

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة محمد لمين دباغين سطيف 2

كلية الحقوق و العلوم السياسية

قسم الحقوق

مطبوعة بعنوان :

محاضرات في عمليات البورصة

ملقاة من طرف

الدكتور بلعزام مبروك

على طلبة السنة الثانية ماستر

تخصص : قانون المؤسسات المالية

المواسم الجامعية 2019-2020.

2020-2021

2021-2022

2022-2023

2023-2024

## تمهيد:

تعتبر سوق الأوراق المالية أو "البورصة" واحدة من آليات إقتصاد السوق، عرفت منذ فترات طويلة، ويعتبر مسمى "البورصة" هو الشائع لسوق الأوراق المالية، حيث يطلق عليها أيضا بورصة الأوراق المالية أو بورصة القيم المنقولة.

وقد ارتبط تطور البورصات ، أو أسواق رأس المال ، بالتطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ، حيث ترتب عن ذلك إصدار المزيد من الأوراق المالية ، كما تم أيضا إستحداث أنواع جديدة منها .

ويعد موضوع البورصة من الموضوعات غير المتاحة لدى الجمهور عامة، حتى في دول العالم المتقدم ، وفي الجزائر أيضا التي تعاني من نقص الوعي الإدخاري والاستثماري ، وهو ما يدفع بالدول إلى القيام بحملات واسعة للتحسيس ونشر هذا الوعي بأهمية البورصة ودورها<sup>1</sup>.

وما يزيد من غموض مفهوم البورصة والجهل به هو حداثة دخول هذه الآلية من آليات إقتصاد السوق إلى الجزائر فلