابلة للتسعير في بورصة الجزائر

قيم الخزينة التي تقل مدتها عن 5 سنوات يتم تداولها من طرف المختصين في قيم الخزينة العمومية في سوق ثانوية مفتوحة لدى المديرية العامة للخزينة، استناداً على

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتم النظام رقم 03/97 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

القرار الذي أصدره وزير المالية الجزائري بتاريخ 9 / 6 / 1999<sup>1</sup>، سميت بسندات الخزينة حسب الصيغ تمييزا لها عن قيم الخزينة متوسطة وطويلة الأجل. تم فيما بعد تحديد سمات سندات الخزينة حسب الصيغ بموجب قرار آخر صادر عن وزير المالية مؤرخ في 10 / 4 / 2000<sup>2</sup>.

سندات الخزينة حسب الصيغ تصدر بنسب فائدة تختلف حسب مدة حياة السند، ولا يجوز تداولها في بورصة الجزائر، لأن هذه الأخيرة تعتبر سوقا لرأس المال متوسط وطويل المدى فقط، بل أمرها يتعدى ذلك، هي غير قابلة للتداول أصلا نظرا لقصر أجلها الذي يتراوح بين سنة إلى خمس سنوات كحد أقصى.

---

<sup>1</sup> . قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 9 / 6 / 1999، يتضمن كيفيات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، ج. ر. عدد 44، الصادر في 5 / 7 / 1999، المعدل والمتمم.

<sup>2</sup> . قرار وزير المالية المؤرخ في 10 / 4 / 2000، صادر في 23 / 2000، ج. ر. عدد 23، يعدل ويتمم قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 9 / 6 / 1999، يتضمن كيفيات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، ج. ر. عدد 44، الصادر في 5 / 7 / 1999.

## **الباب الثاني: نظام التداول في بورصة الجزائر**

بعد أن تطرقنا في الباب الأول لمكان التداول والأدوات المالية المتداولة في البورصة، وكذلك الأشخاص الرئيسية أو الهيئات التي تشرف على عمليات التداول في بورصة الجزائر، فإنه يجب علينا أن ننتقل إلى توضيح النظام القانوني للتداول في بورصة الجزائر؛ في الباب الثاني بعنوان: نظام التداول في بورصة الجزائر ندرس في فصلين عمليات البورصة (الفصل الأول)، وآثارها القانونية (الفصل الثاني).

## الفصل الأول: عمليات التداول في بورصة القيم بالجزائر

### Opérations de bourse.

لا يمكن فهم نظام بورصة القيم المنقولة برمته إذا لم نبحث بدقة فكرة عمليات البورصة التي تعتبر تصرفا قانونيا أساسيا في السوق، يسمى: عقد التداول، بموجب هذا العقد تتحرك رؤوس الأموال من قطاع الفائض المالي إلى قطاع العجز المالي (المبحث الأول). لكن لن تكتمل في أذهاننا صورة كاملة عن عمليات التداول في بورصة الجزائر إلا بعد البحث عميقا في وسيلة إبرام عقود التداول التي تشتهر باسم أوامر البورصة (المبحث الثاني).

### المبحث الأول: ماهية عمليات التداول في بورصة الجزائر

تتلخص عمليات البورصة بكل بساطة في تصرف قانوني شهير جدا في قانون العقود؛ هو عقد البيع، فكل عمليات التداول في البورصة لا تتجاوز في الواقع عملية البيع والشراء التي هي الوجه المزدوج لعقد البيع في النظرية العامة للعقد، حيث يتشكل هذا العقد عن طريق تطابق إرادتين متقابلتين لتشكيل تصرف قانوني واحد وهو عقد بيع القيم المنقولة.

لكن أغلب الفقه القانوني يتحاشى استعمال تسمية عقد البيع على عمليات البورصة، حيث شاع استعمال مصطلح عقود التداول في البورصة أو عمليات التداول بدلا من مصطلح عقود البيع في البورصة.

السبب في ذلك هو الطابع الخاص والحساس الذي يتعلق بالبورصة في حد ذاتها بل يتجاوزها ليرتبط ارتباطا وثيقا باقتصاد الدولة برمته، حيث أن حدوث أي خلل قد يؤدي إلى كوارث اقتصادية واجتماعية أو حتى سياسية لا يمكن السيطرة عليها بسهولة.

النظرية العامة للعقود التي وضعت ضوابط عقد البيع ركزت بنسبة كبيرة على الأضرار التي يتعرض لها المتعاقدين، وركزت قليلا على الأضرار التي تصيب الغير، هذا الأخير، كان يتم اختصاره في مجرد شخص طبيعي أو معنوي صغير الحجم كفرد أو شركة، حيث لم يكن في فترة نشوء النظرية واستقرارها مخاطر كبيرة تتجاوز المتعاقدين إلى طرف ثالث بحجم دولة كاملة أو قارة، أو حتى الاقتصاد العالمي.

لهذه الأسباب تم تجاهل العديد من قواعد عقد البيع الذي يعتبر النقطة المحورية في عمليات التداول في البورصة، عن طريق قواعد جديدة سميت بالنظام العام البورصي. لتوضيح هذا الطابع الاستثنائي لعقود التداول يتوجب أن نوضح تعريفها وموقعها من مبدأ سلطان الإرادة وكذلك خصائصها (المطلب الأول)، ولكي يتسنى أكثر فهم الطبيعة المختلفة لهذه العقود لابد من الحديث عن نظام التسعير في بورصة الجزائر (المطلب الثاني).

### **المطلب الأول: تعريف وخصائص عمليات التداول**

في البداية يجب أن نعرف عمليات التداول أو عقود التداول (الفرع الأول)، لكن لكي يكتمل تعريفها يتوجب أن نشير إلى موقع عقود التداول المتأثرة بالنظام العام البورصي من مبدأ سلطان الإرادة الشهير في قانون العقود (الفرع الثاني)، مفهوم عمليات التداول يتوضح أكثر بتحديد خصائصها (الفرع الثالث).

### **الفرع الأول: تعريف عمليات التداول في بورصة الجزائر**

استعمال مصطلحات عمليات التداول في البورصة أو عمليات البورصة من طرف الفقه القانوني ومن طرف المشرع وكذلك من طرف كل الأوساط ذات العلاقة بالبورصة بدلا من مصطلح عقود البيع في البورصة له عدة مبررات؛ تكمن في الطابع الخاص لعقود بيع وشراء القيم المنقولة في البورصة، من جهة.

ومن جهة ثانية يتعلق الأمر بمصطلح نتج عن وسط خاص بمجال يغلب على مرتاديه صفة الأعمال، حيث يعد قانون البورصة نظام متأثر بطريقة تفكير رجال الأعمال والاقتصاديين بنسبة أكبر من طريقة تفكير رجال القانون، أيضا: قوانين البورصة في العالم تطورت بالتزامن مع تطور المعلوماتية خاصة في سنوات الثمانينات، كلمة "عمليات" مستوحاة في الأصل من العمليات الحاسوبية، فهي الأوامر التي يتم إدخالها إلى النظام الآلي للتداول عن طريق الحاسوب، أصبحت اليوم عمليات البورصة تتم بمجرد الضغط على زر لوحة المفاتيح في الحاسوب، استعمال مصطلح عقود البيع في البورصة يوحي في أوساط الأعمال إلى عملية معقدة تتطلب الكثير من الشكليات كالتوقيع على العقد المحرر على الورق، ووقت طويل نسبيا، في حين أن مصطلح العملية البورصية يوحي أن الفعل لا يستغرق بضعة ثواني فتتم الصفقة.

وأشرنا آنفا أن: فكرة النظام العام البورصي حورت بشكل كبير نظرية العقد في القواعد العامة. إلا أن عمليات التداول لا تزال تخضع في شق منها لأحكام القانون المدني.

المشرع الجزائري لم يقم بتعريف عمليات التداول، رغم كونها تشكل النقطة المفصلية والأساسية التي يتمحور حولها نظام البورصة برمته، لأن عمليات التداول للقيم المنقولة بين المدخرين تعتبر الأساس الذي بنيت عليه طريقة التمويل المباشر للمشاريع. فعن طريق التداول يمكن جلب رؤوس أموال جديدة من أجل جعل القيم المنقولة قابلة للتسييل، فيتم تعويض رؤوس الأموال المنسحبة، بهذه الطريقة يستطيع المدخر الحصول على أمواله وقتما يشاء.

لكن الفقه القانوني عمد إلى تعريف عمليات البورصة بدقة، حيث عرفها جانب من الفقه<sup>1</sup> بأنها "العمليات التي تقوم على بيع وشراء القيم المنقولة بواسطة شركات البورصة. وهذه العمليات تتناول سندات تعتبر من حيث نوعيتها وكميتها كأشياء قابلة للتسييل أو التبادل. وتتميز بخاصيتين أساسيتين: الخاصية الأولى هي أن المتعاقدان لا يعرفان بعضهما البعض والتعاقد بينهما يتم عن طريق الوسيط، والخاصية الثانية هي أن هذه العمليات تجرى تحت رقابة سلطة ضبط السوق".

طبقا لهذا التعريف فإن عمليات البورصة هي عقود البيع والشراء للقيم المنقولة المعروضة في البورصة، أي أثناء انعقاد جلسة التداول، يقوم بإبرام هذه العقود الوسيط في عمليات البورصة نيابة عن زبائنهم بعد أن تلقوا منهم أوامر بورصة واضحة وموثقة.

كذلك يؤكد هذا التعريف على أن محل عمليات البورصة هو القيم المنقولة المسعرة في البورصة، بمفهوم المخالفة فإن التصرفات القانونية من بيع وشراء التي ترد على قيا منقولة غير مسعرة في البورصة تخرج من إطار نظام عمليات البورصة.

والقيم المنقولة التي ترد عليها عمليات البورصة هي من قبيل الأشياء المثلية، وهي في نفس الوقت قابلة للتسييل والتبادل، وهنا تكمن نقطة قوة البورصة كنظام يتم من خلالها جمع رؤوس الأموال التي تزيد عن حاجة أصحابها الاستثمارية أو الاستهلاكية وتوجيهها نحو القطاعات الإنتاجية.

وبالتالي فإن أهمية عمليات التداول تكمن في إمكانية تعويض رؤوس الأموال المنسحبة من البورصة برؤوس أموال جديدة فائضة عن حاجة أصحابها في أي وقت.

<sup>1</sup> . G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 78.

هذه الصفة هي التي تضمن استمرارية البورصة. وعقود البيع والشراء التي تتم في شكل عمليات تداول؛ البائع فيها والمشتري لا يعرفان بعضهما البعض لا أثناء التفاوض ولا بعد انعقاد الصفقة. والضامن من أجل سلامة هذه العمليات هو سلطة ضبط السوق، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في النظام الجزائري.

وعرف اتجاه آخر من الفقه عمليات التداول بأنها: "الحركة الآلية التي تتم داخل البورصة ويتم بمقتضاها البيع والشراء على الأوراق المالية المقيدة في البورصة بواسطة وسطاء محولين دون أن يكون هناك علاقة مباشرة بين البائع والمشتري"<sup>1</sup>.

هذا التعريف يشير إلى عمليات التداول بالحركة الآلية، في حين هي عمليات قانونية تولد آثار قانونية أخرى كانتقال ملكية القيم المنقولة وتسليم الثمن وعدم جواز التراجع عنها تحت أي ظرف. بالتالي هي ليست حركة آلية كما يشير التعريف، وإنما هي أعمال قانونية تنفذ آليا عندما تتحد شروط العرض مع شروط الطلب، وإلا لما وجد مبرر لقيام الوسطاء في عمليات البورصة بالتفاوض فيما بينهم في المقصورة داخل البورصة.

وعرف آخرون عمليات البورصة بأنها: "تلك العمليات التي تعقد في المكان العام للبورصة، في ساعات معينة، على سلع مقبولة في السوق ومسعرة بالبورصة"<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> . نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003، ص. 99. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 291.

<sup>2</sup> . زكي عبد المتعال، الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني، ط1، مطبعة عبد الله إلياس وأولاده، 1938، ص. 69. أشار إليه عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 293.

هذا التعريف أخفق كثيرا في تعريف عمليات البورصة في عدة جوانب، لأنه تعريف قديم، قال به هذا الجانب من الفقه في وقت كانت فيه البورصة تقليدية جدا، تقتصر في كثير من الدول على بورصات السلع التقليدية. حيث يشير بأن عمليات البورصة هي فقط تلك العمليات التي تعقد في المقر المادي للبورصة، لأن عمليات التداول الإلكتروني على القيم المنقولة التي تمت إزالة صفتها المادية لتتحول إلى مجرد قيود حسابية لم تظهر إلا حديثا بعد تطور أنظمة الإعلام الآلي وشبكة الأنترنت.

كذلك فإن عمليات التداول الإلكتروني لا تتم فقط على السلع وإنما أصبح التداول يتم بشكل أساسي على القيم المنقولة. كما أغفل هذا التعريف خاصية أساسية تتعلق بالتداول في البورصة وهي إبرام الصفقات عن طريق الوسطاء في عمليات التداول في البورصة دون غيرهم.

ويعرف البعض<sup>1</sup> الآخر من الفقه عمليات البورصة بأنها: "نظم للتعامل، وهذه النظم عبارة عن ترتيبات من أوامر العملاء التي يتلقاها الوسطاء والإجراءات التي تتم لتنفيذ هذه الأوامر". يتميز هذا التعريف بأنه تعريف عام ومبهم، لأنه يعرف عمليات البورصة بأنها نظم وترتيبات وإجراءات دون تحديد أوصافها أو خصائصها ولا طبيعتها القانونية.

---

<sup>1</sup> . محمد البناء، أسواق النقد والمال، الأسس النظرية والعلمية، الناشر زهراء الشرق، مصر 1996، ص. 57.

ويعرفها البعض<sup>1</sup> الآخر بأنها: "عمليات تقوم على تداول الأوراق المالية، أي شرائها وبيعها بوساطة الوسطاء، وتعتبر هذه الأوراق من الأشياء المثلية لتشابه أحادها، وتتميز بخاصيتين: الأولى هي أن المتعاملين لا يعرف بعضهم البعض، والثانية هي أن أثر العمليات لا تقتصر على المتعاملين فحسب".

هذا التعريف أشار إلى نقطة قانونية جوهرية جدا تتعلق بأثر عمليات البورصة اللامحدود، حيث هي عقود بيع تمتد آثارها إلى عدد واسع جدا من الغير الخارج عن العقد سواء أولئك الذين يتعاملون في السوق نفسها التي أبرمت فيها الصفقة، أو في الأسواق الأخرى في نفس البلد أو خارجه، نظرا لتكتل الأسواق وارتباطها ببعضها في ظل العولمة المالية، وتمتد آثار الصفقات أيضا في بعض الأحيان إلى اقتصاد الدولة وحتى الاقتصاد الدولي، كما حدث في سنة 2008 عندما أصيبت جل الأسواق المالية العالمية بانحيار سمي بالأزمة المالية.

بورصة الجزائر اليوم (سنة 2021) لم تفتح بعد على السوق المالية العالمية، ولا تمول جزء كبير من الاقتصاد الجزائري حاليا، لهذا فإنه من المستبعد استشعار امتداد الآثار القانونية لعقود البيع التي تجرى فيها على القيم المنقولة إلى الغير أو إلى الاقتصاد الوطني.

من خلال التعاريف السابقة يمكننا استخلاص مجموعة من الخصائص الأساسية التي تميز عمليات البورصة عن عقد البيع التقليدي، فتصبح عمليات التداول في البورصة عقد بيع ذا طابع خاص له سمات وخصائص ينفرد بها.

---

<sup>1</sup> . محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، ط.1، 2004، ص. 98.

### الفرع الثاني: التنافر بين عقود التداول في البورصة ومبدأ سلطان الإرادة

أسواق البورصات تتميز بكونها حساسة للتغيرات الاقتصادية، الهبوط والصعود الصوري أو المصطنع لمؤشراتهما قد تدمر اقتصاد العالم، لهذا السبب ظهر النظام العام البورصي الذي أبعده إلى حد بعيد مبدأ سلطان الإرادة من ساحة عقد الصفقات في أسواق البورصة.

تعرض مبدأ سلطان الإرادة لاضمحلال غير مسبوق منذ ستينيات القرن الماضي بسبب الخصائص الفريدة لعمليات التداول في البورصة وهناك تنافر تام بين مبدأ سلطان الإرادة وعمليات البورصة.

نظام البورصة له خصوصية فريدة عن سائر الأنظمة القانونية؛ لأنه وقع تحت تأثير رجال الأعمال والمتخصصين في النظام المالي أكثر من تأثير رجال القانون. لهذا السبب نجد ملامح مبدأ سلطان الإرادة الشهير في النظرية العامة للعقد لا تكاد تظهر بوضوح. لكن كيف حدث هذا في نظام البورصة؟

مبدأ سلطان الإرادة لطالما كان له تأثير بالغ على النظرية العامة للعقد، فهو يتحكم في عقد البيع في الكثير من جوانبه القانونية وخاصة إرادة المتعاقدين، البائع والمشتري، وعمليات البورصة كما سبق التوضيح لا تعدو مجرد كونها عقود بيع محلها القيم المنقولة المسعرة في البورصة. لكن الطبيعة الحساسة لعمليات التداول في البورصة أدت إلى تقييد مبدأ سلطان الإرادة بشكل كبير.

يرى أنصار مبدأ سلطان الإرادة أن للإرادة السلطان الأكبر في إنشاء العقد، وكذلك فيما يترتب عليه من آثار، ويستوي ذلك حتى في العلاقات القانونية خارج نطاق العقد. ويرون في الفرد أنه غاية ومرتكز النظام الاجتماعي، لذا فإن الجميع

مسخرون لخدمته، وهو لا يستكمل شخصيته إلا بحريته، بل إن مظهر هذه الشخصية هي الإرادة الحرة المستقلة<sup>1</sup>.

“ويعد هذا الموقف من أنصار مبدأ سلطان الإرادة تطرفا عندما جعلوا للإرادة سلطانا مطلقا خلافا للواقع، إلا أن المنطق هو أن لا سلطان للإرادة في دائرة القانون العام بما فيها التشريعات المالية، وحتى في نطاق القانون الخاص، وبالتحديد في أحكام التزامات المتعاقدين نرى أنها محدودة بقيود النظام العام والآداب، كما يضعف أثرها في بعض العقود التي تضع نظما ثابتة للطوائف والجماعات كما في الجمعيات والشركات والنقابات”<sup>2</sup>.

حيث يصرح بعض الفقه الحديث<sup>3</sup> بالقول: أنه “عندما نبحث في قواعد البورصة، وبشكل خاص قواعد التداول، فإننا سنكتشف خصوصية ليس لها مثيل، فحتى القواعد التجارية التي قننها قانون التجارة لا تخرق مبدأ احترام إرادة المتعاقدين كما فعلت قواعد البورصة مستندة على قانون إنشائها أو قوانين الجهات المراقبة لها”.

---

<sup>1</sup> . عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء الأول (نظرية الالتزام بوجه عام، مصادر الالتزام)، تنقيح المستشار أحمد مدحت المراغي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص. 120.

<sup>2</sup> . المرجع السابق، ص. 125.

<sup>3</sup> . همام القوصي، تأثير “النظام العام البورصي” على تغيير القواعد العامة والمبادئ البورصية (من تغيير التراث القانوني بفعل الخصوصية الواقعية إلى اصطناع البورصة)، دراسة في القانون اللبناني والنظام الداخلي لبورصة بيروت. مركز جيل البحث العلمي، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة، العدد 23، مارس 2018، ص. 90.

ويضيف نفس الاتجاه الفقهي أنه يمكن، من وجهة نظره الشخصية، "إعلان ولادة المبادئ البورصية للتعاقد، والنظام العام البورصي الأمر القادر على إبطال أوامر وعمليات التداول وإن تم إبرامها صحيحة على سعر السوق الاتفاقي"<sup>1</sup>.

كذلك يجزم بعض الفقه<sup>2</sup> بأنه "ليس للإرادة سلطان في المعاملات الواردة على الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلا بالقدر الذي يتعلق بإصدار المستثمر لأوامر الشراء أو البيع إلى وسيطه المالي ليقوم بدوره في إيصال الأمر إلى إدارة البورصة أو الجهة المنفذة لهذا الأمر. بل أكثر من ذلك فإن إرادة المستثمر لا تتدخل في اختيار الطرف الآخر من المعاملة، بسبب أن أي من الطرفين يجهل شخصية الطرف الآخر وذلك ضمانا لشفافية المعاملة".

وهناك سبب آخر ساهم في استبعاد مبدأ سلطان الإرادة من ساحة نظام البورصة يتمثل في كون قواعد هذه الأخيرة لم تأتي في أغلبها نتيجة اجتهاد الفقه القانوني والقضاء؛ حيث تعتبر قواعد مفروضة من السوق، لأن البورصة هي مرادف للسرعة والحذر، فنظامها يأبى المضي بنفس الوتيرة التي تحكم النظريات التقليدية للقانون. قواعد البورصة تولدت نتيجة ظروف السوق من طرف البورصة ذاتها وسلطة ضبط السوق لحماية التداول، بضغط من رجال الأعمال لحماية مصالحهم والمستثمرين لحماية مدخراتهم وجعل أنظمة التداول أكثر مرونة.

<sup>1</sup> . المرجع السابق، ص. 88.

<sup>2</sup> . جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2010، ص. 109 وما يليها.

نظام البورصة الجزائري يجسد بشكل واضح فكرة الاستبعاد القريب من التام لمبدأ سلطان الإرادة في معاملات البورصة؛ حماية للسوق وللمستثمرين أنفسهم الذين تم وضع قيد ثقيل على إرادتهم التعاقدية: تم حرمانهم من اختيار الطرف الآخر في الجهة المقابلة من السوق الذي يتعاملون معه، بل هم لا يعرفونه أصلا، لأن الأمر يتعلق بإحدى أسرار البورصة التي لا يجوز إفشائها؛ البائع لا يعرف لمن باع قيمه المنقولة والمشتري يجهل ممن اشتراها.

بالتالي، نحن نلمس من خلال ما سبق أنه بسبب خصوصية النظام القانوني للبورصة، وخاصة فيما يتعلق بإبطال عمليات التداول التي تمت صحيحة، من طرف شركة إدارة البورصة في الجزائر والتي تعد طرفا خارجا عن عقد البيع للقيم المنقولة موضوع عملية التداول: أن هناك انفكاك ارتباط النظام القانوني للبورصة عن القواعد العامة، وذلك من خلال نقطة تأثير القواعد الآمرة في قانون وأنظمة بورصة القيم المنقولة (النظام العام البورصي) الصادرة بغاية تطبيق المبادئ البورصية على إبطال أوامر وعمليات التداول الصحيحة وفقا للقواعد العامة؛ ضمانا لاستقرار البورصة.

انفكاك النظام القانوني للبورصة عن القواعد العامة بخصوص عقد بيع القيم المنقولة في البورصة، نجده واضحا جدا في التشريع الجزائري. فمثلا نجد أن القواعد العامة لعقد البيع تقضي بأن عقود البيع الواردة على المنقولات تنعقد بمجرد تطابق الإيجاب والقبول بين طرفي العقد (م. 59 من القانون المدني الجزائري)، وإذا حدث التطابق فلا يجوز لأي كان نقض أو تعديل العقد، إلا باتفاق الطرفين أو للأسباب التي يقرها القانون (م. 106 من القانون المدني الجزائري).

لكن النصوص التي تنظم بورصة الجزائر تضمنت قواعد مختلفة إلى حد كبير، خاصة فيما يتعلق بانعقاد العقد بمجرد تطابق الإيجاب والقبول، الذي يتمثل في نظام البورصة في أوامر البيع والشراء للسندات المسعرة في البورصة، لأن أمر البيع يعد

بمثابة الإيجاب أو الدعوة للتعاقد، لكن هذه الدعوة موجهة لشخص غير معلوم مجهول للموجب عن طريق الوسيط في عمليات التداول، أما أمر الشراء الصادر إلى الوسيط فهو القبول بالشروط التعاقدية التي يطرحها الموجب، والقابل أيضا لا يعرف من هو الموجب، كما لا يعرف أوصاف الإيجاب الصادر عنه.

وهناك خصوصية أخرى أيضا تتعلق بالأوامر المزدوجة؛ أي أن نفس الوسيط يتلقى أمر شراء وأمر بيع من زبونين له على نفس السند فيكون وكيلا عن زبونين في وقت واحد، أي يكون في مواجهة مصلحتين متضاربتين.

حيث نجد نص المادة 103 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>1</sup> تمنح سلطة استثنائية غير معهودة في القواعد العامة لشركة إدارة بورصة القيم المنقولة، بأن تعطل أهم أثر من آثار تطابق الإيجاب والقبول الذي هو انعقاد العقد؛ فنصت أنه: "يمكن شركة إدارة بورصة القيم، إلغاء سعر التداول، وبالتالي مجموع المعاملات التي أنجزت على هذا السعر. يمكن لها أيضا إلغاء معاملة معينة. وفي الحالتين يكون القرار محل بيان".

---

<sup>1</sup>. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة (ج.ر. العدد 87 المؤرخة في 29 /12 /1997)، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30 /11 /2003). صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقا للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

الثابت في القواعد العامة هو أن إلغاء أو نقض العقد لا يمكن أن يكون إلا من صلاحيات القاضي كطرف خارج عن العقد (م. 106 من القانون المدني الجزائري<sup>1</sup>). لكن ممارسة هذه السلطة من طرف شخص عادي، ليس قاضيا، أي شركة تسيير البورصة، التي لا تتعدى كونها شخصا من أشخاص القانون الخاص يعد مناقضا لما استقر في قانون العقود منذ أمد.

نص المادة 6 من القانون المدني الجزائري ومن خلال عبارة "أو للأسباب التي يقرها القانون" تشير بأنه يلغى العقد لجميع الأسباب التي ينص عليها القانون، لكن بحكم صادر من القاضي. لكن شركة إدارة البورصة التي لا تعد قاضيا، تلغي العقود المبرمة في جلسة التداول بقرار مسبب، أي لسبب قرره القانون الذي هو الحفاظ على النظام العام البورصي، وترفعه إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

الغرابة عن القواعد العامة في هذه الحالة تكمن في إلغاء العقد من طرف شخص خاص (شركة إدارة بورصة الجزائر) وهي غير مقيدة في ذلك إلا بتسبب قرارها تحسبا للرقابة عليه من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تعتبر حارس السوق.

حق تعطيل انعقاد العقد كنتيجة جوهرية لتطابق الإيجاب والقبول الذي يملكه المتعاقدين بموجب نص المادة 106 من القانون المدني الجزائري معطل أيضا، بموجب نظام بورصة القيم المنقولة؛ فإن المادة 129 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>2</sup> تمنع، إطلاقا، الرجوع عن صفقة تامة في بورصة الجزائر من طرف البائع

<sup>1</sup>. تنص المادة 106 من القانون المدني الجزائري بأنه: "العقد شريعة المتعاقدين فلا يجوز نقضه، ولا تعديله إلا باتفاق الطرفين، أو للأسباب التي يقرها القانون".

<sup>2</sup>. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97، سبقت الإشارة إليه.

والمشتري، إذ نصت بأنه "بمجرد أن تسجل شركة بورصة القيم عملية تداول، تعتبر هذه العملية نافذة لا يمكن الرجوع فيها، ما عدا حالة الإلغاء المنصوص عليها في هذا النظام"، فضلا عن ذلك، فإن هذا النص الأخير يضع أيضا حدا لنظرية البطلان في القواعد العامة.

والمادة 130 من نفس النظام تشدد على انتقال الملكية بمجرد تنفيذ الأمر من طرف الوسيط في عمليات البورصة، حيث نصت أنه "في اليوم الذي يتم فيه تنفيذ أمره، يصبح الزبون المشتري مالكا للسندات المعنية ويفقد البائع ملكيته عليها" بمعنى أنه ليس هناك أي فرصة للمتعاقدين في تعديل الصفقة أو إلغائها، وذلك مخالف تماما للقواعد العامة.

يتساءل الفقه عن مدى سلامة هذا التغيير القانوني؟ لأن الانتقال إلى تطبيق المبادئ البورصية قد أدى عمليا إلى تفعيل صلاحيات فرض النظام العام البورصي بصيغ مبالغ فيها كثيرا، حيث أدى ذلك إلى المساس بهدف أساسي وهو تحقيق السوق العادلة<sup>1</sup>.

في الأخير، نستنتج أن عقود التداول هي عبارة عن عقود بيع خاضعة لأحكام القانون المدني الجزائري، لكنها متأثرة في نفس الوقت بضوابط صارمة ذات طابع خاص، يأخذ في الحسبان السرعة المطلوبة في سوق البورصة، أنتجتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها في إطار النظام العام البورصي الذي تم استيحاءه من تجربة الدول في القانون المقارن، خاصة القانون الكندي.

<sup>1</sup> . همام القوصي، المرجع السابق، ص. 89.

### الفرع الثالث: خصائص عمليات التداول في البورصة (عقود التداول)

العمليات في بورصة الجزائر عبارة عن تصرفات قانونية قائمة على تداول القيم المنقولة عن طريق بيعها أو شرائها. عندما يتلقى الوسيط في عمليات التداول أمر بيع من طرف العميل (المدخر) يقوم الوسيط بطرح العرض الوارد إليه في جلسة التداول وفق الشروط المحددة بدقة في سند أمر البورصة الذي تلقاه متقيدا بالحدود السعرية والزمنية والكمية للأمر دون أن يتعدها، إلا إذا اتفق على ذلك مسبقا مع العميل بموجب اتفاقية فتح حساب التداول، إذا كان ذلك في مصلحة هذا الأخير؛ نكون في هذه الحالة أمام عملية بورصية موضوعها بيعا للقيم المنقولة.

أما إذا تلقى الوسيط أمر بورصة محله شراء كمية معينة من القيم المنقولة نكون في هذه الحالة أمام عملية تداول موضوعها الشراء، يتقيد الوسيط أيضا في هذه الحالة بالشروط المحددة من طرف الزبون.

ينفذ كلا نوعي عمليات البورصة على القيم المنقولة التي تعتبر من الأشياء المثلية لتشابه أحادها. لكن عمليات البيع والشراء في البورصة تتميز بصفات فريدة جعلتها تختلف عن عقود البيع التقليدية المعروفة في النظرية العامة للعقد، نوضح هذه الصفات في العناصر التالية:

#### الصفة الأولى: المتداولون في البورصة لا يعرفون بعضهم بعضا:

حيث لا يجوز في نظام البورصة إبرام الصفقات على القيم المنقولة المسعرة في البورصة بين المتداولين مباشرة فيما بينهم كقاعدة عامة، لكن هذه القاعدة يرد عليها استثناء ذا طبيعة خاصة؛ حيث حضرت الفقرة الأولى من المادة 05 من المرسوم

التشريعي رقم 10 / 93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>1</sup> إبرام صفقات مباشرة فيما بين المدخرين والفقرة الثانية منها جاءت باستثناء بعد تعديلها<sup>2</sup>، فنصت أنه:

“ لا يجوز إجراء أية مفاوضات تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة.

غير أنه يمكن أن تتم عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام وكذلك شركات الأسهم خارج البورصة وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق.

تحدد لائحة اللجنة شروط تحقيق عمليات التداول هذه وكذلك صفة المتدخلين<sup>3</sup>.

طبقا للفقرة الأولى من هذا النص فإنه يمنع منعاً باتاً التداول خارج البورصة للسندات المسعرة فيها، أي عن طريق التقاء البائع والمشتري وجها لوجه وعقد الصفقة

1 . سبقت الإشارة إليه.

2 . تم تعديل الفقرة الثانية من المادة 05 بموجب الأمر رقم 10 / 96، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10 / 93 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة.

3 . أُلغيت الفقرة الأخيرة التي كانت متواجدة في هذا النص بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10 / 93 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث كانت محررة على النحو التالي: “تطبق لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أحكام الفقرة الأولى من هذه المادة مدة ثمانية عشر شهرا قابلة للتجديد”، إذا أصبح الحكم العام والاستثناء الوارد في نص المادة 05 مستقرا.

دون اللجوء إلى الوسطاء في عمليات التداول، الذين يستلمون أمر البيع أو الشراء من زبائنهم وي طرحونه في جلسة التداول في البورصة.

لكن ما يؤخذ على هذا الحكم أنه صيغ بطريقة قديمة جدا وغير مرنة لأنه يعتبر البورصة هي المكان المادي أو الردهة التي تعقد فيها الصفقات فقط، في حين أن إزالة الصفة المادية للسندات (La dématérialisation des titres) واعتماد نظام التداول الإلكتروني عبر الأنترنت يؤدي إلى اعتبار الوطن كله بل العالم جميعا مكانا لعقد الصفقات، لهذا السبب نرى ضرورة تعديل هذا النص لأنه قد يؤدي إلى إعاقة التداول، لأنه عبارة عن عملية قانونية (عقد بيع)، إذا ما انفتحت بورصة الجزائر على نظام التداول الإلكتروني أو تم فتح بورصة الجزائر على رأس المال الأجنبي.

هذه الخاصية تميز عمليات التداول بوصفها عقود عن سائر العقود الأخرى، لأنها تنفذ وفق النظام العام البورصي الذي ينفرد بإجراءات خاصة لا مثيل لها في النظرية العامة للعقد. عدم معرفة طرفي الصفقة لبعضهما البعض في أغلب الأحيان، وقيام الوسطاء في عمليات البورصة بالتعامل فيما بينهم ضمن الأشكال التي يحددها نظام البورصة من أجل التفاوض وعقد الصفقة في غياب الزبائن؛ هذا دفع جانب من الفقه<sup>1</sup> للتصريح بأنه: "لا تلعب الإرادة أي دور منذ اللحظة التي أعطي فيها الأمر إلى الوسيط. وحتى يمكن التساؤل: هل يوجد عقد؟ نظرا لعدم وجود توافق للإرادتين بالمعنى الحرفي للكلمة. أمران متضادين ينفذان، ولا يمكن تنفيذهما إلا ضمن شروط ووفقا لإجراءات يحددها نظام البورصة".

لكن المشرع الجزائري أورد استثناء على القاعدة العامة الواردة في الفقرة الأولى من نص المادة 05 من المرسوم التشريعي رقم 10 / 93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة،

<sup>1</sup> . G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 78.

التي تحضر أي تداول خارج البورصة أو دون اللجوء إلى الوسطاء في عمليات التداول. الاستثناء جاءت به الفقرة الثانية من هذا النص (المذكورة آنفا)؛ حيث رخص المشرع تداول السندات المسعرة في البورصة خارج البورصة وفق إجراء التراضي بالنسبة للسندات التي تصدرها الدولة أو أحد فروع الدولة التابعة للقانون العام وكذلك شركات الأسهم، بشرط أن يتم إجراء التراضي خارج البورصة بترخيص وتحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (الكوسوب). نضن أن المشرع أورد هذا الاستثناء لسببين:

السبب الأول: يتمثل في فرضية ملاءمة الذمة المالية للدولة، لأن حضر التداول خارج البورصة سببه حماية السوق من الانزلاق وحماية المدخرين من مخاطر المضاربة خارج نطاق نظام البورصة وبالتالي حماية الاقتصاد الوطني من الانهيار بسبب التلاعب؛ لكن مبرر هذه الحماية غير وارد بالنسبة لسندات الدولة أو أحد فروعها عندما يتم تداولها خارج البورصة تحت إشراف ضابط البورصة أي لجنة الكوسوب، حيث أن الفقرة الأخيرة<sup>1</sup> من المادة 05 فرضت من أجل إجراء عمليات تداول عن طريق إجراء التراضي أن تقوم اللجنة بإصدار لائحة تبين فيها شروط إبرام هذه الصفقة الخارجية وكذلك صفة أطراف الصفقة أو المتدخلين.

بالتالي فإن تدخل اللجنة مباشرة من أجل تنظيم وإدارة هذا النوع من الصفقات الكبيرة من شأنه أن يضع حدا لأي تجاوز يضر بالسوق، لكن إذا نظرنا إلى إجراء التراضي من جانب آخر غير جانب حماية السوق سنجد أنه ينطوي على عيب عميق جدا؛ نحن نرى أن إجراء التراضي ينطوي على إخلال واضح بمبدأ المساواة بين المدخرين في

---

<sup>1</sup> . أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها النظام رقم 02 / 04، المؤرخ في 10 نوفمبر 2004، يتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة، (ج. ر. العدد 22 المؤرخة في 27 / 03 / 2005).

نظام البورصة، فقد يؤدي إلى التحيز لصالح أطراف معينة دون أطراف أخرى فتعمل اللجنة على الموافقة لصالح أطراف معينة والرفض في مواجهة أطراف آخرين، وهو ما يعطي فرصا خطيرة من أجل التحكم والسيطرة على المؤسسات الاقتصادية العمومية التي تملكها الدولة، خاصة إذا سلمنا بالانتقادات التي وجهها الفقه القانوني الجزائري فيما يتعلق بمدى استقلالية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عن الحكومة<sup>1</sup>.

أما السبب الثاني الذي أدى إلى اعتماد المشرع لطريقة إجراء التراضي في هذه الحالات المذكورة في المادة 05 في فقرتها الثانية هو فكرة السيادة؛ إذ من غير المعقول أن نساوي بين الدولة أو أحد فروعها وبين أشخاص القانون الخاص الآخرين. لكن قد نتساءل بخصوص عبارة الشركة المذكورة في هذه الفقرة فنقول لماذا ورد لفظ الشركة أيضا إلى جانب لفظ الدولة وفروعها؟

في هذه الحالة نحن أمام طرحين: الطرح الأول هو أن المشرع الجزائري يقصد كل الشركات المسعرة سنداتها في البورصة، هذا ما يوحي به ظاهر الفقرة الثانية من هذا النص: "غير أنه يمكن أن تتم عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام وكذلك شركات الأسهم خارج البورصة وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق"، فإذا سلمنا بهذا التفسير الظاهر لأفرغنا الفقرة الأولى من محتواها والتي تحضر إبرام الصفقات خارج البورصة، فيفقد نظام البورصة برمته غايته الأساسية وهي المساواة فيما بين المدخرين وتكافؤ

---

<sup>1</sup> . للتذكير بالانتقادات أنظر العنصر (ثالثا) من الفرع الأول من المطلب الأول من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الأول.

الفرص والمنافسة في السوق برمته، وكذلك المضاربة التي تعتبر جوهر استمرار البورصة.

أما الطرح الثاني فإنه إذا أمعنا النظر في النص لتحسسنا أن المشرع يقصد بعبارة شركات الأسهم المؤسسات العمومية الاقتصادية (الصناعية والتجارية) التي تملكها الدولة، لأن هذا التفسير يقترب كثيرا من المنطق القانوني في السوق المالية، حيث أن شركات الأسهم التي يملكها الخواص يمكنها أن تبيع أسهمها دون اللجوء إلى البورصة أصلا إذا وجد المساهم المستعد لإبرام الصفقة الكبيرة التي تحتاج إليها هذه الشركة لتوسيع نشاطها.

ما يؤكد هذا التفسير الأخير هو ورود عبارة شركات الأسهم بجانب عبارة الدولة وفروعها، فنحن نرى أن نية المشرع كانت تنصرف إلى المؤسسات العمومية ذات الطابع الاقتصادي لأنها تدير قطاعات استراتيجية بالإضافة إلى أن ملكية مجلس مساهمات الدولة لرأسها يمد فكرة السيادة إليها ولو بطريقة غير مباشرة وكذلك فكرة ملاءة الذمة المالية للدولة. وبالتالي فإننا نميل إلى تفسير هذا النص وفقا لنية المشرع وليس استنادا على مظهره الحرفي، لكن رغم ذلك فإنه يتوجب إصلاح هذا الغموض الموجود في النص.

#### **الصفة الثانية: تبرم الصفقات تحت رقابة السلطات العامة والمنظمات المهنية والمدخرين:**

نظرا للحساسية الشديدة لعمليات التداول في البورصة التي تجرى في شكل صفقات ذات أهمية وطنية تتعدى المتعاقدين لتمتد إلى كل حاملي السندات واقتصاد الدولة برمته، فإنها تجرى علنا تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، وكذلك شركة تسيير بورصة الجزائر (SGBV)، جمهور المدخرين، والجمعيات العامة في شركات المساهمة المدرجة أسهمها في بورصة الجزائر.

المعروف في النظرية العامة للعقد هو الأثر النسبي الذي يقتصر على المتعاقدين فقط كقاعدة عامة وفي الغالب، لكن عقود بيع السندات المسعرة في البورصة لا تتميز بخاصية الأثر النسبي، فهي لا تقتصر على طرفي الصفقة فقط لأنها تمس بشكل مباشر حاملي السندات عن طريق تأثير الصفقة مباشرة على قيمة السندات التي يملكونها. وهو ما يجعلها ذات ميزة فريدة.

حيث يصرح بعض الفقه<sup>1</sup> أن هذه الخاصية تجعل عمليات التداول "تبتعد كثيرا عن الأثر النسبي لعقود القانون الخاص. فهنا يجد مصدر الأوامر أنفسهم مواجهين برفض التسعير في البورصة بل وحتى في إغلاق البورصة. ويوجد أيضا أسلوب تنفيذ سريع لا تعرفه القواعد العامة".

انسحاب أثر عمليات التداول إلى كل من يحمل السند الذي تجرى عليه الصفقة، وبالتالي امتداده من خلال هؤلاء إلى الحياة الاقتصادية برمتها؛ دفع السلطات إلى إخضاع البورصة للرقابة. وقوة مبررات هذه الرقابة دفع إلى هجر خاصية الأثر النسبي لعقد البيع في القانون الخاص بالنسبة لعمليات التداول في البورصة.

أيضا، أدى ذلك إلى وضع حدود غير مألوفة في القانون الخاص ضربت على إرادة المتعاقدين أطراف الصفقة في عمليات التداول؛ إبرام الصفقة لا يتم بمجرد توافق الإيجاب والقبول، إذ لا أثر لمبدأ سلطان الإرادة، إلا بعد تأكيدها من طرف شركة تسيير بورصة الجزائر والمراقب الذي ينوب عن الكوسوب في جلسة التداول.

تعتبر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وكذلك شركة تسيير بورصة الجزائر أهم الأجهزة التي تسهر على حماية التداول في البورصة، هذه السلطة الحمائية تستند إلى

<sup>1</sup> . G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 78.

فكرة النظام العام البورصي الذي جعل من هذه الهيئات أطرافاً تملك سلطة لا نظير لها؛ في أي نظام قانوني آخر خاص بعقود القانون الخاص، في مواجهة إرادة المتعاقدين في السوق. المشرع الجزائري أكد في العديد من النصوص على هذه السلطة بهدف التحكم في أي شذوذ من شأنه المساس بسلامة السوق.

دعمت هذه الرقابة الحمائية للسوق أنظمة معلوماتية متطورة تسهل كثيراً مراقبة التداول في السوق وردت في النظام القانوني الذي ينظم بورصة القيم بالجزائر، يساعد هذه الأنظمة الآلية عملية إزالة الصفة المادية عن القيم المنقولة، حيث نجد نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03<sup>1</sup> يشير بدقة إلى تلك الأنظمة الإلكترونية والقواعد التي يجب الالتزام بها من طرف المتدخلين في البورصة عند القيام بالعمليات الإلكترونية بغية إيصال أوامر البورصة وتنفيذ عمليات التداول؛ من بين هذه الأنظمة نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره المؤمن المركزي على السندات، والذي من خلاله يتم الإنجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها (م. 35 إلى م. 42 من نظام اللجنة رقم 01/03)، يكمل هذا النظام الآلي نظام آخر يسمى "النظام الفرعي لضبط الأوامر" الذي ينظم عملية تنفيذ وتأكد أوامر البورصة من عدمه بين الزبون والوسيط في عمليات التداول (م. 43 إلى م. 46 من نفس النظام).

وكذلك "النظام الفرعي للقرن" الذي يسمح بتقريب العمليات التماثلية للتسوية والتسليم المتعلق بالعمليات المبرمة بين طرفين خارج السوق المنظمة قانوناً، كذلك النظام الفرعي لحل العمليات الذي يتلقى أوامر التسليم مقابل الدفع التي ترسلها

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤمن المركزي على السندات، (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30/11/2003).

إليه الأسواق المنظمة قانوناً، من جهة ومن جهة أخرى النظم الفرعية للتصديق التي يسيرها المؤمن المركزي على السندات (م. 54 إلى م. 57 من نظام اللجنة رقم 03 / 01).

هدف المشرع الجزائري من ضبط عمليات التداول عن طريق هذه الأنظمة الآلية السريعة والدقيقة جدا هو التحضير لخلق سوق متماسكة ومستمرة لا تتأثر بنمو وزيادة عدد الصفقات المبرمة في بورصة الجزائر، حيث تصل أوامر البورصة الصادرة من الزبائن أوتوماتيكياً إلى البورصة عن طريق وسائل الاتصال الحديثة. أيضاً كان الهدف، حسب اعتقادنا، هو تسهيل الرقابة على تداول الثروة داخل السوق، والأهم هو تسهيل عملية تحديد وإسناد المسؤولية المدنية والجنائية للشخص الصحيح في حالة ارتكاب خطأ.

#### **الصفة الثالثة: الطابع الشكلي لعمليات البورصة**

لا يجوز إبرام الصفقات في بورصة الجزائر إلا باتباع أشكال معينة يفرضها نظام البورصة، إذ أن جل القواعد التي تدير بموجبها البورصة تعد من النظام العام البورصي، وإذا تفحصنا قوانين وأنظمة البورصة فإننا بالكاد نجد نصوصاً تتعلق بالنظام الخاص يجوز مخالفتها من طرف المتدخلين في البورصة والمستثمرين. مبرر ذلك حساسية مجال التداول وتأثيره المباشر وغير المباشر على الحياة الاقتصادية للدولة الجزائرية برمتها<sup>1</sup>. ولا تتم عمليات التداول صحيحة إلا بتطابقها الكامل مع قانون البورصة باحترام القيود المفروضة التي تتعلق بأساليب التعامل وأوامر البورصة ونظام نقل ملكية السندات وقواعد عرض المعلومات وغيرها.

<sup>1</sup>. في حالة انتعاش بورصة الجزائر طبعاً، بعد توفر الإرادة السياسية.

**الصفة الرابعة: عمليات البورصة (عقود التداول) عبارة عن عقود بيع مكيفة:**

في نظام البورصة الجزائري وحتى في الأنظمة المقارنة فان المشرع لا يأتي إطلاقاً على وصف عمليات التداول بعقود البيع، استخدام مصطلح عقود بيع القيم المنقولة في بورصة الجزائر غير مستعمل، حتى أن الأمر يوحي بأن عمليات التداول لا تمت بأي صلة لعقد البيع. لكن رغم ذلك فإن عمليات التداول هي عبارة عن عقود بيع، تخضع في جل جوانبها للنظرية العامة للعقد، إلا أنها تخضع في نفس الوقت للنظام العام البورصي الذي أجبرها على التكيف وفقه، فتم تعطيل الكثير من الأحكام المستقرة في قانون العقود منذ مدة طويلة<sup>1</sup>.

**المطلب الثاني: تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر (Les cours de bourse)**

تتدخل سلطة الضبط في عمليات التداول بالقدر الكافي لتنظيمها أو قمع التجاوزات التي قد تحصل. شركة إدارة بورصة القيم تنظم حصص التسعيرة وفق ظروف كل سند حسب واقع كل جلسة على حدا، ولحماية السوق تقوم بالتحكم في فروقات الأسعار، وتنشر الأسعار، وتساهم في التصدي لمناورات المضاربة.

للبحث في مسألة أسعار البورصة الناتجة عن عمليات التداول علينا أن نحيط بالعديد من الجوانب المتعلقة بها؛ نحدد مفهوم التسعير (الفرع الأول)، ونبحث في كيفية تنظيم حصص التسعيرة (الفرع الثاني)، والمراحل الزمنية لانعقاد حصص التسعيرة (الفرع الثالث).

<sup>1</sup> . أنظر تأثير النظام العام البورصي على النظرية العامة للعقد: الفرع الثاني من المطلب الأول من المبحث الأول من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

### الفرع الأول: مفهوم التسعير.

لتوضيح مفهوم التسعير في بورصة الجزائر يجب علينا أن نقوم بتعريف أسعار البورصة (أولا)، ثم نوضح نظام التسعير في بورصة الجزائر (ثانيا).

#### أولا: تعريف أسعار البورصة:

عرفت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سعر البورصة بموجب المادة 82 من النظام رقم 103 / 97<sup>1</sup> يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم، عن طريق الإشارة إلى كيفية الوصول إلى سعر البورصة، نصت: "إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة على السند المستعمل للتسعيرة وذلك أثناء اجتماع التسعيرة، تحت رقابة شركة إدارة بورصة القيم".

يتضح جليا من خلال هذا النص أن المشرع الجزائري يعتمد قاعدة العرض والطلب الشهيرة في علم الاقتصاد من أجل تحديد الأسعار في بورصة الجزائر. وهو ما يعتبر قاعدة عامة تبنتها كل التشريعات المقارنة، لأن بورصة القيم المنقولة بكل بساطة هي عبارة عن سوق تعرض وتطلب فيها رؤوس الأموال.

فالعارضين لرأس المال هم: المدخرون الذين يمثلون القطاع الفئاض من حيث رؤوس الأموال، كالشركات التجارية والمدنية؛ كالبنوك، شركات التأمين، شركات النقل وكل الشركات الإنتاجية والموزعة وشركات الخدمات، والأفراد المواطنين

---

<sup>1</sup>. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، (ج.ر. العدد 87 المؤرخة في 29 / 12 / 97)، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30 / 11 / 2003).

والأجانب حيث أصبحت اليوم هذه الفئة الأخيرة التي يطلق عليها صغار المدخرين في بعض الأحيان تمثل قوة ادخارية في بورصات الدول المتقدمة خاصة بعد ظهور الشركات التي تدير صناديق الاستثمار الجماعية، وما نتج عنها من منافسة شديدة في الأسواق العالمية.

أما الطالبين لرأس المال فهم إما الدولة أو أحد فروعها وإما الشركات ذات الأسهم، هؤلاء يمثلون قطاع العجز في رأس المال، حيث يريدون الوصول لتلك الأموال الموجودة تحت يد المدخرين من أجل تمويل مشاريعهم.

وقوة نظام البورصة تكمن في عمليات التداول في حد ذاتها التي تسمح لأي مدخر أن يحول سنداته إلى سيولة نقدية بطريقة بسيطة جدا، فكل ما يقوم به هو إصدار أمر بالبيع إلى الوسيط في عمليات التداول، هذا الأخير يقوم بعرض الأمر في الجهة المقابلة في السوق ليجد شخص آخر في السوق يقبل بعقد الصفقة، سواء كان مدخرا عاديا أو مضاربا.

بالتالي فإن هذه العروض والطلبات التي تكون في غالب الأحيان مطبوعة بالمنافسة الشديدة وتضارب المصالح أدت إلى ظهور قاعدة "المساوات بين المستثمرين في البورصة"، وأكثر الأنظمة التي تكفل هذه المساوات هي بالطبع التي تعتمد في تحديد الأسعار قاعدة العرض والطلب.

في هذا الصدد يقول البعض<sup>1</sup>: "يسمى سعر بورصة الثمن الذي تصل إليه قيمة منقولة في خلال جلسة البورصة. ويحدد نظام البورصة الأسعار التي يجب اعتمادها

---

<sup>1</sup> . Stoufflet et al., Étude sur le cours de bourse, 1997. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 80.

كسعر بورصة وبأية طريقة. وهذه الأسعار تتعلق حتما بالعرض والطلب. ولكن لما كان الأمر يتعلق بسوق شاملة فإن الأوامر الفردية تؤثر بطريقة تضامنية مع مجمل العمليات من أجل التأثير على حركة الأسعار.

إذن سعر البورصة هو القيمة النقدية التي يرتفع أو يهبط إليها سعر السند ويستقر في حدودها أثناء التداول وعند إغلاق جلسة التداول في البورصة. ومجموع عمليات التداول على نفس السند في نفس الجلسة يؤدي إلى تحديد قيمته، بمعنى أن سعر البورصة يتحدد وفقا لقانون العرض والطلب.

### **ثانيا: نظام التسعير في بورصة الجزائر:**

نظرا لدقة عملية التسعير وحساسيتها للكثير من العوامل السلبية التي قد تؤدي إلى اختلال وظيفة البورصة برمتها والتي هي تنظيم عملية انتقال رؤوس الأموال من القطاع الفائض لصالح قطاع العجز لتمويل المشاريع بالأموال اللازمة لاستمراريتها وتوسعها؛ تعطل وظيفة البورصة يؤدي حتما إلى الإضرار بالاقتصاد ككل عندما تكون هذه الأخيرة نشطة جدا.

لهذه الأسباب الوجيهة اعتمد المشرع الجزائري مرونة عالية فيما يتعلق بتنظيم حصص التسعيرة من طرف شركة إدارة بورصة القيم؛ لأن تقييدها بضوابط ثابتة يعتبر من قبيل الغلق القانوني الذي يرفضه الاقتصاد وخاصة الصناعة المالية التي تحتاج إلى هامش حركة واسع جدا ويكفي فقط ضبطها والرقابة عليها بطريقة تكفل سيرها بحرية.

### الفرع الثاني: تنظيم حصص التسعيرة:

نصت المادة 78 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97<sup>1</sup> أنه: "تحدد شركة إدارة بورصة القيم رزنامة اجتماعات التسعيرة للسنة المدنية؛ تحدد شركة إدارة بورصة القيم، أيضا ساعات فتح وإغلاق اجتماعات التسعيرة؛ تنشر هذه المعلومات وكذا التعديلات اللاحقة عن طريق مقرر يصدر عن شركة إدارة بورصة القيم".

هامش الحرية الممنوح لشركة إدارة بورصة القيم من طرف سلطة الضبط يبدو واضحا جدا من خلال هذا النص، حيث تركت لها مطلق الحرية في اختيار القواعد والضوابط التي تراها مرنة كفاية ومناسبة جدا من أجل تنظيم حصص التسعيرة داخل الردهة وبالتالي تنظيم الأسعار بطريقة تضمن استقرار البورصة. واكتفت سلطة الضبط بأمر الشركة بوجوب نشر رزنامة اجتماعات التسعيرة للسنة المدنية وتعيين ساعات فتح وغلق جلسات التداول. أصدرت شركة إدارة بورصة القيم تنفيذا لأمر سلطة الضبط القرار رقم 02 /99 الذي قامت بتعديله وتتميمه لاحقا أكثر من مرة<sup>2</sup>.

يهدف هذا القرار إلى تنظيم حصص التسعيرة في بورصة القيم الجزائرية (م. 1)<sup>3</sup>. فأيام العمل لشركة إدارة بورصة الجزائر تكون من الأحد إلى الخميس، لكن يجتمع ممثلي الوسطاء في عمليات البورصة في ردهة مقر بورصة الجزائر يومي الاثنين والأربعاء فقط

<sup>1</sup> . المشار إليه سابقا.

<sup>2</sup> . REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS (la décision SGBV 02/99, modifié et complété par décisions SGBV N°6/99 et 10/02).

<sup>3</sup> . Art. 1 de la décision SGBV 02/99 : « La présente décision a pour objet de définir les règles de gestion des séances de négociation à la Bourse des Valeurs ».

في الساعات الرسمية المخصصة لعقد الصفقات على السندات عن طريق عرض أوامر البيع وأوامر الشراء التي بحوزتهم من الساعة التاسعة والنصف إلى غاية انتهاء جلسة التداول.

في الحالة التي يتصادف فيها يوم بورصة مع عطلة وطنية فإنه يتم تعويض جلسة التداول المعنية في يوم العمل الموالي لانتهاء العطلة، لكن في كل الأحوال لا يجوز أن يتبع يوم بورصة بيوم بورصة آخر في يومين متتابعين؛ كأن تكون العطلة الوطنية تتصادف مع يوم الاثنين وتم تعويضها يوم الثلاثاء ففي هذه الحالة تلغى جلسات التداول الخاصة بيوم الأربعاء تلقائياً. ولا يمكن أيضاً تحت أي ظرف أن تزيد عدد حصص التداول في بورصة الجزائر عن حصتين في الأسبوع الواحد، وعلى شركة إدارة بورصة القيم أن تعلن عن أي تعديل يخص جلسات التداول (م. 2/أ، ب من قرار الشركة رقم 02/99)<sup>1</sup>.

عدد عمليات تثبيت السعر في جلسة التداول الواحدة تحددها شركة إدارة بورصة القيم وقد يختلف عددها بحسب كل فئة من السندات المدرجة في بورصة الجزائر، وأي

---

<sup>1</sup> . Article 2/a et b de la décision SGBV 02/99 : Dispositions générales. (Modifié et complété par décisions SGBV N°6/99 et 10/02) : « Les jours ouvrables de la S.G.B.V. sont du dimanche au jeudi inclusivement. a) Les Agents Autorisés représentant les I.O.B. se rencontrent dans une salle de négociation appelée ‘Parquet’, tous les lundis et mercredis, aux heures officielles d’affaire, de 9 h 30 à la clôture de la séance, dans le but d’effectuer des transactions sur titres. b) Dans le cas où une journée boursière coïncide avec une journée fériée à l’échelle nationale, le Parquet sera ouvert aux négociations le prochain jour ouvrable. Toutefois il ne peut y avoir deux séances durant deux jours ouvrables consécutifs et le nombre de séances par semaine ne peut en excéder deux. La confirmation du calendrier ainsi aménagé fera l’objet d’un avis de la SGBV ».

تغيير في عدد عمليات التثبيت يجب أن يكون محل إخطار من طرف الشركة لصالح الوسطاء في عمليات البورصة (م. 2/ ج من قرار الشركة رقم 02 / 99)<sup>1</sup>.

### **الفرع الثالث: المراحل الزمنية لانعقاد حصص التداول:**

تعقد حصة التداول في الردهة تبعا لمراحل زمنية متتابعة بدقة متناهية ضمانا للمساواة بين ممثلي الوسطاء وحماية لمصالح المستثمرين، وكذلك دقة التوقيت تضمن إبرام الصفقات بطريقة شفافة، حيث لا يجوز في بورصة الجزائر عقد الصفقات قبل أو بعد إغلاق حصة التداول.

ينبه رئيس لجنة التداول ممثلي الوسطاء في عمليات التداول في البورصة وممثل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بافتتاح الجلسة (المرحلة الأولى: مرحلة انطلاق الحصة). بعد ذلك يقوم الرئيس بفتح المجال فعليا من أجل بداية حصة التداول عن طريق السماح بإدخال الأوامر إلى النظام الإلكتروني للتداول وتأكيداتها (المرحلة الثانية: إدخال الأوامر للتداول وتأكيداتها). بعد الانتهاء من إدخال الأوامر إلى النظام وتأكيداتها، تلي هذه المرحلة الخطوة الأساسية في حصة التداول والتي تعد الخطوة الأهم من حيث الآثار القانونية التي تنتج عنها والتي هي انعقاد الصفقات في البورصة (المرحلة الثالثة: مرحلة المعالجة).

### **المرحلة الأولى: مرحلة التنبيه بانطلاق حصة التداول**

عند تمام الساعة التاسعة والثلاثين دقيقة يقرع جرس افتتاح الجلسة. الافتتاح يدوم مدة 10 دقائق يقوم في خلالها رئيس لجنة التداول بإعلان افتتاح الحصة ويرسل في نفس الوقت دعوة إلكترونية لممثلي الوسطاء في عمليات البورصة (م. 2/ د من قرار

---

<sup>1</sup> . Article 2/c de la décision SGBV 02/99 : « c) Le nombre de ‘‘fixing’’, par séance de négociation boursière, est déterminé par la S.G.B.V. Ce nombre peut être différent pour- chaque catégorie de titres inscrits à la cote. Tout changement fait l’objet d’un préavis envoyé aux I.O.B. ».

الشركة رقم 99 / 02)<sup>1</sup> عن طريق الحاسوب يعلمهم بالافتتاح؛ إذ لا يمكن الاحتجاج بأن الافتتاح قد تم عن طريق الجرس اليدوي فقط الذي يعتبر مجرد تقليد للفت الانتباه وتوجيه أنظار ممثلي الوسطاء إلى شاشات حواسيبهم وشاشة الردهة.

العبرة بالاستدعاء الإلكتروني الذي يرسله الرئيس لأنه يعتبر حجة قوية على العلم ببداية الجلسة كما أنه يبقى محفوظا في النظام الإلكتروني الخاص بالتداول في بورصة الجزائر، ويمكن الرجوع إليه في حالة النزاع في أي وقت، تطبيقا لقواعد الإثبات الإلكتروني<sup>2</sup>. أما الجرس اليدوي فلا يمكن معرفة وقت قرعه أو عدم القيام بذلك أصلا من طرف الرئيس لاحقا إذا حدث احتجاج من طرف أحد ممثلي الوسطاء.

للتنبية بالافتتاح أهمية بالغة في نظام بورصة الجزائر لأن اشتداد المنافسة بين ممثلي الوسطاء في عمليات البورصة من أجل الضفر بصفقات مناسبة لصالحهم أو لصالح زبائنهم في حدود الأوامر التي تلقوها منهم قد يدفعهم لاستغلال أي خطأ يشوب حصة البورصة، وهو ما قد يدفع البعض منهم إلى طلب إلغاء الحصة برمتها أو جزئيا بالنسبة لسهم أو سند معين. وللتنبية بالافتتاح أثر بالغ على مبدأ المساواة بين المستثمرين في البورصة؛ لأن القيام به بالطريقة الصحيحة يسد الطريق أمام التلاعب في جلسة التداول. وعند القيام بالتنبيه بالافتتاح بالطريقة الصحيحة من طرف رئيس الجلسة، فإن الوسيط في عمليات البورصة يعتبر مسؤولا مدنيا أمام زبائنه المستثمرين في حالة

<sup>1</sup> . Article 2/d/1 de la décision SGBV 02/99 : « d) Les séances de négociation se déroulent d'après les étapes consécutives suivantes : 1) Ouverture de la séance (10 mn) : annonce de l'ouverture de la séance et appel électronique des I.O.B. ... ».

<sup>2</sup> . تنص المادة 323 مكرر 1 من القانون رقم 10 / 05 المؤرخ في 20 يوليو 2005، المعدل والمتمم للقانون المدني الجزائري بأنه "يعتبر الإثبات بالكتابة في الشكل الإلكتروني كالإثبات بالكتابة على الورق بشرط إمكانية التأكد من هوية الشخص الذي أصدرها وأن تكون معدة ومحفوظة في ظروف تضمن سلامتها".

ارتكابه خطأ يؤدي إلى تفويت فرصة تنفيذ أوامرهم، كأن يكون غافلا عن بداية الجلسة أو تأخر في الوصول إلى الردهة أو تغييب عن الجلسة، لأن مسؤولية الوسيط تجاه الزبائن تقاس دائما بمقياس الرجل الحريص في نظام البورصة الجزائري<sup>1</sup>.

### **المرحلة الثانية: إدخال الأوامر إلى النظام الإلكتروني للتداول وتأكيدهما**

مباشرة بعد انتهاء مدة العشر دقائق الخاصة بالتنبيه بالافتتاح تمنح مدة 45 دقيقة للوسطاء في عمليات البورصة من أجل القيام بإدخال أوامر البورصة التي بحوزتهم إلى النظام الإلكتروني المخصص للتداول<sup>2</sup>، يقوم كل وسيط بإدخال أوامر البيع وأوامر الشراء إلى الحاسوب بطريقة يدوية عن طريق لوحة المفاتيح، وعليه الانتهاء من هذه العملية قبل انقضاء مدة 45 دقيقة؛ تحت طائلة المسؤولية المدنية تجاه زبائنه المستثمرين.

تتمثل مسؤولية الوسيط في عمليات البورصة في أنه ملزم ببذل عناية الرجل الحريص طبقا لنص المادة 31 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.96<sup>3</sup> التي تنص أنه: "في إطار علاقاتهم تجاه الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة إياهم

---

<sup>1</sup> . تتمثل مسؤولية الوسيط في عمليات البورصة في أنه ملزم ببذل عناية الرجل الحريص طبقا لنص المادة 31 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.96 التي تنص أنه: "في إطار علاقاتهم تجاه الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة إياهم على الوسطاء في عمليات البورصة الحرص على تنفيذ الأوامر على أساس أحسن ظروف السوق وذلك اعتبارا لأمر الزبائن"

<sup>2</sup> Article 2/d/2 de la décision SGBV 02/99 : « d) Les séances de négociation se déroulent d'après les étapes consécutives suivantes : ... 2) Saisie des ordres (45 mn) : la saisie des ordres est autorisée pour les IOB ».

<sup>3</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.96 المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، (ج.ر. العدد 36 المؤرخة في

على الوسطاء في عمليات البورصة الحرص على تنفيذ الأوامر على أساس أحسن ظروف السوق وذلك اعتباراً لأمر الزبائن".

يعني ذلك أن الوسيط في عمليات البورصة مطالب بتحقيق نتيجة أولية في هذه الحالة والتي هي دمج أمر البورصة الصادر عن المستثمر في سجل النظام الإلكتروني الخاص بالتداول، قبل نهاية المهلة الممنوحة له، تمهيداً لمرحلة المعالجة الإلكترونية؛ لأن إخفاق الوسيط في إدخال أمر البورصة إلى النظام، خاصة إذا كان يحمل معه الكثير من الأوامر، يترتب عنه إخلالاً جسيماً بالتزاماته تجاه زبائنه، حيث ينطوي هذا الخطأ على تفويت فرصة قد تؤدي إلى تعريض الزبون إلى الخسارة، خاصة إذا كان أمر البورصة الذي أصدره أمراً ليومه لا يمكن جبره في حصة التداول المقبلة، كما أن الأسعار في البورصة تتغير هبوطاً وصعوداً في مدد قصيرة عادة تبعاً لتغير العرض والطلب.

أو قام بمهمته بطريقة بطيئة فنقد الوقت المخصص للعملية، هذا الخطأ ليس له أي علاقة بالزبون المستثمر ولا يد له فيه، وهذه العملية تعد التزاماً في ذمة الوسيط، وكل تقاعس أو خطأ من شأنه أن يؤدي إلى عدم وصول أوامر الزبون إلى النظام الآلي في الوقت الصحيح يترتب المسؤولية المدنية في جانب الوسيط.

فإذا فرضنا مثلاً أن الأمر الصادر من الزبون هو عبارة عن أمر ليومه لتعلق الأمر في هذه الحالة بتفويت فرصة بيع أو شراء فيها من المزايا المالية أو الربح أو تجنب الخسارة إذا توقعها المستثمر وحدثت فعلاً. عدم إدخال أمر البورصة الصادر منه إلى الوسيط في عمليات البورصة قد يكلفه غالباً، خاصة إذا تعلق الأمر بأحد المستثمرين الكبار الذين يسعون دائماً لعقد صفقات كبيرة جداً.

لهذه الأسباب لجأت البورصات العالمية إلى جعل عملية إدخال الأوامر تتم أوتوماتيكياً وهو ما يسمى بنظام التداول الإلكتروني؛ حيث بمجرد قيام الزبون

بإصدار أمر البورصة بطريقة إلكترونية عن طريق الأنترنت باستعمال حسابه الشخصي في الموقع الإلكتروني للوسيط في عمليات البورصة أو تطبيق الهاتف الذكي الذي يخصصه لخدمة زبائنه؛ يصل مباشرة في جزئ من الثانية إلى قاعدة بيانات الوسيط في عمليات البورصة الذي يقوم بفحصها ودمجها في نظام التداول بضغطة زر واحدة بعد افتتاح حصة التداول.

ولا يجوز تحت أي ظرف القيام بعملية إدخال الأوامر من طرف الوسيط في عمليات البورصة قبل أو بعد هذه المدة المحددة بدقة أي مدة 45 دقيقة، غير أن نص المادة 2 من قرار الشركة المشار إليه آنفا لم تتضمن أي جزاء مباشر على مخالفة هذا المنع. إلا أن نفس القرار تضمن عدة جزاءات عامة تتعلق بمخالفة القواعد الخاصة بحصة التداول أو جزئ منها يتعلق بقيمة منقولة معينة.

بعد انتهاء مدة الخمس وأربعون دقيقة المخصصة لإدخال الأوامر إلى النظام تمنح مدة 15 دقيقة للوسيط في عمليات البورصة للتأكد وفحص خلو سجل الأوامر من أي خطأ بطريقة يدوية على الورق بعد أن يتم طبعه<sup>1</sup>، والوسيط في هذه الحالة أيضا يبذل عناية الرجل الحريص ليتفادى وجود أي خطأ يتعلق بتنفيذ مضمون أمر البورصة، خاصة من حيث السعر؛ سعر البيع إذا كان أمر البورصة بيعا وسعر الشراء إذا كان مضمون الأمر الصادر من المستثمر شراء.

الخطأ في كتابة الرقم الخاص بالسعر المطلوب للشراء أو البيع عند إدخال الأوامر يعتبر خطأ تعاقديا جسيما جدا في جانب الوسيط في عمليات التداول في البورصة، لأنه

---

<sup>1</sup> . Article 2/d/3 de la décision SGBV 02/99 : « d) Les séances de négociation se déroulent d'après les étapes consécutives suivantes : ... 3) Validation des ordres (15 mn) : confirmation des ordres par les IOB d'après les registres imprimés et éventuelles corrections ».

من شأنه أن يصيب المستثمر بخسائر مالية فادحة، خاصة إذا كان عدد السندات محل الأمر بالشراء أو البيع كبيرا جدا.

### **المرحلة الثالثة: معالجة الأوامر ومعاملات الكتل في بورصة الجزائر**

تعتبر هذه المرحلة حاسمة جدا، تترتب عليها الكثير من الآثار القانونية عند الوصول إلى مرحلة المعالجة؛ نبين هذه الآثار القانونية من خلال 4 عناصر: 1- معالجة الأوامر، 2- معالجة معاملات الكتل، 3- تنظيم فروقات الأسعار، 4- تقلب الأسعار في بورصة الجزائر.

#### **1- معالجة الأوامر:**

بعد انتهاء مهلة الخمسة عشر دقيقة التي منحت للوسطاء في عمليات البورصة من أجل فحص سجل الأوامر للتأكد من خلوه من أي خطأ؛ يقوم ممثل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الذي يعتبر الشخص الذي يراقب ويضبط حصص التداول داخل المقصورة في بورصة الجزائر، يقوم بإطلاق النظام الآلي للتداول، وله مدة عشر دقائق للقيام بالضغط على الزر (م. 2/د/4 من قرار شركة إدارة بورصة القيم رقم 02/99)<sup>1</sup>، بمجرد الضغط على زر المعالجة يستغرق النظام بضع أجزاء من الثانية أو أقل لإظهار النتيجة: فتظهر على الشاشة الصفقات التي تم إبرامها، باللغة القانونية: نقصد مواضع تطابق الإيجاب والقبول التي أدت إلى إبرام عقود البيع على الأسهم والسندات المعروضة في تلك الحصة.

---

<sup>1</sup> . Article 2/d/4 de la décision SGBV 02/99 : « d) Les séances de négociation se déroulent d'après les étapes consécutives suivantes : ... 4) Traitement des ordres (10 mn) : lancement des traitements et validation des résultats de la séance par la surveillance du marché.

بما أن هذه المرحلة هي بمثابة تطابق الإيجاب والقبول بين البائعين والمشتريين للقيم المنقولة، فإنه تنعقد عقود البيع في شكل صفقات تداول تسمى بعمليات البورصة. يقوم النظام الآلي بهذه العملية بعد أن تمت برمجته ليعمل وفقا لنص المادة 82 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 103.97<sup>1</sup> التي نصت: "إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة على السند المستعمل للتسعيرة وذلك أثناء اجتماع التسعيرة، تحت رقابة شركة إدارة بورصة القيم".

المقصود بمواجهة أوامر الشراء بأوامر البيع في هذا النص هو قيام النظام الآلي بإجراء مطابقة إلكترونية للعروض الموجبة والعروض القابلة مراعيًا في ذلك مرونة كل أمر بورصة على حدى، خاصة من حيث السعر، فعندما يتضمن أمر البورصة سعرا محددًا لا يجوز أن يهبط في حالة أمر البيع أو أن يزيد في حالة أمر الشراء فإن النظام الإلكتروني يراعي ذلك بدقة متناهية من أجل تطبيق تلك العروض على بعضها البعض، والعكس تماما بالنسبة لأوامر البورصة التي تتضمن مرونة أكثر من حيث السعر حيث تزيد الاحتمالات الرياضية بأن يجد النظام الإلكتروني عروضًا مطابقة لها في الطرف المقابل من السوق<sup>2</sup>.

تعتبر هذه المرحلة مهمة جدا لأنها ترتب الكثير من الآثار القانونية ذات الطابع الخاص والغريبة عن القواعد العامة لعقد البيع أنتجها النظام العام البورصي؛ تطابق

<sup>1</sup> . المشار إليه سابقا.

<sup>2</sup> . أنظر تفاصيل أنواع أوامر البورصة من حيث السعر: الفرع الثاني من المطلب الثاني من المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الثاني.

الإيجاب والقبول في عمليات التداول يتميز كثيرا عن الطريقة التقليدية التي يتم بها في القواعد العامة.

في نظام البورصة تطابق الإيجاب والقبول يبدو أكثر تعقيدا: الموجب والقبول لا يعرفان بعضهما البعض أصلا وهم غير متحدثين في مجلس عقد واحد، ولا يجوز لهم أصلا الدخول إلى البورصة، والعملية تبدو كأنها تشبه نظام التعاقد عن طريق المناقصة أو المزايدة، لكنها في الحقيقة ليست كذلك إطلاقا، رغم أنها تنطوي على منافسة شديدة من أجل عقد الصفقات المرجوة، لأن إطلاق عملية معالجة الأوامر من طرف ممثل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتم لمرة واحدة فقط، فيفوز بالصفقة من يفوز ولا يظفر بها المنافس الآخر عندما يحلل النظام الآلي أمر البورصة الخاص به ويقرر أنه لا يتطابق مع شروط أي من الأوامر البورصية المعروضة في الجهة المقابلة من السوق.

السبب في ذلك هو أن المتنافسين في السوق لا يعرفون في أغلب الحالات العروض التي قدمها المنافسون الآخرون، وذلك على العكس تماما من عمليات تطابق الإيجاب والقبول عن طريق المناقصات أو المزايدات بمفهوم القانون المدني<sup>1</sup>: إذ يستطيع كل منافس معرفة قيمة العروض المقدمة ويقوم بكسرها عن طريق عطاء أحسن منها، بل هذه الإمكانية غير متوفرة أصلا لدى المستثمرين في البورصة وحتى المضاربين منهم لأن إرسال أمر الشراء أو أمر البيع يتم قبل عقد حصة التداول.

فضلا عن ذلك؛ فإنه رغم أن عقد الصفقات بين الوسيط في عمليات البورصة في بورصة الجزائر حاليا لا يتم إلا بالطريق النصف إلكتروني، وهو ما يزيد من خصوصية مرحلة انعقاد العقد لأن الآلة هي التي تختار بطريقة رياضية لغة رتمية كلا

<sup>1</sup> . نصت المادة 69 من القانون المدني الجزائري بأنه: "لا يتم العقد في المزايدات إلا برسو المزداد، ويسقط المزداد بمزداد أعلى ولو كان باطلا".

من الطرفين المتقابلين في السوق لتدمج بين إرادتيهما فينعقد العقد؛ إلا أن هذه الطريقة الآلية ليست الوحيدة التي تجعل مرحلة انعقاد العقد فريدة من نوعها.

حيث أن هناك عوامل أخرى قد تؤثر على تطابق الإرادتين فتتحكم فيها بالتعديل أو حتى التعطيل رغم تطابق الشروط الخاصة بأمر البيع وأمر الشراء ولا ينعقد العقد رغم ذلك، بقوة النظام العام البورصي: قد تتدخل سلطة الضبط أو شركة إدارة بورصة القيم لتجري تعديلا على الأسعار أو تجمد حصة البورصة كليا أو جزئيا بالنسبة لقيمة منقولة معينة من أجل حماية السوق وحماية المستثمرين وربما الاقتصاد الوطني برمته.

مسوغ ذلك هو أن آثار عقود البيع (عمليات التداول) المبرمة في بورصة الجزائر لا تقتصر على أطراف العقد كما هو معهود في القواعد العامة<sup>1</sup>. إذن، عملية تطابق الإيجاب والقبول ترتبط بنظام حمائي له مبررات أقوى بكثير من فكرة القوة الملزمة للعقد ووجوب انعقاد العقد بمجرد توافق الإرادتين.

## **2- معالجة معاملات الكتل (Transactions de blocs)**

أوامر البورصة ليست الأداة القانونية الوحيدة التي تؤدي إلى عقد الصفقات في حصة التداول في البورصة، رغم أنها تعتبر الأداة الأصل في تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر. لكن إلى جانب أمر البورصة كأداة أصلية التي تعد نقطة البداية في عقد الصفقات، توجد أداة قانونية أخرى لكنها استثنائية يلجأ إليها بتوفر شروط معينة وفي ظروف معينة، هذه الأداة تسمى معاملات الكتل.

---

<sup>1</sup> . للمزيد من التفاصيل طالع العناصر الموالية: تنظيم فروقات الأسعار، تقلب الأسعار، تعليق جلسة التداول في بورصة الجزائر.

عرفت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها معاملة الكتلة بموجب المادة 104 من النظام رقم 03 /97 بأنها: "تعتبر معاملة كتلة، المعاملة المنصبة على كمية معينة من السندات، متفق عليها بين الوسيط في عمليات البورصة المشتري والوسيط في عمليات البورصة البائع، والمرخص بها وفق الأحكام المحددة في هذا النظام".

هذا التعريف جاء غامضا جدا وفارغا من أي إشارات تؤدي لتمييز معالم صفقات الكتل، باستثناء أنه أشار إلى أنها من الضروري أن تعقد بعد الترخيص بها، لأن أوامر البورصة هي الأخرى تنصب على كمية من السندات. فكان من الأولى الإشارة في التعريف إلى أن الكمية يجب أن تكون كبيرة تتخطى الحد المسموح به في السوق. نرى أنه من الضروري إصلاح هذا النص.

من حيث المبدأ، فإن معاملة الكتلة هي الأخرى تتم بموجب أمر بورصة صادر عن المستثمر الذي ينوي البيع والمستثمر الذي ينوي الشراء إلى الوسيط. لكن جوهر الاختلاف بين معاملات الكتل وأوامر البورصة يكمن في قيمة الصفقة، وأمر البورصة العادية ولدواعي الحفاظ على استقرار التداول في البورصة مقيدة بتسقيف محدد يتعلق إما بالمبلغ الإجمالي للمعاملة وإما بكمية معينة من السندات. والعكس بالنسبة لمعاملات الكتل فهي تتخطى هذا التسقيف بتوفر شروط معينة، فهي تعد استثناء مبرره محاولة اجتذاب رؤوس الأموال الكبيرة التي من شأنها إنعاش السوق.

ظهرت معاملات الكتل نتيجة لاشتداد المنافسة بين بورصات الدول من أجل استقطاب رؤوس الأموال الكبيرة، خاصة الأجنبية. فمثلا يبرر بعض الفقه<sup>1</sup> إقرار هذا النوع من الصفقات الكبيرة بالقول أنه: "من أجل منافسة ساحة لندن (بورصة لندن)،

<sup>1</sup> . Ripert G. / Roblot R., Précité, P. 87.

جرت تعديلات (في القانون الفرنسي) متتالية من أجل تسهيل العمليات التي تتناول كتلا من الأسهم".

وهناك اختلاف جوهري آخر يميز معاملات الكتل عن أوامر البورصة العادية في سوق البورصة الجزائرية: يتمثل في ضرورة الحصول على ترخيص مسبق صادر عن شركة إدارة بورصة القيم، بناء على طلب يقدم من طرف وسيط البائع ووسيط المشتري (المادة 30/ب من قرار الشركة رقم 99/02 المعدل والمتمم)<sup>1</sup>.

لدينا تعريف آخر دقيق ومعبر بطريقة واضحة عن معاملات الكتل؛ عرفت شركة إدارة بورصة الجزائر معاملة الكتلة بموجب المادة 30/أ<sup>2</sup> من قرارها رقم 99/02 المعدل والمتمم بأنها: "تعتبر المعاملة معاملة كتلة عندما يكون حجم سند رأس مال أو سند دين غير قابل للاستيعاب من طرف السوق في الأحوال العادية أو يتجاوز حد أقصى محدد من طرف شركة إدارة بورصة القيم"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> . Article 30/b : du (décision SGBV 02/99, article 30 modifié et complété par décision SGBV N°6/99) Relatif au REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS : « Les transactions de blocs doivent être préalablement autorisées par la SGBV ».

<sup>2</sup> . Article 30/a : du (décision SGBV 02/99, article 30 modifié et complété par décision SGBV N°6/99) Relatif au REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS : « Les transactions de blocs : a) une transaction est considérée de blocs lorsque le volume d'un titre de capital ou de créance ne peut être absorbé par le marché dans des circonstances normales ou dépasse un seuil minimum établi par la SGBV » .

<sup>3</sup> . ترجمة الباحث، هذه الترجمة غير رسمية؛ لأن القرار رقم 99/02 لم ينشر باللغة العربية، وهو منشور فقط باللغة الفرنسية.

هذا النص من القرار المنشور باللغة الفرنسية فقط، تضمن خطأ حيث استعمل كلمة (minimum) في حين أن المقصود هو العكس أي يجب استعمال كلمة (maximum)، لأن المعنى انقلب رأساً على عقب.

يتعلق الأمر بالنسبة لمعاملات الكتل أن هناك صفقات ذات حجم كبير تعقد في بورصة الجزائر بين الوسطاء في عمليات البورصة بتكليف من زبائنهم. الزبون يقوم في هذه الحالة بإصدار أمر كتلة للوسيط الذي يتمكن من إيجاد وسيط آخر في الطرف المقابل في السوق، هذا الأخير يحمل أيضاً أمر كتلة يتطابق من حيث شروط الصفقة التي تتعلق بحجم الكمية والسعر مع الأمر الصادر للوسيط من زبونه.

من خلال هذه التعاريف يتضح أن معاملة الكتلة هي صفقات تداول مميزة لأنها تنصب على كمية كبيرة من القيم المنقولة، لذلك فهي تتطلب رخصة من شركة تسيير بورصة الجزائر الـ (SGBV) لأنها قد تمس بمبدأ المساوات بين المستثمرين، لهذا لا يجب أن تجرى معاملات الكتل إلا بعد تطبيق جميع أوامر البورصة وفي نهاية حصة التداول، حيث نصت المادة 106 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 / 97: أنه "لا يرخص بمعاملات الكتل إلا في نهاية حصة التداول"، يعد الحكم الوارد في هذا النص ضماناً قوية لحماية مبدأ المساواة بين المدخرين، قبل وأثناء حصة التداول الفرصة مفتوحة لجميع المستثمرين في البورصة لإبرام الصفقات، بعد تنفيذها جميعها لن يبقى أي مبرر يمنع تنفيذ صفقات الكتل وتصبح مشروعة تماماً.

### **3- تنظيم فروقات الأسعار:**

العرض والطلب الفعلي أثناء جلسة التداول في بورصة الجزائر قد ينجثل لأسباب كثيرة كالمضاربة المصطنعة أو خطأ في التنبؤات التي تنشرها الصحف المالية، فيصبح التسعير غير حقيقي مما يستدعي اللجوء إلى عدة طرق بديلة. هناك عدة أشكال للتسعير

تعتمدها البورصات في القانون المقارن، وكذلك القانون الجزائري الذي سمح لشركة إدارة بورصة القيم باختيار الطرق المناسبة لكل جلسة أو سند؛ حيث نجد نص المادة 81 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 تنص أنه "تم تسعيرة القيم بالاستعانة بالإعلام الآلي أو بطريقة يدوية، وفق الأنماط والالتزامات الخاصة بشركة إدارة بورصة القيم".

يتضح من خلال هذا النص أن شركة إدارة بورصة القيم تملك السلطة والاستقلالية الكاملة من أجل التحكم في مجرى العمليات أثناء جلسة التداول لضبط التسعيرة وحماية السوق من الاختلال غير المبرر أو المصطنع من طرف المضاربين الكبار. لذلك ومن أجل حماية السوق من الأسعار غير الحقيقية التي تنتج عن المضاربة أو أخطاء التنبؤات والأخبار السياسية والعسكرية والاجتماعية التي من شأنها أن ترفع سعر السند لعدة أضعاف قيمته الحقيقية أو العكس حيث تنزل قيمته إلى سعر بعيد جدا عن السعر الحقيقي له؛ تملك شركة إدارة بورصة القيم سلطة تحديد الفروق القصوى في جدول الأسعار حسب طبيعة كل سند وشروط التداول الخاصة به، وللشركة أيضا أن تتخذ جميع التدابير الضرورية في حدود ما يسمح لها به القانون في حالة بلوغ سند ما للفروق القصوى التي حددها (م. 84 من النظام المذكور آنفا).

#### **4- تقلب الأسعار في بورصة الجزائر**

يعبر جانب من الفقه على حالة تقلب الأسعار في البورصة بالقول: "يتعلق سعر سند ما في البورصة بالتسعيرة التي يضعها حملة السندات والرأساليون لقيمتهم. يدخل السند في تسعيرة معينة يوم تسعيره لأول مرة عند إدراجه في البورصة. لكن هذا السعر يتغير فيما بعد لأسباب خاصة بالسند: مقدار عائد السهم، تطلعات المستقبل بالنسبة للمشروع، شكوك حول ملاءة المشروع، تحديد عملة الدفع بالنسبة للسندات الأجنبية،

وأیضا بسبب تغيرات أقل أهمية: فصل الكوبونات (القسائم)، زيادة رأس المال المحقق، مضاعفة الأسهم<sup>1</sup>.

ويضيف نفس الاتجاه الفقهي بأن: "هناك أسباب عامة، ليست خاصة بسند معين، تؤدي إلى تقلب الأسعار بالنسبة لكل القيم المنقولة المدرجة في البورصة، فيقال: البورصة في ارتفاع أو في هبوط؛ تعني كلمة بورصة هنا مجمل عمليات التداول في البورصة. تكون هذه الأسباب العامة ذات مستويات مختلفة، بعضها اقتصادية: مثل أسعار المواد الأولية، خطر هبوط العملة، التضخم، ارتفاع أو انخفاض في قيمة الفائدة. وبعضها الآخر سياسي: ممارسة السلطة من قبل بعض الأحزاب، التخوف من التأميم، السياسة الضريبية، وأكثر من ذلك أيضا الخوف من الاضطرابات أو الحروب"<sup>2</sup>.

"وما يفاقم حالة تقلب الأسعار في البورصة هو المضاربة التي تضخم كثيرا من تلك الأسباب الخاصة والعامة. يضاف إلى ذلك الحساسية القصوى للبورصة، فهي أكثر حساسية تجاه التنبؤات مما هي تجاه الواقع الحقيقي. واتحاد أسواق البورصات الكبرى لا تمنع تقلب الأسعار"<sup>3</sup>.

ولأن أسواق البورصة الحديثة تعتمد نظام إزالة الصفة المادية للسندات، أي يتم التداول في البورصة على قيم منقولة مجردة من سندها المادي، وهي فقط مجرد أرقام وقيود حسابية، فإن العمليات تتم بدون تسليم للسندات ودفع للثمن، هذه الفكرة

<sup>1</sup> . Wascat, Essai sur les variations des prix des valeur mobilières à la bourse de Paris, thèse Paris, 1927. M. C. De Nayer, L'unicité de prix, Bull. Joly Bourse, 1993, 267 ; Nouveaux indices de la Bourse de Paris, Les notes bleues de Bercy, 1993/12. Cité par : G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 80.

<sup>2</sup> . Ibid.

<sup>3</sup> . Ibid.

يعبر عنها بعض الفقه بالقول: "إن كبار المضاربين يستطيعون القيام بمناورات على كميات كبيرة من السندات والقيام بعمليات خطيرة للرفع أو التخفيض للأسعار"<sup>1</sup>.

وتتضخم هذه العمليات أو تتخفف بفعل التدخل الكثيف لمؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: فتدخلها بالشراء أثناء الهبوط يمكن أن يطمئن الرأي العام، وبالعكس دخولها بائعة يمكن أن يؤثر سلبيا وطويلا على سعر بعض السندات، وتنشر الصحافة المالية العديد من المؤشرات البورصية المتعلقة بتطور أسعار القيم المنقولة ذات المردود المتغير<sup>2</sup>.

هناك تدابير خاصة يلجأ إليها للحيلولة دون إحداث تأثير كبير على الأسعار: مثل رقابة جمعية الوسطاء على وسطاء التداول في البورصة التي يمكنها رفض التسعير، بمعنى ترفض الاعتراف بالعملية التي أجريت. كما تستطيع شركة إدارة البورصة أو لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإغلاق البورصة إغلاقا كليا لمدة قصيرة فتجنب بذلك نتائج خطيرة.

### **المبحث الثاني: أوامر البورصة**

بورصة القيم المنقولة هي السوق التي يتم فيها بيع وشراء القيم المنقولة، فنتقل ملكيتها من البائع إلى المشتري؛ الأول لديه أموال يريد استثمارها، أما الثاني فيريد تحويل القيم التي يملكها إلى سيولة نقدية. لكن نقل الملكية أو تحويلها لا يتم بالطريقة التقليدية المتعارف عليها في قانون العقود، رغم أن هذه القيم عبارة عن منقولات.

<sup>1</sup> . Wascat, Essai sur les variations des prix des valeur mobilières à la bourse de Paris, thèse Paris, 1927. M. C. De Nayer, L'unicité de prix, Bull. Joly Bourse, 1993, 267 ; Nouveaux indices de la Bourse de Paris, Les notes bleues de Bercy, 1993/12. Cité par : G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 80.

<sup>2</sup> . Ibid., P. 80, 81.

نظرا لحساسية عملية التداول في البورصة، وما قد ينتج عن الإخلال بقواعدها من أضرار قد تلحق الشركات، المستثمرين أو حتى اقتصاد الدولة برمته، فإن المشرع أحاط عمليات التداول بنظام محكم. أوامر البورصة تعد نقطة البداية في عمليات التداول، حيث يقوم الزبون بإصدار أمر البيع أو الشراء للوسيط في عمليات البورصة الذي يقوم بتنفيذها بعد مناقشة الجوانب السلبية والإيجابية للعملية بين الزبون والوسيط.

لأوامر البورصة أهمية بالغة في التعاملات الواردة على القيم المنقولة في البورصات، لأنه بمجرد قيام الوسيط بتنفيذ أوامر البيع أو الشراء الصادرة إليه من الزبائن تترتب مباشرة الآثار القانونية من تحويل أو نقل ملكية القيم المنقولة من الذمة المالية للبائع إلى الذمة المالية للمشتري. لهذا تعتبر أوامر البورصة النواة والمحور الذي تدور حوله جميع العمليات القانونية التي تؤدي إلى تحريك رؤوس الأموال وتداولها في السوق.

يعني ذلك أن: القيم المنقولة المقيدة في بورصة الجزائر لا يمكن أن يتم التعامل عليها دون صدور هذه الأوامر من الملاك أو زبائن الوسطاء. تنعقد المعاملة بعد صدور أمر صحيح من المستثمر إلى الوسيط في عمليات البورصة الذي يملك ترخيصا أو اعتمادا قانونيا، حيث يقوم في حدود الأمر الوارد إليه ببيع أو شراء القيم المنقولة المحددة بعينها في أمر البورصة.

لكي نبحت جميع الجوانب القانونية لنظام أوامر البورصة في التشريع الجزائري علينا أن نوضح مفهومها (المطلب الأول)، وأنواعها (المطلب الثاني)، وتنفيذها (المطلب الثالث).

### المطلب الأول: ماهية أوامر البورصة.

وسيط التداول في عمليات البورصة يتسلم أوامر البورصة من الزبائن ويقوم بتنفيذها، حيث العمليات في البورصة لا يمكن أن تبدأ إلا بعد قيام الزبون (المستثمر) باختيار الوسيط الذي ينوي التعاقد معه، وبعد ذلك يفصح له عن رغبته في تداول القيمة المنقولة المدرجة في البورصة. إذا تعلق هذه الرغبة بمحاولة الحصول على تلك القيم المنقولة فأمر البورصة في هذه الحالة يسمى أمر الشراء، أما إذا كان الزبون يملك تلك القيم المنقولة ويريد تحويلها إلى سيولة فأمر البورصة في هذه الحالة يسمى أمر البيع. هذه الأوامر بنوعيتها هي أوامر البورصة.

نعرف أوامر البورصة في الفرع الأول، ونبين شكلها القانوني وإثباتها في الفرع الثاني، وشروطها وبياناتها في الفرع الثالث.

### الفرع الأول: تعريف أوامر البورصة

عرف المشرع الجزائري أمر البورصة بموجب المادة 89 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 197/03<sup>1</sup> بأنه: "أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل".

من خلال التعريف يتضح أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها اعتبرت أوامر البورصة عبارة عن تعليمات يصدرها الزبون "المستثمر" للوسيط في عمليات

---

<sup>1</sup> . المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل بالنظام رقم 03/01 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقاً للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 93/10، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

التداول في البورصة، لكنها لم تحدد موضوع أو محل هذه التعليمات، وهو ما يجعل هذا التعريف مفتوح أمام الكثير من التأويلات.

حيث يمكن التوسع في تفسيره ليتعدى أوامر البيع والشراء للقيم المنقولة، فأوامر البورصة تنحصر في البيع والشراء فقط. والتصرفات القانونية الأخرى من رهن وتحويل وغيرها من التصرفات ليست أمرا بورصيا وتخرج عن نطاق النظام الذي يحكم أوامر البورصة. لهذا كان من الأجدر تحديد محل الأمر الذي يصدره الزبون إلى الوسيط في حدود البيع والشراء فقط.

كذلك ورد في هذا التعريف عبارة غامضة جدا هي "أو يبادر بها هذا الأخير" المقصود أن يبادر بإصدار هذه التعليمات الوسيط في عمليات التداول لنفسه. هذه العبارة تدفعنا للتفكير عميقا لفهم المقصود منها، هل المقصود هو أن يقوم الوسيط بالاتصال بالزبون ومحاولة إقناعه بأن يصدر له تعليمات تتضمن البيع أو الشراء للقيم المنقولة، وهو ما يتوافق مع نظام أوامر البورصة؟ أم المقصود هو أن يقوم بإصدار التعليمات لنفسه بالبيع أو الشراء دون أن يرجع إلى الزبون، وهو ما يؤديه التفسير الحرفي للعبارة؟

أمام هذا الغموض يتوجب علينا أن نبحث في الفقه لتتجلى لنا جميع الجوانب القانونية لأوامر البورصة. فقد تم تعريفها بأنها "تفويض من العميل إلى الوسيط في إجراء عمليات البيع والشراء بالبورصة لورقة محددة. ويجب أن يكون الوسيط مرخصا

لإجراء عمليات التداول على تلك الورقة، وأن يكون مجبرا بتنفيذ الأمر فلا يمكنه رفضه"<sup>1</sup>.

إذن فأمر البورصة هو عبارة عن إذن يوجهه الزبون للوسيط في عمليات التداول في البورصة لبيع وشراء قيمة مالية بالبورصة، حيث هذا الأمر يشترط صدوره ممن له الحق في التصرف في هذه القيم المنقولة وموجه إلى صاحب السلطة الشرعية في التداول ليقوم هذا الأخير بتنفيذه وفقا لشروط عمليات البورصة، والوسيط لا يمكنه رفض تنفيذه.

وعبر عنه البعض بأنه "الأمر الصادر من الزبون (المستثمر) للوسيط في عمليات البورصة طالبا منه ومفوضا له القيام بعملية معينة (بيع أو شراء) على قيم منقولة"<sup>2</sup>.

ويدقق جانب آخر من الفقه<sup>3</sup> بخصوص تعريف أوامر البورصة: "هي عبارة عن تفويض أو إذن من العميل إلى الوسيط لبيع أو شراء ورقة مالية معينة (قيمة منقولة)، ويدخل العميل في هذه العلاقة مع الوسيط عن طريق العقد الذي يخول للوسيط أن يدخل في علاقة بيع أو شراء مع المشتري أو البائع للورقة المالية المعينة وفقا لأوامر العميل، ويجب أن يكون الأمر صادرا ممن له الصفة القانونية في عمليات التداول الذي هو الوسيط في عمليات التداول في البورصة، ومقترنا بالتفويض لإجراء التعامل. وأن يكون الأمر منصبا على ورقة مالية محددة، واقتصار هذه العملية على الوسيط لإنجازها

<sup>1</sup> . Riber G., Les droit anglais des sociétés anonymes, Librairie général de droit et de jurisprudence, 1988, P. 85. Par : (مرجع مشار) .  
(إليه أنفا، ص. 368).

<sup>2</sup> . Francis Jack Clark, Management of investment, McGraw-Hill Book, New York, 1983, P. 78. (أشار إليه، عبد الباسط كريم مولود، مرجع مشار إليه أنفا، ص. 369).

<sup>3</sup> . عبد الباسط كريم مولود، مرجع مشار إليه أنفا، ص. 369.

في البورصة سببه الاحتكار الممنوح له من القانون من أجل الانفراد بالوساطة في عمليات التداول في البورصة".

أيضا، يعرف جانب من الفقه أمر البورصة بأنه "الوكالة المعطاة لشركة البورصة من قبل أحد زبائنها ببيع أو شراء قيمة معينة في البورصة. وهذا الأمر ملزم للوسيط حيث لا يستطيع رفض تقديم مساعدته. هذا الأمر يجب تنفيذه بحسب شروط عمليات البورصة. ولا يكون الأمر بالتالي صالحا إلا إذا أعطي للوسيط الذي يتمتع بسلطة قانونية لإجراء العملية"<sup>1</sup>.

لا يكون هذا الإعلان عن الإرادة صحيحا إلا إذا صدر عن شخص كان في حالة رضا تام صدر منه قبولا صحيحا من جهة، ومتمتعا بالأهلية القانونية للبيع والشراء من جهة أخرى. خطورة عمليات البورصة دفعت المحاكم إلى سلوك مسلك متشدد عندما يتعلق الأمر بأوامر البورصة التي تصدر من أشخاص في حالة ضعف أو في حالة عدم التمتع بالأهلية اللازمة<sup>2</sup>.

فيما يخص الرضا، فقد قبلت المحاكم بسهولة الخطأ الناتج عن العجز الذهني الثقافي للشخص، وذلك بكشف الخطأ الحاصل الذي يتعلق بالطبيعة الحقيقية للعملية التي تم تنفيذها، كالشخص الذي ضارب لأجل دون أن يفهم معنى هذه المضاربة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> . « L'ordre de bourse est le mandat donné à société de bourse par un de ses clients d'avoir à vendre ou à acheter à la bourse une valeur déterminée. Cet ordre est obligatoire pour l'intermédiaire, qui ne peut pas refuser son concours. Il doit être exécuté suivant les conditions des opérations de bourse. L'ordre n'est pas conséquent valable que s'il est donné à l'intermédiaire qui a le pouvoir légale de faire l'opération » G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 83.

<sup>2</sup> . G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 83.

<sup>3</sup> . Ibid.

وقد قبل الاجتهاد القضائي أيضا أن الضعف البسيط في الإرادة المعزوة إلى الحالة الجسدية يعادل عيب عدم الرضا<sup>1</sup>. ويمكن في جميع الحالات إثارة عيب التدليس<sup>2</sup>.

### **الفرع الثاني: شكل وإثبات أمر البورصة**

نظرا لحساسية التداول في البورصة، فإن سرعة تحرك الوسيط في عمليات التداول لتنفيذ أمر الزبون في الوقت المحدد، بالكيفية المطلوبة، بجدية وإخلاص، تؤدي إلى النتيجة التي يريد أن يصل إليها هذا الأخير، وهي في غالب الأحيان المضاربة من أجل تحقيق هامش من الربح وفي بعض الأحيان يود الزبون أن يقوم بتسييل القيم المنقولة التي يملكها. في كلا الحالتين فإن التأخر في تنفيذ الأمر، الإهمال، التنفيذ الخاطئ الذي لا يتطابق ورغبة الزبون بموجب الأمر الذي أصدره للوسيط قد يؤدي إما إلى إصابة الزبون بخسائر مباشرة وإما حرمانه من تحقيق ربح أكيد بالتسبب له بفوات فرصة كان ينتظرها ويعمل جاهدا من أجلها.

تجارب الدول الرائدة في نظام البورصة أثبتت أنه من الضروري تنظيم أوامر البورصة من حيث الشكل والإثبات، لأن الكثير من النزاعات القضائية طفت على السطح في هذه الدول بين الوسطاء في عمليات التداول وزبائنهم، تتعلق إما بإنكار إصدار الأمر من أساسه طرف الزبون المستثمر، أو الادعاء بأن التنفيذ لم يطابق أو خالف محتوى الأمر الوارد إلى الوسيط، وفي حالات أخرى يتجاوز الوسيط حدود الوكالة الممنوحة له من زبائنه، أو يرتكب أعمال تخالف مبدأ حسن النية والأمانة التي يتطلبها العقد المبرم بينهما.

<sup>1</sup> . Paris, 16 mars 1922, S. 1922, 2. 134. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 83.

<sup>2</sup> . Req., 17 octobre 1934, Gaz. Pal., 1934, 2. 741. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 83.

نبين ذلك من خلال العنصرين المواليين: أولاً: طريقة إرسال أوامر البورصة، ثانياً: شكل وإثبات أوامر البورصة.

### أولاً: طريقة إرسال أوامر البورصة

نظراً لخطورة عمليات التداول في البورصة، فإنه من الضروري اتخاذ الاحتياطات اللازمة من أجل ضمان سلامة هذه العمليات ولتفادي قدر الإمكان الأخطاء المتعمدة أو غير المتعمدة التي قد تحدث بصدد تنفيذ أمر الشراء أو أمر البيع للقيم المنقولة الصادر من الزبون المستثمر للوسيط في عمليات البورصة.

المقصود بشكل أوامر البورصة هو القالب الذي يفرغ فيه أمر البورصة، أي كيفية صدور الأمر تكون في شكل كتابي بالمفهوم الواسع للكتابة، التقليدية وغير التقليدية، كالكتابة على الورق والكتابة الإلكترونية. أو في شكل شفهي.

لم ينظم المشرع الجزائري مسألة الشكل بالنسبة لأوامر البورصة فقط، بل تجاوز ذلك إلى تنظيم طريقة إرسالها أيضاً، حيث نصت المادة 96 من النظام رقم 03.97<sup>1</sup> أنه "يتم إرسال الأمر من الأمر إلى الوسيط في عمليات البورصة بأية وسيلة ووفق الشروط المحددة بين الزبون ووسيطه في عمليات البورصة في اتفاقية الحساب الموقعة من الطرفين عند فتح حساب السندات".

---

<sup>1</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقاً للقيادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

يستفاد من هذا النص أن المشرع الجزائري لم يقيد الوسيطاء في عمليات التداول وزبائنهم من حيث اتباع طريقة إرسال معينة يتم بموجبها تبليغ الأمر للوسيط. تاركا هذه المسألة لاشتراطات الطرفين في العقد المتضمن الوساطة البورصية المبرم بينهما، الذي قد يكون عقد وكالة، أو عقد آخر.

السبب في ذلك هو السرعة التي تتطلبها عمليات التداول، لأن فرض قيود معينة تتعلق بكيفية إرسال الأمر قد تتسبب في ضياع فرص الربح التي يصبوا إليها الزبون، فنكون أمام حالة من حالات الغلق القانوني الذي لا يناسب مطلقا السوق المالية والاقتصاد في النظام الليبرالي.

في البورصات الرائدة في الدول المتقدمة يؤدي التأخر في وصول الأوامر إلى تفويت فرص الربح، وإلى الإصابة بالخسائر. حيث أصبح هبوط السعر وصعوده يتغير بتغير الثواني، وليس الأيام والأسابيع. المرونة الواردة في نص المادة 96 تفي جيدا بالغرض، لأن المشرع الجزائري يعرف جيدا مكانة السرعة في نظام التداول في البورصة، في حالة اعتماد تقنيات التداول الإلكتروني عبر الأنترنت فإن هذا النص لن يعيق العملية وسيبقى مناسباً جداً لتلك التقنيات.

يتم الإشارة بوضوح في اتفاقية الحساب للطريقة التي يتم عن طريقها إرسال الأمر. فإما يتم ذلك عن طريق إيداعه مكتوبا لدى الوسيط عن طريق تنقل الزبون شخصيا إلى مقر الوسيط، أو عن طريق البريد، الفاكس، أو الحاسوب فيتم تضمينه في رسالة إلكترونية، أو رسالة نصية عن طريق الهاتف المحمول. كما يمكن تبليغه شفويا عن طريق الهاتف.

هذا ما نص عليه المشرع الجزائري بالنسبة لكيفية اتصال الوسيط في عمليات التداول في البورصة بالأمر الذي أصدره له الزبون. لكن ما هو توجه المشرع بالنسبة للشكل الواجب أن يفرغ فيه أمر البورصة؟

### **ثانيا: شكل وإثبات أوامر البورصة**

أجاز المشرع الجزائري إرسال أوامر البورصة بأية طريقة يتم الاتفاق عليها في اتفاقية فتح الحساب المبرمة بين الزبون والوسيط في عمليات البورصة. لكن بالنسبة للشكل الذي يجب أن يتم فيه إفراغ الأمر فقد قيده بالكتابة كقاعدة عامة، وأورد عليها استثناء واحدا مقترنا بشرط؛ فالقاعدة العامة نجدها في نص المادة 97 فقرة 01 من النظام رقم 103.97<sup>1</sup> التي نصت بأنه "في حالة إرسال أمر من أوامر البورصة كتابيا، يجب أن يكتب هذا المحرر طبقا لنموذج الأمر المستعمل من طرف الوسيط في عمليات البورصة ويجب أن يوقع من قبل الأمر، وأن يكون النموذج معتمدا من قبل اللجنة".

نستخلص من النص أن إفراغ أمر البورصة في شكل مكتوب يعد إجباريا بالنسبة للمستثمر الذي يصدر الأمر. ولا يمكن للوسيط في عمليات التداول في البورصة أن يقوم بتنفيذ أوامر شفوية صادرة من الزبون. بل هو ملزم بتحضير نموذج أو عدة نماذج معدة مسبقا خاصة بأوامر البيع وأوامر الشراء، ويجب أن تكون معتمدة رسميا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

إلا أنه ونظرا لطبيعة عمليات التداول في البورصة والتي تتأثر كثيرا بالقوالب الشكلية التي تستهلك الكثير من الوقت، فإن المشرع راعى هذه الخاصية، وأورد استثناء على ضرورة كتابة أمر البورصة قبل اتصال الوسيط به؛ يتعلق هذا الاستثناء بتلك الأوامر التي ترسل عن طريق الهاتف، فجوهر البورصة وأساس استمرارها هو

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97، سبقت الإشارة إليه.

المضاربة من أجل كسب أموال من طرف المستثمرين الذين يضاربون لتحقيق فارق بين سعر البيع وسعر الشراء، هذا الفارق هو الدافع الذي يلف المستثمرين حول البورصة، وبالتالي تتحقق استمراريته فتستمر عملية تمويل المشاريع عن طريقها.

تطور المضاربة في البورصات وتشعبها وكثرتها دفع إلى إقرار أوامر البورصة التي ترد إلى الوسيط عن طريق الهاتف من طرف الزبائن، فضلا عن ذلك فإن الدور الأساسي للبورصة في اقتصاد أي دولة يكمن في جلب رؤوس الأموال من الخارج، وتواجد المستثمر في دولة أخرى خارج البلاد لا يعيق إصدار أوامره بالبيع والشراء للوسيط الذي تعاقد معه.

نص المشرع الجزائري صراحة على هذا الاستثناء بموجب نص المادة 97 فقرة 02 من النظام رقم 03.97<sup>1</sup> "في حالة الأمر بواسطة الهاتف يجب على الأمر تأكيد إرسال الأمر كتابيا". هذا يعني أن المشرع أجاز الأوامر الشفوية التي تصل الوسيط في عمليات البورصة من الزبون عن طريق الهاتف. لكن هذا النوع من الأوامر قرنه المشرع بشرط وهو أن الزبون ملزم لاحقا بتأكيد الأمر كتابيا.

لكن ما يؤخذ على المشرع في هذا الصدد أنه لم يدعم هذا الاستثناء بالاحتياطات اللازمة منعا للتلاعب أو الغش. حماية للمستثمر من قيام الوسيط بعمليات بيع أو شراء لم تكن محل أمر من المستثمر والتي قد تضر بدمته المالية، من جهة، وحماية الوسيط في عمليات التداول من المسؤولية المدنية في حالة إنكار الزبون المستثمر بأنه أصدر الأمر، من جهة ثانية.

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97، سبقت الإشارة إليه.

أمام هذا الإشكال الموجود في هذا النص فإنه من الضروري بالنسبة للوسيط في عمليات التداول أن يتخذ الاحتياطات اللازمة بنفسه ليثبت أنه تلقى الأمر فعلا من الزبون، لأن عبئ الإثبات يقع على عاتقه، وذلك عن طريق تأسيس نظام تسجيل خاص بالمعاملات الواردة إليه والتي تتضمن أوامر بورصة صادرة من الزبائن. وذلك على غرار التشريعات المقارنة، فمثلا في مصر أجازت اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال<sup>1</sup> لشركات الوساطة أن تأخذ أوامر عملائها هاتفيا وفقا لنظام تسجيل هاتفي معد لهذا الغرض شريطة أن يوافق عليه كتابة فيما بعد.

القضاء في فرنسا استقر على أنه يجب على الوسيط في عمليات التداول أن يقوم بتنفيذ الأمر في البورصة وفقا للصيغ والأشكال التجارية، لان ذلك يعتبر بداية التداول، وعملية التداول برمتها تعتبر عملا تجاريا. وبالتالي فإنه يجب تطبيق مبدأ حرية الإثبات التجاري<sup>2</sup>.

الاجتهاد الغالب في فرنسا في هذا الصدد هو<sup>3</sup>: أن أمر البورصة يوجهه الزبون إلى الوسيط بأية وسيلة كانت. وذهب القضاء الفرنسي أيضا أنه يستعان بجميع وسائل الإثبات خاصة عندما يتم إرسال الأمر عن طريق الهاتف<sup>4</sup>. ويعتبر من مسؤولية الوسيط أن يحرص على أن يطلب تأكيد الأمر كتابة من زبونه، ليتفادى سوء النية المحتملة من الزبائن، ويقوم بذلك في حالات الضرورة بواسطة برقية<sup>5</sup>. ويعتبر تلقي رأي الزبون

<sup>1</sup>. المادة 263 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992.

<sup>2</sup>. G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 84.

<sup>3</sup>. Lyon, 3 mars 1885, Dalloz, 1886, 2. P. 112 ; Paris, Tribunal de grande instance, 1<sup>er</sup> mars 1990, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1990, P. 128. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 84.

<sup>4</sup>. Paris 26 avril 1934, Dr. Financier 1934, P. 214 ; Reims, 9 juin 1975, Banque 1976, 91 ; Paris, 25 avril 1989, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1990, P.45. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 84.

<sup>5</sup>. Art. 4,5,8, du règlement général du COB., Bull. COB., février 1991.

من طرف الوسيط فيما يتعلق بالعملية دون أن يثير نزاعا مباشرا مع الوسيط تثبيتا لأمر البورصة<sup>1</sup>.

بناء على ما تقدم فإنه لا يجوز للوسيط في عمليات التداول في البورصة أن يتصرف حسب رأيه المطلق، أو أن يفرض رأيه عندما يقوم بالتعامل بالقيم المنقولة لصالح المستثمرين؛ ما لم يكن مخلولا من طرف هؤلاء بموجب تفويض خطي سابق أو لاحق لممارسة عملية بيع أو شراء للقيم المنقولة.

إذن ما ذهب إليه المشرع الجزائري بصدد إجازته للأوامر المرسلة عن طريق الهاتف، يعد صائبا لأنه يخدم متطلبات سرعة الإنجاز وإتمام الصفقات في البورصة. بشرط أن تثبت هذه الأوامر فيما بعد كتابيا ويوقع عليها المستثمر تفاديا لسوء النية المحتمل من كلا الطرفين، وهو ما من شأنه أن يقلل إلى حد كبير من النزاعات المحتملة بين الزبائن والوسطاء في عمليات البورصة.

تأسيسا على ما سبق فإن المشرع الجزائري يوجب أن يكون أمر البورصة مكتوبا. حيث يرى البعض<sup>2</sup> أنه "رغم أن هذا الشرط يصطدم من الناحية العملية بضرورات السرعة في إنجاز الصفقات التي يتم التعامل عليها بالبورصة بعيدا عن التعقيدات والشكليات التي تحد من سرعة إنجاز المعاملات. ومع ذلك فإن اشتراط الكتابة في أمر البورصة أمر مهم وعلى الأخص لقضايا الإثبات في النزاعات وحماية لحقوق المتعاملين في البورصة".

<sup>1</sup> . G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 84.

<sup>2</sup> . عبد الباسط كريم مولود، مرجع سبقت الإشارة إليه، ص. 372.

### الفرع الثالث: شروط وبيانات أوامر البورصة

لم يتوقف المشرع الجزائري عند حد تنظيم أوامر البورصة من حيث طريقة إرسالها وشكلها الكتابي والأحكام الخاصة بالأوامر الشفهية فقط. وإنما تعدى ذلك إلى تنظيم البيانات التي يجب أن يشتمل عليها الأمر لكي يكون صحيحا ويجب أن يتوافق والشروط الجوهرية (أولا: شروط صحة أوامر البورصة). ومن خلال دراسة الشروط التي يتطلبها أمر البورصة لكي يكون صحيحا نقوم باستنتاج خصائصه (ثانيا: بيانات أوامر البورصة).

#### أولا: شروط صحة أوامر البورصة

لكي يكون أمر البورصة صحيحا ومنتجا لجميع آثاره القانونية، يجب أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط القانونية تتعلق بكل من الزبون والوسيط في عمليات التداول في البورصة. فبالنسبة للزبون (المستثمر) يجب أن يصدر أمر البورصة من شخص تتوفر فيه الأهلية، لأن أمر البورصة هو تعبير عن إرادة الزبون في بيع أو شراء قيما منقولة معينة في البورصة.

لم يتضمن التشريع الخاص ببورصة القيم المنقولة الجزائرية أي حكم صريح ومباشر يتعلق بنوع أهلية مصدر أمر البورصة. لكن التعامل بالأسهم والسندات يعد من الأعمال التجارية، وبالتالي الأهلية التي يتطلبها إصدار أمر من أوامر البورصة هي أهلية القيام بالأعمال التجارية المنصوص عليها في القواعد العامة.

غير أننا نجد أحكاما تشير بطريقة غير مباشرة إلى الأهلية المطلوبة في الشخص الطبيعي والشخص المعنوي مصدر أمر البورصة. تتعلق هذه الأحكام بأحد الشروط التي يجب أن يتحقق منها الوسيط في عمليات البورصة عندما يتقدم الزبون من أجل إبرام اتفاقية فتح الحساب الذي يعد ضروريا قبل مباشرته استثماراته في البورصة.

حيث نصت المادة 17 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03<sup>1</sup> أنه "عند فتح حساب باسم شخص طبيعي يتحقق الوسيط في عمليات البورصة من هوية الشخص ويتأكد بأن هذا الأخير تتوفر فيه القدرات المطلوبة".

هذا النص يشير إشارة مباشرة إلى أهلية الشخص الطبيعي، صاحب الحساب الذي سيستعمله الوسيط لتنفيذ أوامر الزبون ببيع أو شراء القيم المنقولة. فعبارة "تتوفر فيه القدرات المطلوبة" يقصد بها الأهلية المطلوبة، لأنه بالعودة إلى النسخة الفرنسية من النص نجده مصاغاً كالتالي:

Art. 17 (A l'ouverture d'un compte au nom d'une personne physique l'I.O.B. vérifie l'identité de la personne et s'assure qu'elle a la capacité requise).

بمعنى أن النص في نسخته العربية احتوى خطأ في الترجمة، فتمت ترجمة مصطلح "La capacité" بكلمة "القدرة" في النص العربي، في حين أن الترجمة الصحيحة هي "الأهلية". لكن هذا النص استعمل كلمة الأهلية على إطلاقها، ولم يحددها بنوعها، أهلية ممارسة الأعمال المدنية أو أهلية ممارسة الأعمال التجارية، وهو ما يحيلنا إلى القواعد العامة كما سبق القول آنفاً.

أما بالنسبة لأهلية الشخص المعنوي فإننا نجد المادة 18 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03<sup>2</sup> تنص: "قبل القيام بفتح حساب باسم شخص

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03، المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم (ج.ر. العدد 36 المؤرخة في 1.6.1997).

<sup>2</sup>.المشار إليه آنفاً.

معنوي يجب على الوسيط في عمليات البورصة الحصول على وثيقة من هذا الأخير تؤهل ممثل الشركة للقيام بفتح الحساب ولإجراء عمليات فيه".

هذا النص يشير بطريقة واضحة إلى الأهلية التي يتطلبها القانون في الشخص المعنوي مصدر أمر البورصة إلى الوسيط في عمليات التداول، نستنتج ذلك من العبارة الأخيرة "ولإجراء عمليات فيه"، لأن المقصود بالعمليات هي أوامر البورصة بنوعيتها، أي أوامر البيع وأوامر الشراء للمقيم المنقولة التي توجه إلى الوسيط في عمليات البورصة من أجل تنفيذها.

الحساب المقصود في هذا النص هو عبارة عن حساب خاص بعمليات التداول في البورصة. بالتالي فإن الأهلية التي يتطلبها القانون من أجل أن يكون أمر البورصة الصادر من الشخص المعنوي صحيحا هي أن يصدر من الشخص الطبيعي ممثل الشخص المعنوي عند إبرام اتفاقية فتح الحساب.

كما لا يصح أمر البورصة إلا إذا كان مصدر الأمر مالكا فعلا للمقيم المنقولة محل الأمر بالبيع. الملكية المقصودة في هذه الحالة ليست الحيازة المادية للسهم أو السند، لأن الأسهم والسندات التي يتم تداولها في بورصة الجزائر هي عبارة عن قيود حسابية، بمعنى أن القيم المنقولة تم إزالة صفتها المادية. والمقصود بالملكية هو وجود هذه القيم مقيدة في حساب الزبون الذي قام بفتحه وفق اتفاقية حساب موقعة بينه وبين الوسيط في عمليات التداول عند فتح حساب القيم المنقولة.

بالنسبة للأهلية، أيضا، القيم المنقولة التي تعد غير قابلة للتجزئة، بقوة القانون؛ هذه الخاصية تتوافق تماما مع نظام التداول في بورصة الجزائر، فهي ضرورية وحيوية بالنسبة للسوق البورصي، لأنه من غير المعقول أن نتصور عدة ملاك لنفس الورقة المالية، سهم مثلا، يصدرون للوسيط في عمليات البورصة في الوقت نفسه أوامر

بورصية متناقضة من حيث السعر أو من حيث وقت التنفيذ، في مثل هذه الحالة سيصطدم النظام البورصي بواقع شاذ يعطل عملية التداول في البورصة برمته.

القاعدة أن الورقة المالية يملكها شخص واحد، يملك حق تداولها عن طريق إصدار أوامر البورصة التي تناسبه، أو يمارس حقوقه التي يخولها له السند في مواجهة الشركة، كحق التصويت في الجمعية العامة، صوت واحد عن كل سهم. لكن قد يحدث أن تؤول ملكية السند لعدة أشخاص مثل حالة الميراث، فتصبح ملكية السند شائعة؛ علق المشرع ممارسة الحقوق للملاك على ضرورة اختيار أحدهم أو تعيين نائب عنهم لممارسة الحقوق اللصيقة بالسند كالتداول في بورصة الجزائر عن طريق إصدار أوامر البورصة، وكذلك ينوب عنهم لممارسة تلك الحقوق في مواجهة الشركة<sup>1</sup>.

السبب في ذلك هو أنه من غير المعقول أن يتم تداول نفس السهم من طرف أكثر من شخص واحد في بورصة الجزائر، لأن ذلك سيؤدي إلى تطبيق عدة أوامر بورصية متناقضة في النظام الإلكتروني للتداول.

وأخيرا، فإنه من أهم شروط صحة أوامر البورصة على الإطلاق والذي يتعلق بالطرف المنفذ للأمر، أي يتعلق بالوسيط في عمليات التداول، هو وجوب أن يتوافر هذا الأخير على الأهلية اللازمة للقيام بعمليات التداول؛ بمعنى يجب أن يكون الوسيط حاصلا على رخصة التداول في البورصة من ناحية، ومفوضا بتلقي أمر البورصة بخصوص قيمة منقولة معينة من ناحية ثانية.

---

<sup>1</sup>. تنص المادة 679 / 2 من القانون التجاري الجزائري "ويمثل المالكون الشركاء للأسهم المشاعة في الجمعيات العامة بواحد منهم أو بوكيل وحيد. فإذا لم يحصل اتفاق، عين الوكيل من القضاء بناء على طلب أحد المالكين الشركاء الذي يهيمه الاستعجال".

فبالنسبة لأهلية الوسيط في عمليات البورصة التي يتطلبها القانون من أجل تنفيذ الأمر الصادر من الزبون، ينص المشرع الجزائري صراحة في هذا الصدد، بموجب المادة 4 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03<sup>1</sup>، بأنه: "لا يمكن ممارسة الوساطة في عمليات البورصة إلا من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات أسهم معتمدة من طرف اللجنة".

من خلال هذا النص يتضح أن عملية تنفيذ أوامر المستثمرين لا تكون صحيحة إلا إذا قام بها وسيط في عمليات البورصة معتمد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يملك أهلية التفاوض فيما يتعلق بالقيم المنقولة محل أمر البورصة.

يعد التداول من خلال الوسيط في عمليات البورصة من النظام العام البورصي، نظرا لتعقيدات العملية وخطورتها على المستثمرين وعلى نظام التداول في البورصة برمته. نمو البورصات في الدول الرائدة في المجال دفع إلى تعزيز مكانة الوسيط، لأن إجراء الآلاف من عمليات التداول في نفس الوقت وضرورات حماية السوق من الفوضى التي قد تؤدي إلى الانهيارات والفضائح المالية دفع إلى إجبار المستثمرين إلى المرور عبر الوسيط.

أما بالنسبة لشرط كون الوسيط يجب أن يكون مفوضا بخصوص التفاوض بالنسبة لقيم منقولة معينة، التي تكون محل الأمر الصادر من الزبون، فإن هذا الشرط يتوفر بمجرد التوقيع على اتفاقية فتح الحساب لغرض التداول في بورصة الجزائر. هذه الاتفاقية عبارة عن عقد موقع بين الزبون المستثمر وبين الوسيط في عمليات البورصة،

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03، المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم (ج.ر. العدد 36 المؤرخة في 1997.6.1).

يحصل هذا الأخير بمجرد التوقيع على الاتفاقية على تفويض من الزبون للقيام بالتفاوض لحسابه.

### ثانياً: بيانات أوامر البورصة

جوهر البورصة هو المضاربة، فمبرر التفاف المستثمرين حولها هو السعي لاستغلال الفرص المتاحة من أجل تحقيق هامش من الربح. حيث أغلب المستثمرين يشترون القيم المنقولة من أجل إعادة بيعها، أو يبيعونها من أجل إعادة الشراء. هذه المضاربة أدت إلى كثرة عمليات التداول في البورصة.

الكم الهائل من الأوامر المرسلة للوسطاء في عمليات التداول من أجل تنفيذها يتطلب أن يتم "تحرير وثيقة أمر البورصة بوضوح كاف من أجل السماح بالتنفيذ من دون خطأ، يجب أن يوضح محل العملية (بيع أو شراء) وعند اللزوم السعر ومهلة التنفيذ"<sup>1</sup>.

فرض المشع الجزائري مجموعة من البيانات يجب أن يتضمنها أمر البورصة، فنصت المادة 92 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97<sup>2</sup> أنه "يجب أن يتضمن كل أمر من أوامر البورصة البيانات الآتية: بيان اتجاه العملية (شراء أو بيع)، تعيين القيمة محل التداول أو خصائصها، عدد السندات المزمع تداولها، إشارة أو حد السعر، مدة صلاحيته، مراجع صاحب الأوامر، وبصفة عامة كل البيانات

<sup>1</sup> . G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 84.

<sup>2</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقاً للهادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

اللازمة لحسن تنفيذه. يمكن لشركة إدارة بورصة القيم أن تشرط أي بيان تكميلي ضروري لمعالجة الأوامر".

بتحديد اتجاه العملية تتم معرفة طبيعة الأمر من طرف الوسيط، فإما أن يكون أمر شراء أو أمر بيع. أما تحديد القيمة المنقولة موضوع التداول فتكون عن طريق تبين نوعها، أسهم أو سندات، وتبين أصلها عن طريق ذكر الشركة أو الهيئة مصدرة الأسهم أو السندات، في هذه الحالة الوسيط مقيد بإجراء العملية على قيم منقولة معينة بالذات. وفي حالة عدم تعيينها بالذات يكفي تحديد خصائصها ليتمكن الوسيط من إجراء العملية وهو يملك هامش أوسع من الحرية في اختيار القيم المنقولة المناسبة لزبونه.

كذلك يجب أن يتضمن أمر البورصة عدد الأسهم أو السندات المراد تداولها. وإشارة أو حد السعر الذي يتقيد به الوسيط، فإذا كان محل أمر البورصة الشراء فحد السعر هو القيمة التي تعتبر كحد أقصى لا يجب تجاوزه من طرف الوسيط في عمليات البورصة أثناء عملية التفاوض، والعكس بالنسبة لأمر البورصة الذي يكون محله بيعا، فإن حد السعر هو المبلغ الأدنى المقابل للقيمة المنقولة الذي لا يجوز للوسيط أن ينزل عنه.

يحدد الزبون أيضا في أمر البورصة المدة الزمنية التي يكون فيها الأمر صالحا للتنفيذ، بانتهاء هذه المدة لا يجوز للوسيط أن ينفذ الأمر، تحت طائلة المسؤولية المدنية للوسيط. يتضمن أمر البورصة أيضا مراجع صاحب الأمر، أي بياناته الشخصية ورقم حسابه.

هذه البيانات تعد إجبارية لا يجوز إغفال أي منها. وبالإضافة لهذه البيانات قد يشترط الوسيط في عمليات البورصة بيانات أخرى حسب ما يراه مناسبا من أجل حسن

التنفيذ. كما يجوز لشركة بورصة القيم المنقولة أن تضيف إلى هذه القائمة أي بيان آخر تكميلي ضروري لمعالجة الأوامر.

من خلال ما سبق نستنتج أن أوامر البورصة في التشريع الجزائري لا تخرج عن كونها أوامر بالبيع أو أوامر بالشراء، لكنها تتأثر بالبيانات الموضحة فيها فتختلف عن بعضها البعض، فيتفرع عنها عدة أنواع. وهو ما نقوم بتفصيله في العنصر الموالي.

### **المطلب الثاني: أنواع أوامر البورصة**

أوامر البورصة تكون إما أوامر بالبيع وإما أوامر بالشراء. وتخضع عملية تحديد الأسعار لقانون العرض والطلب، عدد أوامر البيع وكمية القيم المنقولة المعينة بالذات التي تعرض للبيع. يقوم النظام الآلي بمقارنتها بعدد أوامر الشراء الخاصة بنفس القيم المنقولة، في إطار حد السعر الذي أمر به الزبائن، إذا وجد، تؤدي كل هذه المؤشرات مجتمعة بطريقة أوتوماتيكية إلى تحديد الأسعار التي تعقد بها العمليات أو الصفقات.

“تتنوع أوامر العملاء من حيث مصادرها وقيمتها، فهناك أوامر بمبالغ كبيرة صادرة من شركات التأمين، البنوك وصناديق الاستثمار. وهناك أوامر بقيمة أقل تصدر من الأفراد وعملاء البنوك. كما تتنوع أوامر العملاء من ناحية السعر المطلوب تنفيذ العملية به، فيمكن ألا يحدد سعرا معينا، وإنما حد أقصى إذا تعلق الأمر بالشراء أو حد أدنى إذا تعلق الأمر بالبيع. وقد يتحدد السعر بأفضل الأسعار وخلال فترة

معينة، وقد يتحدد السعر بأول سعر يتم التعامل عليه في البورصة (سعر الافتتاح)، وقد يكون الأمر بالسعر الأفضل أو السعر المحدد<sup>1</sup>.

تبعاً لذلك فإن هناك عدة أنواع من الأوامر تنبثق من أمري البيع والشراء. كلها منظمة من قبل شركة إدارة بورصة القيم المنقولة في الجزائر. لهذا يجب أن تكون أوامر البورصة الصادرة من الزبائن محددة بشكل واضح. فيجب أن يشار فيها بوضوح لنوع القيمة المنقولة موضوع التعامل وكميتها والسعر المراد أن تنفذ على أساسه الصفقة وظروف تنفيذها.

بالتالي، يمكن تقسيم أوامر البورصة إلى ثلاث أنواع تبعاً لمدة صلاحيتها (الفرع الأول)، سعرها (الفرع الثاني) وظروف تنفيذها (الفرع الثالث).

#### **الفرع الأول: أوامر البورصة حسب مدة الصلاحية:**

نصت المادة 94 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97<sup>2</sup> أنه "يمكن أن تتضمن أوامر البورصة الشروط الآتي بيانها التي تخص مدة الصلاحية: . الأمر "الملغى" صالح إلى غاية آخر حصة التسعيرة للشهر الذي يرسل خلاله الوسيط في عمليات البورصة؛

---

<sup>1</sup>. عبد الحفيظ عبد الله عبد ومختار عبد الكريم طلبة، مقدمة في التشريعات الاقتصادية، دار النهضة العربية، 1999، ص. 136، أشار إليه عبد الباسط كريم مولود، مرجع سبقته الإشارة إليه، ص. 375.

<sup>2</sup>. النظام المذكور آنفاً.

. الأمر المنصوص عليه "ليومه" صالح فقط أثناء اجتماع البورصة الموالية لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة؛

. الأمر "للتنفيذ" هو أمر لا يتضمن أي حد لصلاحيته، تحدد مدة تقديمه إلى السوق بثلاثة أسابيع؛

. الأمر "لمدة محددة" هو أمر يتضمن أجلا محددًا لا تتجاوز مدته ثلاثين (30) يوما والذي يحلل كصالح إلى غاية نهاية اجتماع البورصة المنصوص عليها.

في حالة عدم وجود معلومات بخصوص الصلاحية، يعد الأمر ليومه".

يمكن من خلال هذا النص أن نستخرج العديد من أنواع أوامر البورصة حسب المدة الزمنية لصلاحيته: يمكن للزبون (المستثمر) أن يدرج في أمر البورصة الصادر عنه تحديدا دقيقا للوقت الذي يتم فيه التنفيذ فنكون أمام أمر محدد من حيث الزمن. لا يمكن للوسيط أن ينفذ الأمر قبل بداية أو بعد نهاية المدة الزمنية المحددة، فالأمر في هذه الحالة يكون مشروطا بزمن تنفيذ معين، حيث يصبح الأمر لا غيا إذا لم يتم تنفيذه في خلال هذه المدة.

هذه الأوامر تسمى الأوامر المحددة لوقت التنفيذ، فيصبح الزمن أساس تنفيذها. قد تحدد مدة الأمر بيوم أو بأسبوع أو شهر، وقد يكون الأمر مفتوحا أي لم يشر فيه الزبون إلى تاريخ محدد لتنفيذه. إذا أنواع أوامر البورصة من حيث التحديد الزمني هي: أمر البورصة ليومه (أولا)، أمر البورصة لمدة محددة (ثانيا)، الأمر المفتوح المدة (ثالثا)، الأمر الملغى (رابعا).

**أولاً: أمر البورصة ليومه (l'Ordre «de jour»)**

يعتبر أمر البورصة ليومه صالحاً لمدة يوم واحد. أي قابلاً للتنفيذ فقط خلال جلسة التداول التي تم فيها استلامه لأول مرة، فيظل سارياً طيلة ساعات العمل بالنسبة لتلك الجلسة، فإذا ما تسلم الوسيط في عمليات التداول الأمر في الساعات الأولى من الصباح فإنه يبقى ساري المفعول إلى أن يتم غلق باب التفاوض ورفع جلسة التداول بالنسبة لذلك اليوم.

هذا النوع من الأوامر يعد الأكثر ممارسة في البورصة، لأنه يعتبر بالنسبة للمستثمرين التصرف الأكثر أماناً من تقلبات السوق، يلجأ إليه كثيراً من قبل الأشخاص قليلي الخبرة في البورصة والغير معتادين كثيراً على المضاربة.

ففي هذا الصدد يقول البعض: "ما يميز هذا النوع من الأوامر هو أن ظروف السوق إضافة للظروف الاقتصادية وظروف الشركات المتداولة أوراقها المالية بالبورصة عرضة للتغيير بين لحظة وأخرى، ومن ثم فإن ما قد يكون ملائماً للمستثمر في يوم ما قد لا يكون ملائماً له في اليوم التالي"<sup>1</sup>.

غالباً ما يكون الأمر ليومه مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل على قيمة منقولة معينة بالذات.

عبر المشرع الجزائري عن هذا النوع من أوامر البورصة بالأمر المنصوص عليه "ليومه" الذي يكون صالحاً فقط أثناء اجتماع البورصة الموالية لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة (م. 94، ف. 3 من نظام لجنة الكوسوب رقم 03.97 المذكور آنفاً).

<sup>1</sup> . Fischer and Jordan, Security analysis and portfolio management, (4<sup>th</sup> ed.) N.Y., Prentice Hall, 1987, P. 39. (مصدر سابق، )

يصبح هذا النوع من الأوامر ملغى إذا لم يتم تنفيذه وانتهت ساعات العمل المخصصة للتفاوض في جلسة البورصة، بمجرد قرع الجرس من طرف العون المكلف بإدارة الجلسة بتكليف من رئيسه القائم على إدارة شركة تسيير بورصة الجزائر.

لا يجوز للوسيط تنفيذ الأمر ليومه عندما يصبح ملغيا بانتهاء أجله في جلسة تفاوض أخرى تجرى في تاريخ لاحق، وإلا عد تصرفه تجاوزا لحدود الوكالة الممنوحة إليه من الزبون، فيصبح مسؤولا مدنيا في حالة النزاع بينه وبين المستثمر. وإذا تم تغيير تاريخ الأمر ليومه من طرف الزبون ل يتم تنفيذه في جلسة أخرى نكون في هذه الحالة أمام أمر جديد صدر إلى الوسيط في عمليات التداول في البورصة.

ويعتبر الأمر ليومه هو الأصل، من حيث المبدأ، لأنه في الحالة التي يرد فيها الأمر للوسيط في عمليات البورصة خاليا من أي إشارة للمدة الزمنية التي يجب أن ينفذ فيها فإن المشرع الجزائري اعتبره أمرا ليومه (م. 94، ف. الأخيرة، من نظام لجنة الكوسوب رقم 03.97). بمفهوم المخالفة: فإن أوامر البورصة التي تتضمن مدة تنفيذ تزيد عن اليوم تعتبر أوامر استثنائية، نظامها يتضح من خلال العنصر التالي.

#### **ثانيا: أمر البورصة لمدة محددة (l'Ordre à durée limitée)**

عكس أمر البورصة ليومه الذي تنتهي صلاحيته بمجرد غلق البورصة بعد انتهاء ساعات العمل فيها أو بانتهاء جلسة التداول، والذي يعتبر الأصل، لأنه الأمر الأكثر أمانا وشعبية، فإن أمر البورصة الممتد الصلاحية إلى غاية تاريخ محدد لا تنتهي صلاحيته إلا بعد انتهاء المدة الزمنية التي حددها الزبون للوسيط في عمليات البورصة لكي يقوم بالتنفيذ.

هذا الأمر يتميز بقلة اللجوء إليه نظرا لما ينطوي عليه من مخاطرة، خاصة من طرف غير المحترفين. يقول البعض:<sup>1</sup> "هذا النوع من الأوامر غير شائع وغير مألوف في البورصات، فضلا عن أن هذه الأوامر وتنفيذها يشوبها الكثير من التعقيد لذلك ترفض الكثير من شركات الوساطة وعلى الأخص في الولايات المتحدة الأمريكية هذا النوع من الأوامر، لأنها تشكل عبئا إضافيا على هذه الشركات، والوسيط الذي يقبل هذا النوع من الأوامر يوقع المستثمر على تعهد بالتزامه بتحمل المخاطر التي يتميز بها الأمر الأسبوعي والشهري، حتى يجنب نفسه المسؤولية".

بالعودة إلى المادة 94 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97، نجد الفقرة 5 منها تنص: "الأمر لمدة محددة هو أمر يتضمن أجلا محددًا لا تتجاوز مدته ثلاثين (30) يوما والذي يحلل كصالح إلى غاية نهاية اجتماع البورصة المنصوص عليها".

تحدد مدة صلاحية الأمر في هذا النوع بعدد من الأيام، فيكون الأمر صالحا لغاية تاريخ معين بشرط ألا يتجاوز هذا التاريخ مدة ثلاثين يوما يبدأ احتسابها من يوم إصدار الأمر. وقد تنتهي صلاحيته قبل تمام الثلاثين يوما إذا كان اجتماع البورصة الذي يلي آخر اجتماع للبورصة يتعدى الأيام المتبقية من مدة الثلاثين يوما، أي آخر جلسة تداول.

تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن المشرع الجزائري لم يعتمد أمر البورصة الأسبوعي الذي ينتهي بمجرد انتهاء الأسبوع الذي صدر فيه. كما لم يعتمد الأوامر لمدة

<sup>1</sup> . عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 387.

مفتوحة، ففي كل الأحوال لا يمكن لأمر البورصة في بورصة القيم المنقولة بالجزائر أن يتجاوز مدة 30 يوما.

### ثالثا: الأمر المفتوح المدة

هو الأمر الصادر من الزبون للوسيط في عمليات البورصة، والذي يتضمن إشارة واضحة تفيد بأن المستثمر يريد لهذا الأمر أن يبقى ساريا إلى غاية تنفيذه من طرف الوسيط أو يقوم الزبون بإلغائه. بمفهوم المخالفة فلا يعد أمرا مفتوحا الأمر الذي سكت عن تحديد المدة الزمنية للصلاحيّة، لأن سكوت الأمر عن تحديد مدة الصلاحيّة لا يمكن تفسيره ضمنا بأنه يريده أمرا مفتوح المدة.

فالسكوت في هذه الحالة لا يعد تعبيراً عن الإرادة، حتى لو اقترن بتعامل سابق بين الزبون والوسيط، وحتى ولو أدى هذا السكوت لتحقيق مصلحة المستثمر. والسبب في ذلك هو اصطدامه بقاعدة ثابتة في جميع القوانين المقارنة للبورصات في العالم، هذه القاعدة تفيد بأن جميع أوامر البورصة الخالية من تحديد مدة تتعلق بالصلاحيّة، يتم تفسيرها حسب قاعدة: الأصل في الأوامر الصادرة من الزبائن أنها أوامر ليومها، والإشارة في سند الأمر لمدة صلاحيّة مخالفة يعد استثناء.

لا يوجد في التشريع الجزائري مثل هذا النوع من الأوامر، غير أنه يجب الإشارة إلى أنه يوجد نظام آخر قد يشتبه بنوع الأوامر المفتوحة المدة. إذ كما يقول البعض: أنه "لا ينبغي الخلط بين الأمر المفتوح المدة والأمر غير المحدد المدة الذي يتم تنفيذه في

نفس اليوم الذي صدر فيه. فالأوامر الأخيرة لا تخضع عادة إلى اتفاق بين المستثمر والوسيط على مدة تنفيذها وبالتالي يلتزم الوسيط بتنفيذها في نفس اليوم"<sup>1</sup>.

أما الأوامر المفتوحة فهي الأوامر التي يشترط فيها المستثمر صراحة في عقد الوساطة أن يكون الأمر لمدة مفتوحة، ويجب على المستثمر بين فترة وأخرى التأكد من تنفيذ الأمر من قبل الوسيط.

لكن العادة جرت في البورصات على أن يقوم الوسيط بإرسال خطاب بريدي لعنوان العميل، يكون عادة كل ستة أشهر<sup>2</sup>، يؤكد فيه الوسيط للمستثمر أن الأمر مازال قائماً وفي نفس الوقت يطلب منه الرد خلال مدة معينة ليؤكد استمرارية الأمر، فإذا رد المستثمر بالإيجاب يظل الأمر على ما هو عليه، ولكن إذا اتخذ موقفاً سلبياً ولم يتم بالرد فإنه يجب على الوسيط التوقف عن تنفيذ الأمر، وعادة ما ينص في الخطاب المرسل من الوسيط إلى المستثمر على أن الأمر يعتبر ملغياً في حالة عدم رد العميل عليه خلال الفترة المحددة<sup>3</sup>"<sup>4</sup>.

عدم اعتماد المشرع الجزائري لهذا النوع من الأوامر سببه ما تنطوي عليه من مخاطر على بورصة الجزائر هي في غنى عنها نظراً لكونها بورصة فتية جداً، تسعى للتوسع في الوقت الراهن. حيث يريد المشرع في البداية تطوير البورصة من حيث إقبال المستثمرين

---

<sup>1</sup>. صالح راشد الحمراي، دور الشركات في بورصة الأوراق المالي، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2000، ص. 216.

<sup>2</sup>. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 388.

<sup>3</sup>. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص. 129، 130.

<sup>4</sup>. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 388، 389.

عليها وإنعاش السوق، بعد ذلك قد يتوجه المشرع إلى تنويع عمليات التداول فيها. هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإن قلة خبرة المستثمرين تتنافى مع اعتماد هذا النوع من الأوامر لأنها أوامر تنطوي على الكثير من المخاطر، ليس من الحكمة اعتمادها في الوقت الراهن.

في هذا الصدد يقول البعض<sup>1</sup>: "أنه يرتبط بالأوامر المفتوحة نوعين من المخاطر، مخاطر النسيان ومخاطر تغيير المعلومات": "فقد ينسى المستثمر الأمر المفتوح نظرا لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره وحتى إذا تنبه الوسيط في عمليات التداول لوجود الأمر فقد لا يكون الوقت ملائما لتنفيذه. كذلك قد تصل إلى البورصة معلومات مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة المالية في هذه الحالة تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة. وإذا ما وصلت البورصة معلومات تفيد بانخفاض القيمة السوقية للورقة، حينئذ ستستفيد منها أوامر الشراء المحددة، وقد لا تتاح فرصة لتنفيذ أوامر الشراء المفتوحة. وللمستثمر الحق في إلغاء الأوامر المفتوحة في أي وقت ولكن قبل تنفيذها، ولا يكون للوسيط الحق في المطالبة بالتعويض لأن طبيعة هذا الأمر قابلة للإلغاء في أي وقت"<sup>2</sup>.

#### **رابعا: الأمر الملغى (Ordre à révocation)**

اعتمد المشرع الجزائري هذا النوع من أوامر البورصة صراحة بموجب البند الأول من نص المادة 94 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97، حيث

<sup>1</sup>. نفس المصدر، ص. 389.

<sup>2</sup>. Schultz Birl, the stock market and how it works, Harper and Row, New York, Revised Ed., 1963, P. 95. (أشار إليه، عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 389).

نص: "يمكن أن تتضمن أوامر البورصة الشروط الآتي بيانها التي تخص مدة الصلاحية: - الأمر "الملغى" صالح إلى غاية آخر حصة التسعيرة للشهر الذي يرسل خلاله للوسيط في عمليات البورصة...".

الأمر الملغى هو عبارة عن أمر بورصة قابل للتنفيذ منذ إصداره للوسيط إلى غاية قفل آخر جلسة تداول للشهر التقويمي، الذي صدر فيه للوسيط في عمليات البورصة. يصبح هذا الأمر ملغى بعد ذلك ولا يمكن تنفيذه تحت أي ظرف، بل يختفي بطريقة تلقائية وأتوماتيكية من سجل الأوامر، في حالة عدم تدخل المستثمر<sup>1</sup>.

لكن المستثمر يجوز له أن يتدخل من أجل تعديل شروطه أو إلغائه كلية قبل نهاية فترة الصلاحية، كما يمكنه أن يقوم بتجديده بنفس الشروط الأولى في حالة عدم تمكن الوسيط في عمليات البورصة من تنفيذه نظرا لعدم وجود عرض مطابق في الجهة المقابلة في السوق<sup>2</sup>.

يلجأ إلى هذا النوع من الأوامر المستثمر الذي يخشى تقلبات السوق، إذ بموجب الأمر الملغى يتمكن من التعامل بمرونة مع الصفقات التي ينوي إبرامها. فيقوم بإلغاء الأمر إذا رأى أن هناك تطورات من شأنها أن تؤثر على الأسعار بشكل يجعل من الصفقة غير متوازنة. أو يقوم بتعديل شروط الأمر الخاصة بالسعر أو وقت التنفيذ إذا رأى ذلك يخدم مصلحته المالية. والوسيط في هذه الحالة يبذل عناية الرجل الحريص لتنفيذ التعديلات التي أمر بها الزبون.

<sup>1</sup> . Bourse des Crédits: La place de marché, crédits et assurances: Vu le 26 juin 2014 à 11 heures : <https://www.boursedescredits.com/lexique-definition-ordre-revocation-3233.php>

<sup>2</sup> . Bourse des Crédits : La place de marché, crédits et assurances : Vu le 26 juin 2014 à 11 heures : <https://www.boursedescredits.com/lexique-definition-ordre-revocation-3233.php>

ما سبق يعد تصنيفاً لأوامر البورصة من حيث وقت تنفيذها، لكن تحديد وقت تنفيذ الأمر من أجل أن تعقد الصفقة ليس العامل الوحيد الفيصل في تمام عمليات المفاوضة في بورصة القيم المنقولة بالجزائر. إذ هناك شروط أخرى يجب أن تستوفى لكي تتم عملية البيع والشراء للقيم المنقولة في جلسة التداول، والتي تتعلق بأشهر أركان عقد البيع على الإطلاق في قانون العقود: الثمن.

### **الفرع الثاني: أوامر البورصة المحددة لسعر التنفيذ**

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو العامل الأساسي في تنفيذ الصفقة من عدمه<sup>1</sup>. لأن أوامر البورصة هي عبارة عن تفويض صادر من الزبون إلى الوسيط في عمليات التداول من أجل إتمام عملية إبرام عقد بيع بين هذا الأخير وبين الوسيط المقابل في الصفقة، أي ممثل المشتري الذي تلقى هو الآخر أمراً بالشراء من طرف زبونه، في حدود سعر معين.

هذا النوع من الأوامر يتمحور حول ركن الثمن في عقد البيع للقيم المنقولة في بورصة الجزائر، حيث لا ينعقد البيع إلا بتطابق الإيجاب والقبول حول السعر بطريق وسيط البائع ووسيط المشتري.

نظم المشرع الجزائري أوامر البورصة حسب السعر بموجب نص المادة 93 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97<sup>2</sup> فقال: "يمكن أن تتضمن أوامر البورصة الشروط الآتي بيانها بخصوص الحدود:

<sup>1</sup>. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 377.

<sup>2</sup>. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003

- في التسعيرة المتواصلة، لا يتضمن الأمر "بسر السوق" أية إشارة إلى السعر، ويقع تنفيذه تبعا للأوامر الموجودة في السوق.
- في التسعيرة الثابتة، لا يتضمن الأمر "لأفضل سعر" أية إشارة إلى السعر، لا يحدد المشتري أي سعر أقصى ولا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته، ويقع تنفيذ الأمر بالأولوية، بأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق.
- الأمر "بسر محدد" هو الأمر الذي يحدد بمقتضاه المستثمر السعر الأقصى الذي يقبل بدفعه لشراء السندات أو السعر الأقصى الذي بموجبه يقبل التنازل عن السندات.
- وفي حالة عدم وجود إشارة بخصوص الحد، يعالج الأمر كأمر إلى السوق في حالة التسعيرة المتواصلة، ويعالج الأمر في حالة التسعيرة الثابتة كأمر لأفضل سعر".

من خلال هذا النص نستنتج أن أوامر البورصة تنقسم بشكل عام من حيث السعر إلى أربعة أنواع، ثلاثة منها اعتمدها المشرع الجزائري هي: أوامر بسر السوق (أولا)، أوامر بسر محدد (ثانيا)، وأوامر بأفضل سعر (ثالثا) ونوع رابع لم يعتمده يتعلق بأوامر الإيقاف (رابعا).

---

المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقا للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

**أولاً: الأمر بسعر السوق (Market Order) (Ordre au prix du marché)**

نظراً لأهمية هذا النوع من الأوامر، لأنها ذات فعالية في تنفيذ العمليات، ولا تتطلب التوافق مع ظروف السوق من حيث السعر، فهي تتميز بمرونة عالية جداً، حيث يتمكن الوسيط من تنفيذها بسرعة فإن المشرع الجزائري قام باعتمادها، وعرفها بأنها: "في التسعيرة المتواصلة، لا يتضمن الأمر "بسعر السوق" أية إشارة إلى السعر، ويقع تنفيذه تبعاً للأوامر الموجودة في السوق" (البند الأول من المادة 93 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97).

يعرف البعض<sup>1</sup> الأوامر بسعر السوق بأنها: "الأوامر التي لا تتضمن أي تحديد للسعر، وهذه الأوامر يجب أن تنفذ بمجرد استلامها بشكل كلي أو جزئي على أفضل الأسعار الموجودة على الطرف المقابل لحظة إدخاله إلى البورصة، وفي حالة التنفيذ الجزئي فإن الكمية المتبقية تظهر على سجل الأوامر بالسعر الذي تم التنفيذ عليه".

يعاب على هذا التعريف بأنه أغفل الإشارة إلى أن هذا النوع مرتبط فقط بنظام التسعيرة المستمرة، لأن عدم ذكر الارتباط بين الأمر بسعر السوق ونظام التسعيرة المتواصلة يؤدي إلى الاشتباه بين الأمر "بسعر السوق" وبين الأمر "لأفضل سعر" حيث هذا الأخير يرتبط بنظام التسعيرة الثابتة. فعملية التسعيرة بالثبوت هي تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى على قيمة منقولة معينة خلال جلسة التداول.

<sup>1</sup> . رشا حطاب، النظام القانوني لأمر البورصة، دراسة تحليلية مقارنة، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 24، العدد 1، آذار 2008، ص. 174.

أما نظام التسعيرة المستمرة أو المتواصلة فهو النقيض لنظام التسعيرة الثابتة، وهو الذي يرتبط بالأمر بسعر السوق، حيث في هذا النظام يخضع سعر القيمة المنقولة المعينة بالذات لقاعدة العرض والطلب، وتتغير أسعارها تبعا لذلك، صعودا وهبوطا، إلى غاية إقفال جلسة التداول<sup>1</sup>.

“يعد أمر البورصة بسعر السوق من أكثر الأوامر شيوعا”<sup>2</sup> في البورصات في الأنظمة المقارنة، “بمقتضاه يطلب المستثمر من الوسيط في عمليات البورصة تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وهذه الأوامر تقتضي من الوسيط أن يظهر مهارته وكفائته وأمانته لتنفيذ الأمر بأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل. ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة لذلك يطلق عليه بالأوامر الفورية (Immediate Order)، ولا شك أن المستثمر عند إعطاء هذا النوع من الأوامر يكون على علم غالبا بالسعر السائد في البورصة، سواء من خلال وسائل الإعلام أو من خلال الوسيط نفسه”<sup>3</sup>.

“فضلا عن ذلك ففي البورصات العالمية ترسل بيانات الصفقة التي تمت إلى المركز الحاسوب، الذي يعرضها لتلتقطها شركات الوساطة والمستثمرين، لكي تتوافر

---

<sup>1</sup> . منذ أن باشرت بورصة القيم المنقولة بالجزائر نشاطها الفعلي فإنه لم يتم العمل بنظام التسعيرة المستمرة أبدا، وذلك بسبب انخفاض حجم التداول. موقع بورصة الجزائر: (<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>)، شوهد يوم 2017.12.12.

<sup>2</sup> . Francis Jack Clark, Op. cit. P. 80. (مصدر) . أشار إليه، عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 377 (سابق، ص. 377)

<sup>3</sup> . عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 377.

لديهم أحدث المعلومات بشأن الأسعار التي أبرمت بها آخر الصفقات لكل ورقة مالية تم التعامل عليها داخل البورصة"<sup>1</sup>.

يصف جانب من الفقه هذا النوع من الأوامر بالقول: "فالأمر بسعر السوق ينفذ بسعر أحسن عرض في السوق، في اللحظة التي يصدر فيها الأمر للشراء، بالنسبة لأمر الشراء، ويسعر بأفضل طلب إذا كان الأمر يتعلق بأمر بيع"<sup>2</sup>.

هذا يعني أن الزبون يصدر أمره إلى الوسيط في عمليات التداول من أجل السعي لإبرام صفقة بأفضل سعر، في هذه الحالة الوسيط غير مقيد بسعر معين، ولكنه من المفترض أن يبذل عناية الرجل الحريص من أجل الشراء أو البيع، حسب الحالة، بشروط أفضل من حيث السعر.

فإذا كان سعر القيمة المنقولة يتجه نحو الصعود سارع إلى الشراء في الدقائق الأولى لبداية حصة التداول، إذا كان أمر الزبون عبارة عن أمر شراء، والعكس إذا ما لاحظ أن سعرها يتسارع نزولا فينتظر في هذه الحالة إلى غاية اقتراب الدقائق الأخيرة لحصة التداول ليبرم الصفقة.

أما إذا كان أمر الزبون عبارة عن أمر بيع، فالوسيط في هذه الحالة مطالب منه، أيضا، أن يبذل عناية الرجل الحريص من أجل بيع القيم المنقولة محل الأمر الصادر من العميل بأحسن سعر، فيتحرك في اللحظة المناسبة ليبرم الصفقة، فإذا كان السعر يتحسن صعودا ينتظر الدقائق الأخيرة، والعكس إذا كان السعر يتقهقر، فيسرع لإبرام الصفقة باكرا.

<sup>1</sup> . نفس المرجع، ص. 378.

<sup>2</sup> . G. Ripert / R. Roblot, Précité, P. 84.

لكن ما يلاحظ في مثل هذه الحالة أن المشرع الجزائري أشار بطريقة غير واضحة إلى المعيار الذي يتم على أساسه قياس العناية التي يتوجب على الوسيط أن يبذلها من أجل تنفيذ هذا النوع من الأوامر. لأنها تنطوي على مخاطر كثيرة قد تمس بمصلحة الزبون إذا ما تراخى الوسيط في عمليات التداول في تنفيذ الأمر بأحسن سعر.

فالعملية دقيقة جدا تحتاج إلى مهارة فائقة يجب أن يظهرها هذا الأخير أثناء التنفيذ، فقد يبرم صفقة البيع بعد أن تتهاوى الأسعار بشكل كبير بسبب تقصيره، أو قد يبرم صفقة الشراء بعد فوات الأوان بأسعار مرتفعة جدا.

في هذا الصدد وحماية لمصلحة المستثمرين من أن تتأثر بالمصالح المتضاربة داخل البورصة نجد نص المادة 31 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.96<sup>1</sup> تنص أنه "في إطار علاقاتهم تجاه الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة إياهم على الوسيط في عمليات البورصة الحرص على تنفيذ الأوامر على أساس أحسن ظروف السوق وذلك اعتبارا لأمر الزبائن".

من خلال هذا النص نجد أن المشرع عبر عن نوع العناية التي يجب أن يبذلها الوسيط في عمليات البورصة وهو بصدد تنفيذ التزاماته تجاه الزبائن بكلمة "الحرص"، على خلاف العادة في عدة قوانين أخرى جزائرية، مثل القانون المدني، أين دأب المشرع على استعمال عبارات واضحة للإشارة إلى نوع العناية التي يجب أن يبذلها الملتزم في قانون العقود مثل عبارة "يجب أن يبذل من العناية ما يبذله الرجل العادي، أو الرجل

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.96 المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، (ج.ر. العدد 36 المؤرخة في 1997.6.1).

الحريص". فهل المقصود بكلمة "الحرص" في هذا النص أن المشرع يريد إلزام الوسيط ببذل عناية الرجل الحريص بمناسبة تنفيذه لأمر البورصة بسعر السوق؟

هذا ما يبدو واضحا جدا، فالكلمة ذات دلالة قوية على التزام الوسيط في عمليات البورصة ببذل عناية الرجل الحريص، حيث أن تفسيرها الحرفي بأنها تدل على هذا المعيار لا شك فيه، لأنه يتساوى المعنى في اللغة بين عبارة "عليه أن يحرص في القيام بالعمل" وبين عبارة "عليه أن يقوم بالعمل كما يقوم به الرجل الحريص". لكن هناك خطب في هذه المسألة، يتعلق بوجود نص آخر يتناقض تماما مع هذا الحكم؟

فالعلاقة التعاقدية التي تربط الوسيط في عمليات البورصة بزبونه هي عبارة عن عقد وكالة، وأحكام عقد الوكالة في القانون المدني الجزائري تضمنت النص المناقض، فالمادة 576 من القانون المدني الجزائري تنص: "يجب دائما على الوكيل أن يبذل في تنفيذه للوكالة عناية الرجل العادي". فأى النصين يعتمد عليه في هذه الحالة؟

إعمال معايير ترجيح النص الواجب التطبيق في هذه الحالة تؤدي إلى اعتماد النص الأول، لأنه النص الأحدث والنص الأخص، فالحكم الوارد في نص المادة 31 المذكورة آنفا يعتبر النص الأحدث من حيث تاريخ الصدور، وهو الأخص إعمالا لقاعدة النص الخاص يقيد النص العام.

بالتالي: فإن مسؤولية الوسيط في عمليات البورصة تستند إلى واجب بذل عناية الرجل الحريص في تنفيذ أوامر البورصة حسب سعر السوق، لا يستطيع أن يتخلص من المسؤولية التعاقدية إلا إذا أثبت أنه بذل أقصى درجات الحيلة والحذر والسرعة المطلوبة وبكل احترافية من أجل تنفيذ الأمر بالسعر الأفضل.

**ثانياً: أمر البورصة بسعر محدد (Ordre à cours limité)، (Limited order)**

على نقيض الأوامر بسعر السوق التي لا تتضمن أي تحديد للسعر، فإن أوامر البورصة بسعر محدد هي التي "يشير فيها المستثمر صراحة إلى سعر التنفيذ، فيحدد السقف الأعلى لسعر الشراء في حالة ما إذا كان الأمر أمر شراء، والحد الأدنى لسعر البيع في حالة أمر البيع. ميزة هذه الأوامر أنها تضمن للمستثمر أن الشراء لن يتم فوق سقف السعر الذي كان قد حدده، أو في الحالة العكسية، أن البيع لن يتم بأقل من سقف السعر المحدد. لكن يعاب على هذا النوع من الأوامر أنه قد لا تتوافق وظروف السوق مما يؤدي إلى تعذر تنفيذها من طرف الوسيط في عمليات البورصة"<sup>1</sup>.

في العادة يقوم العميل بإعطاء الوسيط في عمليات البورصة فترة من الزمن لتنفيذ هذا الأمر<sup>2</sup>، فيصبح ينتمي إلى نوعين من أوامر البورصة، الأوامر المحددة من حيث السعر والأوامر المحددة من حيث فترة التنفيذ، أي هو عبارة عن أمر بورصة محدد السعر في وقت معين. أما إذا سكت الزبون عن تحديد فترة التنفيذ أصبح الأمر في هذه الحالة أمراً محدد السعر ليومه، في هذه الحالة الأخيرة فإن الحظ من أجل التنفيذ قد ينعدم تماماً.

الوسيط في عمليات البورصة لا يستطيع تنفيذ أوامر البورصة المحددة السعر إلا إذا كانت ظروف السوق في الطرف المقابل تطابق السعر المحدد في الأمر الذي تحت يده، بمعنى أن الزبون قيد الوسيط بأن غل يده في التصرف بسعر القيم المنقولة محل

<sup>1</sup> . رشا خطاب، مصدر سابق، ص. 174.

<sup>2</sup> . عمر ناطق يحيى الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دراسة تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، مصر، 2011، ص. 233.

الأمر الذي أصدره له. هذا النوع من التقييد يعد حاسما في عمليات التداول في البورصة، له ميزاته وعيوبه:

من ميزاته أنه يحمي مصالح الزبون بشكل جيد، فالمستثمر يعلم جيدا السعر الذي ستتم به الصفقة، وذلك على العكس تماما بالنسبة للأوامر بسعر السوق التي قد يفاجئ المستثمر بعد تنفيذها من السعر الذي تمت به العملية.

بالتالي يعد الأمر المحدد السعر هو الأمر الذي يناسب المستثمرين الذين لا يحبون المفاجآت، والذين ليسوا متأكدين من مهارة وأمانة الوسيط في عمليات البورصة الذي أوكلوا له عقد الصفقة، وأيضا هو يناسب الأشخاص من غير المضاربين أو غير المحترفين.

لكن أمر البورصة المحدد السعر ينطوي على عيوب، فقد يتعذر تنفيذه إطلاقا، حيث لكي يقوم الوسيط في عمليات التداول في البورصة بتنفيذه يجب أن يجد ظروف ملائمة في الطرف المقابل. فإذا كان الأمر هو أمر بيع فمن الضروري لكي ينفذ أن يتوفر في السوق أمر شراء يقبل السعر المحدد المعروض من الطرف الأول. والعكس إذا كان الأمر المحدد للسعر هو أمر شراء.

بمعنى أنه "لا ينفذ الأمر إلا إذا وجد تطابق بين أسعار السوق والسعر المحدد في الأمر، هذا من ناحية. ومن ناحية أخرى قد تتطابق أسعار السوق مع السعر المحدد، لكن لا يمكن تنفيذ الأمر المحدد أيضا في حالة ما إذا كانت الطلبات أكثر من العروض، وقد استوعبتها كلها وكان طلب هذا المستثمر في ترتيب متأخر بالنسبة لباقي العروض.

إذ أن هناك قاعدة مفادها أن الأوامر تنفذ وفق أسبقية وقت ورودها إلى البورصة، فتعطى الأولوية في التنفيذ للطلب الوارد أولاً<sup>1</sup>.

شركة إدارة بورصة الجزائر سنت عدة قواعد تتعلق بالأوامر التي تنفذ بالأولوية عن باقي الأوامر الأخرى أثناء حصة التداول، فالوسيط في عمليات البورصة يلتزم بترتيب أوامر الزبائن مراعاتاً لقاعدة المساواة بين المستثمرين<sup>2</sup>.

فضلاً عن ذلك فهذا النوع من الأوامر يعد بطيئاً جداً، فقد ينتظر الوسيط وقتاً طويلاً لكي ينفذ الأمر، وقد يقوم بعرضه في عدة جلسات من أجل إيجاد طرف آخر يقبل بشروط الصفقة. وهو ما يدفع الوسطاء إلى إعطاء الأولوية للزبائن الذين لم يضربوا حداً للسعر.

اعتمد المشرع الجزائري أوامر البورصة بسعر محدد، وعرفها بأنها: "الأمر "بسعر محدد" هو الأمر الذي يحدد بمقتضاه المستثمر السعر الأقصى الذي يقبل بدفعه لشراء السندات أو السعر الأدنى الذي بموجبه يقبل التنازل عن السندات" (البند الثالث من نص المادة 93 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97<sup>3</sup>).

<sup>1</sup> . سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2000، ص. 508. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 382.

<sup>2</sup> . طالع قواعد الأولوية في تنفيذ الأوامر في جلسة التداول في بورصة الجزائر: المبحث الثاني من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

<sup>3</sup> . سبقت الإشارة إليه.

يبدو هذا التعريف واضحاً جداً، لكنه في الحقيقة يتضمن غموضاً. من بين الأهداف الجوهرية التي كلفت بها سلطة ضبط السوق (الكوسوب) هي حماية السوق عن طريق حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، بمعنى حماية مصلحة المستثمرين في البورصة. من هذا المنطلق نقول: إن الغموض الموجود في هذا النص يكمن في سكوته عن مصلحة محققة للمستثمر هي: في الحالة التي توفر فيها ظروف السوق في الطرف المقابل للصفقة عرض بخصوص السعر؛ أفضل من السعر المحدد من طرف المستثمر في أمر البورصة الذي أصدره للوسيط.

فالنص أعلاه يوحي بأن الوسيط في عمليات البورصة ينفذ الأمر الصادر من الزبون حرفياً، بأن "يقوم بالبيع أو الشراء بالسعر المحدد في الأمر. ولا يستطيع مخالفة هذا الأمر حتى ولو كان في مصلحة المستثمر بسعر تداول أفضل"<sup>1</sup>. السعر الأفضل كما يوضح بعض الفقه هو: "السعر الأقل من السعر المحدد في الأمر الصادر من الزبون في حالة الشراء، وأعلى في حالة البيع، مثال ذلك حالة إعطاء المستثمر أمراً للوسيط بشراء قيمة منقولة معينة وبسعر محدد وليكن (1000) دينار، ويجد الوسيط بأن سعر هذه القيمة المنقولة في البورصة هو (999) دينار وخلال المدة المحددة لتنفيذ الأمر"<sup>2</sup>، بمعنى أن السعر أقل وهو ما يخدم مصلحة المستثمر.

<sup>1</sup> . عمر ناطق يحيى الحمداني، مصدر سابق، ص. 233.

<sup>2</sup> . منير إبراهيم هندي، مصدر سابق، ص. 125.

عندما نتفحص التزامات الوسطاء في عمليات البورصة تجاه الزبائن، وبالعودة لنص المادة 31 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.96<sup>1</sup> التي تنص أنه: "في إطار علاقاتهم تجاه الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة إياهم على الو.ع.ب. الحرص على تنفيذ الأوامر على أساس أحسن ظروف السوق وذلك اعتبارا لأمر الزبائن"، فعبارة التنفيذ "على أساس أحسن ظروف السوق" تتيح للوسيط التنفيذ وعقد الصفقة بأحسن سعر، من حيث المبدأ. لكن هذا الحكم يصطدم في نفس الوقت بحكم آخر مقيد له في نفس النص حيث عبارة "اعتبارا لأمر الزبائن" تفيد بأن الوسيط في عمليات البورصة عليه أن يأخذ بعين الاعتبار مضمون الأمر الصادر من الزبون؛ بمعنى عليه أن يتقيد بالسعر المحدد من طرف الزبون حرفيا، فلا ينزل ولا يصعد عن الحد المبين في الأمر حتى ولو كان ذلك في مصلحة الزبون.

تجدر الإشارة هنا إلى أن نص المادة 62 من قرار شركة إدارة بورصة الجزائر رقم 98 / 02 تلزم الوسيط في عمليات البورصة أن ينفذ أمر الزبون وفقا لأفضل سعر ممكن، وفقا لمبادئ العدل والإنصاف في التجارة، ووفقا لأعلى معايير النزاهة والاحترافية<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.96 المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، (ج.ر. العدد 36 المؤرخة في 1.6.1997).

<sup>2</sup> . Article 62 du REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS ; (décision SGBV 02/99 mise à jour) : « Exécution des ordres au meilleur cours possible ; Un I.O.B. recevant l'ordre d'un client doit, conformément aux principes de justice et d'équité dans le commerce, agir selon les normes supérieures d'intégrité et de conduite professionnelle, dans le but d'exécuter l'ordre du client au meilleur cours possible ».

هذا النص أيضا يصطدم بعبارة "اعتبارا لأمر الزبائن" الواردة في نص المادة 31 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 / 96، المذكور آنفا. هذا التناقض في هذه النصوص يجعل الواجب الملقى على عاتق الوسيط في عمليات البورصة بأن ينفذ بأحسن سعر غير عملي إطلاقا، لأن السعر المذكور في أمر البورصة عبارة عن رقم واضح، لا يستطيع الوسيط أن يقوم بتغييره زيادة أو نقصانا، ولو كان التغيير في أجزاء الرقم التي وردت بعد الفاصلة.

المبرر أن ذلك من شأنه أن يحدث نزاعا بين المستثمر والوسيط، فإذا افترضنا أن الصفقة وردت على عدد كبير من الأسهم لأدى ذلك إلى إحداث فارق كبير في مجمل السعر يقدر بالملايين، وأصبحت المسؤولية المدنية للوسيط في عمليات البورصة ثابتة بالدليل القاطع لصالح زبونه لأنه خالف مضمون أمر البورصة الوارد إليه.

هناك عدة أسباب قد تدفع الوسيط إلى التصرف بحرفية من أجل إنقاذ زبونه من الإفلاس أو الخسارة الكبيرة عن طريق النزول عن حد السعر في بعض الأحيان، كالحالة التي يتحسس فيها بقرب انهيار وشيك في السوق، لأن أعلى معايير الاحترافية تقضي بأن الوسيط عندما يبيع بنزول طفيف عن حد السعر في حصة التداول لإنقاذ زبونه من انهيار وشيك في الحصة الموالية الذي من شأنه أن يفقده نصف قيمة أسهمه وبالتالي نصف ثروته ومدخراته، يكون قد تصرف باحترافية عالية جدا، هي في مصلحة المستثمر أيضا، هذا التصرف لا يختلف كثيرا عن البيع بأكثر من حد السعر، فكلاهما يعتبر خدمة جليلة على درجة عالية من المهنية.

من خلال ما سبق، نستطيع أن نجزم بأنه لا يجوز في التشريع الجزائري مخالفة حد السعر المبين من طرف الزبون في حالة ما إذا كان نوع الأمر هو أمر محدد السعر حتى ولو كانت الصفقة في مصلحة الزبون. هذا يؤدي إلى نتيجتين سلبيتين:

الأولى هي عدم قدرة الوسيط على تحقيق مصلحة المستثمر عن طريق شراء أو بيع القيم المنقولة في بورصة الجزائر بأفضل من سعر الأمر الصادر إليه من الزبون عندما تتاح له الفرصة للقيام بذلك.

أما النتيجة السلبية الثانية هي أن ذلك من شأنه التأثير على نشاط التداول في البورصة، لأنه عندما لا تتطابق الأسعار فإن ذلك يؤدي إلى إقفال جلسة التداول دون تلبية هذا النوع من الطلبات، بحيث لولا هذا المنع لتمت الصفقة، فضلا عن ذلك تتم في مصلحة الزبون.

في البورصات الكبيرة في التشريعات المقارنة نجد بعض الفقه يؤكد أنه قد "جرى العرف في أوروبا أن السعر المحدد في الأمر ليس قاعدة مسلمة"<sup>1</sup>، إذ يتم عقد الصفقات تنفيذاً للأوامر المحددة السعر ما دامت في مصلحة المستثمر، الذي لن يعترض عن ذلك فيما بعد. أما في الولايات المتحدة الأمريكية يؤكد بعض الفقه أيضا: "أنه في حالة عدم الوصول إلى السعر المحدد خلال فترة زمنية معينة فإن الوسيط يلجأ إلى المتخصصين<sup>2</sup> بالتعامل (صناع السوق) ويسجل الأمر لديهم، يقوم المتخصص بالتعامل على القيمة

<sup>1</sup> . نصر علي طاحون، مصدر سابق، ص. 109. كريم مولود، مصدر سابق، ص. 381.

<sup>2</sup> . المتخصصون هم تجار أعضاء في البورصة يتخصص كل منهم في التعامل في قيمة منقولة معينة، أو مجموعة محددة منها. يجمع المتخصص بين نشاط الوساطة والمتاجرة، فهو يشبه الوسيط لأنه ينفذ عمليات الوسطاء الآخرين مقابل عمولة، لكنه تاجر لأنه في نفس الوقت يتداول لحسابه الخاص. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص. 31. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 381 هامش رقم 3.

المنقولة محل الصفقة نيابة عن الوسيط في عمليات التداول في البورصة الأصلي وذلك عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد في الأمر"<sup>1</sup>.

**ثالثا: أوامر البورصة بأفضل سعر (Ordre à la meilleure limite)**

تبنى المشرع الجزائري هذا النوع من الأوامر، وعرفها بموجب البند الثاني من المادة 93 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97<sup>2</sup> بأنه "في التسعيرة الثابتة، لا يتضمن الأمر "أفضل سعر" أية إشارة إلى السعر، لا يحدد المشتري أي سعر أقصى ولا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته، ويقع تنفيذ الأمر بالأولوية، بأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق".

يبدو من خلال هذا التعريف أن أوامر البورصة بأفضل سعر هي تلك الأوامر التي لها علاقة بنظام التسعيرة الثابتة. هذا ما يزيل الاشتباه بين هذا النوع من الأوامر وبين الأوامر بسعر السوق، حيث هذه الأخيرة تتصل بنظام آخر مختلف هو نظام التسعيرة المستمرة.

فعملية التسعيرة بالثبوت هي تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى على قيمة منقولة معينة خلال جلسة التداول. أما نظام التسعيرة المستمرة أو المتواصلة

<sup>1</sup> . عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 381، 382.

<sup>2</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقا للزيادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

فهو النقيض لنظام التسعيرة الثابتة، وهو الذي يرتبط بالأمر بسعر السوق، حيث في هذا النظام يخضع سعر القيمة المنقولة المعينة بالذات لقاعدة العرض والطلب، وتتغير أسعارها تبعا لذلك، صعودا وهبوطا، إلى غاية إقفال جلسة التداول<sup>1</sup>.

#### **رابعا: أوامر الإيقاف (Ordres stop)، (Stop Orders)**

لم يشر المشرع الجزائري لأوامر الإيقاف في نظام بورصة القيم المنقولة صراحة، إلا أنه لم يرقم بحضرها، في هذه الحالة نحن أمام حالة سكوت من طرف المشرع. ولأن عمليات التداول التي تبدأ بإصدار أمر من العميل تعتبر جوهر البورصة ووحدة من حلقاتها الأساسية، وأيضا، لأن نظام التداول برمته يهدف بالدرجة الأولى لحماية المدخرين عن طريق حماية السوق من جميع المخاطر، مثل خطر الانهيار الذي يمس مباشرة الذمة المالية للمتداولين، فإنه في رأينا من الأجدر أن يقوم المشرع باعتماد هذا النوع من الأوامر صراحة، لأنها تعتبر وسيلة جيدة لوقف الخسارة التي قد يتعرض لها المدخر.

يعتبر هذا النوع من الأوامر دقيق جدا ومرن، يلجأ إليه عادة من طرف المستثمرين ذوي الخبرة في المضاربة كوسيلة للتلطيف من الخسائر التي تبدأ في التهام مدخراتهم نظرا لظروف معينة تصيب قيما منقولة معينة يضاربون عليها. عن طريق هذا النوع من الأوامر هم يحاولون إما التخلص منها بسرعة وبطريقة مرنة، وإما الحصول على هذه القيم المنقولة التي تتعرض أسعارها للاضطراب، بسعر أفضل في مواجهة المنافسين في السوق.

---

<sup>1</sup> . منذ أن باشرت بورصة القيم المنقولة بالجزائر نشاطها الفعلي فإنها طبقت فقط نظام التسعيرة بالثبوت، وذلك بسبب انخفاض حجم التداول. المصدر: موقع شركة تسيير بورصة الجزائر: (<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>)، شوهديوم 2017.12.12.

تسمى أوامر الإيقاف أيضا بأوامر إيقاف الخسارة (Stop loss orders)، تنفذ هذه الأوامر عند سعر معين، أو تتعداه صعودا إذا كان الأمر أمر شراء، أو هبوطا إذا كان موضوع الأمر بيعا. وتنقسم هذه الأوامر إلى حالتين: أوامر إيقاف غير محددة (أ) وأوامر إيقاف محددة (ب).

#### **أ- أوامر الإيقاف غير المحددة (Ordres à seuil de déclenchement)**

في أوامر الإيقاف غير المحددة يحدد المستثمر سعر الإيقاف الذي يرغب ابتداء منه بالشراء (سعر أعلى أو مساوٍ لسعر الإيقاف) أو بالبيع (سعر أدنى أو مساوٍ لسعر الإيقاف)<sup>1</sup>.

يعرف جانب من الفقه أمر الإيقاف بأنه: "الأمر الذي يصدره الزبون المستثمر للوسيط في عمليات البورصة بتنفيذ الأمر إذا بلغ سعر التعامل في البورصة على قيمة منقولة معينة حدا معيناً أو تجاوزه"<sup>2</sup>.

تتعلق أوامر الإيقاف إما بالبيع فيكون الوسيط في عمليات البورصة مجبرا على التنفيذ عن طريق البيع إذا وصل سعر القيمة المنقولة إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه. ويتحول أمر الإيقاف إلى أمر بسعر السوق بمجرد بلوغ سعر القيمة المنقولة في البورصة للسعر الذي حدده العميل المستثمر. وإما أن تتعلق أوامر الإيقاف بالشراء فتتم معالجة هذا الأمر كأمر بالسعر الأفضل في السوق عندما يتم الوصول إلى سعر

<sup>1</sup> . رشا حداد، مصدر سابق، ص. 175.

<sup>2</sup> . عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 393.

الإيقاف الذي حدده الزبون أو عند سعر أعلى منه<sup>1</sup>. على هذا الأساس يتم تحديد سعر الإيقاف للبيع عند سعر معين أقل من السعر الجاري بالسوق، ويتم تحديد سعر أمر إيقاف الشراء عند سعر أعلى من سعر السوق<sup>2</sup>.

### **ب- أوامر الإيقاف المحددة:**

(Ordres à plage de déclenchement)

في هذا النوع من الأوامر نكون أمام سعرين: سعر إيقاف يتم التنفيذ عند وصول سعر السوق إليه، وسعر محدد لا يتم التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف. يمتاز هذا النوع من الأوامر عن الأنواع الأخرى في كونها تحد من حالة عدم التأكد من سعر التنفيذ بحيث تضع حدوداً لا يجوز تجاوزها من طرف الوسيط في عمليات البورصة إذا استمر السعر في التقلب<sup>3</sup>،<sup>4</sup>.

هذا النوع من الأوامر يعالج حالة ضعف اليقين بخصوص السعر الذي ينفذ عنده الوسيط في عمليات البورصة الصفقة عندما تصدر إليه أوامر الإيقاف. "أي يلجأ إلى

---

<sup>1</sup> . منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، 2006، ص. 486. كذلك ينظر عمر ناطق يحيى الحمداني، مصدر سابق، ص. 263.

<sup>2</sup> . غيث مصطفى الخصاصنة، النظام القانوني لتداول الأسهم في شركة المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه مقدمة إلى معهد البحوث والدراسات العربية، قسم الدراسات القانونية، 2006، ص. 196. كذلك ينظر عمر ناطق يحيى الحمداني، مصدر سابق، ص. 263.

<sup>3</sup> . Ruet, L., Ordres de bourse, Dictionnaire Joly Bourse et Produits Financiers, 1999, n° 81, P. 48 et s.

<sup>4</sup> . الداغر محمود، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر، عمان، 2005، ص. 251، 252. ينظر كذلك: رشا حداد، مصدر سابق، ص. 175.

هذا الأمر لحل مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر الإيقاف<sup>1</sup>، في مثل هذا الأمر يقوم الزبون بتحديد حد أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء، ولا يبرم الوسيط الصفقة إلا تأسيسا على ذلك السعر أو بسعر أفضل منه<sup>2</sup>.

يعيب جانب من الفقه<sup>3</sup> على هذا النوع من الأوامر بأن: "أسعار السوق قد تتغير بسرعة، سواء هبوطا في حالة البيع أو ارتفاعا في حالة الشراء، بحيث لا يتمكن الوسيط في عمليات البورصة من تنفيذ الأمر الصادر إليه وفق هذا الشكل وإبرام الصفقة بالسعر المحدد في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار بالانخفاض".

يقول بعض الفقه<sup>4</sup>: "إن أمر الإيقاف يعد محددًا عندما يوضح الزبون في الأمر الصادر عنه حدا أدنى لسعر البيع، وحدا أقصى لسعر الشراء. كقيام مستثمر بشراء 100 سهم بسعر 400 دينار للسهم الواحد، وكان سعر السوق 400 دينار، مثلا، فهنا يقوم الزبون بإصدار أمر للوسيط في عمليات البورصة بالبيع في حدود سعر يتراوح بين 405 دينار (بربح) أو 395 دينار في حالة هبوط السعر (نكون أمام وقف الخسارة)، في مثل هذه الحالة نسمي الأمر الصادر من الزبون أمر إيقاف محدد، حيث إذا انخفض السعر أكثر من 395 دينار فلا يجوز للوسيط في عمليات البورصة تنفيذ الصفقة تحت طائلة المسؤولية المدنية، وعليه الالتزام بالسعر المحدد في الأمر. وفي حالة الشراء

---

1 . محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، السيد عبد الفتاح إسماعيل، مقدمة في الاستثمار (تحليل الأوراق المالية وإدارة المخاطر)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص. 46.

2 . عمر ناطق يحيى الحمداني، مصدر سابق، ص. 237.

3 . نصر علي طاحون، مصدر سابق، ص. 111.

4 . عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 393، 394، هامش رقم 1.

فالعكس صحيح، أي أن الوسيط عليه أن يلتزم بما يحقق مصلحة الزبون إذا ارتفع السعر عن السعر المحدد".

ما سبق يعتبر الأوامر الرئيسية في بورصة الجزائر، لكن كل نوع من تلك الأوامر التي سبق ذكرها، قد يتفرع عنه نوع آخر، إذا تغيرت طريقة وظروف تنفيذه، بمعنى أن: نفس تلك الأوامر قد تقترن في بعض الأحيان بشروط تنفيذ معينة فتتخذ أشكالاً مختلفة، وهو ما نوضحه في العنصر الموالي.

### **الفرع الثالث: أوامر البورصة حسب ظروف التنفيذ**

الأوامر التي سبق الإشارة إليها تعتبر الأوامر الرئيسية في بورصة القيم المنقولة التي اعتمد المشرع الجزائري أغلبها دون البعض منها. لكن هذه الأنواع من الأوامر قد تقترن بشروط تنفيذ معينة أشار إليها الزبون، فيتميز الأمر نفسه عن مثيله إذا اتخذ أحد الأشكال التالية: أوامر التنفيذ والإلغاء (أولاً)، أوامر التنفيذ أو الإلغاء (ثانياً)، أوامر بحد أدنى (ثالثاً)، أوامر بكمية خفية (رابعاً)، أوامر بسعر الافتتاح وأوامر بسعر الإقفال (خامساً). نتطرق لهذه الأوامر تباعاً.

#### **أولاً: أوامر التنفيذ والإلغاء:**

("Full and kill "Fak) (Ordres exécutés et éliminé)

نظراً لأهمية الإجابة جزئياً أو كلياً عن أمر الزبون من طرف الوسيط في عمليات البورصة، تكمن هذه الأهمية في زيادة عمليات التداول وبالتالي تنشيط السوق، فإن المشرع الجزائري نص صراحة على الشروط التي يتضمنها أمر البورصة التي تتعلق بكمية القيم المنقولة التي يجب التنفيذ عليها بموجب البند الأول من نص المادة 95

من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97<sup>1</sup>: "بخصوص تنفيذ الأوامر المتعلقة بالأجوبة الجزئية، يمكن أن يتضمن أمر البورصة الشروط الآتية: - الأوامر بدون شرط التي بمقتضاها تحلل كمية السندات كأقصى كمية،...".

يعني ذلك أن المستثمر إما يشير صراحة في سند الأمر الذي أصدره إلى الوسيط في عمليات البورصة بأنه يريد شراء أكبر قدر ممكن من قيمة منقولة معينة بذاتها، إذا كان الأمر أمر شراء، أو بيع أكبر قدر ممكن أيضا من قيمة منقولة معينة بذاتها يملكها، إذا كان بصدد أمر بيع. وإما لا يشير صراحة في سند الأمر إلى الكمية، في هذه الحالة الأخيرة، أيضا، يعتبر الزبون وكأنه أصدر أمرا بأقصى كمية من القيم المنقولة المراد بيعها في حالة أمر البيع، أو المراد شرائها في حالة أمر الشراء.

بالتالي فإن سكوت المستثمر عن تحديد الكمية يتم تفسيره بقوة القانون بأنه يريد التنفيذ على أكبر قدر ممكن من القيمة المنقولة محل الأمر. دون أن يكون الوسيط في عمليات التداول مسؤولا مدنيا، وبقوة القانون، عن أي احتجاج قد يصدر من الزبون.

لكن قد نتساءل عن الحالة التي يحدد فيها المستثمر الكمية القصوى من السندات التي يريد إبرام الصفقة بشأنها؟ عن طريق إعادة استقراء البند الأول من نص المادة 95، المشار إليه آنفا، لكن بطريقة عكسية، أي بمفهوم المخالفة، نستنتج أن المشرع يريد القول بأن: الأوامر التي يشترط فيها الزبون التنفيذ على كمية معينة من السندات، يلتزم بموجبها الوسيط بأن ينفذ على الكمية المطلوبة فقط، فلا يزيد أو ينقص، تحت طائلة المسؤولية المدنية في حالة احتجاج الزبون، لكن مسؤوليته تنحصر في كمية

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المشار إليه سابقا.

السندات الزائدة أو الناقصة. حيث يعتبر في هذه الحالة متجاوزا لحدود الوكالة التي منحها إياه الزبون، إلا إذا ورد شرط في عقد اتفاقية فتح الحساب المبرم بينه وبين الزبون، يقضي بغير ذلك، استنادا إلى قاعدة العقد شريعة المتعاقدين.

أما إذا تضمن أمر البورصة الوارد إلى الوسيط كمية محددة من السندات (القيم المنقولة)، لكن في نفس الوقت سمح بالتنفيذ الجزئي إذا تعذر حسب ظروف السوق أن ينفذ الوسيط تنفيذا كليا للصفقة، فله أن يقوم بذلك، فينفذ الأمر جزئيا، ويعتبر ملغيا بالنسبة للكمية المتبقية.

حيث يعرف البعض<sup>1</sup> أوامر التنفيذ والإلغاء بأنها: "الأوامر التي يقوم الوسيط في عمليات البورصة بتنفيذها بأكبر كمية ممكنة فور دخولها البورصة، وتكون لاغية بالنسبة للكمية المتبقية".

جوهر هذا النوع من أوامر البورصة هو التنفيذ بأقصى كمية من طرف الوسيط في عمليات البورصة لصالح الزبون، وينعدم أثر الأمر بالنسبة للكمية المتبقية التي لم تسمح ظروف السوق بالتنفيذ عليها. يلتزم الوسيط في هذه الحالة ببذل عناية الرجل الحريص من أجل التنفيذ على أكبر كمية ممكنة، في مواجهة ظروف السوق: العرض والطلب، المنافسة الصادرة من زبائن الوسطاء المنافسين، وفي نفس الوقت يلتزم الوسيط بالتوفيق بين المصالح المتضاربة، التي قد تعترضه، التي تكون قائمة بين زبائنه.

فمثلا إذا أصدر الزبون أمرا بشراء 1000 سهم خاص بشركة معينة، لكن ظروف السوق لم تسمح بالتنفيذ على العدد كاملا، فعرضت في جلسة التداول فقط 500 سهم، أو أن هناك منافس آخر يعرض سعر أحسن فتكون له الأولوية في هذه الحالة حيث نفذ

<sup>1</sup> . رشا حداد، مرجع سابق، ص. 175.

لصالحه على جزء من هذه الأسهم، إذن ينفذ الوسيط في هذه الحالة على أكبر كمية متاحة، أي 500 سهم، ويصبح أمر الزبون لاغيا بالنسبة للخمسائة المتبقية.

#### **ثانيا: أوامر التنفيذ أو الإلغاء:**

(“Full or kill, “Fok) (Ordres exécutés ou éliminé)

اعتمد المشرع الجزائري هذا النوع من أوامر البورصة ونص صراحة في البند الثاني من نص المادة 95 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97، بأنه “بخصوص تنفيذ الأوامر المتعلقة بالأجوبة الجزئية، يمكن أن يتضمن أمر البورصة الشروط الآتية: - أوامر “الكل أو لا شيء” التي لا يمكن الإجابة عليها جزئيا”.

أوامر التنفيذ أو الإلغاء (أوامر الكل أو لا شيء) هي تلك الأوامر التي يشترط فيها المستثمر أن يقوم الوسيط بتنفيذها على كل الكمية من السندات المشار إليها في الأمر، وفي الحالة التي يتعذر فيها على الوسيط في عمليات البورصة أن يبرم الصفقة على كل الكمية المطلوبة، فإن الأمر يعد لاغيا برمته. وإذا نفذ الوسيط تنفيذا جزئيا مخالفا ما صدر إليه صراحة في الأمر الصادر من الزبون يكون في هذه الحالة قد تجاوز حدود الوكالة، ويمكن مساءلته مدنيا من طرف العميل.

أمر التنفيذ أو الإلغاء عبارة عن أمر يحد من صلاحيات الوسيط بخصوص الكمية. وظروف السوق كالعرض والطلب والتنافس الشديد بين المضاربين على قيمة منقولة معينة، قد تؤدي في كثير من الأحيان إلى تعذر التنفيذ. في بورصة الجزائر التي

تعد فتية وحجم التداول فيها صغير نسبيا، قد لا تتاح أي فرصة لتنفيذ أوامر "الكل أو لا شيء"<sup>1</sup>.

يقول البعض<sup>2</sup> "أنه لا يمكن تنفيذ هذا الأمر الذي أصدره الزبون إلا إذا تمكن الوسيط في عمليات البورصة من إيجاد وسيط آخر في السوق يساعده في تنفيذ العملية كاملة".

بمعنى أنه من الضروري أن يتواجد في الطرف المقابل عرضا يتوافق مع أمر "الكل أو لا شيء"، فإذا كان هذا الأخير أمرا يتعلق بالشراء فإن الوسيط عليه أن يبذل عناية الرجل العادي لإيجاد أمر بيع مطابق في الطرف المقابل، والعكس صحيح، إذا كان محل أمر "الكل أو لا شيء" يتعلق بالبيع. ولا يمكن مطالبة الوسيط في عمليات البورصة بتحقيق النتيجة المطلوبة من طرف الزبون، إذن فمسؤوليته تتمثل في بذل عناية لا غير.

---

<sup>1</sup>. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالجزائر جمدت العمل بهذا النوع من الأوامر مؤقتا، إلى أجل غير محدد، لصعوبة تنفيذه من طرف الوسطاء بسبب ظروف السوق، وضآلة حجم التداول، ولتفادي تأثيره على النشاط والحركية في البورصة، وأيضا، من أجل تعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة. المصدر: موقع شركة تسيير بورصة الجزائر:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=document&doc=5>، شوهد يوم 2015.12.19.

<sup>2</sup>. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مصدر سابق، ص. 526، عمر ناطق يحيى الحمداني، مصدر سابق، ص. 240.

ثالثا: أوامر البورصة بحد أدنى (Ordres à quantité minimale)

يقول جانب من الفقه<sup>1</sup> بأن "الأوامر" بحد أدنى "هي الأوامر واجبة التنفيذ فوراً بحد أدنى من الكمية وإلا تعد لاغية".

بمعنى أنه عندما يقوم الزبون بتحديد حد أدنى بخصوص الكمية المنفذ عليها التي لا يجوز للوسيط في عمليات التداول أن ينزل عنها. أي للتوضيح أكثر؛ يمكن أن نسمي هذا الأمر بأمر "الكل أو حد أدنى معين" كما يمكن أيضاً أن نسميه بأمر "التنفيذ بحد أدنى والإلغاء". فمثلاً: إذا أمر الزبون بالتنفيذ على 1000 سهم، وبين في الأمر أنه إذا لم تساعد ظروف السوق الوسيط على التنفيذ على الكل، أي الألف سهم، يمكنه أن ينفذ على 400 سهم كحد أدنى لا يجوز النزول عنه.

يعد الأمر لاغياً في الحالة التي يعرض فيها في السوق كمية أقل من 400 سهم، وتم قفل جلسة التداول. هنا تكمن نقطة الاختلاف بين "الأوامر بحد أدنى" و"أوامر التنفيذ والإلغاء"، حيث في هذه الأخيرة ينفذ الوسيط على الكل أو على البعض من السندات دون أن يكون مقيداً بحد أدنى.

بمعنى أنه إذا فرضت ظروف السوق والمنافسة الشديدة نفسها على الوسيط وبقي سهم واحد فقط، نفذ الوسيط دون حرج على هذا السهم. لهذا يعد الأمر بحد أدنى يناسب كثيراً المدخرين المحترفين والمضاربين، لكن تحديد الحد الأدنى لأمر البورصة قد يضعف حظوظ تنفيذه من طرف الوسطاء في البورصة.

<sup>1</sup>. رشا حداد، مصدر سابق، ص. 175.

لم يشر المشرع الجزائري إلى هذا النوع من أوامر البورصة صراحة، وسكت عن النص عليها، لكنه لم يقم بحظرها. فضلا عن أن نصوص المواد 93، 94، 95 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97، التي عدت أوامر البورصة، والتي تحدثنا عنها، لم تأتي بهذا التعداد على سبيل الحصر، والدليل على ذلك تضمنه هذه النصوص في ثناياها<sup>1</sup>. سلطة ضبط السوق استعملت كلمة "يمكن" في جميع هذه النصوص، وهو ما يبعد صفة الذكر الحصري لأوامر البورصة فيها.

فضلا عن ذلك، فحتى لو فرضنا أن التحديد لأوامر البورصة ورد في تلك النصوص حصريا، فإننا نجد سلطة ضبط السوق (الكوسوب) ترخص لشركة تسيير بورصة الجزائر بأن تشرط أي بيان تكميلي لمعالجة الأوامر بموجب المادة 92 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97، الفقرة الأخيرة. لأن الأوامر "بحد أدنى" لا تشكل بحد ذاتها نوعا من أنواع أوامر البورصة، وهو ما لا يعد خروجاً عن قائمة الأوامر التي حددتها اللجنة، فالأمر "بحد أدنى" لا يتجاوز كونه أمر بورصة عادي إلا أنه مقترن بشرط، هو وجوب التنفيذ بحد أدنى من الكمية لا يجوز النزول عنه من طرف الوسيط في عمليات التداول.

إذن، شرط التنفيذ بحد أدنى يمكن أن نصنفه في خانة البيانات التي يمكن أن تشرطها شركة تسيير بورصة الجزائر، بعد موافقة اللجنة طبعا، إذا رأت أن ذلك من شأنه أن يساعد في معالجة الأوامر، وبالتالي تنشيط السوق ورفع حجم التداول، عن

---

<sup>1</sup> . المادة 93: "يمكن أن تتضمن أوامر البورصة الشروط الآتي بيانها بخصوص الحدود: ..."، المادة 94 "يمكن أن تتضمن أوامر البورصة الشروط الآتي بيانها التي تخص مدة الصلاحية: ..."، المادة 95 "بخصوص تنفيذ الأوامر المتعلقة بالأجوبة الجزئية، يمكن أن يتضمن أمر البورصة الشروط الآتية: ...".

طريق الإجابة قدر الإمكان على طلبيات المدخرين، وهو ما يؤدي إلى إضافة نوع من المرونة من أجل إبرام المزيد من الصفقات، وعدم تعرض الأوامر للإلغاء دون تنفيذها. وبالتالي، يمكن التوسع في تفسير هذه النصوص من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالجزائر عن طريق الاستخلاص من بين أسطر هذه النصوص للعديد من أوامر البورصة ذات المميزات الخاصة بها.

نظن أن السبب في عدم الحصر يرجع إلى طبيعة وخصوصيات التداول التي تعتبر عملية اقتصادية ذات مرونة عالية، حيث أن جمود النصوص القانونية قد تؤثر عليها كثيرا في الاتجاه السلبي. وبالتالي ليس من الحكمة ممارسة الغلق القانوني على مؤسسة تتغير فيها المعطيات المالية والتجارية بتغير الثواني، في حين أن المعطيات القانونية بطيئة جدا تتطلب أشهرا وسنوات، أو قد لا تتغير إطلاقا.

لكن رغم ذلك، نحن نميل إلى ضرورة اعتماد "أمر البورصة بحد أدنى" صراحة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لأن ذلك من شأنه أن يزيد في تنشيط السوق بزيادة فرص انعقاد الصفقات.

#### **رابعا: أوامر بكمية خفية: (Ordre à quantité cachée)**

هي الأوامر التي لا يتم فيها الكشف عن كميات الأوراق المالية المراد تداولها دفعة واحدة، وبناء على ذلك يتم الكشف عنها وتنفيذها من خلال كميات متتالية<sup>1</sup>.

في هذه الحالة نكون أمام أوامر مقترنة بشرط الإخفاء، الوسيط في عمليات التداول يلتزم بعدم الكشف عن العملية برمتها دفعة واحدة، حيث يقوم بتنفيذها على

<sup>1</sup>. رشا حداد، مصدر سابق، ص. 176.

مراحل. المستثمرين خاصة المحترفين منهم يلجؤون إلى هذا الأمر خوفا من ارتفاع الأسعار، لأن هذه الأخيرة تتأثر بالعرض والطلب، فهم يرون في هذا النوع من أوامر البورصة وسيلة تكتيكية لضمان عدم إثارة انتباه المنافسين.

لم يشر المشرع الجزائري إلى هذا الصنف من الأوامر، لكنه لم يقم بحضرها. وسبق التوضيح، بصدد الحديث عن "أوامر البورصة بحد أدنى" حيث لا يوجد مانع في القانون الجزائري يحول دون العمل بأوامر بورصة لم يتم تنظيمها صراحة من طرف المشرع، ما دامت لا تشكل نوعا جديدا من الأوامر خارجة عن القائمة التي تم شرحها سابقا، وهي مجرد أوامر عادية لكنها مقترنة بشرط يتعلق بظروف التنفيذ، شريطة أن توافق عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

يعمل بهذه الأوامر في البورصات الكبيرة، أين تشتد المنافسة في السوق، فيلجأ المضاربين إلى السرية واعتماد عنصر المفاجئة من أجل تحقيق الأرباح في مواجهة المنافسين.

#### **خامسا: أوامر البورصة بسعر الافتتاح أو بسعر الإقفال**

أوامر البورصة بسعر الافتتاح أو سعر الإقفال لا تعد في حد ذاتها أنواعا مستقلة، لكنها هي الأخرى مجرد أوامر بورصة عادية، لكنها وردت إلى الوسيط في شكل أوامر مقترنة بشرط يتعلق بظروف تنفيذ خاصة. الزبون يشير فيها صراحة أنه يريد عقد الصفقة إما بسعر الافتتاح (أ)، وإما بسعر الإقفال (ب).

#### **أ. أوامر البورصة بسعر الافتتاح**

قد يضمّن الزبون في أمر البورصة الصادر عنه إلى الوسيط في عمليات التداول شرطا مفاده أن الوسيط عليه أن يبرم الصفقة بالسعر الذي يكون قائما في اللحظة الأولى

لقرع جرس افتتاح جلسة التداول. وسعر الافتتاح هو أول سعر ينفذ على قيمة منقولة معينة (سند) في جلسة التداول.

هناك عدة معطيات يتم الاستناد إليها من أجل تحديد سعر الافتتاح، هذه المعطيات يقوم الحاسوب على أساسها بإظهار سعر الافتتاح على الشاشة داخل الردهة، من بينها كمية القيم المتوفرة عند كل سعر والكمية المتبقية منها بعد المطابقات المحتملة، أيضا صافي التغيير في سعر الإقفال عن جلسة التداول المستمر السابقة، وسعر السند.

المشرع الجزائري لم يشر إلى أوامر البورصة بسعر الافتتاح، وسكت عنها، دون حظرها، بمعنى أنه يجوز لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، أن تعتمد ما بعد موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

يقول جانب من الفقه<sup>1</sup> عن أهمية أوامر البورصة بسعر الافتتاح أن: "أمر الشراء أو البيع بسعر افتتاح جلسة التداول يعتبر ذا أهمية بالغة في البورصة، يلجأ إليه الكثير من المستثمرين الذين يجيدون فن التعامل في البورصة وخاصة المضاربون منهم. دافعهم في ذلك إما توقع ارتفاع السعر فيصدرون أوامر الشراء بسعر الافتتاح، وإما توقع انخفاض السعر فيصدرون أوامر بيع بسعر الافتتاح، وهي أوامر تنفذ في يومها قبل انتهاء جلسة التداول لذلك اليوم".

فمثلا، إذا أذيعت أخبار عن قيام شركة مساهمة معينة بإبرام صفقة اقتصادية مميزة في فترة من الوقت تلي انتهاء جلسة التداول لذلك اليوم، وتسبق حلول وقت جلسة التداول الموالية، في هذه الحالة يسارع المضاربون لإصدار أوامر شراء أسهم هذه الشركة

<sup>1</sup> . عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص. 383.

بسعر الافتتاح، لأنهم يتوقعون ارتفاع سعرها بمرور الدقائق أثناء جلسة التداول. والعكس إذا كانت الأنباء الاقتصادية عن شركة المساهمة تلك سيئة، فإنهم يقدمون على البيع بسعر الافتتاح قبل تدهور الأسعار في الدقائق الأولى من افتتاح الجلسة.

### **ب. أوامر البورصة بسعر الإقفال (الإغلاق)**

سعر الإقفال هو سعر آخر عملية بيع نفذت في جلسة التداول الأخيرة لسند معين، حيث يسجل نظام التداول الآلي، بعد انتهاء حصة التداول المستمرة، سعر الإغلاق لكل قيمة منقولة.

على غرار أوامر البورصة بسعر الافتتاح فإن المشرع الجزائري لم يشر، أيضا، إلى أوامر البورصة بسعر الإغلاق. وسكت عنها دون حظرها؛ بمعنى أنه يجوز لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن تعتمد عليها بعد موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. في هذه الأوامر يشير الزبون صراحة في سند أمر البورصة الموجه للوسيط في عمليات التداول؛ بأن يقوم هذا الأخير بتنفيذ الصفقة بالسعر الذي يظهر على الشاشة داخل الردهة في التسعيرة المتواصلة، لكن قبل قرع جرس انتهاء جلسة التداول؛ أي في البضع دقائق الأخيرة التي تسبق رنة الجرس. لأنه بمجرد قرع الجرس تتوقف جميع المعاملات، ولا يجوز بعدها إبرام أي صفقة.

المقصود بسعر الإقفال في هذا الأمر ليس السعر الأخير الذي سجل عند قفل جلسة التداول، لأن هذا السعر يتعذر التنفيذ عنده من طرف الوسيط في عمليات البورصة؛ وإنما السعر الذي يسجل في اللحظات الأخيرة قبل رفع الجلسة.

الوسيط في عمليات البورصة يقوم بتقدير الوقت اللازم الذي يرى بأنه كاف لتتم العملية، لكي ينفذ الأمر بالضغط على زر التنفيذ في حاسوبه، فتتعقد الصفقة بسعر

قريب من سعر الإقفال. وتقاس مسؤوليته في هذه الحالة على أساس عناية الرجل الحريص.

أوامر البورصة بسعر الإغلاق تعتبر صورة من صور الأوامر اليومية؛ التي تصبح لاغية بمجرد انتهاء آخر حصة تداول في يوم العمل في البورصة. عادة ما يلجأ إلى هذا النوع من الأوامر المستثمرون الذين ينوون الشراء لأنهم يتوقعون ارتفاع سعر سند معين عند افتتاح الجلسة القادمة، فهم لا يصدرون أمرا بسعر الافتتاح للجلسة القادمة، لأنهم يخشون أن يفشل الوسيط في تنفيذه لظروف تخرج عن إرادته كأن تكون هناك طلبات كثيرة، على نفس السند، سابقة زمنيا لدى وسطاء آخرين نفذوا بسرعة فائقة عند الافتتاح، حيث الأولوية للأوامر التي تسبق من حيث الزمن، الذي يقاس بالثواني. كذلك بسبب التزام الوسيط باحترام قواعد الأفضلية الزمنية بين زبائنه.

كذلك، يلجأ المستثمرون الذين ينوون بيع سنداتهم في اللحظات الأخيرة لنهاية حصة التداول إذا توقعوا هبوطا في أسعار هذه السندات في الجلسة التي تلي جلسة تنفيذ الأمر الذي أصدره بسعر الإقفال.

### **المطلب الثالث: تنفيذ أوامر البورصة**

إصدار أمر البورصة الذي محله بيع أو شراء أسهم أو سندات من طرف المستثمر إلى الوسيط في عمليات التداول، يعد نقطة البداية لعمليات تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر، فنكون بصدد الخطوة الأولى التي قد تؤدي إلى إبرام عقد التداول في حالة وجود ظروف مطابقة في السوق. بمعنى أن الوسيط في عمليات التداول يتلقى الأمر ويباشر على وجه السرعة عملية التنفيذ، هذا الأخير يعد الشخص الوحيد المخول قانونا من أجل تنفيذ عمليات التداول في البورصة؛ حيث لا يجوز امتهان مهنة الوساطة في عمليات البورصة إلا بعد الحصول على الاعتماد الرسمي من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

هذا يعني أن التفاوض على القيم المنقولة في البورصة محتكر من طرف الوسطاء، كقاعدة عامة، بقوة القانون<sup>1</sup>، واحتكار التفاوض يتضمن بالنتيجة عملية التنفيذ، أيضا، لأوامر الزبون (المستثمر) وعقد الصفقة بالتنسيق مع الوسيط في الطرف المقابل في السوق.

يعد تنفيذ أمر البورصة من طرف الوسيط المرحلة الثانية من مراحل التداول؛ حيث يقوم الوسيط بتجميع الأوامر الصادرة من الزبائن وإرسالها إلى الشخص الذي يمثل هذا الوسيط في جلسة التداول المنعقدة داخل ردهة بورصة القيم المنقولة، الذي يقوم بإصدار إيجابه إلى ممثلي الوسطاء الآخرين للحصول على قبول يؤدي إلى انعقاد العقد فتتم الصفقة. يتم كل ذلك عن طريق اتباع قواعد وإجراءات وتعليمات دقيقة جدا، لا يجوز مخالفتها، تحكم عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة بالجزائر.

---

<sup>1</sup>. حيث نصت المادة 5 في فقرتها الأولى والثانية من المرسوم التشريعي 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، سبقت الإشارة إليه، أنه "لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة. غير أنه يمكن أن تتم عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام وكذلك شركات الأسهم خارج البورصة وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق".

## الفصل الثاني: آثار التداول في بورصة الجزائر

عمليات البورصة لا تعدو أن تكون مجرد عقود بيع للقيم المنقولة في بورصة الجزائر. ينتج عن ذلك أن آثارها من حيث المبدأ نسبية كما هو معهود في القواعد العامة؛ تقتصر على أطراف العلاقة القانونية التي نتجت عن عملية التداول والذين ارتضوا من خلال الوسطاء في عمليات البورصة الذين ينوبون عنهم في إبرام الصفقة أن تؤول إليهم تلك الآثار.

في هذا الصدد يقول بعض الفقه أن: "الأصل في العقود، وقوامها تراخي الأطراف، أنها لا تولد آثارها إلا في دائرة الأطراف وحدهم، فالأثر الملزم ليس في الواقع سوى المضمون الداخلي للإرادة التي أنشئت العقد، فمن لم ترتض إرادته انصراف هذا الأثر إليه يظل بمنأى عن هذا الأثر، فلا يصبح بموجبه دائنا أو مدينا، اللهم إلا إذا خرجنا عن نطاق نظرية التصرف القانوني إلى نطاق الواقعة القانونية"<sup>1</sup>.

لكن هذه القاعدة العامة لا تؤخذ على إطلاقها، حيث ترد عليها بعض الاستثناءات تنتج من فكرة الأثر الذي يولده سريان العقد على الغير الذي لم يكن طرفا فيه؛ حيث يفرق الفقه القانوني بين الأثر الملزم للعقد وبين سريانه كواقع اجتماعي يتأثر به أشخاص لم يكونوا أطرافا فيه.

<sup>1</sup> . عاطف محمد كامل فخري، الغير في القانون المدني المصري، رسالة من الإسكندرية، 1986، ص. 3، أشار إليه هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، دراسة قانونية مقارنة في نظام الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2005، ص. 152.

إذ يبرر جانب من الفقه<sup>1</sup> امتداد تأثير العقد على الغير بأن: "العقد كواقع اجتماعي لا يمكن لأحد أن ينكر وجوده، وهو بهذا يكون حجة أو نافذا في مواجهة الغير. ويقصد بالنفذ أو السريان أن العقد على الرغم من أنه لا يجعل من الغير دائنا أو مدينا إلا أنه قد يؤدي إلى الإضرار بهم أو تحقيق نفع لهم، فلا يحول الأثر النسبي للعقد دون أن ينتج العقد آثارا غير مباشرة في مواجهة الغير شأنهم في ذلك شأن الدائن العادي".

ويقول بعض الفقه<sup>2</sup> الآخر أن "الواقع الاجتماعي وما ينشأ عنه من مراكز يحق للمتعاقدين التمسك بها في مواجهة الغير، كما يحق للغير كذلك أن يتمسك بالعقد كواقع اجتماعي في مواجهة العاقدين أو إحداهما".

بالنسبة للبورصة، فإن فكرة السريان لعقود بيع القيم المنقولة أو عمليات التداول وما تخلفه من آثار غير مباشرة في مواجهة الغير نجدها تتجسد في السوق بشكل واضح جدا، فيصل الأمر إلى درجة متقدمة كثيرا من حيث محاولة المشرع الحد من هذه الآثار عندما تكون سلبية، فهذا التأثير لا يتوقف عند التأثير على المدخرين في السوق التي أبرمت فيها الصفقة، وإنما تتعداهم إلى المدخرين في الأسواق العالمية الأخرى وكذلك اقتصاد الدول، ويمتد التأثير أيضا إلى هؤلاء عندما يكون إيجابيا أيضا.

النظام العام البورصي ما هو في الحقيقة إلا تلك المجموعة من القواعد القانونية التي تهدف إلى التلطيف من الآثار السلبية الناجمة عن السريان غير المباشر لعقود التداول في مواجهة الغير، والتي قد تمس بالاقتصاد الوطني.

<sup>1</sup>. هشام فضلي، المرجع السابق، ص. 152.

<sup>2</sup>. حسام الأهواني، النظرية العامة للالتزام، الجزء الأول، مصادر الالتزام، 1995، ص. 347، أشار إليه هشام فضلي، المرجع السابق، ص. 152.

فكرة السريان إلى جانب فكرة الأثر الملزم للعقد نتيجة حتمية وضرورية تؤثر في الحياة الاجتماعية للعقد. وتزيد آثار السريان حدة في مجال التداول في البورصة، لأن مجموع عمليات التداول تؤثر مجتمعة بطريقة واضحة في الحياة الاقتصادية، حيث أصبحت اليوم مؤشرات البورصة تدل بشكل دقيق وقاطع في الكثير من الدول عن مدى صحة الاقتصاد وتنبيء عن الأزمات الاقتصادية والمالية وعن التعافي منها.

في هذا الصدد يقول جانب من الفقه<sup>1</sup> أنه من هذا المنطلق: "تبرز فكرة السريان إلى جانب فكرة الأثر الملزم، ضرورة من ضرورات الحياة الاجتماعية للعقد، فالسريان يبدأ من حيث ينتهي دور الإرادة، ويضل الأثر الملزم، وهو وليد الإرادة، مقصورا على الأطراف وحدهم، يؤثر في ذمهم المالية إن سلبا أو إيجابا، فيصبحون بموجب هذا الأثر دائنين أو مدينين، أو الأمرين معا، أما الغير فيظل بمنأى عن هذا الأثر، لا ينصرف إليه، بل يفرض كيانه فقط، بما يستلزمه هذا الفرض من احترام لواقعة اجتماعية قائمة، ويتم هذا في مجال السريان بعيدا عن دائرة الأثر الملزم".

المستقر عليه في القانون المدني الجزائري أن "العقد لا يرتب التزاما في ذمة الغير، لكن يجوز أن يكسبه حقا"<sup>2</sup>. إبرام عقود البيع للقيم المنقولة في بورصة الجزائر يخضع لهذا المبدأ، لكن ما نحن بصدد الحديث عنه في هذا العنصر يتعدى ذلك إلى نوع خاص من الغير لا يتحمل التزاما أو يكتسب حقا ناشئا عن عقد التداول، وإنما يتأثر بصفة

1. عاطف محمد كامل فخري، مرجع سابق، ص. 4، أشار إليه هشام فضلي، المرجع السابق، ص.

2. المادة 113 من القانون المدني الجزائري.

غير مباشرة بالصفقة أو بمجموع الصفقات المبرمة في بورصة الجزائر، من حيث أنها تحدد قيمة القيم المنقولة التي يحملها، هؤلاء الغير، إيجاباً أو سلباً.

بالتالي، ونتيجة لما سبق يتحتم علينا البحث عميقاً في الآثار القانونية المترتبة على إبرام عقود تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر؛ نعين آثارها بين أطرافها (المبحث الأول)، ونخلص إلى ضرورة تأجيل نقل ملكية القيم المنقولة في نظام البورصة الجزائري (المبحث الثاني).

### المبحث الأول: آثار عقود التداول بين الطرفين

عمليات التداول في بورصة الجزائر ترتب عدة آثار قانونية، من حيث المبدأ فإن آثار عقود التداول تخضع للقواعد العامة (المطلب الأول)، لكن النظام العام البورصي وخصوصياته أدى إلى بروز مسألة تتعلق بوقت انتقال ملكية القيم المنقولة في بورصة الجزائر (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: خضوع آثار عقود التداول للقواعد العامة

“يكون المبيع في عقد البيع، حق ملكية وهو الغالب، وقد يكون حقا عينيا آخر متفرعا من حق الملكية كحق الانتفاع وحق الرقبة وحق الارتفاق وحق الحكر، كما يكون حقا شخصيا”<sup>1</sup>، “كما هو الحال عند التنازل عن القيم المنقولة أو تداولها في بورصة القيم المنقولة”<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> . عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء الرابع، العقود التي تقع على الملكية، البيع والمقاصة، 1986، ص. 512، وما بعدها.

<sup>2</sup> . هشام فضلي، المرجع السابق، ص. 154.

الفقه مستقر على أن "القواعد العامة لعقد البيع تطبق في مجال تداول القيم المنقولة في البورصة"<sup>1</sup>، إلا ما تعارض منها مع النظام العام البورصي وخصوصية البورصة بنص صريح بموجب نظام بورصة القيم المنقولة.

عقد البيع في القواعد العامة يرتب التزامات متقابلة في جانب البائع وفي جانب المشتري، لأنه من العقود الملزمة لجانبين. ومن أهم التزامات البائع في عقد البيع هو الالتزام بنقل ملكية الشيء المبيع إلى المشتري، ويتم تنفيذ هذا الالتزام فوراً بقوة القانون بمجرد انعقاد العقد بالنسبة للأشياء المعينة بالذات، إذا توافرت الشروط المطلوبة، فتنقل الملكية فعلاً إلى المشتري.

عقد تداول القيم المنقولة في البورصة يجد أساسه القانوني في عقد البيع، وانتقال ملكية المبيع من البائع إلى المشتري يعد أهم أثر من آثار هذا العقد. إلا أن وقت انتقال ملكية الشيء المبيع في القواعد العامة قد تختلف حسب طبيعة هذا الشيء محل العقد.

وقت انتقال ملكية القيم المنقولة في بورصة الجزائر التي كانت محل عقود تداول بورصية (عقود بيع في البورصة) له خصوصية فريدة من نوعها، أدت هذه الخصوصية إلى طرح عدة إشكاليات ومشاكل تقنية وقانونية تدفعنا للتساؤل عن: مدى تناسب القواعد العامة التي تتعلق بزمان انتقال ملكية الشيء المبيع مع الخاصية الفريدة لانتقال ملكية القيم المنقولة محل عمليات التداول في بورصة الجزائر؟ الإجابة على هذا التساؤل مفصلة في العناصر الموالية: التكييف القانوني لانتقال ملكية القيم المنقولة في القواعد العامة وقانون الشركات الجزائري (الفرع الأول)، ووقت انتقال القيم المنقولة في نظام بورصة الجزائر (الفرع الثاني).

<sup>1</sup> . Vauplane (H.de) – Bornet (J.-P.), droit des marchés financiers, Litec, 1998, p.....

**الفرع الأول: التكييف القانوني لانتقال ملكية القيم المنقولة في بورصة الجزائر**

المبدأ العام لنقل الملكية فور العقد في القواعد العامة مستقر منذ أمد طويل (أولاً)، وهناك نظام خاص لانتقال ملكية القيم المنقولة في قانون الشركات (ثانياً). لكن، هل تلائم هذه الأنظمة نقل ملكية القيم المنقولة في بورصة الجزائر؟

**أولاً: المبدأ العام لنقل الملكية في القواعد العامة**

“عمليات التداول على القيم المنقولة هي مجرد عقود بيع واردة على هذه القيم. هذه الأخيرة تعتبر من المنقولات المثلية التي تحل محل بعضها إذا كانت من ذات النوع والإصدار والعملية، وهذا هو الغالب في القيم المنقولة. وبغض النظر عن اعتبار القيم المنقولة من المنقولات المثلية (المعينة بالصنف) أو القيمة (المعينة بالذات)”<sup>1</sup>.

أخذ المشرع الجزائري بمبدأ انتقال الملكية فور العقد في باب آثار الالتزام؛ حيث نصت المادة 165 من القانون المدني الجزائري بأن: “الالتزام بنقل الملكية، أو أي حق عيني آخر من شأنه أن ينقل بحكم القانون الملكية أو الحق العيني، إذا كان محل الالتزام شيئاً معيناً بالذات يملكه الملتزم، وذلك مع مراعات الأحكام المتعلقة بالشهر العقاري”.

وكذلك تنص المادة 166، الفقرة الأولى، مدني جزائري بأنه: “إذا ورد الالتزام بنقل حق عيني على شيء لم يعين إلا بنوعه فلا ينتقل الحق إلا بإفراز هذا الشيء”.

<sup>1</sup>. حسين توفيق فيض الله، وهيو إبراهيم قادر، التكييف القانوني لانتقال ملكية الأوراق المالية في البورصة، مجلة الشريعة والقانون، كلية القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، السنة السادسة والعشرون، العدد الخمسون، إبريل 2012، ص. 01. مقال منشور في منصة المنهل على الموقع الإلكتروني (<http://platform.almanhal.com/Reader/Article/16077>).

بمفهوم المخالفة لهذا النص فإنه إذا ورد الالتزام على حق عيني معين بالذات فإن الملكية تنتقل بمجرد نشوء الالتزام فور العقد، وليس للتسليم من عدمه أي أثر على انتقال الملكية.

كذلك، تحتوي المادة 59 من القانون المدني الجزائري حكما يشير ضمنا إلى أن المشرع تبني فكرة انتقال الملكية فور العقد؛ حيث نصت أنه: "يتم العقد بمجرد أن يتبادل الطرفان التعبير عن إرادتهما المتطابقتين دون الإخلال بالنصوص القانونية".

إذا تعلق الأمر بمنقول، فإنه من الثابت في القواعد العامة أن الملكية تنتقل بمجرد تطابق الإيجاب والقبول إذا كان المبيع من الأشياء المعينة بالذات يمتلكه الملتزم، وبالإفراز إذا كان من الأشياء المثلية.

يتضح من هذه النصوص سالفه الذكر أن: "الملكية في القواعد العامة في تنتقل بمجرد التعاقد، وأن الاتفاق بذاته، منفصلا عن تسليم الشيء محل العقد، كاف لانتقال الملكية، بمعنى آخر: فإن تطابق الإيجاب والقبول بين الأطراف المتعاقدة أو رضائهما يؤدي إلى انعقاد العقد من جهة، وفي نفس الوقت، من جهة أخرى، يؤدي إلى إحداث الأثر الناقل للملكية"<sup>1</sup>.

### ثانيا: انتقال ملكية القيم المنقولة في قانون الشركات الجزائري:

تتوقف طريقة تداول القيم المنقولة حسب القانون التجاري الجزائري على شكلها القانوني فانتقال السندات التي تصدرها الشركات المساهمة غير المسعرة أسهمها في البورصة، أي خارج نظام التداول في البورصة؛ يتم عن طريق مجرد التسليم أو بواسطة

<sup>1</sup> . Lassalas (ch.), L'inscription en compte des valeurs, la notion de propriété scripturale, L.G.D.J. 1997, n. 339, p. 116.

القيّد في الحسابات إذا كان السند للحامل، كما يحول السند الإسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض<sup>1</sup>.

عملية انتقال ملكية السندات التي تصدرها شركات المساهمة، عن طريق البيع، تتم بمعرفة الشركة نفسها عن طريق تنظيم عقد يتضمن البيانات المتعلقة بعمليات تحويل السندات وتغييرها، في سجلات خاصة "لا سيما تاريخ العملية؛ اسم صاحب السندات القديم والجديد ولقبه وموطنه في حالة التحويل؛ أسماء أصحاب السندات وألقابهم ومواطنهم في حالة تحويل السندات إلى حاملها في شكل سندات إسمية؛ القيمة الاسمية وعدد السندات المحولة أو المغيرة؛ إذا أصدرت الشركة أسهما من أصناف مختلفة، وإذا لم يمكّن سوى سجل واحد من الأسهم الاسمية، تتضمن تلك السجلات صنف الأسهم المحولة أو المغيرة وخصائصها؛ تخصيص رقم ترتيبى للعملية؛ وفي حالة التحويل يمكن تعويض اسم صاحب السندات القديم برقم ترتيبى يسمح بإيجاد الاسم في السجلات"<sup>2</sup>.

لكن رغم قيام المشرع الجزائري بتنظيم عمليات تداول القيم المنقولة، التي تصدرها شركات المساهمة، والتي لا تكون مسجلة في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم

<sup>1</sup>. المادة 715 مكرر 38 من المرسوم التشريعي رقم 08 /93 المؤرخ في 25 /4 /1993، المعدل والمتمم للقانون التجاري الجزائري، (ج.ر. رقم 27 المؤرخة في 25 /4 /1993، ص. 38).

<sup>2</sup>. المادة 16 من المرسوم التنفيذي رقم 438 /95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات (ج.ر. العدد 80 المؤرخة في 24 /12 /1995).

المنقولة بالجزائر، على النحو المشار إليه آنفا بموجب قانون الشركات؛ إلا أن الفقه<sup>1</sup> والقضاء<sup>2</sup> مستقرين على أن الملكية تنتقل من المتنازل إلى المتنازل إليه بمجرد انعقاد العقد.

أما قيد عملية التداول على تلك القيم المنقولة في سجلات شركة المساهمة لا أثر له على انتقال الملكية من عدمه فهو على حد تعبير بعض الفقه<sup>3</sup> مجرد: "إجراء لازم

<sup>1</sup> . في الفقه الفرنسي: ( Delleci (J. M.) , le nouveau droit de propriété des titres négociés, J.C.P.E., 1994, 368, n. 5. وفي الفقه العربي: فريد العريني، القانون التجاري، شركات الأموال، دار المطبوعات الجامعية، 2001، ص. 278؛ علي حسن يونس، الشركات التجارية، الشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات المساهمة والتوصية بالأسهم، 1990، بدون دار نشر، ص. 333؛ سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص. 264. وينظر كذلك: هشام فضلي، المرجع السابق، ص. 161.

<sup>2</sup> . في القضاء الفرنسي: ( Cass. 1<sup>er</sup> civ. 20 mars 1977 : Bull. civ. I, n. 143 ; Cass. Com. 18 févr. 1980 : Bull. civ. IV, n. 65. وجاء في القضاء المصري: حكم محكمة النقض المصرية الصادر في 4 / 5 / 1981 ما نصه: "ملكية الأسهم تنتقل من البائع إلى المشتري بمجرد الاتفاق بينهما على ذلك ما دامت الأسهم المباعة تتعين بالذات طبقاً للمادة 204 من القانون المدني المصري التي تنص على أن الالتزام بنقل الملكية أو أي حق عيني آخر ينقل من تلقاء نفسه هذا الحق إذا كان محل الالتزام شيئاً معيناً بالذات يملكه الملتزم، وذلك دون الإخلال بالقواعد المتعلقة بالتسجيل، وكانت المادة 39 من قانون التجارة حين استلزمت قيد الأسهم الإسمية في دفاتر الشركة قد استهدفت من ذلك فرض قيد على حرية تداولها وجعلت من هذا القيد منوطاً لإثبات ملكيتها والتنازل عليها"، الطعن رقم 2229 سنة 47 ق، جلسة 4 / 5 / 1981، أشار إليه أحمد حسني، قضاء النقض التجاري، 2000، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص. 504. ينظر كذلك: هشام فضلي، المرجع السابق، ص. 161.

<sup>3</sup> . هشام فضلي، المرجع السابق، ص. 161.

لسريان اتفاق التنازل في مواجهة الشركة والغير، وليس لانتقال الملكية بين المتنازل والمتنازل إليه. وسند القضاء في ذلك أن الأوراق المالية تعد من الأشياء المعينة بالذات، وبالتالي تنتقل ملكيتها من البائع إلى المشتري بمجرد الاتفاق".

هذه هي القاعدة التي تحكم عملية نقل ملكية القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة خارج بورصة القيم المنقولة بالجزائر. لكن بالنسبة للشركات المساهمة المسجلة قيمها في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر فإن عملية نقل الملكية تخضع لنظام مختلف تماما. نحن لسنا معنيين في هذه الدراسة بطريقة الانتقال للملكية الأوراق المالية غير المسعرة في البورصة، لذا سنضع جانبا نظام نقل الملكية الذي أتى به القانون التجاري الجزائري والذي يخص السندات غير المدرجة في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة.

نركز على نظام نقل ملكية السندات وفق نظام الإيداع والقيود المركزي في بورصة الجزائر، الذي يعتبر نظام نقل ملكية مؤجل أو مؤخر عن إبرام الصفقة طبقا لأنظمة البورصات في القانون المقارن، كما سنرى لاحقا، حيث أنه من المفترض ألا تنتقل ملكية القيم المنقولة إلا بإتمام تسوية العمليات التي أجريت عليها.

استنادا على هذه القواعد هل يمكن القول: أن انتقال ملكية القيم المنقولة المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالجزائر يحدث فورا بمجرد تطابق الإيجاب والقبول بين أمر البورصة الذي يصدره البائع وبين أمر البورصة الذي يصدره المشتري عن طريق الوسطاء؟ أم أن الأمر على خلاف ذلك؟ أي أن انتقال ملكية القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر معجلة بمجرد إبرام عقد التداول في جلسة البورصة؟ أم مؤجلة بعد إبرام العقد وبعد الجلسة (عملية التداول)؟

**الفرع الثاني: وقت انتقال ملكية القيم المنقولة حسب النظام الحالي لبورصة الجزائر**

اعتمدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها صراحة مبدأ انتقال الملكية فور العقد، كما هو مستقر في القواعد العامة، حيث نصت المادة 130 من نظام الكوسوب رقم 97 / 03<sup>1</sup> أنه: "في اليوم الذي يتم فيه تنفيذ أمره، يصبح الزبون المشتري مالكا للسندات المعنية ويفقد البائع ملكيته عليها".

يتضح من خلال هذا النص أن ملكية القيم المنقولة في بورصة الجزائر تنتقل بمجرد تنفيذ أوامر البورصة التي أصدرها الزبائن للوسطاء في عمليات البورصة، أثناء جلسة التداول، وهو ما يتوافق كلياً مع المبدأ المستقر في القواعد العامة (القانون المدني والقانون التجاري)، كما سبق بيانه، أي مبدأ انتقال الملكية فور العقد.

يعني ذلك أن ملكية القيم المنقولة تنتقل من البائع إلى المشتري في اليوم، الساعة، الدقيقة والثانية نفسها التي قام فيها ممثل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالضغظ على الزر في الكمبيوتر من أجل إطلاق عملية المقابلة الأوتوماتيكية لأوامر

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، (ج.ر. العدد 87 المؤرخة في 29 / 12 / 1997)، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30 / 11 / 2003) صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقاً للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

البورصة<sup>1</sup> (أوامر البيع وأوامر الشراء) التي قام الوسيط في عمليات البورصة بإدخالها إلى النظام الآلي للتداول أثناء حصة التداول داخل الردهة في بورصة الجزائر.

لكن، هذا الحكم الوارد في نص المادة 130 يصطدم مع العديد من الإشكالات العملية التي تفرغه من محتواه؛ حيث يستحيل في نظام البورصة أن تنتقل ملكية القيم المنقولة بمجرد إنجاز عملية التداول، لأن هناك فارق زمني، في بعض الحالات، بين تنفيذ أوامر البورصة من قبل الوسيط في عمليات التداول، أثناء حصة البورصة، وبين إتمام عمليات التسوية والتسليم للقيم المنقولة بين المشتري والبائع من طرف المؤمن المركزي على السندات.

ورود نص المادة 130 بهذه الصياغة القاطعة في شأن انتقال الملكية فور تنفيذ أوامر البورصة يحدث مازقا قانونيا وعمليا جديا لا يمكن تجاهله. لأنه يناقض العديد من النصوص الأخرى في نظام البورصة الجزائري، من جهة. أيضا، هذا النص يحدث أزمة تتعلق بممارسة الحقوق الملتصقة بالأسهم من طرف المستثمرين، من جهة ثانية.

نظريا، فإن النظام الآلي للتداول في بورصة الجزائر يعمل بشكل أوتوماتيكي على إرسال بيانات الصفقات المنجزة والأوامر المنفذة أثناء جلسة التداول وكذلك عملية مقاصتها من طرف شركة إدارة بورصة القيم المنقولة إلى النظام الآلي للمؤمن المركزي على السندات في بضع أجزاء من الثانية.

<sup>1</sup>. للتذكير بمعنى مقابلة أوامر البيع بأوامر الشراء في جلسة التداول أنظر ما بيناه في المرحلة الثانية من الفرع الثالث من المطلب الثاني من المبحث الأول من الفصل الأول من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

هذا التزامن يدعمه نص المادة 35 من نظام الكوسوب رقم 03 / 01<sup>1</sup>، التي نصت أنه: "يسمح نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره المؤتمن المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين، وتسليمها".

يشير النص صراحة إلى عامل التزامن بين عملية تنفيذ أوامر البورصة في جلسة التداول وبين عملية التسوية والتسليم في نظام المؤتمن المركزي على السندات. يعني ذلك أن نظام التداول في البورصة موصول بنظام التسوية والتسليم لدى المؤتمن المركزي، هذا يؤدي إلى إحداث حركة متزامنة في الحساب الجاري للبائع والحساب الجاري للمشتري ضمن دفاتر الحسابات (دفاتر إلكترونية) في حسابات جارية بسندات المؤتمن المركزي، وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر (م. 38 من نفس النظام).

مما يجعل النقل الفوري للملكية المنصوص عليه في نص المادة 130 يبدو مناسباً جداً؛ ولا يطرح أي إشكال، لأن البضع أجزاء من الثانية التي يستغرقها النظام الآلي للتداول من أجل المقاصة وإتمام عملية قيد عقد التداول المبرم (عقد البيع) في السجل الإلكتروني للمؤتمن المركزي على السندات، وبالتالي قيد السندات في حساب المشتري وصب الثمن في حساب البائع؛ لا يترك فارق مهم في المدة الزمنية بين تنفيذ أمر البورصة وتسليم الأسهم والسندات في حساب المشتري ودفع الثمن في حساب البائع.

لكن في الحقيقة، تكمن استحالة انتقال الملكية فوراً عند مقابلة أوامر البيع وأوامر الشراء في بورصة القيم المنقولة في أن اعتماد مبدأ النقل الفوري للملكية على

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 / 01 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 2003 / 11 / 30).

إطلاقه يطرح مشاكل عملية، في بعض الحالات الخاصة، دفعت المشرعين في قانون البورصة المقارن إلى التدخل صراحة من أجل تأجيل انتقال الملكية إلى وقت لاحق عن إبرام عقود التداول بالنسبة لهذه الحالات.

لكن ما يثير الدهشة؛ أن هذا الإشكال لم يكن مطروحا سابقا، على إطلاقه، في نظام بورصة الجزائر، قبل صدور نظام اللجنة رقم 01/03 الذي ألغى نص المادة 140<sup>1</sup> من نظام اللجنة رقم 03/97 برمته. هذه المادة الملغاة كانت تتضمن حل ممتاز للمشاكل الناجمة عن اعتماد مبدأ نقل الملكية فور العقد بسبب تراخي إجراء التسوية والتسليم، في بعض الحالات، التي تتسبب في إحداث فجوة زمنية بين تنفيذ أمر البورصة والتسليم. رغم أنها كانت تتعلق بعمليات التسوية والتسليم اليدوية للسندات المطبوعة على الورق، أي التي كان يتم التعامل عليها في شكلها المادي قبل تحويلها إلى مجرد قيود في الحساب.

بالتالي، فإن إلغاء نص المادة 140 بكاملها لم يكن في محله إطلاقا وهو يجانب الصواب في رأينا. وهو ما ينتج عنه عدم استقرار في الحقوق اللصيقة بالأسهم التي

<sup>1</sup> ألغيت المادة 140 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. كانت محررة على النحو التالي: يجب أن يتم مطلب الأرباح والحقوق الأخرى أو الفوائد التي توزع على المساهمين المسجلين في سجل الشركة في تاريخ خاص ويجب أن يقوم به الوسيط في عمليات البورصة المشتري حيال الوسيط في عمليات البورصة الذي باع السندات. يكون بائع السندات مدينا بالنسبة للأرباح والحقوق الأخرى أو الفوائد الواجبة الأداء إلى المشتري".

يملكها المستثمرون والمسعرة في بورصة الجزائر. يتضح لنا جليا عدم الاستقرار في ممارسة هذه الحقوق من طرف المساهمين بعد أن نجيب على السؤال التالي:

ماهي هذه الحالات الخاصة التي تثير مسألة ممارسة الحقوق على السهم، عندما يكون هناك فارق زمني بين تنفيذ أمر البورصة وبين التسوية والتسليم؟ وماهي هذه المشاكل القانونية والعملية المتعلقة بها؟

### **المطلب الثاني: ظروف وأسباب خلق الفارق الزمني بين تنفيذ أمر البورصة وتسليم**

#### **السندات**

قبل الحديث عن الظروف والأسباب التي تخلق الفارق الزمني بين مرحلة تنفيذ أمر البورصة (انعقاد البيع أو عقد التداول) وبين مرحلة التسوية والتسليم؛ علينا أن نبين الحدود الوقتية للتزامن وعدم التزامن بين المرحلتين.

عمليا، بعد تنفيذ أوامر البورصة في جلسة التداول في بورصة الجزائر يوجد عدة صور من أنظمة التسوية، يمكن أن نصنفها إلى: تسوية إجمالية أو إلى تسوية صافية تبعا لوصف المقاصة التي تسبقها؛ كما يمكن أن نصنفها، أيضا، إلى: تسوية آنية أو تسوية متأخرة استنادا على الفارق الزمني بين تنفيذ أوامر البورصة والتسوية.

في التسوية الإجمالية تسوى كل عملية تداول (عقد تداول) على حدة، بدون تصفية، ويمكن أن تسوى آنيا عندما يسلم البائع القيم المنقولة ويدفع المشتري ثمنها فورا في يوم البورصة وغالبا يتم تجهيزها في حساب البائع والمشتري قبل يوم البورصة؛ لأن الأصل في نظام بورصة الجزائر هو أن "السعر الرسمي لبورصة الجزائر يعتبر سوقا

للدفع في الحال"<sup>1</sup>، لكن قد يخفق الوسيط في عمليات البورصة في تنفيذ التزامه بالتنفيذ فور تنفيذ عملية التداول، مما يرتب في جانبه المسؤولية في مواجهة شركة إدارة البورصة ولجنة الكوسوب.

هذه الحالة الأخيرة، دفع الثمن والتسليم الفوري، هي الحالة الوحيدة التي تتحد فيها مرحلة المقاصة مع مرحلة التسوية والتسليم، حيث يتقلص الفارق الزمني بين تنفيذ أمر البورصة (انعقاد عقد البيع) وبين نقل ملكية الأسهم إلى بضع ثواني أو حتى بعض أجزاء من الثانية، حسب صلاية النظام الإلكتروني للتداول المستخدم من طرف بورصة الجزائر.

وفي بعض الأحيان تكون التسوية الإجمالية متراخية، عن وقت تنفيذ أمر البورصة من طرف الوسيط في الجلسة (في نهاية يوم البورصة في أغلب الأحيان). والتسوية الصافية تكون عندما يتم في يوم التداول أو أثناءه تسوية مجموعة من عمليات التداول (عقود البيع) بعد تصفية العقود التي تم إبرامها قبل إرسالها إلى النظام الآلي للتسوية والتسليم.

عندما يحسب الفارق الزمني بين مرحلة التثبيت (Fixing) أي مرحلة مقابلة أوامر البورصة بعضها ببعض عن طريق النظام الآلي، في نهاية جلسة البورصة، من جهة؛ وبين مرحلة المقاصة ومرحلة التسوية، من جهة ثانية، بالثواني أو حتى بالدقائق فإن انتقال ملكية القيم المنقولة فور العقد تصبح عملية جدا، لأن هذا الفارق الزمني

<sup>1</sup>. وهو ما أشارت له اللجنة صراحة بموجب نص المادة 79 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المشار إليه سابقا.

الضئيل جدا لن يؤدي إلى أي آثار سلبية، لأن هناك تزامن دقيق بين انعقاد عقود التداول وبين مرحلة التسوية والتسليم.

وعندما تتأخر التسوية خلال ساعات العمل في يوم البورصة، في هذه الحالة يبدأ الفارق الزمني بالاتساع؛ فتظهر مسافة وقتية قد تحسب بالساعات تفصل بين وقت انعقاد عقد التداول وبين وقت التسوية والتسليم. في نظرنا هذه الحالة، أيضا، لن تطرح أي مشاكل تتعلق بانتقال الملكية فور العقد طبقا لنص المادة 130 من نظام الكوسوب رقم 03/97، إذا تحكمت شركة إدارة بورصة الجزائر في الوضع باتخاذ إجراءات من شأنها أن تحضر أي إجراء قد تتخذه الشركات، يتعلق بالحقوق اللصيقة بالأسهم، أثناء ساعات العمل في يوم البورصة الخاص بتلك الأسهم التي تأخر توقيت تداولها عن توقيت تسليمها، بفارق لا يتجاوز ساعات العمل في يوم البورصة نفسه. حيث يمكن القول: أن هناك تزامن بين تنفيذ أوامر البورصة وبين التسوية والتسليم، في هذه الحالة أيضا.

لكن، شرط أن تبقى أيام التداول على ما هي عليه في الوقت الراهن في بورصة القيم المنقولة، لأنه في حالة تحديث جدول أيام التداول، فإن فارق الساعات قد يرتب آثارا سلبية تتعلق بنقل الملكية فور تنفيذ أمر البورصة، وخاصة إذا أصبح التداول في البورصة يوميا.

في هذه الحالة فإن احتمال تزامن عملية من عمليات التداول بما ترتبه من نقل فوري للملكية (شرعيا) مع إجراء من الإجراءات التي تقوم الجمعية العامة لشركة المساهمة بتنفيذه، مرتفعا جدا. فمثلا: إذا قررت إحدى الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر تنظيم اجتماع للجمعية العامة بالتزامن مع يوم البورصة الذي سيتم فيه تداول أسهمها؛ فمن الوارد أن يصوت المالك القديم للأسهم بدلا من المالك الجديد الذي نفذ أمر البورصة الخاص به منذ ساعة أو أقل في نفس اليوم، لكن إجراءات

التسوية والنقل الفعلي للملكية لم تتم بعد، فهو ليس مساهما في مواجهة الشركة، رغم أنه المالك الشرعي.

هذا الإشكال لا يتوقف عند حد حرمان المالك الجديد من حقوقه اللصيقة بالسهم، وإنما يتعداه إلى الطعن في شرعية قرارات الجمعية العامة في شركة المساهمة في حد ذاتها، لأن أصوات المالك القديم (البائع) باطلة، لأنه لم يعد مساهما في الشركة منذ لحظة تنفيذ أمر البورصة (أمر البيع) الخاص به.

ما يجعل هذا الإشكال أكثر جسامة؛ إذا كان المالك القديم يملك عددا كبيرا من الأسهم، حيث عدد أصواته المساوي لعدد الأسهم<sup>1</sup> التي كانت محل أمر البورصة بالبيع؛ قد يحدث الفارق أثناء التصويت في الجمعية العامة.

وما يجعل من الفارق الزمني الذي يحسب بالساعات منافيا تماما لنص المادة 130؛ هو اعتماد نظام التداول المستمر.

هناك حالتين واضحتين في نظام البورصة الجزائري تنتجان فارقا زمنيا واضحا بين تنفيذ أمر البورصة وتسليم السندات: حالة عطل النظام الآلي للتداول (الفرع الأول)، وحالة الخلل في تنفيذ الالتزامات محل عملية التداول (الفرع الثاني).

<sup>1</sup>. حيث نصت المادة 684 من القانون التجاري الجزائري أنه: "مع مراعات الأحكام الواردة في المادتين 603 و685، يكون حق التصويت المرتبط بأسهم رأس المال أو الانتفاع متناسبا مع حصة رأس المال التي تنوب عنها. ولكل سهم صوت على الأقل. ويعتبر كل شرط مخالف لذلك كأن لم يكن".

### الفرع الأول: حالة عطل النظام الآلي للتداول

إذا تعطل النظام الآلي للتداول في بورصة الجزائر تلجأ لجنة التداول إلى نظام التداول اليدوي (أولاً)، لكن الإجراءات اليدوي للتداول يؤثر سلباً على نقل ملكية الأوراق المالية فور إبرام الصفقة فيخلق فارقاً زمنياً غير منتج (ثانياً).

#### أولاً: ماهية فشل النظام الآلي للتداول وتعويضه بالإجراء اليدوي

تعتمد شركة إدارة بورصة الجزائر على نظام إلكتروني للتداول (برنامج رقمي) من أجل إدارة جلسات البورصة. يتم في مدة قياسية أثناء حصة البورصة عقد عدد كبير من العمليات (البيع والشراء) بفضل برنامج الإعلام الآلي المصمم والمبرمج ليعمل وفق المبادئ واللوائح التي تنظم التداول في بورصة الجزائر.

لكن قد يحدث أن يتعطل النظام في مرحلة ما من مراحل جلسة التداول، وهو ما يتعذر معه تنفيذ أوامر البورصة بالتزامن مع التسوية والتسليم، فينتج فراغ زمني بين التنفيذ للأوامر وبين التسوية والتسليم.

شركة إدارة بورصة الجزائر نظمت حالة فشل النظام الآلي بموجب المادة 32 مكرر 1 من قرارها رقم 199 / 06، التي قررت أنه في حالة عطل النظام الآلي للتداول أو فشله في إتمام العمليات في الجلسة، فإن الشركة تتصرف وفقاً لمصلحة السوق؛ كأن تقوم بإتمام العمليات يدوياً، تعلق أو تؤجل عملية التفاوض جزئياً أو برمتها.

<sup>1</sup> . Article 32 Bis 1 : Défaillance des systèmes ; du REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS (La décision SGBV 02/99 mise à jour), (Article inséré par décision SGBV N°06/99) : « En cas de défaillance du système informatique, la SGBV agit en fonction de l'intérêt du marché. Elle peut notamment décider d'avoir recours à la procédure manuelle ou de suspendre et reporter la séance de négociation ».

عندما يتم اللجوء إلى الإجراء اليدوي لعمليات التفاوض من طرف شركة إدارة بورصة الجزائر فإنه يجب القيام بذلك وفق ثلاث شروط ورد ذكرها بموجب نص المادة 32 مكرر 2 من قرار الشركة<sup>1</sup>:

### **الشرط الأول: إجراء التداول اليدوي يعد استثناء**

لا تلجأ الشركة إلى الإجراء اليدوي إلا في حالة استحالة ضمان عرض الأسعار وفقا للوسائل المعتادة للنظام الآلي للتداول (م. 32 مكرر 2 / ف. 1). لأن الأصل في التداول في بورصة الجزائر هو أن تتم العملية بالطريق الإلكتروني، نظرا لطبيعة المعاملات التي تتطلب السرعة في الإنجاز للتقيد الصارم بالمدة الزمنية القصيرة جدا الخاصة بجلسة التداول، يعقبها مباشرة مرحلة المقاصة التي تتزامن مع العملية الموالية المتمثلة في مرحلة التسوية والتسليم.

### **الشرط الثاني: توافق إجراء التداول اليدوي مع أنظمة البورصة**

يجب أن تتوافق شروط الإجراء اليدوي مع المبادئ الأساسية لتنظيم بورصة الجزائر، المنصوص عليها في اللوائح العامة للبورصة، (م. 32 مكرر 2 / ف. 2). برنامج الإعلام الآلي المستخدم في عملية التداول في بورصة القيم المنقولة تمت برمجته وفقا للمبادئ الأساسية التي تحكم عمليات التداول، لهذا فإن العمليات التي تجرى

---

<sup>1</sup> . Article 32 Bis 2 : La procédure manuelle ; du REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS, (Article inséré par décision SGBV N°6/99) « La SGBV a recours à la procédure manuelle en cas d'impossibilité d'assurer la cotation selon les moyens informatiques usuels. La procédure manuelle est mise en œuvre sous la responsabilité et le contrôle de la SGBV. Les modalités de la procédure manuelle devront être conformes aux principes fondamentaux d'organisation du marché des valeurs énoncés dans le règlement général de la bourse. Ces modalités pourront être précisées dans un avis. Toute modification apportée à la procédure manuelle, pour une valeur donnée, fait l'objet d'un avis ».

أوتوماتيكيا تنتهي بمطابقة دقيقة لنظام البورصة، خاصة فيما يتعلق بقاعدة المساوات بين المستثمرين.

لهذا فإن شركة إدارة بورصة الجزائر ملزمة ببذل عناية الرجل الحريص من أجل مطابقة الإجراء اليدوي للمبادئ البورصية تماما كما يطبقها النظام الإلكتروني، تحت طائلة المسؤولية المدنية في حالة خرقها (م. 32 مكرر 2/ ف. 1).

### الشرط الثالث: شفافية التداول اليدوي

يجب أن يتم نشر تفاصيل الطرق اليدوية المتبعة في إجراء التداول اليدوي بموجب إشعار في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة<sup>1</sup>، يوضع في متناول الجمهور ويبلغ للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها؛ كما تنشر أي تغييرات تحدثها شركة إدارة البورصة على هذا الإشعار (م. 32 مكرر 2/ ف. 2، 3).

### ثانيا: تأثير الإجراء اليدوي للتداول على نقل الملكية فور العقد

سبق القول<sup>2</sup>، أن نص المادة 130 من نظام الكوسوب رقم 03 /97 اعتمد صراحة قاعدة نقل ملكية الأوراق المالية (القيم المنقولة) فور تنفيذ أمر البورصة، وكنا قد بينا أنه في حالة الاعتماد على نظام التداول الإلكتروني لإبرام الصفقات في بورصة الجزائر فإن الفاصلة الزمنية بين انعقاد عقد البيع وبين إجراء المقاصة وعملية التسوية

<sup>1</sup>. تنص المادة 12 من نظام اللجنة رقم 03 /97: "تنشر مقررات وآراء شركة إدارة بورصة القيم، في نشرة تسمى النشرة الرسمية لجدول التسعيرة".

<sup>2</sup>. أنظر الفرع الثاني من المطلب الأول من المبحث الأول من الفصل الثاني من الباب الثاني من هذه الأطروحة.

والتسليم لا تتجاوز الأجزاء من الثانية، وخلصنا أن هناك تزامن بين التنفيذ والتسليم في حساب البائع وحساب المشتري.

لكن، في الحالة التي تلجأ فيها شركة إدارة بورصة الجزائر إلى الإجراء اليدوي بسبب فشل النظام الآلي للتداول؛ فإن المسافة الزمنية بين تنفيذ أمر البورصة من طرف الوسيط في جلسة التداول وبين التسوية والتسليم للسندات المباعة محل أوامر البورصة ستوسع، فيقاس حجمها بالساعات أو حتى بالأيام. إذن، إشكالية نقل الملكية فور العقد تطرح نفسها بقوة في هذه الحالة.

النتيجة المترتبة على اللجوء إلى الإجراء اليدوي للتداول من طرف شركة إدارة بورصة الجزائر هي عدم تزامن التنفيذ مع التسليم؛ هذا يؤدي إلى حدوث العديد من المشاكل: إعاقة المشتري الجديد في مباشرة الحقوق المتصلة بالأسهم في مواجهة الشركة، المساس بمشروعية قرارات الجمعية العامة للشركة في حالة مشاركة المالك القديم في التصويت، وخلق حركة غير واقعية في حسابات الزبائن، وهو ما يتم تفصيله بعد الانتهاء من تبين الظروف التي تخلق الفارق الزمني.

فضلا عما سبق، فإن اللجوء إلى الإجراء اليدوي للتداول، في حالة عطل النظام الآلي، غير عملي إطلاقا، حيث إذا افترضنا أن حجم التداول أصبح كبيرا، وزاد عدد الأوامر عن الحد الذي لا يمكن معه التنفيذ اليدوي في نفس يوم البورصة، فإن العملية ستستغرق وقتا أطول، ما يزيد من حدة المشاكل الواقعية المترتبة على زيادة الفاصلة الزمنية بين التنفيذ والتسليم.

لذلك، فإننا نرى ضرورة النص صراحة على ألا يتم اللجوء إلى عملية الإجراء اليدوي للتداول إلا في حدود ضيقة جدا كحل مؤقت، كتحديد الحد الأقصى من عدد الأوامر وقيمتها النقدية المطروحة في يوم البورصة من أجل التنفيذ؛ وإذا تجاوزت هذا الحد فيجب اللجوء إلى الحلول البديلة، المنصوص عليها في نص المادة 32 مكرر 1 من

قرار شركة إدارة بورصة الجزائر<sup>1</sup>، مثل إلغاء حصة التداول وتأجيلها، لتفادي خلق مسافة زمنية غير منتجة بين تنفيذ الأوامر وبين التسوية والتسليم.

### الفرع الثاني: الخلل في تنفيذ الالتزامات محل عملية التداول

عدم تنفيذ الأطراف لالتزاماتهم محل عمليات التداول في بورصة الجزائر قد يؤدي إلى إحداث فارق زمني غير منتج بين وقت تنفيذ أوامر البورصة في ردهة التداول وبين تسليم القيم المنقولة، رغم أن نظام البورصة وضع قواعد صارمة لتغطية وضمان التنفيذ (أولا)، يتم اتباعها لمعالجة الإخلال بالالتزام بالدفع أو التسليم، لكن رغم ذلك قد يحدث خلل في التغطية والتنفيذ (ثانيا).

### أولا: نظام التغطية و ضمانات التنفيذ المخولة للوسيط

اتصال الزبون (المستثمر) بالوسيط في عمليات البورصة يكون في البداية عن طريق علاقة قانونية تتمثل في إبرام اتفاقية فتح حساب القيم المنقولة ( Compte Titres)، الذي يعد حسابا منفصلا عن الحساب الجاري للزبون لدى الوسيط، إذا كان هذا الأخير بنكا؛ بموجب هذه الاتفاقية يصبح الوسيط وكيلًا عن المدخر في تنفيذ أوامر البورصة بالبيع أو الشراء التي يصدرها له الزبون.

تخضع هذه الاتفاقية لقاعدة العقد شريعة المتعاقدين المنصوص عليها بموجب نص المادة 106 من القانون المدني الجزائري. يجوز للطرفين تضمينها ما يشاؤون من الشروط التعاقدية، تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

<sup>1</sup> . Article 32 Bis 1 : Défaillance des systèmes ; du REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS (La décision SGBV 02/99 mise à jour), (Article inséré par décision SGBV N°6/99) : « En cas de défaillance du système informatique, la SGBV agit en fonction de l'intérêt du marché. Elle peut notamment décider d'avoir recours à la procédure manuelle ou de suspendre et reporter la séance de négociation ».

نظرا لأن الوسيط في عمليات البورصة يعد مسؤولا مدنيا ومهنيا، في مواجهة السوق<sup>1</sup>؛ عن كل إخلال صادر من طرف زبائنه عن الوفاء بالتزاماتهم كعدم الوفاء بما ورد في أمر البورصة الصادر عنهم؛ فإنه يحق له أخذ احتياطاته في مواجهة الزبائن، حيث نصت المادة 119 من نظام لجنة الكوسوب رقم 03 / 97 أنه: "يحق للوسيط في عمليات البورصة أن يشترط من زبونه تسليم الأموال أو السندات قبل إرسال أمره إلى السوق".

هذا الشرط قد يجنب الوسيط في عمليات البورصة مخاطر إخلال الزبائن بتنفيذ التزاماتهم، فيمتنع عن تنفيذ أي أمر بورصة؛ إلى غاية قيام الزبون بالدفع أو التسليم مسبقا. لكن في السوق المالية يعتبر هذا الشرط عاملا يؤدي في الكثير من الأحيان إلى فقد الزبائن، لأنه يتنافى تماما مع المرونة المطلوبة في السوق. أكثر العوامل التي تلف المستثمرين حول البورصة وتعتبر عامل جذب لرؤوس الأموال هي المضاربة التي تشتهر بها بورصات الأوراق المالية (القيم المنقولة).

المضاربون المحترفون يقومون بالبيع للحصول على الفارق في السعر، ثم يقدمون مباشرة على إعادة الشراء فورا، وفي كثير من الأحيان يرمون الصفقة المالية حتى قبل الانتهاء من إجراءات التسوية والتسليم. الوسيط الذي يشترط الدفع المسبق قد يعيق الحركة السريعة لهؤلاء المضاربين مما يجعلهم ينفرون منه.

لهذه الأسباب فإن الوسطاء في البورصات الكبيرة في العالم ينفذون أوامر البورصة الصادرة إليهم من زبائنهم رغم عدم وجود أي رصيد في حساباتهم، ما دامو يثقون في الزبون، ويعلمون جيدا قدرته على تنفيذ التزامه في الوقت الصحيح. أيضا، في كثير من

<sup>1</sup>. طالع العناصر التي تلي مباشرة هذا العنصر.

الأحيان ينفذون الأوامر التي تصدر إليهم عن طريق الهاتف، حتى في اللحظات الأخيرة من جلسة التداول.

المادة 120 من نظام الكوسوب رقم 03 /97، نصت بأنه: "ينفذ الآمرون التزاماتهم بمجرد تنفيذ الأمر، ويدفع مشتري السندات مبلغ المعاملة التي أنجزها لدى الوسيط في عمليات البورصة. ويسلم بائع السندات التي تنازل عنها في السوق إلى وسيطه في عمليات البورصة".

نظرا إلى أن بورصة الجزائر هي سوق للدفع فورا، فإن نص هذه المادة يلزم الزبائن مصدرو الأوامر بتنفيذ التزاماتهم فورا بمجرد تنفيذ أمر البورصة من طرف الوسيط؛ المشتري يدفع مبلغ السندات محل أمر البورصة بالشراء للوسيط في عمليات البورصة الذي نفذ الأمر لصالحه، أما البائع فعليه أن يسلم فورا السندات محل صفقة البيع إلى وسيطه في الجهة المقابلة من السوق.

رغم أن نص المادة 120 يلزم مصدري أوامر البورصة بأن ينفذوا التزاماتهم فور تنفيذ الأوامر الصادرة عنهم من طرف الوسيط في جلسة التداول، إلا أنها لم تلزمهم على إيداع التزاماتهم مسبقا لدى الوسيط، لأن هذا النوع من الإلزام قد يضر بالسوق أكثر. فالمشرع في هذه الحالة يحاول الحفاظ على المرونة التي يتطلبها السوق. لهذا، يمكن القول: إنه لا مفر في نظام بورصة الجزائر من حوادث التأخر في تنفيذ الالتزامات أو حتى الإخلال بها كليا من طرف المستثمرين.

رخصت لجنة الكوسوب للوسطاء في عمليات البورصة أن يستعملوا، بقوة القانون، ودائع الزبائن للوفاء بما التزموا به. حيث نجد نص المادة 121، ف. 1 من نظام الكوسوب رقم 03 /97 تنص بأنه: "تستعمل بقوة القانون النقود أو السندات

المودعة لدى الوسيط في عمليات البورصة لحساب زبون في تسديد النقود و/ أو تسليم السندات الناتجة عن التعهدات التي عقدها في السوق".

الوسيط في عمليات البورصة بصفته ضامنا من أجل أداء التزامات زبائنه في مواجهة السوق والوسيط الثاني في الطرف المقابل من الصفقة؛ له الحق، بقوة القانون، أن يستعمل النقود والسندات المودعة لديه من طرف الزبون المتخلف عن أداء التزاماته من أجل إتمام الصفقات التي أبرمها نيابة عنه في البورصة.

فضلا عن ذلك، فإن الرخصة الممنوحة للوسيط تشمل جميع الودائع في حساب التداول أو حتى حسابات الزبون الأخرى لدى الوسيط، بما فيها النقود و/ أو السندات التي لا تتعلق بالصفقة التي تراخى فيها الزبون عن الدفع أو التسليم. وهو ما أشارت إليه الفقرة الثانية من نص المادة 121، من نفس النظام بأنه: "تخصص بقوة القانون كل السندات أو القيم المحتفظ بها تحت حساب أو حسابات الأمرين، لتسوية و/ أو الوفاء بتعهداته. ويمكن الوسيط في عمليات البورصة استعمالها، دون إشعار مسبق، لتسوية أو تسليم عمليات الزبون".

لهذه الأسباب فإن طبيعة عقد الوديعة البنكية تختلف كثيرا عن عقد الوديعة العادية المعروفة في القانون المدني الجزائري؛ حيث نجد المادة 591 منه تحضر على المودع لديه الذي تسلم الوديعة بأن يستعملها دون أن يأذن له المودع في ذلك صراحة أو ضمنا.

ما سبق، يعتبر قواعد قانونية مرنة جدا خاصة ببورصة القيم المنقولة، من جهة، ومن جهة أخرى فهي تقر إجراءات سريعة من أجل دعم نظام التداول في البورصة. هذه القواعد قلما نجد لها مثيل في الفروع القانونية الأخرى.

مبرر منح المشرع الجزائري الوسيط في عمليات البورصة كل هذا النفوذ على حسابات وأرصدة زبائنهم سببه السرعة التي يتطلبها السوق، والأساس القانوني لهذا النفوذ يستند على قوة القانون من جهة، ويستند أيضا على الاتفاق الذي وقعه الأطراف، من جهة ثانية، بمناسبة فتح حساب التداول بين الوسيط والزبون، أي عندما أبرموا اتفاقية فتح حساب التداول ووقعوا على الشروط العقدية التي احتوتها.

لكن، رغم كل هذه الاحتياطات والمرونة والنفوذ على حسابات الزبائن التي خص بها نظام بورصة الجزائر الوسيط في عمليات التداول؛ إلا أنه قد لا يتمكن الوسيط من دفع رؤوس الأموال أو تسليم السندات بسبب عدم وجودها في حسابات الزبون. نكون في هذه الحالة أمام خلل قائم في جانب الوسيط في مواجهة البورصة والطرف المقابل في السوق. وهو ما نشرحه في العنصر الموالي.

### **ثانيا: الخلل في نظام التغطية و ضمانات التنفيذ**

نظرا لخصوصية نظام التداول في بورصة الجزائر فإن الوسيط في عمليات البورصة مسؤولون في مواجهة السوق عن أي خلل يتسببون فيه، يتعلق بالتسوية والتسليم. لأن نظام البورصة يحمل الوسيط مباشرة المسؤولية عن عدم تسوية رؤوس الأموال أو تسليم السندات. فتتدخل شركة إدارة بورصة الجزائر على مرحلتين من أجل إدارة المشكلة:

في المرحلة الأولى يتم تقرير حالة المقاصة المعلقة (أ- الحالة الأولى: تقرير وضعية المقاصة المعلقة في جانب الوسيط)، وإذا نفذ الوقت المخصص للوسيط، يتم إدارة المشكلة وفق مرحلة ثانية عن طريق التصريح بخلل الوسيط وتصفية المعاملة (ب- المرحلة الثانية: التصريح بخطأ الوسيط في مواجهة السوق والطرف المقابل).

المرور عبر هتين المرحلتين يؤدي إلى خلق مسافة زمنية تشكل فراغا وقتيا بين تنفيذ أمر البورصة وبين التسوية والتسليم، وهو ما يؤثر سلبا على قاعدة النقل الفوري للملكية

القيم المنقولة في نظام البورصة الجزائري (ج) - أثر الخلل في التسوية على النقل الفوري للملكية)، وهو ما نتطرق له تباعا.

#### أ- المرحلة الأولى: تقرير وضعية المقاصة المعلقة في جانب الوسيط

نصت المادة 141 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 /97 بأنه: "في حالة عدم تسليم سندات أو نقود وسيط في عمليات البورصة في التاريخ المنصوص عليه في النظام، تضع شركة إدارة بورصة القيم وضعيات الوسيط المعني التي لا يمكن حلها وضعية مقاصة معلقة".

ما نلاحظه على هذا النص أنه لا زال يحتوي في صياغته على آثار نظام التسوية والتسليم اليدوي للقيم المنقولة. تبدو هذه الآثار جلية في عبارة أن التسليم يتم "في التاريخ المنصوص عليه في النظام". حيث كان يتم إبرام الصفقات في الجلسة عن طريق نظام التداول الإلكتروني، الذي كان يتم بموجبه مقابلة الأوامر بعضها ببعض فتتعدد عقود البيع. لكن عملية التسوية والتسليم كانت تتم يدويا بتسليم السندات المطبوعة على الورق بطريقة يدوية. لهذا السبب فإن الوسطاء كان لابد لهم أن يستفيدوا من مدة زمنية معينة يتم أثناءها الدفع والتسليم.

السبب هو أنه تمت صياغة هذا النص سنة 1997 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 /97 في فترة نظام التسليم المادي للقيم المنقولة في بورصة الجزائر. ولم يمسه التعديل سنة 2003 بموجب نظام اللجنة رقم 03 /01<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقا للمادة

عندما تمت إزالة الصفة المادية للأوراق المالية، حيث تم التخلي عن الشكل المادي للأسهم والسندات، فأصبحت مجرد قيود حسابية يديرها المؤمن المركزي على السندات. تحولت عمليات التسوية والتسليم إلى عمليات إلكترونية يتم بموجبها نقل رؤوس الأموال والسندات عن طريق نظام الإعلام الآلي الذي يحدث أوتوماتيكيا حركة دفع وتسليم في حسابات الزبائن.

لكن إبقاء النص على حاله يعد في نظرنا مبررا، رغم أنه يبدو أن نية اللجنة كانت تنصرف إلى اختزال المسافة الزمنية بين عمليات تنفيذ أوامر البورصة وعمليات التسوية والتسليم بعد اعتماد نظام التسليم الإلكتروني؛ لأن هذه الفترة لا تزال مطلوبة في بعض الحالات التي يتراخى فيها الوسطاء في عمليات البورصة في إكمال الصفقة لأسباب مختلفة.

بمجرد انتهاء المدة التي عينها النظام الآلي للتداول، حسب نص المادة 141، من أجل قيام الوسيط بتسليم السندات أو النقود محل الصفقة؛ فإن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة تعلن حالة عدم التسديد لرؤوس الأموال وتسليم السندات من طرف الوسيط التي لا يمكن حلها، على أنها وضعية مقاصة معلقة.

فترت بقاء التزامات الوسيط في وضعية المقاصة المعلقة غير محددة، وإنما هي من صميم السلطة التقديرية لشركة إدارة البورصة. حيث نصت المادة 142 من نظام اللجنة رقم 03 / 97 بأنه: "تتولى شركة إدارة بورصة القيم بانتظام، مراقبة تسويات رؤوس الأموال وتسليم السندات التي تبقى معلقة وتتخذ التدابير المناسبة عندما ترى أن الآجال التنظيمية لم يراعها وسيط في عمليات البورصة".

45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

بالتالي، قد تدوم وضعية المقاصة المعلقة لعدة أيام أو حتى لأسابيع، يعني ذلك خلق فترة زمنية غير منتجة بين عقد الصفقة وبين عملية التسوية والتسليم. نكون في هذه الحالة، أيضا، أمام مشكلة ممارسة الحقوق الملتصقة بالأسهم. يمكننا أن نشير بقوة مسألة نقل ملكية القيم المنقولة فور العقد، التي اعتمدها اللجنة صراحة بموجب نص المادة 130 من نظامها رقم 03 /97.

أزمة اتساع المسافة الزمنية بين تنفيذ أمر البورصة وبين عملية التسوية والتسليم تزيد حدة عندما تنتهي المدة التي حددتها الشركة للوسيط من أجل تسوية وضعيته، وتنتقل في مواجهته لتنفيذ الإجراء الموالي (المرحلة الثانية).

#### ب- المرحلة الثانية: التصريح بخطأ الوسيط في مواجهة السوق والطرف المقابل

نصت المادة 143 من نظام لجنة الكوسوب رقم 03 /97<sup>1</sup> بأنه: "عندما يتهاون وسيط في عمليات البورصة عن إتمام معاملة في البورصة في الأجل المسموح به من طرف شركة إدارة بورصة القيم يصرح بخلله ويمكن تصفية المعاملة وفق إجراء إعادة شراء العرض في أجل تحدده شركة إدارة بورصة القيم. التي تخبر اللجنة فورا بإجراء إعادة شراء العرض الذي يتم مباشرة. يتحمل الوسيط في عمليات البورصة المخل كل خسارة أو ضرر يلحق بالطرف المقابل في المعاملة من جراء عدم تسوية رؤوس الأموال أو تسليم السندات".

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج. ر. عدد 87، مؤرخ 29 /12 /1997، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج. ر. عدد 73، مؤرخ في 30 /11 /2003. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقا للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

في هذه المرحلة لا يتوقف الأمر عند حد خلق مسافة زمنية تفصل عملية تنفيذ أمر البورصة عن عملية التسوية والتسليم؛ بل إن المشاكل التي تترتب على الأخذ بقاعدة النقل الفوري للملكية بمجرد تنفيذ أمر البورصة تصبح أكثر وضوحاً. لأن الأمر لا يتعلق بمشاكل عملية تتعلق بممارسة الحقوق الملتصقة بالأسهم فحسب، أثناء فترة تعليق المقاصة، بل يمتد الأمر ليمس بجوهر القانون في حد ذاته. لأن نقل الملكية فور العقد، في هذه الحالة، يصبح وهمياً جداً.

تكمن الصفة الوهمية لنقل الملكية، في هذه الحالة، في كون القانون أقرها بمجرد تنفيذ أمر البورصة طبقاً لنص المادة 130 من نظام اللجنة رقم 103 / 97<sup>1</sup>، في حين أن الصفقة لن تتم أبداً. إذ لا يجوز في نظام البورصة الجزائري إجبار الطرف الآخر على التنفيذ، لأن شركة إدارة بورصة الجزائر تملك سلطة قانونية وواقعية على الصفقة غير التامة بفعل خطأ الوسيط، تتمثل هذه السلطة في التصريح بخلل الوسيط ويتم طرح العرض في السوق مجدداً ليتم التفاوض عليه من جديد بين الوسطاء.

السبب هو أن بورصة الجزائر هي سوق للدفع في الحال؛ حيث لا مجال في هذه الحالة إلى أعمال الكثير من القواعد العامة في النظرية العامة للعقد وفي قانون الإجراءات المدنية والإدارية، التي تنص على الإجراءات المتبعة أمام القضاء في حالة عدم تنفيذ الالتزامات.

يرجع سبب ذلك إلى خصوصية السوق في حد ذاتها، التنفيذ السريع للصفقات في بورصة الجزائر، وكذلك العجلة المطلوبة من أجل تسوية رؤوس الأموال والسندات محل عمليات البورصة، لا يترك أي فرصة للوسطاء ولزبائنهم الذين يريدون إتمام الصفقة أن يلجؤوا إلى القضاء لإجبار المدين على التنفيذ، لأن ذلك يتعارض تماماً مع

<sup>1</sup> . سبقت الإشارة إليه.

خصوصية السوق ومع نظامها الفريد من نوعه. العجلة وقيمة الوقت الذي يتم حسابه بالثواني في البورصة، يبرر لشركة إدارة بورصة القيم، بقوة القانون، أن تلغي الصفقة وتعيد المتعاقدين إلى الحالة التي كانا عليها قبل إبرام عقد التداول، بل أكثر من ذلك: الشركة تلزم الوسيط في عمليات التداول أن يدفع الفارق نقدا عن المبلغ المقرر دفعه في العقد الأصلي والمبلغ الذي يدفع عند إعادة الشراء من قبل طرف آخر في السوق طبقا للمادة 146 من نظام اللجنة رقم 03 / 97.

بالإضافة إلى ذلك فإن الأضرار والخسائر التي نشأت عن إلغاء الصفقة وإعادة عرضها في السوق طبقا للفقرة الثانية من المادة 143 المذكورة آنفا. المعهود في القانون أن مثل هذه السلطة لا يمارسها إلا القضاة على منصة القضاء، فإبطال عقد التداول غير المنفذ بالتسليم، وإعادة المتداولين إلى نقطة الصفر، وإلزام الوسيط المخطئ على التعويض؛ تعد صلاحيات غير عادية، شبيهة بصلاحيات القضاء، تمارسها شركة من شركات القانون التجاري، تسمى: شركة إدارة بورصة الجزائر.

ما سبق يوضح لنا وجود نوعين من الخلل في تنفيذ الالتزامات من طرف الوسيط في عمليات البورصة وزبائنهم؛ التأخر وعدم التنفيذ. نتساءل عن العلاقة بين التأخر في التنفيذ أو عدم التنفيذ من الأساس وبين النقل الفوري للملكية في بورصة الجزائر؟ نجيب في العنصر الموالي.

### **ج - أثر الخلل في التسوية على النقل الفوري للملكية**

التأخر أو عدم تنفيذ الوسيط وزبونه لالتزاماتهم المتمثلة إما في عدم دفع ثمن القيم المنقولة محل عقد التداول المبرم في حصة التداول، وإما في تسليم السندات المتعاقد عليها يحدث تأثيرا سلبيا بالغا جدا على قاعدة النقل الفوري للملكية التي اعتمدها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها صراحة بموجب المادة 130 من نظامها رقم 03 / 97. يتمثل هذا التأثير السلبي في صورتين:

**الصورة الأولى: حالة التأخر في التنفيذ**

تأخر الوسيط في دفع الثمن الخاص بعقد بيع القيم المنقولة في بورصة الجزائر يؤدي إلى خلق ثغرة زمنية غير منتجة بين إجراء تنفيذ أمر البورصة وبين إجراء تسوية الصفقة وتسليم السندات؛ حيث تطرح مجددا مشكلة الممارسة الفعلية للحقوق المتصقة بالأسهم، لأن البائع (المالك القديم) لا يزال مالكا في مواجهة شركة المساهمة المسعرة أسهمها في البورصة، رغم أنه لم يعد مالكا في مواجهة شركة إدارة بورصة القيم وفي مواجهة المالك الجديد الشرعي.

**الصورة الثانية: حالة عدم التنفيذ**

إخلال الوسيط في عمليات البورصة، وبالتبعية زبونه، في تنفيذ التزامه بدفع ثمن القيم المنقولة محل الصفقة، أو إخلاله بتسليم السندات يؤدي إلى جعل النقل الفوري للملكية في بورصة الجزائر بمجرد تنفيذ أوامر البورصة، طبقا لنص المادة 130، حكما في غير محله إطلاقا. لأنه يؤدي إلى إحداث عملية وهمية لنقل الملكية، في حين أن الصفقة أصبحت ملغية، ولا مجال للحديث عن أي نقل للملكية في هذه الحالة. إذن، الحكم الوارد في هذا النص يعد حكما سابقا لأوانه، كمن يستبق الأمور ويرتب آثارا على فرضيات لا يعرف هل تتحقق أم لا، الفرضية المطروحة في هذه الحالة تتمثل في هل سيتم تنفيذ الالتزامات أم لا؟

**المبحث الثاني: تأجيل نقل الملكية في نظام البورصة الجزائري**

أدى أخذ المشرع لمبدأ النقل الفوري للملكية القيم المنقولة محل عمليات التداول في بورصة الجزائر إلى مشاكل وسلبات قانونية وفعالية جسيمة (المطلب الأول)، لتفادي هذه المشاكل والسلبات يجب تعطيل الأثر الناقل للملكية القيم المنقولة فور

إبرام الصفقات البورصية على غرار أنظمة البورصة في التشريعات المقارنة (المطلب الثاني).

### المطلب الأول: المشاكل والسلبيات الناتجة عن الأخذ بمبدأ النقل الفوري للملكية في بورصة الجزائر

أثار مبدأ النقل الفوري للملكية القيم المنقولة بمجرد مقابلة أوامر الشراء وأوامر البيع (إبرام عقد التداول) عن طريق نظام التداول الإلكتروني في البورصات العديد من المشكلات والسلبيات؛ حيث بدى بوضوح أن سوق القيم المنقولة لها خصوصيات تأبى تطبيق قاعدة الأثر الناقل للملكية فور انعقاد العقد على إطلاقها، أو بمجرد تنفيذ أوامر البورصة في حصة التداول من طرف الوسطاء في عمليات البورصة؛ لأن هناك فارق زمني بين إجراء عملية التداول في الحصة وبين إتمام عمليات التسوية والتسليم عن طريق المؤتمن المركزي على السندات، تحدث في بعض الظروف وبعض الحالات الخاصة.

هذه المشكلات والآثار السلبية الناجمة عن الأخذ بمبدأ النقل الفوري للملكية في بورصة القيم المنقولة بالجزائر تتمثل في أربع حالات: يؤدي النقل الفوري للملكية إلى عرقلة مباشرة الحقوق المتصلة بالقيمة المنقولة محل التداول في بورصة الجزائر (الفرع الأول)، تؤدي أيضا إلى المساس بمشروعية قرارات الجمعية العامة في شركات المساهمة المسعرة قيمها المنقولة في بورصة الجزائر (الفرع الثاني)، كذلك يؤدي تطبيق مبدأ النقل الفوري إلى زيادة عدد ملاك القيم المنقولة عن الحقيقة (الفرع الثالث)، في الأخير، يؤدي تطبيق المبدأ إلى خلق حركة غير واقعية في حسابات زبائن الوسطاء في عمليات البورصة (الفرع الرابع).

### الفرع الأول: عرقلة مباشرة الحقوق المتصلة بالقيمة المنقولة محل عملية التداول

حسب نظام بورصة الجزائر، فإن ملكية القيم المنقولة تنتقل بمجرد إبرام عقد التداول أثناء الجلسة، وهو ما سبق بيانه، طبقا لنص المادة 130 من نظام الكوسوب رقم 03/97، أي أن ملكية القيم المنقولة تنتقل إلى المشتري في نفس اليوم، الدقيقة والثانية التي تم فيها عقد البيع أثناء الجلسة الرسمية للتداول المنعقدة داخل الردهة في بورصة الجزائر.

لكن الأخذ بهذا الحكم من طرف لجنة ضبط السوق يدفع إلى التساؤل؛ على حد تعبير بعض الفقه<sup>1</sup> القانوني عن: "من له الحق في مباشرة الحقوق المقررة لحامل الورقة المالية (القيمة المنقولة)، في الفترة الانتقالية بين عملية التداول بتنفيذ أوامر البورصة، وبين قيد الورقة المالية في حساب المالك الجديد، هل هو بائع الورقة أم المشتري لها؟".  
بمعنى؛ ما هو الوقت الذي يستحق فيه المستثمر ريع السهم محل قرار الشركة بتوزيع الأرباح، هل هو المالك القديم الذي لا يزال اسمه مقيدا في سجلات الشركة، أم المالك الجديد؟

بمعنى آخر؛ إذا قامت الشركة بإجراءات قانونية، أثناء الفترة الانتقالية، مثل قيامها بتوزيع الأرباح على المساهمين أو توزيع أسهم مجانية، أو غير ذلك من الحقوق للمساهمين كحق التصويت في الجمعية العامة؛ فمن له الحق في الحصول على أو مباشرة هذه الحقوق؟ البائع الذي يعتبر المالك الفعلي (المالك القديم) في مواجهة الشركة والغير؟ أم المشتري الذي يعتبر المالك الشرعي (المالك الجديد) للأسهم نظرا لانعقاد

<sup>1</sup> . هشام فضلي، المرجع السابق، ص. 175.

عقد التداول لصالحه؟ خاصة إذا علمنا أن هذا الإشكال سبب نزاعات قضائية في القانون المقارن<sup>1</sup> حتى بالنسبة للسندات غير المسعرة في البورصة.

في نظام بورصة الجزائر؛ تقضي المادة 130 من نظام لجنة الكوسوب رقم 03 / 97، المشار إليها آنفاً، أن مشتري السهم يعد مالكا له منذ تنفيذ أوامر البورصة، أي منذ انعقاد عقد التداول في حصة البورصة. وفي الوقت نفسه فإن حق المالك الجديد لا يسري في مواجهة الشركة والغير، لأن السهم لا زال مسجلا باسم البائع في سجلات الشركة.

أمام هذه الوضعية، أي وضعية البائع الذي لا تزال الورقة مقيدة باسمه في سجلات الشركة، يقول بعض الفقه<sup>2</sup>: "أنه يستفيد حينئذ من قرينة الملكية (Présomption de propriété)، ويمكنه أن يباشر الحقوق المرصودة لحامل الورقة".

وتطبيق مبدأ انتقال ملكية القيم المنقولة فور انعقاد عقد التداول في بورصة الجزائر إعمالاً للقواعد العامة في القانون المدني الجزائري ونص المادة 130 من نظام

<sup>1</sup> . ذهبت محكمة تمييز دبي من أجل حل إشكال مماثل أن: "عقد بيع الأسهم يولد التزاما على البائع بنقل ملكيتها إلى المشتري مما يترتب عليه استحقاق مشتري السهم لريعه منذ تاريخ الشراء بالرغم من أن انتقاله من المالك السابق إلى المالك الحالي لا يتم إلا من تاريخ قيد العملية في السجل الخاص بالأسهم لدى الشركة المصدرة" حكم محكمة التمييز في إمارة دبي بتاريخ 6 / 8 / 2002، الطعن رقم (2002 / 155)، طعن حقوق، القاعدة رقم 86، مجموعة الأحكام والمبادئ القانونية في المواد المدنية والتجارية، العدد 13 لسنة 2002 حقوق، المكتب الفني، محكمة التمييز، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ص. 503. أشار إليه: جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2010.

<sup>2</sup> . هشام فضلي، المرجع السابق، ص. 175.

اللجنة رقم 03 / 97؛ يفضي حسب ما قال به الفقه<sup>1</sup> إلى "مفارقة واضحة، فالمالك الحقيقي لا يمكنه أن يباشر حقوقه المقررة بصفته مالكا للورقة. في حين يكون للمالك القديم كافة امتيازات حامل الورقة، رغم أن الملكية لم تعد ثابتة له".

النتيجة هي أن الحكم الوارد في نص المادة 130 والذي يقضي بانتقال ملكية القيم المنقولة في بورصة الجزائر فور انعقاد عقد التداول معيب، لأنه يترتب على إعماله، على إطلاقه، فقدان الفعلي للمالك الشرعي لحقوقه الملتصقة بالسهم.

### الفرع الثاني: المساس بمشروعية قرارات الجمعية العامة في شركة المساهمة المدرجة في

#### بورصة الجزائر

عملية التصويت في الجمعية العامة للمساهمين في شركة المساهمة حساسة جدا، لأن الكثير من القرارات المفصلية في شركة المساهمة؛ تتم عن طريق التصويت. كل مساهم له عدد من الأصوات ما يقابل عدد الأسهم التي يمتلكها. يتم فحص هويات المساهمين ووكلائهم أثناء انعقاد الجمعية العامة من أجل التصويت، ويتم التثبت من الأسماء في ورقة الحضور.

حيث تفرض المادة 681 من القانون التجاري الجزائري أن تمسك كل جمعية ورقة للحضور تتضمن أسماء المساهمين الحاضرين أو وكلائهم وألقابهم وموطنهم وعدد الأسهم وكذا عدد الأصوات التابعة لهذه الأسهم التي يملكها كل واحد منهم. ويجب إرفاق الوكالات التي يحملها الوكلاء تمثيلا لموكليهم المساهمين مع ورقة الحضور من طرف مكتب الجمعية، هذا الأخير يقوم في الأخير بالمصادقة على صحة ورقة الحضور الموقعة قانونا من حاملي الأسهم الحاضرين والوكلاء.

<sup>1</sup> . Lassalas (Ch.), L'inscription en compte des valeurs, précité, p. 219 ; Peltier (F.), Chronique financière, Banque et droit, n. 33, janvier- février, 1994, p. 54.

عندما تكون هناك فاصلة زمنية بين تنفيذ أمر البورصة وبين تسوية الصفقة وتسليم السندات، لسبب من الأسباب التي ذكرناها سابقا، فإن هناك إمكانية أن يصوت المالك القديم للسهم أو وكيله في الجمعية العامة لشركة المساهمة؛ لأنه لا يزال مقيدا في سجلاتها، فهو يعد في مواجهتها المساهم المعروف لديها، رغم أنه في مواجهة شركة إدارة بورصة الجزائر أصبح غير مالك لتلك الأسهم من اللحظة التي يضغط فيها ممثل لجنة ضبط السوق على زر الفيكسينغ، أين انعقد العقد وتنتقل ملكية الأسهم في تلك اللحظة، طبقا لنص المادة 130 من نظام اللجنة رقم 03 / 97. وبالتالي، نجد أنفسنا في هذه الحالة أمام تصويت غير مشروع باطل، لأن أحد المصوتين (المالك القديم) ليس مساهما في الشركة.

فضلا عن ذلك، فإن المالك الجديد للأسهم لن تتسنى له الفرصة من أجل المشاركة في التصويت، لأنه لم يقيد بعد في سجلات الشركة في الفترة الانتقالية بين تنفيذ أمر البورصة وإجراء عملية التسوية والتسليم عن طريق المؤتمن المركزي على السندات الذي يقوم بإرسال إشعار يتضمن الملاك الجدد للأسهم لشركة المساهمة. إذن، نحن في هذه الحالة أمام حرمان غير مشروع للمساهم الجديد من التصويت في الجمعية العامة.

ينتج عما سبق، خرق مزدوج للمشروعية؛ من جهة: تعد أصوات المالك القديم باطلة، ومن جهة ثانية: يوجد انتهاك لحق ثابت بموجب أحكام القانون التجاري الجزائري (م. 684) قائم في حق المالك الجديد، أي حرمانه من حقه في التصويت في الجمعية العامة. استنادا على ذلك يجوز الطعن في قرارات الجمعية العامة بالبطلان.

### الفرع الثالث: زيادة عدد ملاك القيم المنقولة عن الحقيقة

إعمال نص المادة 130 من نظام اللجنة رقم 03 / 97، على إطلاقها يخلق، أيضا، مشكلة أخرى؛ تتعلق باصطناع وضعية غير منطقية تتمثل في تعدد ملاك السهم في آن واحد. لأن وجود مدة زمنية بين تنفيذ أمر البورصة وبين إجراء التسوية والتسليم من

طرف المؤتمن المركزي على السندات؛ يؤدي إلى بقاء المالك القديم مالكا فعليا في مواجهة شركة المساهمة، استنادا إلى قرينة الملكية، والمالك الجديد يصبح مالكا في مواجهة البورصة والغير فقط، دون شركة المساهمة. مما يخلق حالة واقعية متناقضة ليس لها مبرر قانوني.

في نفس السياق يقول جانب من الفقه<sup>1</sup> أنه: "يؤدي تراخي واقعة قيد القيم المنقولة في حساب المالك الجديد (الذي انعقدت الصفقة لمصلحته في جلسة التداول) إلى زيادة مصطنعة وغير حقيقية في عدد ملاك القيم المنقولة. فوفقا للقواعد العامة فإن الملكية لا يمكن أن تنتقل إلى المشتري إذا كان البائع ليست لديه القيم المنقولة موضوع عقد التداول، وفي الوقت نفسه، فإنه وفقا لقاعدة الأثر الناقل للعقد، فإن المشتري يعد مالكا بمجرد تنفيذ أمر البورصة (عقد التداول)".

#### الفرع الرابع: خلق حركة غير واقعية في حسابات الزبائن

يؤدي إعمال نص المادة 130 من نظام اللجنة رقم 03 / 97؛ التي أخذت صراحة بمبدأ نقل الملكية فور العقد إلى نتيجة سلبية أخرى؛ حيث أنها تؤدي إلى إحداث حركة غير واقعية في حساب البائع لدى وسيطه وبالتبعية في حساب المشتري لدى وسيطه في الوقت عينه الذي نفذت فيه أوامر البورصة التي أصدرتها؛ فيسجل قيد غير مبرر للأوراق المباعة في حساب المشتري، وفي المقابل، أيضا، يثرى حساب البائع بمبالغ غير مبررة، قد يتضح في الأخير عدم جدوى الصفقة من أساسها بسبب تعذر التسوية والتسليم، للأسباب التي تم بيانها سابقا.

سبب عدم واقعية هذه الحركة في حسابيهما هو الإخفاق في إتمام الصفقة، إما بسبب البائع الذي لم يسلم السند أو وسيطه الذي تراخى في إتمام الصفقة، والمسؤولية قائمة

<sup>1</sup> . Lassalas (Ch.), L'inscription en compte des valeurs, précité, p. 220.

في جانبه، وإما بسبب المشتري الذي لم يدفع ثمنها والخطأ قائم في جانب الوسيط في هذه الحالة أيضا.

يشجب الفقه سلبية هذه الحالة الناتجة عن الأخذ بمبدأ الأثر الناقل للعقد على إطلاقه حيث يصرح البعض<sup>1</sup> أنه: "إعمالا لقاعدة الأثر الناقل للعقد، تنتقل ملكية القيم المنقولة بين البائع والمشتري في تاريخ التداول وتتحرك، بالتبعية، حسابات مصدر الأمر لدى الوسيط المالي في ذات يوم تنفيذ الأوامر في الأسواق الفورية، وفي اليوم 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 الورقة بتسليمها".

### المطلب الثاني: تعطيل الأثر الناقل للملكية في بورصة الجزائر والقانون المقارن

نتيجة للسلبات التي تنتج عن تطبيق مبدأ نقل ملكية الأوراق المالية فور العقد، التي تكون محلا للتداول في بورصة الجزائر فإننا ندعو بقوة إلى ضرورة تعطيل المبدأ المذكور (الفرع الأول)، لنستفيد من خبرة بعض الدول في القانون المقارن (الفرع الثاني).

#### الفرع الأول: ضرورة تعطيل مبدأ انتقال ملكية القيم المنقولة فور العقد في بورصة الجزائر

التشريعات المقارنة السبابة في مجال تداول القيم المنقولة في البورصة، فرضت تحت طائلة البطلان ألا تنتقل ملكية القيم المنقولة من البائع إلى المشتري إلا بعد استيفاء شروط معينة كالتعامل عليها داخل البورصة ذاتها ما دامت مسجلة في البورصة، وإتمام

<sup>1</sup> . Vauplane (H.de) – Bornet (J.-P.), droit des marchés financiers, précité, p. 69 ; Lassalas (Ch.), L'inscription en compte des valeurs, précité, p. 219 et s.

إجراءات شكلية عن طريق النظام الآلي لتسوية السندات وتسليمها. بمعنى أنه لا يمكن أن يتم عقد تداول القيم المنقولة ويرتب أهم آثاره القانونية المتمثلة في نقل ملكية القيمة المنقولة إلا بعد المرور على مراحل وإجراءات يفرضها نظام البورصة.

أما إذا كانت مدرجة في بورصة القيم المنقولة بالجزائر فإن التنازل عنها أو تداولها لا يتم إلا في البورصة ذاتها كقاعدة عامة، واستثناء خارجها عن طريق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق<sup>1</sup> بالطريق الإلكتروني دون اشتراط المشرع انتقال ملكية القيم المنقولة بعد استيفاء عمليات التسوية والتسليم.

ربما كان في ذهن المشرع الجزائري في هذه الحالة نية تغليب المتطلبات القانونية، أي مبدأ انتقال الملكية فور العقد، المبدأ الشهير والمستقر في القواعد العامة؛ دون الأخذ بعين الاعتبار السمات الاستثنائية لبورصة القيم المنقولة، حيث طرح هذا الإشكال بقوة في الفقه والقضاء ما دفع المشرعين في القانون المقارن إلى التدخل من أجل تأخير الأثر الناقل للملكية القيم المنقولة بعد إبرام عقد التداول في البورصة.

لكن ما يشد الانتباه في هذا الصدد هو أن التشريعات المقارنة تدخلت بتعديلات في نظام البورصة بموجبها تم تعطيل مبدأ نقل ملكية القيم المنقولة فور العقد وتأجيله إلى ما بعد الانعقاد في جلسة البورصة: تم ذلك في فرنسا سنة 1983، حيث أضاف

<sup>1</sup> . المادة 05 من المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993) معدل ومتمم بالأمر رقم 10-96 المؤرخ في 10 يناير 1996 (الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996). والمعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

المشروع الفرنسي مادة جديدة إلى قانون 3 جانفي 1983 تضع حدا للآثار السلبية لقاعدة الانتقال الفوري للملكية القيم المنقولة في البورصة. إذن، السؤال المطروح هو: لماذا لم يستفد المشروع الجزائري من التطور التشريعي في تلك الدول في فترات صدور نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المشار إليه سابقا؟ رغم أن هذا الإشكال تم حله في القانون المقارن سابقا؟ بمعنى هل تأثرت لجنة الكوسوب الجزائرية بأنظمة تداول ملغاة في بعض التشريعات المقارنة؟ نعرض هذه التطورات في العنصر الموالي.

### **الفرع الثاني: تعطيل الأثر الناقل في القانون المقارن:**

نظرا للمشاكل التي يخلقها النقل الفوري للملكية في نظام البورصة بمجرد تنفيذ أوامر البورصة فإن التشريعات في القانون المقارن اتخذت مواقف تصحيحية لتفادي تلك المشاكل. أدى ذلك إلى تدخل الفقه بالكثير من الآراء من أجل تشريح المسألة وإيجاد الحلول والتكييف القانوني الصحيح.

يساعدنا الاطلاع على تطورات هذه المسألة في القانون المقارن لكي نتمكن من الوقوف على الخلل الموجود في نظام البورصة الجزائري، هذا الخلل موجود بالتحديد في نص المادة 130 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 / 97، التي سبق تفصيل آثارها السلبية على التداول في سوق بورصة الجزائر.

“ثار نقاش فقهي، وتعدد في المواقف التشريعية في القانون المقارن في هذه المسألة، أي مسألة الأثر الناقل للملكية في عقد بيع القيم المنقولة في البورصة. حيث اختلفوا في كون عقد بيع القيم المنقولة في البورصة هو عبارة عن بيع معلق على شرط، بحيث

لا تنتقل الملكية إلا بتحقيق الشرط<sup>1</sup>، الذي هو إتمام عمليات النظام الآلي لتسوية القيم المنقولة وتسليمها.

بمعنى هل هناك تعطيل مؤقت للأثر الناقل للملكية القيم المنقولة إلى غاية استيفاء جميع العمليات والمقاصة الإلكترونية على القيم المنقولة التي جردت من ماديتها وحولت إلى مجرد قيود في الحساب الإلكتروني؟

الإجابة على هذه الإشكالية لها أهمية بالغة من الناحية القانونية والعملية، لأنها تعطي الجواب عن مسألة محورية في النظرية العامة للعقد، تتمثل في: ما هو وقت انتقال ملكية القيم المنقولة؟ هل وقت تنفيذ أمر البورصة أي وقت انعقاد عقد التداول؟ أم وقت الانتهاء من إجراءات التسوية والتسليم عن طريق شركات التسوية والتسليم، أي المؤمن المركزي على السندات في نظام البورصة الجزائري؟

نطلع على الخبرة الفرنسية في مسألة تعطيل الأثر الناقل للملكية فور إبرام الصفقة في البورصة (أولا)، ثم نفحص الخبرة المصرية في نفس المسألة في القانون المصري (ثانيا).

### أولا: انتقال الملكية وفق نظام الإيداع المركزي في القانون الفرنسي

نتيجة لخصوصية تداول الثروة في البورصة، لجأت التشريعات المقارنة إلى إجراء تعديلات على مبدأ النقل الفوري للملكية بمجرد العقد؛ ظهرت ملامح التغيير في فرنسا بصدور قانون 30 ديسمبر 1981 ولائحته التنفيذية الصادرة في 02 ماي

<sup>1</sup> . حسين توفيق فيض الله، وهيو إبراهيم قادر، المرجع المذكور سابقا، ص. 02.

1983<sup>1</sup>، حيث تم إزالة الصفة المادية عن القيم المنقولة، التي كانت تصدر في شكل صك ورقي مطبوع، تم تحويلها إلى مجرد قيود حسابية.

أصبحت عملية نقل الملكية للقيم المنقولة تتم عن طريق نقلها من حساب البائع إلى حساب المشتري. نصت المادة الأولى من اللائحة التنفيذية الصادرة في 02 ماي 1983 أن صكوك القيم المنقولة لا تعتبر مادية إلا بالقيود في حساب المالك؛ وتنص المادة الثانية من نفس المرسوم أن الصكوك المقيدة في الحساب تنقل بطريق التحويل من حساب إلى حساب آخر.

صدور هذه الأحكام التي تتعلق بإزالة الصفة المادية للقيم المنقولة في القانون الفرنسي أدى إلى ظهور نزاعات قضائية تمس جوهر نقل ملكية الصكوك فور عقد الصفقات في البورصة. في البداية ذهب قضاء النقض التجاري الفرنسي<sup>2</sup> أن: "النصوص المتعلقة بإزالة الصفة المادية للقيم المنقولة ليس من شأنها تعديل القواعد المتعلقة بنقل الملكية (المستقرة في القواعد العامة) والتي تتم بين طرفي عقد بيع القيم المنقولة بمجرد التعاقد".

وذهبت نفس جهة النقض، في قرار آخر، نفس الاتجاه؛ حيث صرحت أن النصوص التي أزال الصفة المادية للصكوك المتداولة في البورصة "تهدف إلى تحديد الأساليب التي بمقتضاها تكون القيم المنقولة مقيدة في الحساب ومنقولة من حساب لآخر، دون أي أثر يتصل بنقل الملكية"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> . L'article 94-11 de la loi n. 81-1160 du 30 décembre 1981 et le décret n. 83-359 du 2 mai 1983.

<sup>2</sup> . Cass. com. 29 Nov. 1988: Bull. civ. IV, 1988, n. 322.

<sup>3</sup> . Cass. com. 23 nov. 1993 : Bull. civ. I, 1993 ; Dr. sociétés, févr. 1994, n. 2, p. 18, n. 41, note Hovasse (H.).

يعني ما سبق أن قضاء النقص الفرنسي كان إلى غاية صدور هذه الأحكام يرفض رفضاً قاطعاً المساس بمبدأ النقل الفوري للملكية بمجرد إبرام العقد، متجاهلاً الخصوصية الفريدة لتداول الصكوك في البورصة التي نتجت عن عملية إزالة طابعها المادي وتحويلها إلى مجرد قيود حسابية.

عبر جانب من الفقه الفرنسي عن هذا التجاهل من طرف قضاء النقص بقوله أن: "التجديد الذي طرأ على كيفية نقل القيم المنقولة (بموجب قانون 30 ديسمبر 1981) لم يستطع أن يقتلع الأحكام التي رسخت في القانون الفرنسي، بعد تطور طويل، والتي تقضي بانتقال ملكية الشيء المبيع بمجرد العقد"<sup>1</sup>.

لكن، إصرار القضاء الفرنسي على الأخذ بمبدأ نقل ملكية الشيء المبيع (القيم المنقولة) فور العقد في البورصة لم يدم طويلاً، نظراً لأن الأثر الناقل للعقد لا ينسجم مع آليات التعاقد والتنفيذ في سوق البورصة، ما يخلق الكثير من الآثار السلبية التي تنشأ عن وجود فارق زمني بين تنفيذ أمر البورصة وبين تسليم الصكوك.

هذه الأسباب دفعت المشرع في فرنسا إلى تعطيل قاعدة النقل الفوري للملكية القيم المنقولة بمجرد إبرام عقد التداول عند تنفيذ أمر البورصة، من أجل تفادي الآثار السلبية التي تنتج عنها في السوق، بسبب الخصوصية الاستثنائية لعمليات تداول الأوراق المالية التي نلخصها فيما يلي:

1 - تدخل العديد من الأطراف في عملية إبرام وتنفيذ عقود أو عمليات التداول من أجل قيد الورقة محل أمري البورصة الصادرين إلى شركات الوساطة من طرف الزبائن لنقل ملكيتها من حساب الزبون البائع لدى الوسيط الذي يرعى هذا الحساب إلى حساب الزبون المشتري لدى وسيطه. وأيضاً يتدخل في عملية نقل ملكية القيم

<sup>1</sup> . Lassalas (Ch.), L'inscription en compte des valeurs, précité, p. 214.

المنقولة محل أوامر البورصة كل من أمين الحفظ وغرفة المقاصة وشركة الإيداع المركزي وغيرها.

2 - لا يقتصر تدخل جميع تلك الأطراف في عملية انعقاد وتنفيذ عقود البيع (أي عمليات التداول) في البورصة فحسب، بل يتعداه إلى التدخل أيضا في تسوية عمليات التداول جماعيا أو ما يسمى بعملية التصفية، بين كل وسيط مالي من جهة وغرفة المقاصة من جهة أخرى.

### ثانيا: انتقال الملكية وفق نظام الإيداع المركزي في القانون المصري:

المادة 4 من قانون الإيداع والحفظ المركزي المصري رقم 93 لسنة 2000 تنص على أنه: "لا تنتقل ملكية الأوراق المالية التي تم إيداعها لدى الشركة إلا بتمام تسوية العمليات التي أجريت عليها". وقبل صدور هذا القانون كانت المادة 100 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري تنص على أنه: "تنتقل ملكية الأوراق المالية الاسمية المقيدة بإتمام قيد تداولها بالبورصة بالوسائل المعدة لذلك ... وعلى إدارة البورصة إخطار الجهة مصدرة الورقة بانتقال الملكية خلال ثلاث أيام من تاريخ القيد...".

هذا يعني أن المادة الرابعة من قانون الإيداع والحفظ المركزي المصري ضربت استثناء صريحا على قاعدة نقل الملكية فور العقد في البورصة المصرية؛ يتمثل هذا الاستثناء في تبني المشرع لفكرة تأجيل انتقال ملكية الأوراق المالية المقيدة في البورصة إلى ما بعد التعاقد، أي إلى غاية الانتهاء من الإجراءات التقنية التي تتعلق بقيد الأوراق المالية محل عقد التداول في حساب المشتري.

بهذا يكون المشرع المصري قد وضع حدا للإشكالات الناجمة عن النقل الفوري للملكية الشيء المبيع (الأوراق المالية) في بورصة مصر. فيكون المشرع المصري قد استفاد

من التطور التشريعي الذي شهدته القانون الفرنسي في هذه المسألة، دون المشرع الجزائري الذي لا يزال يعتمد صراحة مبدأ النقل الفوري للملكية الشيء المبيع (القيم المنقولة) بمجرد العقد بموجب نص المادة 130 من نظام الكوسوب رقم 97 / 03<sup>1</sup> التي تنص أنه: "في اليوم الذي يتم فيه تنفيذ أمره، يصبح الزبون المشتري مالكا للسندات المعنية ويفقد البائع ملكيته عليها". حيث ذكرنا أن هذا الحكم يسبب الكثير من المشاكل العملية والقانونية بمناسبة تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر والذي يتوجب إصلاحه فوراً.

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، (ج.ر. العدد 87 المؤرخة في 29 / 12 / 1997)، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30 / 11 / 2003) صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقاً للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

## الخاتمة

من خلال دراستنا لنظام التداول في بورصة الجزائر، اكتشفنا العديد من نقاط الضعف في النظام القانوني لبورصة الجزائر، رغم أن هذا الأخير، تأثر بعدة أنظمة متطورة في القانون المقارن، خاصة نظام البورصة الكندي. هذا راجع أساساً إلى الارتباك التشريعي الذي نتج عن الانتقال من النظام الاشتراكي إلى النظام الرأسمالي في فترة التسعينيات، وبسبب ضعف الرؤية في تلك الفترة، حيث لم يكن إطار الدولة الجزائرية متعودين كثيراً على الأنظمة الاقتصادية الليبرالية؛ وجدنا اليوم بين أيدينا نظام قانوني بورصي، متناقض ومليء بالأخطاء الناتجة إما عن الترجمة الخاطئة وإما عن ضعف الفهم للنظام البورصي في حد ذاته. لهذا من الضروري أن يقوم المشرع ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ببعض التعديلات من أجل تطوير نظام التداول في البورصة الجزائرية. من بين التعديلات التي نراها ضرورية هي:

ضرورة إعادة النظر في نص المادة الأولى الفقرة الثانية من المرسوم التشريعي رقم 10/93<sup>1</sup>، لأنها عرفت بورصة الجزائر تعريفاً مادياً لا يتوافق مع المفهوم الحديث

---

<sup>1</sup> المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993) معدل ومتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 يناير 1996 (الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996). والمعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

للسوق، حيث أصبح شرط المكان الجغرافي للسوق عائقا قانونيا وماديا، إمكانية قيام المستثمرين بالإرسال عن بعد لأوامر البورصة عن طريق الأنترنت والهاتف من أجل عقد الصفقات تبرر إعادة النظر في هذا المفهوم المادي القديم.

نعتقد بأن المشرع عندما أشار إلى المفهوم المادي للبورصة وحدد لها إطاراً مكانياً ضيقاً تلخص في الردهة التي تجري فيها عمليات التداول والتي توجد في مدينة الجزائر، لم يخطر في تفكيره، سنة 1993، عملية تجريد القيم المنقولة من صفتها المادية. هذا التجريد يحوّل هذه الأخيرة إلى مجرد قيود في الحساب، يمكن تداولها عبر مناطق ومسافات بعيدة من داخل الجزائر وخارجها، وبذلك تتعدى بورصة القيم نطاقها الجغرافي المحدود.

قيام المشرع بتحديد مفهوم بورصة الجزائر على الوجه المتقدم ينطوي على جعل المكان المادي أو الردهة المتواجدة فيها أحد أركانها وشرطاً أساسياً لقيامها، في حين أن مفهوم السوق تغير تغيراً ثورياً، حيث أن تحديد مدلول السوق بمكان جغرافي ضيق "لا يصدق إلا على المجتمعات البدائية التي عرفت نظم المقايضة منذ أقدم العصور"<sup>1</sup>.

ومن الضروري كذلك أن يقوم المشرع بتوحيد المصطلحات التي تشير إلى الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر، لأنه يوجد في القانون الجزائري بعض الارتباك يتعلق بمصطلح الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الجزائرية وبورصة الجزائر؛ لدينا مصطلح الأوراق المالية من جهة ومصطلح القيم المنقولة من جهة ثانية، مصطلح القيم المنقولة ناتج عن تأثر التشريع الجزائري بالتشريع الفرنسي. لكن هذا الأخير، أي المشرع

---

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دراسات في الفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى 1996، ص. 25.

الفرنسي؛ تدخل بطريقة صريحة ووضع حدا لأي ارتباك أو خلط في استعمال المصطلح سنة 1966 بموجب قانون 24 جويلية الخاص بالشركات التجارية، فنص صراحة بموجب المادة 264 أن: "مصطلح القيم المنقولة يعني في مفهومه الضيق المعروف عمليا السندات الصادرة من الهيئات العامة أو الخاصة القابلة للتسعيرة والتداول في سوق البورصة"<sup>1</sup>.

هذا النص يشير بوضوح إلى أن مصطلح السندات المالية الدارج في السوق من الناحية العملية لدى الأطراف المتدخلة في سوق البورصة ورجال الأعمال والمستثمرين يرادف بمفهومه الضيق والتقني المعروف عمليا مصطلح القيم المنقولة.

لهذا السبب يعد مصطلح الأوراق المالية أكثر مرونة من مصطلح القيم المنقولة بالنسبة للتشريع الجزائري. لأن مصطلح الأوراق المالية يسهل دمج بورصة الجزائر مستقبلا مع الأسواق المالية العربية، من جهة، ومن جهة أخرى مصطلح الأوراق المالية مناسب جدا في حالة فتح بورصة الجزائر على رأس المال والادخار الأجنبي.

لكن، رغم ما سبق أرى أنه لا يوجد أي حرج من استعمال كلا المصطلحين من طرف المشرع الجزائري في مناسبات تشريعية مختلفة، لكن يجب أن يقتصر ذلك على النسخة العربية لأنظمة البورصة، كما يجوز الإشارة صراحة في متن نظام البورصة وفي القانون التجاري أن مصطلح القيم المنقولة يرادف مصطلح الأوراق المالية، مادام كلاهما يؤدي نفس المعنى، فكلاهما يشيران بشكل لا لبس فيه إلى الأدوات المالية التي

---

<sup>1</sup>. L'article 264 de la loi de 24 Juillet 1966 relative aux sociétés commerciales « Les termes valeurs mobilières, désignent dans le sens restreint consacré par la pratique, Les titres émis par les collectivités publique ou privées qui sont susceptibles de cotation et de négociation sur un marché de bourse ». VIDAL Dominique, Droit des sociétés, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1993, p 383.

يتم تداولها في السوقين الرئيسية والثانوية (البورصة) والتي لا تخرج في مجمل الأحيان عن سندات الدين وسندات رأس المال. والسعي نحو توحيد المصطلح لا يؤدي إلا إلى غاية تجميلية للنصوص التشريعية، ولا يؤدي إلى أي تغيير في جوهر النظام، ما دام أن الجميع يقصدون مفهوم واحد، أي تلك الأدوات المالية المتداولة في سوق البورصة.

فضلا عن ذلك، فإن استعمال مصطلح الأوراق المالية بدلا من مصطلح القيم المنقولة ورد في مواضع نادرة في التشريع الجزائري، كما سبق بيانه، وينبغي أن ننظر إلى ذلك بطريقة إيجابية نتمكن من خلالها من إعدام أي محاولة للفصل بين كلا المصطلحين من طرف القانونيين أو الاقتصاديين على حد سواء.

في المقابل فإن استعمال مصطلح القيم المنقولة ورد شائعا في أغلب النصوص القانونية الخاصة بالبورصة رغم أن هذه الأخيرة يحيط بها الاقتصاديون والمتخصصون في النظام المالي أكثر من المتخصصين في القانون. ويعد الأخذ بكلا المصطلحين إثراء، غير مقصود، أكثر منه ارتباك في جانب المشرع الجزائري، حيث يمنح هذا الإثراء الفرصة لكل المحيطين بالبورصة في اختيار المصطلح الأكثر راحة وتعبيرا بالنسبة لهم. لكن يجب الإشارة إلى ذلك صراحة من طرف المشرع الجزائري، على غرار بقية التشريعات.

من الضروري أيضا إعادة النظر في تعريف القيم المنقولة الوارد بموجب نص المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري الذي جاء تقليديا جدا، لا يشير إلى خاصية تداولها الإلكتروني، أو خاصية القيد في الحساب أو تسليمها إلكترونيا. يضاف إلى ذلك، أن هذا التعريف يتضمن عيب يتعلق بالترتيب المنطقي لفروع السوق المالية، حيث أن سوق السندات المالية تنقسم إلى السوق الرئيسية والسوق الثانوية، السوق الرئيسية هي سوق الإصدار وهي الأصل، أما السوق الثانوية فهي بورصة الجزائر؛ قول المشرع: "وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر" يؤدي إلى عكس

المكان الطبيعي لكلا السوقين، فتبدو بورصة الجزائر وكأنها السوق الرئيسية أو سوق الإصدار للقيم المنقولة؛ الصياغة الصحيحة التي يجب أن تحل محل هذه العبارة هي: "وتكون قابلة للتسعير في البورصة" تكفي هذه الصياغة للتعبير عن القيم المنقولة المتداولة في السوق الرئيسية (سوق الإصدار) وعن القيم المنقولة المدرجة فعلا في البورصة عندما تقرر مثلا الشركة المنضمة إلى البورصة طرح أسهم جديدة مثل حالة الزيادة في رأسها.

ضرورة نص المشرع الجزائري صراحة على حالة إضافة قيم منقولة من أجل تداولها في السوق، أو حذف قيم أخرى من التداول للضرورات الاقتصادية وحماية السوق وتطويره، عدم تحرك المشرع في هذه المسألة فورا؛ قد يزيد من خمول السوق المالية الجزائرية. عكس ما وقفنا عليه في القانون المقارن حيث تفتنت التشريعات إلى أهمية وجود نظام مالي مرن يتلاءم مع مرونة السوق المالية والاقتصاد:

فعلى سبيل المثال: نجد المشرع المصري منح لوزير الاستثمار سلطة إصدار قرار يقضي بإلغاء صكوك الأوراق المالية إذا رأى أنها تنذر بخطر ما على السوق المالية، حيث نصت المادة 13 من قانون القيد والإيداع المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000<sup>1</sup> على أنه: "عند إلغاء صكوك الأوراق المالية وفقا للقواعد التي يحددها قرار من الوزير المختص يحل محلها صك واحد عن كل إصدار للأوراق يودع لدى الشركة على أن يدون فيه عددها ونوعها وقيمتها وغير ذلك من البيانات التي تحددها اللائحة التنفيذية".

أيضا نجد المشرع السعودي ينص صراحة في المادة 2/هـ من نظام السوق المالية السعودي على أنه: "أي حقوق أخرى أو أدوات يرى المجلس شمولها واعتمادها كأوراق مالية، إذا رأى في ذلك تحقيقا لسلامة السوق أو حماية المستثمرين، ويحق للمجلس

<sup>1</sup> . الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، العدد 20 تابع (ب)، بتاريخ 18 / 5 / 2000.

ممارسة سلطته في أن يستثني من تعريف الأوراق المالية حقوقا وأدوات تعتبر أوراقا مالية بموجب الفقرات (أ،ب،ج،د) من هذه المادة إذا رأى أنه لا ضرورة لمعاملتها كأوراق مالية بناء على مقتضيات سلامة السوق وحماية المستثمرين".

نرى أيضا أن هناك ضرورة لإلغاء الأسهم لحاملها: طغيان الاقتصاد الموازي في الجزائر واتجاه الحكومة نحو إزالة الصفة المادية للقيم المنقولة بعد تأسيس المؤتمن المركزي على السندات، كذلك التكلفة الباهظة للصكوك الورقية المطبوعة التي يندمج فيها الحق الذي يثبت الملكية للحائز، أيضا نظام محاربة تبييض الأموال، مكافحة التهرب الضريبي؛ كلها مبررات قوية تدفعني للقول: أنه ينبغي على المشرع التجاري الجزائري أن يعتمد إلى إلغاء الأسهم لحاملها.

من الضروري قيام المشرع بإضافة نص يحاكي نص المادة 2/679 من القانون التجاري الجزائري، فينص المشرع صراحة على وجوب أن يمثل ملاك سند الدين إذا تعددوا بواحد منهم أو بوكيل وحيد، أو وكيل معين من طرف القاضي في حالة عدم الاتفاق بينهم. أضن أن سبب سكوت المشرع عن هذا الحكم في القانون التجاري الجزائري يتمثل في عدم وجود بورصة للقيم المنقولة في تلك الفترة رغم أنه كانت الدولة في فترات تعديل القانون التجاري تؤسس لسوق مالية قوية من ضمن فروعها بورصة الجزائر التي تأسست لاحقا. مالكوا سندات الدين التي تصدرها الشركات أصبحوا، بعد تأسيس بورصة الجزائر، يدخلون في علاقات قانونية من نوع آخر، من غير تلك العلاقات القانونية المحدودة التي خولها قانون الشركات لهم في مواجهة

---

<sup>1</sup> . تكلفة إصدار سندات لحاملها تزيد عن 300 دج للسند الواحد، في حين أن القيمة الاسمية للأسهم المتداولة حاليا في بورصة الجزائر في شكل إلكتروني تتراوح بين 250 إلى 1000 دج.

الشركة، تتمثل هذه العلاقات القانونية الجديدة في السوق المالية الجزائرية في عقد حساب التداول في البورصة الذي يمسه الوسيط في عمليات البورصة.

ضروري كذلك قيام المشرع بإصلاح نص المادة 715 مكرر 44 من المرسوم التشريعي 93 / 08؛ قدم البعض<sup>1</sup> ملاحظة نقدية في محلها بخصوص هذا النص؛ "المشرع استعمل في هذا النص مصطلح: الأسهم العادية الإسمية، وأشار لوجود امتيازات معينة تلحق بها، في حين أن الصياغة الصحيحة هي: الأسهم الممتازة، سواء تعلق الأمر بأسهم إسمية أو لحاملها"، لأن تزويد الأسهم بامتيازات إضافية يخرجها من صنف الأسهم العادية ويدخلها في صنف مختلف وهو في هذه الحالة صنف الأسهم الممتازة.

ضرورة إزالة عائق قانوني يصعب تسعير أسهم التمتع في بورصة الجزائر؛ يمكن تقسيم الأسهم من زاوية الاستهلاك إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع، كلاهما قابل للتسجيل في السعر الرسمي لبورصة الجزائر لأن المشرع التجاري اعتمدهما بصريح النص. لكن هناك عائق، غير مقصود وقع فيه المشرع، سبب تناقضا بين القانون التجاري وبين قانون البورصة قد يحول دون قبول أسهم التمتع في بورصة الجزائر. لكي نتمكن من فهم هذا العائق القانوني يجب أولا أن نوضح الطبيعة القانونية لأسهم رأس المال وكذلك أسهم التمتع.

نرى أن حضر طريقة القرعة من طرف المشرع قد يعد معوقا لإدراج أسهم التمتع في بورصة الجزائر لأن الشركة قد تتضرر قدرتها التنافسية كثيرا إذا قامت بتسديد كافة أسهم التمتع دفعة واحدة لصالح المستثمرين في البورصة.

<sup>1</sup>. تغريبت رزيقة، مرجع سابق، ص. 58.

في المقابل، نرى أيضا: أن الطريقة الثانية لاستهلاك أسهم التمتع عن طريق التسديد الجزئي المتساوي عن كل سهم تصطدم بصعوبة عملية في حالة تداول هذه الأسهم في بورصة الجزائر؛ حجم وعمليات التداول الكثيفة في سوق البورصة يصنع فرقا عميقا واقعيا بين التداول على الأسهم في السوق الأساسية وبين التداول عليها في السوق الثانوية، عندما تقرر الشركة خصم جزئي متساوي عن سهم التمتع على فترات دورية في الغالب مرة كل سنة، بعد عدة عمليات خصم قد تصبح قيمة السهم صغيرة جدا فتصبح تكلفة تداولها فاحشة جدا بالنسبة لقيمتها التي أصبحت ضئيلة، فيحجم المستثمرون عن شرائها، يؤدي ذلك إلى تهديد جوهر البورصة في حد ذاتها، لأن تسهيل هذه الأسهم أصبح غير ممكن. إذن، هذه الطريقة لتسديد قيمة أسهم التمتع سيئة جدا بالنسبة لنظام البورصة الجزائري.

ضرورة إصلاح نص المادة 104 من النظام رقم 97-03: عرفت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها معاملة الكتلة بموجب المادة 104 من النظام رقم 97/03 بأنها: "تعتبر معاملة كتلة، المعاملة المنصبة على كمية معينة من السندات، متفق عليها بين الوسيط في عمليات البورصة المشتري والوسيط في عمليات البورصة البائع، والمرخص بها وفق الأحكام المحددة في هذا النظام".

هذا التعريف جاء غامضا جدا وفارغا من أي إشارات تؤدي لتمييز معالم صفقات الكتلة، باستثناء أنه أشار إلى أنها من الضروري أن تعقد بعد الترخيص بها، لأن أوامر البورصة هي الأخرى تنصب على كمية من السندات. فكان من الأولى الإشارة في التعريف إلى أن الكمية يجب أن تكون كبيرة تتخطى الحد المسموح به في السوق. يرى الباحث أنه من الضروري إصلاح هذا النص.

ضرورة إصلاح تعريف أمر البورصة بسعر محدد: اعتمد المشرع الجزائري أوامر البورصة بسعر محدد، وعرفها بأنها: "الأمر "بسعر محدد" هو الأمر الذي يحدد بمقتضاه المستثمر السعر الأقصى الذي يقبل بدفعه لشراء السندات أو السعر الأدنى الذي بموجبه يقبل التنازل عن السندات" (البند الثالث من نص المادة 93 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 103.97<sup>1</sup>).

يبدو هذا التعريف واضحاً جداً، لكنه في الحقيقة يتضمن غموضاً. من بين الأهداف الجوهرية التي كلفت بها سلطة ضبط السوق (الكوسوب) هي حماية السوق عن طريق حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، بمعنى حماية مصلحة المستثمرين في البورصة. من هذا المنطلق نقول: إن الغموض الموجود في هذا النص يكمن في سكوته عن مصلحة محققة للمستثمر، هي: في الحالة التي توفر فيها ظروف السوق في الطرف المقابل للصفقة عرض بخصوص السعر؛ أفضل من السعر المحدد من طرف المستثمر في أمر البورصة الذي أصدره للوسيط.

فالنص أعلاه يوحي بأن الوسيط في عمليات البورصة ينفذ الأمر الصادر من الزبون حرفياً، بأن "يقوم بالبيع أو الشراء بالسعر المحدد في الأمر. ولا يستطيع مخالفة هذا الأمر حتى ولو كان في مصلحة المستثمر بسعر تداول أفضل"<sup>2</sup>. السعر الأفضل كما يوضح بعض الفقه هو: "السعر الأقل من السعر المحدد في الأمر الصادر من الزبون في حالة الشراء، وأعلى في حالة البيع، مثال ذلك حالة إعطاء المستثمر أمراً للوسيط بشراء

<sup>1</sup> . سبقت الإشارة إليه.

<sup>2</sup> . عمر ناطق يحيى الحمداني، مصدر سابق، ص. 233.

قيمة منقولة معينة وبسعر محدد وليكن (1000) دينار، ويجد الوسيط بأن سعر هذه القيمة المنقولة في البورصة هو (999) دينار وخلال المدة المحددة لتنفيذ الأمر<sup>1</sup>، بمعنى أن السعر أقل وهو ما يخدم مصلحة المستثمر.

ضرورة اعتماد أمر البورصة بحد أدنى: نحن نميل إلى ضرورة اعتماد "أمر البورصة بحد أدنى" صراحة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لأن ذلك من شأنه أن يزيد في تنشيط السوق.

نرى كذلك ضرورة إصلاح نص المادة 130 من نظام الكوسوب رقم 03 / 97<sup>2</sup>:

اعتمدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها صراحة مبدأ انتقال ملكية القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر فور العقد، كما هو مستقر في القواعد العامة، حيث نصت المادة 130 من نظام الكوسوب رقم 03 / 97<sup>3</sup> أنه: "في اليوم الذي يتم فيه تنفيذ أمره، يصبح الزبون المشتري مالكا للسندات المعنية ويفقد البائع ملكيته عليها".

---

<sup>1</sup> . منير إبراهيم هندي، مصدر سابق، ص. 125.

<sup>2</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، (ج.ر. العدد 87 المؤرخة في 29 / 12 / 1997)، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30 / 11 / 2003) صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقاً للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

<sup>3</sup> . نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، (ج.ر. العدد 87 المؤرخة في 29 / 12 / 1997)، معدل

هذا الحكم الوارد في نص المادة 130 يصطدم مع العديد من الإشكالات العملية التي تفرغه من محتواه؛ حيث يستحيل في نظام البورصة أن تنتقل ملكية القيم المنقولة بمجرد إنجاز عملية التداول، لأن هناك فارق زمني، في بعض الحالات، بين تنفيذ أوامر البورصة من قبل الوسطاء في عمليات التداول، أثناء حصة البورصة، وبين إتمام عمليات التسوية والتسليم للقيم المنقولة بين المشتري والبائع من طرف المؤتمن المركزي على السندات.

لكن ما يثير الدهشة؛ أن هذا الإشكال لم يكن مطروحا سابقا، على إطلاقه، في نظام بورصة الجزائر، قبل صدور نظام اللجنة رقم 01/03 الذي ألغى نص المادة 140<sup>1</sup> من نظام اللجنة رقم 03/97 برمته. هذه المادة الملغاة كانت تتضمن حل ممتاز للمشاكل الناجمة عن اعتماد مبدأ نقل الملكية فور العقد بسبب تراخي إجراء التسوية

---

بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30/11/2003) صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقا للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

<sup>1</sup> ألغيت المادة 140 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. كانت محررة على النحو التالي: يجب أن يتم مطلب الأرباح والحقوق الأخرى أو الفوائد التي توزع على المساهمين المسجلين في سجل الشركة في تاريخ خاص ويجب أن يقوم به الوسيط في عمليات البورصة المشتري حيال الوسيط في عمليات البورصة الذي باع السندات. يكون بائع السندات مدينا بالنسبة للأرباح والحقوق الأخرى أو الفوائد الواجبة الأداء إلى المشتري".

والتسليم، في بعض الحالات، التي تتسبب في إحداث فجوة زمنية بين تنفيذ أمر البورصة والتسليم. رغم أنها كانت تتعلق بعمليات التسوية والتسليم اليدوية للسندات المطبوعة على الورق، أي التي كان يتم التعامل عليها في شكلها المادي قبل تحويلها إلى مجرد قيود في الحساب.

بالتالي، فإن إلغاء نص المادة 140 بكاملها لم يكن في محله إطلاقاً وهو يجانب الصواب في رأيي. وهو ما ينتج عنه عدم استقرار في الحقوق اللصيقة بالأسهم التي يملكها المستثمرون والمسعرة في بورصة الجزائر. يتضح لنا جلياً عدم الاستقرار في ممارسة هذه الحقوق من طرف المساهمين.

بالتالي، الحكم الوارد في نص المادة 130 والذي يقضي بانتقال ملكية القيم المنقولة في بورصة الجزائر فور انعقاد عقد التداول معيب، لأنه يترتب على إعماله، على إطلاقه، فقدان الفعلي للمالك الشرعي لحقوقه الملتصقة بالسهم.

نرى كذلك ضرورة تضييق حالات الإجراء اليدوي للتداول في بورصة الجزائر:

في الحالة التي تلجأ فيها شركة إدارة بورصة الجزائر إلى الإجراء اليدوي بسبب فشل النظام الآلي للتداول؛ فإن المسافة الزمنية بين تنفيذ أمر البورصة من طرف الوسيط في جلسة التداول وبين التسوية والتسليم للسندات المبيعة محل أوامر البورصة ستوسع، فيقاس حجمها بالساعات أو حتى بالأيام. إذن، إشكالية نقل الملكية فور العقد تطرح نفسها بقوة في هذه الحالة.

النتيجة المترتبة على اللجوء إلى الإجراء اليدوي للتداول من طرف شركة إدارة بورصة الجزائر هي عدم تزامن التنفيذ مع التسليم؛ هذا يؤدي إلى حدوث العديد من المشاكل: إعاقه المشتري الجديد في مباشرة الحقوق المتصلة بالأسهم في مواجهة الشركة، المساس بمشروعية قرارات الجمعية العامة للشركة في حالة مشاركة المالك القديم في

التصويت، وخلق حركة غير واقعية في حسابات الزبائن، وهو ما يتم تفصيله بعد الانتهاء من تبين الظروف التي تخلق الفارق الزمني.

فضلا عما سبق، فإن اللجوء إلى الإجراء اليدوي للتداول، في حالة عطل النظام الآلي، غير عملي إطلاقا حيث إذا افترضنا أن حجم التداول أصبح كبيرا، وزاد عدد الأوامر عن الحد الذي لا يمكن معه التنفيذ اليدوي في نفس يوم البورصة، فإن العملية ستستغرق وقتا أطول، ما يزيد من حدة المشاكل الواقعية المترتبة على زيادة الفاصلة الزمنية بين التنفيذ والتسليم.

لذلك، فإننا نرى ضرورة النص صراحة على ألا يتم اللجوء إلى عملية الإجراء اليدوي للتداول إلا في حدود ضيقة جدا كحل مؤقت، كتحديد الحد الأقصى من عدد الأوامر وقيمتها النقدية المطروحة في يوم البورصة من أجل التنفيذ؛ وإذا تجاوزت هذا الحد فيجب اللجوء إلى الحلول البديلة، المنصوص عليها في نص المادة 32 مكرر 1 من قرار شركة إدارة بورصة الجزائر<sup>1</sup>، مثل إلغاء حصة التداول وتأجيلها، لتفادي خلق مسافة زمنية غير منتجة بين تنفيذ الأوامر وبين التسوية والتسليم.

نوصي كذلك بضرورة إصلاح نص المادة 141 من نظام لجنة الكوسوب رقم 97-

:03

---

<sup>1</sup> . Article 32 Bis 1 : Défaillance des systèmes ; du REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS (La décision SGBV 02/99 mise à jour), (Article inséré par décision SGBV N°6/99) : « En cas de défaillance du système informatique, la SGBV agit en fonction de l'intérêt du marché. Elle peut notamment décider d'avoir recours à la procédure manuelle ou de suspendre et reporter la séance de négociation ».

نصت المادة 141 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 /97 03 بأنه: "في حالة عدم تسليم سندات أو نقود وسيط في عمليات البورصة في التاريخ المنصوص عليه في النظام، تضع شركة إدارة بورصة القيم وضعيات الوسيط المعني التي لا يمكن حلها وضعية مقاصة معلقة".

ما نلاحظه على هذا النص أنه لا زال يحتوي في صياغته على آثار نظام التسوية والتسليم اليدوي للقيم المنقولة. تبدو هذه الآثار جلية في عبارة أن التسليم يتم "في التاريخ المنصوص عليه في النظام". حيث كان يتم إبرام الصفقات في الجلسة عن طريق نظام التداول الإلكتروني، الذي كان يتم بموجبه مقابلة الأوامر بعضها ببعض فتتعقد عقود البيع. لكن عملية التسوية والتسليم كانت تتم يدويا بتسليم السندات المطبوعة على الورق بطريقة يدوية. لهذا السبب فإن الوسطاء كان لابد لهم أن يستفيدوا من مدة زمنية معينة يتم أثناءها الدفع والتسليم.

السبب هو أنه تمت صياغة هذا النص سنة 1997 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 /97 في فترة نظام التسليم المادي للقيم المنقولة في بورصة الجزائر. ولم يمسه التعديل سنة 2003 بموجب نظام اللجنة رقم 03 /01 عندما تمت إزالة الصفة المادية للأوراق المالية، حيث تم التخلي عن الشكل المادي

---

<sup>1</sup>. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03.97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقا للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

للأسهم والسندات، فأصبحت مجرد قيود حسابية يديرها المؤتمن المركزي على السندات. تحولت عمليات التسوية والتسليم إلى عمليات إلكترونية يتم بموجبها نقل رؤوس الأموال والسندات عن طريق نظام الإعلام الآلي الذي يحدث أوتوماتيكيا حركة دفع وتسليم في حسابات الزبائن.

لكن إبقاء النص على حاله يعد في نظر الباحث مبررا، رغم أنه يبدو أن نية اللجنة كانت تنصرف إلى اختزال المسافة الزمنية بين عمليات تنفيذ أوامر البورصة وعمليات التسوية والتسليم بعد اعتماد نظام التسليم الإلكتروني؛ لأن هذه الفترة لا تزال مطلوبة في بعض الحالات التي يتراخى فيها الوسطاء في عمليات البورصة في إكمال الصفقة لأسباب مختلفة.

ضرورة إصلاح نص المادة 13 من نظام اللجنة رقم 03-01 في نسخته العربية:

نفذت عملية إزالة الصفة المادية للقيم المنقولة وتحويلها إلى مجرد قيود حسابية بموجب نص المادة 13 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01، حيث صرحت بصدد قبول السندات في عمليات المؤتمن المركزي على السندات "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".

هذا النص احتوى ترجمة ركيكة من النص الفرنسي إلى النص العربي: المقصود بسوق مقننة جزائرية هو بورصة القيم الموجودة حاليا، أو أي بورصة أخرى قد تحدثها الحكومة، مثل بورصة للعملات أو السلع، لكن التعبير الصحيح هو "سوق منظمة جزائرية"، عبر عنها النص في النسخة الفرنسية بـ ( un marché réglementé algérien ).

نشير على لجنة الكوسوب أنه من الضروري إصلاح نص المادة 17 من نظام لجنة الكوسوب رقم 96-03:

حيث نصت المادة 17 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 أنه "عند فتح حساب باسم شخص طبيعي يتحقق الوسيط في عمليات البورصة من هوية الشخص ويتأكد بأن هذا الأخير تتوفر فيه القدرات المطلوبة".

هذا النص يشير إشارة مباشرة إلى أهلية الشخص الطبيعي، صاحب الحساب الذي سيستعمله الوسيط لتنفيذ أوامر الزبون ببيع أو شراء القيم المنقولة. فعبارة "تتوفر فيه القدرات المطلوبة" يقصد بها الأهلية المطلوبة، لأنه بالعودة إلى النسخة الفرنسية من النص نجده مصاغاً كالتالي:

Art. 17 (A l'ouverture d'un compte au nom d'une personne physique l'I.O.B. vérifie l'identité de la personne et s'assure qu'elle a la capacité requise).

بمعنى أن النص في نسخته العربية احتوى خطأ في الترجمة، فتمت ترجمة مصطلح "La capacité" بكلمة "القدرة" في النص العربي، في حين أن الترجمة الصحيحة هي "الأهلية". لكن هذا النص استعمل كلمة الأهلية على إطلاقها، ولم يحددها بنوعها، أهلية ممارسة الأعمال المدنية أو أهلية ممارسة الأعمال التجارية، وهو ما يحيلنا إلى القواعد العامة كما سبق القول آنفاً.

---

<sup>1</sup> . نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03، المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم (ج.ر. العدد 36 المؤرخة في 1.6.1997).

نشير على شركة إدارة البورصة الجزائرية أنه من الضروري إصلاح نص المادة 30/30 /  
أ من قرار شركة إدارة بورصة الجزائر رقم 99 /02 / المعدل والمتمم الخاص بتعريف  
معاملات الكتلة:

عرفت شركة إدارة بورصة الجزائر معاملة الكتلة بموجب المادة 30/30<sup>1</sup> من قرارها  
رقم 99 /02 / المعدل والمتمم بأنها: "تعتبر المعاملة معاملة كتلة عندما يكون حجم سند  
رأس مال أو سند دين غير قابل للاستيعاب من طرف السوق في الأحوال العادية أو  
يتجاوز حد أقصى محدد من طرف شركة إدارة بورصة القيم"<sup>2</sup>.

هذا النص من القرار المنشور باللغة الفرنسية فقط، تضمن خطأ حيث استعمل  
كلمة (minimum) في حين أن المقصود هو العكس أي يجب استعمال كلمة  
(maximum)، لأن المعنى انقلب رأساً على عقب.

---

<sup>1</sup> . Article 30/a : du (décision SGBV 02/99, article 30 modifié et complété par décision SGBV N°6/99) Relatif au REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS : « Les transactions de blocs : a) une transaction est considérée de blocs lorsque le volume d'un titre de capital ou de créance ne peut être absorbé par le marché dans des circonstances normales ou dépasse un seuil minimum établi par la SGBV » .

<sup>2</sup> . ترجمة الباحث، هذه الترجمة غير رسمية؛ لأن القرار رقم 99 /02 / لم ينشر باللغة العربية، وهو منشور فقط باللغة الفرنسية.

قائمة المراجع

I / القرآن الكريم، والحديث النبوي الشريف

II / الكتب العامة:

- 1) أحمد حسني، قضاء النقص التجاري، 2000، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- 2) أكرم ياملكي، القانون التجاري (الشركات)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 3) سميحة القيلوبي، الشركات التجارية، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، مصر.
- 4) عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء الأول (نظرية الالتزام بوجه عام، مصادر الالتزام)، تنقيح المستشار أحمد مدحت المراغي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 5) علي حسن يونس، الشركات التجارية، الشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات المساهمة والتوصية بالأسهم، 1990، بدون دار نشر، بدون طبعة.
- 6) فريد العريني، القانون التجاري، شركات الأموال، دار المطبوعات الجامعية، 2001، مصر.
- 7) محمد مختار أحمد بريري، قانون المعاملات التجارية والشركات التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، 2005، مصر.

(8) مصطفى كمال طه، القانون التجاري (الشركات التجارية، الأحكام العامة في الشركات، شركات الأشخاص، شركات الأموال)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998.

**III / الكتب المتخصصة:**

(9) أحمد إبراهيم شبل حجازي، الأبعاد القانونية للرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية المصرية، دار النهضة العربية، مصر، ودار النهضة العلمية، الإمارات، 2017، بدون طبعة.

(10) أحمد سعيد أحمد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والآجلة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2007.

(11) أسامة أحمد شوقي المليجي، التنفيذ الجبري على الأوراق المالية التي تصدرها شركة المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2004.

(12) بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006.

(13) جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002.

(14) جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2010.

(15) جمال عبد العزيز عثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.

- (16) حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكيندي، عمان، (دون سنة نشر)، المملكة الأردنية.
- (17) حنفي عبد الغفار، قرياقض رسيمة، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، بيروت، 2000، لبنان.
- (18) خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، بدون طبعة، بدون سنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر.
- (19) خالد علي صالح الجنيبي، الحماية الجنائية الخاصة لسوق الأوراق المالية لدولة الإمارات العربية المتحدة وفقاً للقانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000.
- (20) زكي عبد المتعال، الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني، ط. 1، مطبعة عبد الله إلياس وأولاده، 1938.
- (21) سري الدين هاني صلاح، مبادئ القانون التجاري المصري، مقدمة عامة للتعريف بالقانون التجاري ومصادره، نظرية الأعمال التجارية والتجار - الشركات التجارية والأموال - 2009، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر.
- (22) سلطان بن فراج رشيد السبيعي، تسوية المنازعات في الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2011.

- (23) سليمان المنذري، الأسواق العربية لرأس المال، نشأتها التاريخية وخصائصها الأساسية وإمكانية التكامل فيما بينها، دار الرازي للطباعة والنشر، بيروت، ط. 1، 1987.
- (24) سميحة القيلوبي، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري، دار النهضة العربية، الجزء الثاني، طبعة 2005 م.
- (25) سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دراسات في الفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى 1996.
- (26) صلاح أبو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دار النهضة العربية، بالقاهرة، طبعة 1995.
- (27) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- (28) عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2009.
- (29) عبد الحفيظ عبد الله عبد ومختار عبد الكريم طلبة، مقدمة في التشريعات الاقتصادية، دار النهضة العربية، 1999.
- (30) عبد الحميد عاشور عبد الجواد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، بدون سنة، بدون طبعة.
- (31) عبد الستار بكري حسن، بورصات الأوراق المالية في مصر، الطبعة الأولى، بدون ناشر، 1999.

- (32) عجة الجليلي، قانون المؤسسات العمومية الاقتصادية، من اشتراكية التسيير إلى الخصوصية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2006.
- (33) عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2009.
- (34) عمر ناطق يحيى الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دراسة تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، مصر، الطبعة الأولى، 2011.
- (35) محمد البناء، أسواق النقد والمال، الأسس النظرية والعلمية، الناشر زهراء الشرق، مصر 1996.
- (36) محمد الحناوي صالح، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- (37) محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، السيد عبد الفتاح إسماعيل، مقدمة في الاستثمار (تحليل الأوراق المالية وإدارة المخاطر)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- (38) محمد بهجت عبد الله أمين قايد، الموجز في القانون التجاري (نظرية الأعمال التجارية، التاجر، عمليات البنوك، الأوراق التجارية، الشركات التجارية)، دار النهضة العربية بالقاهرة، طبعة 2008، مصر، ص. 229.
- (39) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، مصر.

- (40) محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، ط.1، 2004.
- (41) محمود صبيح، الابتكارات المالية والمؤسسات والأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، الناشر المؤلف، ط1، مصر 1998.
- (42) مقبل جميعي، الأسواق والبورصات، موجز نظري عملي، الإسكندرية، دون سنة ودار الطبع، أشار إليه عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2009.
- (43) منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
- (44) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- (45) نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003.
- (46) نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، طبعة 2003.
- (47) وليد بوجملين، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري، دار بلقيس للنشر، الجزائر، 2011.

- (48) كتاب وزارة المالية خمسون سنة من الإنجاز، صادر عن وزارة المالية الجزائرية، منشور على الموقع الإلكتروني لوزارة المالية، بدون اسم الكاتب، 2012.
- (49) وليد بوجملين، قانون الضبط الاقتصادي في الجزائر، دار بلقيس للنشر، بدون طبعة، الجزائر، بدون سنة.

**IV / الرسائل والمذكرات :**

- (50) حفيظة زوار، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كهيئة إدارية مستقلة، مذكرة ماجستير في القانون العام، كلية الحقوق بن عكنون، جامعة الجزائر، 2003 / 2004.
- (51) خرشي إلهام، السلطات الإدارية المستقلة في ظل الدولة الضابطة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة سطيف 2، السنة الجامعية: 2014 / 2015.
- (52) سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2000.
- (53) صالح راشد الحمراي، دور الشركات في بورصة الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2000.
- (54) غيث مصطفى الخصاونة، النظام القانوني لتداول الأسهم في شركة المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه مقدمة إلى معهد البحوث والدراسات العربية، قسم الدراسات القانونية، 2006.

- (55) محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزء الأول، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999-2000.
- (56) يعقوب يوسف صرخوة، الأسهم وتداولها في شركات المساهمة، في القانون الكويتي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق جامعة القاهرة، 1982.

٧ / المقالات :

- (57) محمد القرني بن عيد، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، عدد 6، ج 2، ص. 1581. أشار إليه محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية، رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر.
- (58) حسين توفيق فيض الله، وهيو إبراهيم قادر، التكييف القانوني لانتقال ملكية الأوراق المالية في البورصة، مجلة الشريعة والقانون، كلية القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، السنة السادسة والعشرون، العدد الخمسون، إبريل 2012. مقال منشور في منصة المنهل على الموقع الإلكتروني:

(<http://platform.almanhal.com/Reader/Article/16077>)

- (59) بطاهر علي، سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الأول، السداسي الثاني، 2004.

- 60) رشا "محمد تيسير" خطاب، النظام القانوني لأمر البورصة، دراسة تحليلية مقارنة، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 24، العدد 1، آذار 2008.
- 61) رشا "محمد تيسير" خطاب، عقد التداول في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، مجلة دراسات، علوم الشريعة والقانون، المجلد 36، العدد 1، الجامعة الأردنية، الأردن، 2009.
- 62) شوقي إسماعيل شحاتة، مفاهيم إسلامية في النقود، والفرق بين الاكتناز والادخار، مجلة المسلم المعاصر، العدد 14، لبنان، 1978، مقال منشور على موقع المجلة:  
(<http://almuslimalmuaser.org>)، شوهده يوم 28 مارس 2016
- 63) محمد بشار كباره، الاكتناز، الموسوعة العربية، المجلد الثالث، التصنيف: الاقتصاد، ص. 104 من المجلد، مقال منشور على الموقع الإلكتروني للموسوعة ([www.arab-ency.com](http://www.arab-ency.com))، شوهده يوم 12/28/2017.
- 64) همام القوصي، تأثير "النظام العام البورصي" على تغيير القواعد العامة والمبادئ البورصية (من تغيير التراث القانوني بفعل الخصوصية الواقعية إلى اصطناع البورصة)، دراسة في القانون اللبناني والنظام الداخلي لبورصة بيروت. مركز جيل البحث العلمي، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة، العدد 23، مارس 2018.

## قائمة المراجع

(65) علي قابوسة، أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المركز الجامعي بالوادي، عدد 01، جانفي 2008، الجزائر.

### VI / التقارير:

(66) صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية عن الأسواق المالية العربية للربع الأول من سنة 2005.

(67) صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية عن الأسواق المالية العربية للربع الرابع من سنة 2009.

(68) تقرير صندوق النقد الدولي لسنة 2014 الخاص بترتيب الدول حسب الناتج المحلي الخام:

(69) (http://www.imf.org), International Money Fund, World Economic Outlook Database, April 2015. ( إطلع عليه بتاريخ 14 يناير ) (2016).

(70) تقرير البنك العالمي لسنة 2016 الخاص بترتيب الدول حسب الناتج المحلي الخام، الصادر في 17 أفريل 2017:

(http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf), Gross domestic product 2016, World Development Indicators database, World Bank, 17 April 2017, ( إطلع عليه بتاريخ 15 ديسمبر 2017 ).

### VII / النصوص القانونية:

#### (1) القوانين:

## قائمة المراجع

- (71) القانون المدني الجزائري.
- (72) القانون التجاري الجزائري
- (73) القانون رقم 88-04 مؤرخ في 12 يناير سنة 1988 يعدل ويتمم الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون التجاري، ويحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية.
- (74) القانون رقم 03/04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، (الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003)، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993).

### (2) الأوامر الرئاسية:

- (75) الأمر رقم: 95-25 المؤرخ في 30 ربيع الثاني عام 1416 الموافق لـ 25 سبتمبر 1995 والمتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة

### (3) المراسيم:

- (76) المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية عدد 34 المؤرخة في 23 مايو 1993) معدل ومتمم بالأمر رقم 96/10 المؤرخ في

10 يناير 1996 [الجريدة الرسمية عدد 03 المؤرخة في 14 يناير 1996].  
والمعدل والمتمم أيضاً بالقانون رقم 03 /04 المؤرخ في 17 فبراير 2003  
(الجريدة الرسمية عدد 11 المؤرخة في 19 فيفري 2003، والاستدراك  
الوارد بالجريدة الرسمية عدد 32 المؤرخة في 7 ماي 2003).

(77) المرسوم التشريعي رقم 93 /10 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق  
ببورصة القيم المنقولة. ج.ر. 41 في 26 /06 /94.

(78) المرسوم التنفيذي رقم 94 /175، المؤرخ في 13 يونيو 1994،  
يتضمن تطبيق المواد 21، 22، 29.

(79) المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990، يتعلق  
بتحويل ديون الخزينة المترتبة على المؤسسات العمومية إلى قيم منقولة  
وتجميدها ويبين شروط إصدارها. ج.ر. عدد 14، الصادرة في 4 أبريل  
1990، ص. 471.

(80) المرسوم التنفيذي المرسوم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990، يحدد  
أشكال شهادات الأسهم الممكن إصدارها من المؤسسات العمومية  
الاقتصادية لفائدة مؤسسات عمومية اقتصادية أخرى وشروط إبرام  
الصفقات بها. ج.ر. عدد 14، الصادرة في 4 أبريل 1990، ص. 472.

(81) المرسوم التنفيذي المرسوم 90-103 المؤرخ في 27 مارس 1990، يحدد  
شروط إعادة تقييم الثببتات المادية القابلة للاستهلاك والواردة في ميزانية  
المؤسسات والهيئات الخاضعة للقانون التجاري، ج.ر. عدد 14، الصادرة  
في 4 أبريل 1990، ص. 473.

(82) المرسوم التشريعي رقم 08 /93 المؤرخ في 25 /4 /1993، المعدل والمتمم للقانون التجاري الجزائري، (ج.ر. رقم 27 المؤرخة في 25 /4 /1993، ص. 38).

(83) المرسوم التنفيذي رقم 438 /95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات (ج.ر. العدد 80 المؤرخة في 24 /12 /1995).

(84) المراسيم الثلاثة المسماة "حمروش". وتشمل المرسوم التنفيذي 91-169 الصادر بتاريخ 28/05/1991 المتضمن تنظيم المعاملات الواردة على القيم المنقولة، والمرسوم التنفيذي 91-170 الصادر في نفس التاريخ المحدد لأنواع وأشكال القيم المنقولة وشروط إصدارها من طرف شركات الأموال، والمرسوم التنفيذي 91-171 الصادر في نفس التاريخ كذلك والمتعلق بلجنة البورصة.

#### (4) الأنظمة الجزائرية:

(85) نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، ج.ر. رقم 87 المؤرخة في 29-12-1997.

(86) نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97.03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج.ر. عدد 87، مؤرخ 29 /12 /1997، معدل بالنظام رقم 01.03 المؤرخ في 18

مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج. ر. عدد 73، مؤرخ في 30 / 11 / 2003. صدر هذا النظام عن اللجنة تطبيقاً للمادة 45 من المرسوم التشريعي رقم 10.93، المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

(87) نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03، المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم (ج.ر. العدد 36 المؤرخة في 1.6.1997).

(88) نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03 / 01 المؤرخ في 18 مارس سنة 2003، يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، (ج.ر. العدد 73 المؤرخة في 30 / 11 / 2003).

(89) نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-04، المؤرخ في 18 مارس 2003، ج. ر. العدد 73 المؤرخة في 30 / 11 / 03، يعدل ويتمم نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، ج. ر. رقم 87 المؤرخة في 29-12-1997.

(90) نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01 / 12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق لـ 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 97 / 03 المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

(91) نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15-01، المؤرخ في 15 / 4 / 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

(92) النظام رقم 02 / 18 المؤرخ في 4 نوفمبر سنة 2018، (ج. ر. عدد 73، المؤرخة في 9 ديسمبر 2018، ص. 20) يتضمن قواعد ممارسة العمليات المصرفية المتعلقة بالصيرفة التشاركية من طرف المصارف والمؤسسات المالية، ألغي هذا النظام وتم تعويضه بالنظام رقم 20-02، المؤرخ في 15 مارس 2020، والذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية.

(93) النظام رقم 20-02، المؤرخ في 20 رجب 1441 الموافق لـ 15 مارس 2020، والذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية، ج.ر.ج.ج العدد 16.

#### (5) القرارات باللغة العربية:

(94) قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 22 / 7 / 2001، الجريدة الرسمية عدد 45، صادرة في 12 / 8 / 2001. يعدل ويتمم قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 21 / 1 / 1998؛ الذي يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية رقم 15، صادرة في 18 / 3 / 1998.

## قائمة المراجع

- 95) قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 21 / 1 / 1998؛ يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية رقم 15، صادرة في 18 / 3 / 1998، معدل ومتمم بالقرار المؤرخ في 22 / 7 / 2001، الجريدة الرسمية عدد 45، صادرة في 12 / 8 / 2001.
- 96) قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 9 / 6 / 1999، يتضمن كفيات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، ج. ر. عدد 44، الصادر في 5 / 7 / 1999، المعدل والمتمم.
- 97) قرار وزير المالية المؤرخ في 10 / 4 / 2000، صادر في 23 / 2000، ج. ر. عدد 23، يعدل ويتمم قرار وزير المالية الجزائري المؤرخ في 9 / 6 / 1999، يتضمن كفيات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، ج. ر. عدد 44، الصادر في 5 / 7 / 1999.

### (6) القرارات باللغة الأجنبية:

- 98) Décision SGBV 02/99 mis à jour REGLES DE GESTION DES SEANCES DE NEGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS.
- 99) Décision SGBV N°06/99, mise à jour la décision SGBV 02/99.

### (7) التشريعات الأجنبية:

### (أ) القوانين الأجنبية:

100) قانون القيد والإيداع المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000،  
الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، العدد 20 تابع (ب)، بتاريخ  
2000 /5 /18.

101) Loi n° 88-1201 de 23 décembre 1988 relative aux organismes  
de placement collectif en valeurs mobilières et du règlement général  
de la SICOVAM (France).

**(ب) النصوص التنظيمية الأجنبية:**

102) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة  
1992.

103) Règlement général du COB., Bulletin de la Commission des  
opérations de bourse française, février 1991.

**VIII / الأحكام القضائية :**

104) حكم محكمة النقض المصرية الصادر في 4 /5 /1981، أشار إليه:  
أحمد حسني، قضاء النقض التجاري، 2000، منشأة المعارف، الإسكندرية،  
ص. 504.

105) Paris, 16 mars 1922, Recueil de Sirey, 1922, 2. 134. Cité par  
G. Ripert / R. Roblot, Traité de Droit Commercial, TOME 2, 16<sup>e</sup>  
édition, L.G.D.J, -Paris, 2000.

106) Chambre des requêtes, 17 octobre 1934, Gazette du Palais,  
1934, 2. 741. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Traité de Droit  
Commercial, TOME 2, 16<sup>e</sup> édition, L.G.D.J, -Paris.

- 107) Lyon, 3 mars 1885, Dalloz, 1886, 2. 112. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Traité de Droit Commercial, TOME 2, 16<sup>e</sup> édition, L.G.D.J, -Paris, 2000.
- 108) Paris, Tribunal de grande instance, 1<sup>er</sup> mars 1990, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1990, P. 128. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Traité de Droit Commercial, TOME 2, 16<sup>e</sup> édition, L.G.D.J, - Paris, 2000.
- 109) Cass. 1<sup>er</sup> civ. 20 mars 1977 : Bull. civ. I, n. 143.
- 110) Cass. Com. 18 févr. 1980 : Bull. civ. IV, n. 65.

**IX / منشورات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها :**

COSOB, Guide de la bourse et des opérations boursiers, la bourse d'Alger, collection guides plus, 1996.

**X / الأعمال التحضيرية للمجلس الشعبي الوطني الجزائري :**

(111) الجريدة الرسمية لمداولات المجلس الشعبي الوطني، السنة الأولى رقم 37، المؤرخة في 10 فبراير سنة 2003، الفترة التشريعية الخامسة، الدورة العادية الثانية ليوم 14 جانفي 2003، المتعلقة بالتصويت على مشروع القانون المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم.

**XI / المراجع باللغة الأجنبية (كتب، رسائل ومقالات):**

- 112) CARREAU Dominique, TREUHOLD Robert, « L'évolution du droit boursier, au service des privatisations », Edition Banque, N° 545, 1993.

- 113) COURET Alain, « Les actions traçantes, Actes pratiques sociétés », Edition J.Cl, Septembre-Octobre, 2000.
- 114) Dalloz, 1886, 2. 112. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Traité de Droit Commercial, TOME 2, 16<sup>e</sup> édition, L.G.D.J, -Paris, 2000.
- 115) DANNENBERGER Frédéric Roger, La liberté de créer des valeurs mobilières, donnant accès au capital, Thèse de doctorat, Univ. Strasbourg III, 2007.
- 116) De Nayer M. C., L'unicité de prix, Bull. Joly Bourse, 1993, 267 ; Nouveaux indices de la Bourse de Paris, Les notes bleues de Bercy, 1993/12.
- 117) De VAUPLAVE Hubert, « valeurs de trésor », J- Cl. Banque et crédit fascicule, 1980.
- 118) Delleci (J.M.), le nouveau droit de propriété des titres négociés, J.C.P.E., 1994, 368, n. 5.
- 119) Fischer and Jordan, Security analysis and portfolio management, (4<sup>th</sup> Ed.) N.Y., Prentice Hall, 1987.
- 120) Francis Jack Clark, Management of investment, McGraw-Hill Book, New York, 1983.
- 121) FRANÇOIS SARFATI, « À la lisière des parquets » Identité professionnelle des salariés du courtage en ligne, Actes de la recherche en science sociales, 2003/1 n 146-147. Article disponible en ligne à l'adresse : [www.cairn.info](http://www.cairn.info).
- 122) Lassalas (ch.), L'inscription en compte des valeurs, la notion de propriété scripturale, L.G.D.J., 1997.
- 123) MERLE Philippe, Droit commercial, sociétés commerciales, 5<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 1996.

- 
- 124) OHL Daniel, Droit des sociétés cotées, 2<sup>ème</sup> édition, Litec, Paris, 2005.
- 125) Peltier (F.), Chronique financière, Banque et droit, n. 33, janvier- février, 1994.
- 126) PILVERDIER Juliette, HAMET Joanne, Les marchés financiers français, 4ème édition, Economie, Paris, 2001.
- 127) PILVERDIER Juliette, Le marché boursier, des agents de change à Nyse- Euronext. 3ème éditions, Economica, Paris, 2008.
- 128) Revue de droit bancaire et de la bourse, 1990, P. 128. Cité par G. Ripert / R. Roblot, Traité de Droit Commercial, TOME 2, 16<sup>e</sup> édition, L.G.D.J, -Paris, 2000.
- 129) Riber G., Les droit anglais des sociétés anonymes, Librairie général de droit et de jurisprudence, 1988.
- 130) Ripert G. / Roblot R., Traité de Droit Commercial, TOME 2, 16<sup>e</sup> édition, L.G.D.J, -Paris, 2000.
- 131) Ruet L., Ordres de bourse, Dictionnaire Joly Bourse et Produits Financiers, 1999.
- 132) Schultz Birl, the stock market and how it works, Harper and Row, New York, Revised Ed., 1963.
- 133) Stoufflet et al., Étude sur le cours de bourse, 1997.
- 134) Vauplane (H.de) – Bornet (J.-P.), droit des marchés financiers, Litec, 1998.
- 135) Wascat, Essai sur les variations des prix des valeur mobilières à la bourse de Paris, thèse Paris, 1927.

XII / الملتقيات العلمية:

- (136) عبد الحميد طمار، مداخلة تم إلقاؤها في الملتقى الدولي بعنوان المؤسسات والتنمية الاقتصادية، دروس من الاقتصاد الانتقالي، يومي 16 و17 ديسمبر 2017، كلية الاقتصاد، جامعة معسكر.

XIII / المواقع الإلكترونية:

- (137) موقع شركة تسيير بورصة الجزائر:  
(<http://www.sgbv.dz>)
- (138) موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:  
(<https://www.cosob.org>)
- (139) معجم لسان العرب، منشور على الموقع الإلكتروني:  
([www.almaany.com](http://www.almaany.com))
- (140) المعجم: عربي عامة، منشور على الموقع الإلكتروني:  
([www.almaany.com](http://www.almaany.com))
- (141) جورج أسي، تعليق يخص الفرق بين الاكتناز والادخار، منشور على الموقع:  
([www.bayt.com/fr](http://www.bayt.com/fr))، شوهذ يوم 28/12/2017، على الساعة 16:00.
- (142) منصة المنهل:  
(<http://platform.almanhal.com/Reader/Article/16077>)
- (143) الموسوعة العربية: ([www.arab-ency.com](http://www.arab-ency.com))
- (144) البنك العالمي: (<http://www.worldbank.org>)

(145) صندوق النقد الدولي: ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

(146) موقع مجلة المسلم المعاصر: (<http://almuslimalmuaser.org>).

#### XIV / المقالات الصحفية:

(147) الهادي خالدي، الوزير الجزائري الأسبق للتكوين والتعليم المهنيين،

مقال صحفي منشور في جريدة الشروق الجزائرية بعنوان: السوق الموازية

في الجزائر تحتكر 4000 مليار دينار، محاضرة بكلية الاقتصاد بجامعة محمد

بوضياف بولاية المسيلة، بتاريخ 3 / 11 / 2015، المقال الصحفي منشور

بتاريخ 4 / 11 / 2015، بقلم الصحفي س.ع.، الموقع الإلكتروني للجريدة:

([www.echoroukonline.com/ara/articles/260281.html](http://www.echoroukonline.com/ara/articles/260281.html))، شوهده يوم

1 / 3 / 2015.

(148) محمد لوكال، محافظ بنك الجزائر، مقال صحفي منشور في الموقع

الإلكتروني لجريدة الشروق تحت رقم: 548881، بعنوان: "لا تغيير للعملة

الوطنية.. ولم نقرض الأفامي ولا دولارا، من أين لك هذا نفر أصحاب

الأموال من البنوك"، بقلم الصحفية سميرة بلعمري، جريدة الشروق،

الجزائر، منشور يوم 13 / 02 / 2018، شوهده في نفس اليوم.

([www.echoroukonline.com/ara/articles/548881.html](http://www.echoroukonline.com/ara/articles/548881.html)).

فهرس المحتويات

3	إهداء
4	شكر وتقدير
5	قائمة المختصرات
8	مقدمة
32	الباب الأول: مكان ومحل تداول القيم المنقولة
35	الفصل الأول: مكان تداول القيم المنقولة
37	المبحث الأول: مفهوم بورصة القيم المنقولة
38	المطلب الأول: تعريف بورصة القيم المنقولة
38	الفرع الأول: أصل مصطلح "بورصة"
40	الفرع الثاني: تعريف بورصة الجزائر
52	المطلب الثاني: التطور التاريخي للبورصة
52	الفرع الأول: التطور التاريخي للبورصات في الأنظمة المقارنة
54	الفرع الثاني: نشأة بورصة القيم المنقولة في الجزائر
55	أولاً: مرحلة شبه البورصة المحدودة (1990 إلى 1992)
58	ثانياً: مرحلة بورصة القيم الافتراضية (1993-1996)
60	ثالثاً: بورصة القيم فعلياً (من 1996 إلى وقتنا الحالي)
63	المبحث الثاني: أشخاص التداول
63	المطلب الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
64	الفرع الأول: نشأة، تشكيلة، واستقلالية لجنة الكوسوب

65	أولا: نشأة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: .....
67	ثانيا: تشكيلة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها .....
72	ثالثا: مدى استقلالية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها .....
73	الفرع الثاني: مهام لجنة الكوسوب .....
73	أولا: مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها .....
74	ثانيا: الوظيفة التنظيمية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها .....
76	المطلب الثاني: شركة تسيير بورصة القيم .....
77	الفرع الأول: مفهوم شركة تسيير بورصة الجزائر .....
77	أولا: تعريف شركة تسيير بورصة الجزائر .....
79	ثانيا: خصائص شركة تسيير بورصة الجزائر .....
80	أ: شركة ذات أسهم في وضعية تنظيمية آمرة .....
81	ب: انتقاء المساهمين في شركة تسيير بورصة القيم .....
83	1- البنوك الوطنية المشاركة في تأسيس شركة تسيير بورصة الجزائر .....
83	2- شركات التأمين الوطنية المشاركة في تأسيس شركة بورصة الجزائر ....
84	3- المساهمون حاليا في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة .....
85	الفرع الثاني: لجنة التداول في بورصة الجزائر .....
87	الفصل الثاني: محل التداول في بورصة الجزائر .....
89	المبحث الأول: مفهوم القيم المنقولة .....
90	المطلب الأول: ضبط المصطلحات وتعريف القيم المنقولة .....
90	الفرع الأول: ضبط المصطلحات .....
97	الفرع الثاني: تعريف القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر .....

- أولاً: التعريف التشريعي للقيم المنقولة ..... 97
- ثانياً: التعريف الفقهي للقيم المنقولة ..... 101
- المطلب الثاني: كل خصائص القيم المنقولة تتوافق مع نظام البورصة ..... 108
- الفرع الأول: تماثل القيم ضروري للإدراج في السعر الرسمي لبورصة الجزائر ... 108
- الفرع الثاني: التسعير في بورصة الجزائر يفترض تساوي القيمة الاسمية للقيم ... 109
- الفرع الثالث: السعر الرسمي لبورصة الجزائر يحتوي قيم منقولة لا تتجزأ ..... 110
- الفرع الرابع: القيم المنقولة قابلة للتسعير في بورصة الجزائر ..... 112
- الفرع الخامس: وضعية حاملي القيم المسعرة في بورصة الجزائر متساوية ..... 113
- الفرع السادس: قابلية القيم المنقولة للتداول جوهر التسعيرة الرسمية في بورصة الجزائر ..... 115
- المبحث الثاني: القيم المنقولة القابلة للتداول في بورصة الجزائر ..... 121
- المطلب الأول: الأسهم محل للتداول في بورصة الجزائر ..... 122
- الفرع الأول: ماهية الأسهم ..... 123
- الفرع الثاني: للأسهم خصائص تتوافق مع السعر الرسمي ..... 125
- أولاً: تساوي القيمة الاسمية للأسهم خاصة ضرورية للتداول في بورصة الجزائر 125
- ثانياً: الأسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية: ..... 125
- ثالثاً: عدم قابلية السهم للتجزئة تسهل تداوله في البورصة ..... 126
- رابعاً: المسؤولية المحدودة للمساهم تلف المستثمرين حول البورصة ..... 127
- خامساً: عدم تقادم الأسهم مناسب لنظام التسعير طويل الأمد ..... 128
- الفرع الثالث: أنواع الأسهم وقبولها في السعر الرسمي لبورصة الجزائر ..... 128
- أولاً: الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها وتناسبها مع السعر الرسمي ..... 129

- أ. الأسهم الإسمية محل طبيعي للتسعيرة الرسمية ..... 129
- ب. الأسهم لحاملها يتعذر قبولها في التسعيرة الرسمية ..... 130
- ج. تحويل شكل الأسهم بغرض إدراجها في البورصة ..... 133
- ثانيا: الأسهم النقدية والأسهم العينية محل للتسعيرة الرسمية ..... 134
- ثالثا: الأسهم العادية والأسهم الممتازة وقبولها في التسعيرة الرسمية ..... 135
- أ - الأسهم العادية محل طبيعي للتداول في بورصة الجزائر ..... 135
- أ.1 - الأسهم العادية التقليدية أداة طبيعية للتداول في بورصة الجزائر ..... 135
- أ.2 - الأسهم العادية غير التقليدية وقبولها في التسعيرة الرسمية ..... 137
- أ.2.1 - الأسهم العابرة ..... 137
- أ.2.2 - الأسهم العادية لأقسام الإنتاجية ..... 138
- أ.3.2 - الأسهم العادية المضمونة ..... 140
- ب - الأسهم الممتازة محل طبيعي للتسعيرة الرسمية: ..... 141
- رابعا: تسعير أسهم راس المال وأسهم التمتع ..... 144
- أ - تسعير أسهم رأس المال ..... 144
- ب - عوائد تسعير أسهم التمتع ..... 145
- المطلب الثاني: سندات الدين المقبولة في التسعيرة الرسمية ..... 148
- الفرع الأول: سندات ديون الشركات المقبولة في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر: 149
- أولا: مفهوم سندات الشركات وخصائصها المتوافقة مع التسعيرة الرسمية: ..... 150
- أ. مفهوم سندات الاستحقاق ..... 150
- ب - خصائص السندات تتوافق مع التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر: ..... 152

1- خاصية قابلية سندات الاستحقاق للتداول ضرورية للإدراج في السعر الرسمي	153
2- التسعير في البورصة يفترض تساوي القيمة الاسمية لسندات الاستحقاق....	154
3- خاصية عدم قابلية سند الاستحقاق للتجزئة ضرورية لتسعيره في البورصة...	156
ثانيا: أنواع سندات الاستحقاق وقبولها في التسعيرة الرسمية.....	157
أ- سندات الاستحقاق العادية محل للتداول في بورصة الجزائر:.....	158
1- سندات الاستحقاق ذات العائد الثابت: (Les obligations à taux fixe)	159
2 - سندات الاستحقاق ذات العائد المتغير: ( Les obligations à taux variable)	159
ب- تسعير سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم.....	160
ج- تسعير سندات الاستحقاق ذات قسيماا الاكتاب بالأسهم:.....	161
د- تسعير سندات المساهمة.....	162
الفرع الثاني: تسعير قيم الخزينة العمومية في بورصة الجزائر.....	163
أولاً: قيم الخزينة قابلة للتسجيل في التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر.....	165
ثانيا: سندات الخزينة حسب الصيغ غير قابلة للتسعير في بورصة الجزائر.....	166
الباب الثاني: نظام التداول في بورصة الجزائر.....	168
الفصل الأول: عمليات التداول في بورصة القيم بالجزائر.....	170
المبحث الأول: ماهية عمليات التداول في بورصة الجزائر.....	170
المطلب الأول: تعريف وخصائص عمليات التداول.....	171
الفرع الأول: تعريف عمليات التداول في بورصة الجزائر.....	171

177	الفرع الثاني: التنافر بين عقود التداول في البورصة ومبدأ سلطان الإرادة
184	الفرع الثالث: خصائص عمليات التداول في البورصة (عقود التداول)
184	الصفة الأولى: المتداولون في البورصة لا يعرفون بعضهم بعضا
	الصفة الثانية: تبرم الصفقات تحت رقابة السلطات العامة والمنظمات المهنية والمدخرين
189	
192	الصفة الثالثة: الطابع الشكلي لعمليات البورصة
193	الصفة الرابعة: عمليات البورصة (عقود التداول) عبارة عن عقود بيع مكيفة
193	المطلب الثاني: تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر (Les cours de bourse)
194	الفرع الأول: مفهوم التسعير
194	أولا: تعريف أسعار البورصة
196	ثانيا: نظام التسعير في بورصة الجزائر
197	الفرع الثاني: تنظيم حصص التسعيرة
199	الفرع الثالث: المراحل الزمنية لانعقاد حصص التداول
199	المرحلة الأولى: مرحلة التنبه بانطلاق حصة التداول
201	المرحلة الثانية: إدخال الأوامر إلى النظام الإلكتروني للتداول وتأكيدھا
204	المرحلة الثالثة: معالجة الأوامر ومعاملات الكتل في بورصة الجزائر
204	1- معالجة الأوامر:
207	2- معالجة معاملات الكتل (Transactions de blocs)
210	3- تنظيم فروقات الأسعار
211	4- تقلب الأسعار في بورصة الجزائر
213	المبحث الثاني: أوامر البورصة

المطلب الأول: ماهية أوامر البورصة.....	215
الفرع الأول: تعريف أوامر البورصة .....	215
الفرع الثاني: شكل وإثبات أمر البورصة.....	219
أولاً: طريقة إرسال أوامر البورصة .....	220
ثانياً: شكل وإثبات أوامر البورصة.....	222
الفرع الثالث: شروط وبيانات أوامر البورصة .....	226
أولاً: شروط صحة أوامر البورصة .....	226
ثانياً: بيانات أوامر البورصة .....	231
المطلب الثاني: أنواع أوامر البورصة .....	233
الفرع الأول: أوامر البورصة حسب مدة الصلاحية: .....	234
أولاً: أمر البورصة ليومه ( l'Ordre «de jour» ).....	236
ثانياً: أمر البورصة لمدة محددة ( l'Ordre à durée limitée ).....	237
ثالثاً: الأمر المفتوح المدة.....	239
رابعاً: الأمر الملغى (Ordre à révocation).....	241
الفرع الثاني: أوامر البورصة المحددة لسعر التنفيذ.....	243
أولاً: الأمر بسعر السوق (Market Order) ( Ordre au prix du	
.....) (marché	245
ثانياً: أمر البورصة بسعر محدد (Ordre à cours limité)، (	
.....) (order	250
ثالثاً: أوامر البورصة بأفضل سعر (Ordre à la meilleure limite) .	257
رابعاً: أوامر الإيقاف (Ordres stop)، (Stop Orders) .....	258

أ- أوامر الإيقاف غير المحددة ( Ordres à seuil de déclenchement )	259
ب- أوامر الإيقاف المحددة	260
الفرع الثالث: أوامر البورصة حسب ظروف التنفيذ	262
أولاً: أوامر التنفيذ والإلغاء	262
ثانياً: أوامر التنفيذ أو الإلغاء	265
ثالثاً: أوامر البورصة بحد أدنى ( Ordres à quantité minimale )	267
رابعاً: أوامر بكمية خفية: ( Ordre à quantité cachée )	269
خامساً: أوامر البورصة بسعر الافتتاح أو بسعر الإقفال	270
أ- أوامر البورصة بسعر الافتتاح	270
ب- أوامر البورصة بسعر الإقفال (الإغلاق)	272
المطلب الثالث: تنفيذ أوامر البورصة	273
الفصل الثاني: آثار التداول في بورصة الجزائر	275
المبحث الأول: آثار عقود التداول بين الطرفين	278
المطلب الأول: خضوع آثار عقود التداول للقواعد العامة	278
الفرع الأول: التكييف القانوني لانتقال ملكية القيم المنقولة في بورصة الجزائر	280
أولاً: المبدأ العام لنقل الملكية في القواعد العامة	280
ثانياً: انتقال ملكية القيم المنقولة في قانون الشركات الجزائري	281
الفرع الثاني: وقت انتقال ملكية القيم المنقولة حسب النظام الحالي لبورصة الجزائر	285
المطلب الثاني: ظروف وأسباب خلق الفارق الزمني بين تنفيذ أمر البورصة وتسليم السندات	
	289

293	الفرع الأول: حالة عطل النظام الآلي للتداول
293	أولاً: ماهية فشل النظام الآلي للتداول وتعويضه بالإجراء اليدوي
294	الشرط الأول: إجراء التداول اليدوي يعد استثناء
294	الشرط الثاني: توافق إجراء التداول اليدوي مع أنظمة البورصة
295	الشرط الثالث: شفافية التداول اليدوي
295	ثانياً: تأثير الإجراء اليدوي للتداول على نقل الملكية فور العقد
297	الفرع الثاني: الخلل في تنفيذ الالتزامات محل عملية التداول
297	أولاً: نظام التغطية وضمائم التنفيذ المخولة للوسيط
301	ثانياً: الخلل في نظام التغطية وضمائم التنفيذ
302	أ- المرحلة الأولى: تقرير وضعية المقاصة المعلقة في جانب الوسيط
304	ب- المرحلة الثانية: التصريح بخطأ الوسيط في مواجهة السوق والطرف المقابل
306	ج- أثر الخلل في التسوية على النقل الفوري للملكية
307	الصورة الأولى: حالة التأخر في التنفيذ
307	الصورة الثانية: حالة عدم التنفيذ
307	المبحث الثاني: تأجيل نقل الملكية في نظام البورصة الجزائري
	المطلب الأول: المشاكل والسلبيات الناتجة عن الأخذ بمبدأ النقل الفوري للملكية في بورصة الجزائر
308	
309	الفرع الأول: عرقلة مباشرة الحقوق المتصلة بالقيمة المنقولة محل عملية التداول
	الفرع الثاني: المساس بمشروعية قرارات الجمعية العامة في شركة المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر
311	
312	الفرع الثالث: زيادة عدد ملاك القيم المنقولة عن الحقيقة

---

الفرع الرابع: خلق حركة غير واقعية في حسابات الزبائن.....	313
المطلب الثاني: تعطيل الأثر الناقل للملكية في بورصة الجزائر والقانون المقارن.....	314
الفرع الأول: ضرورة تعطيل مبدأ انتقال ملكية القيم المنقولة فور العقد في بورصة الجزائر	
.....	314
الفرع الثاني: تعطيل الأثر الناقل في القانون المقارن.....	316
أولاً: انتقال الملكية وفق نظام الإيداع المركزي في القانون الفرنسي.....	317
ثانياً: انتقال الملكية وفق نظام الإيداع المركزي في القانون المصري:.....	320
..... الخاتمة	322
..... قائمة المراجع	339
..... فهرس المحتويات	361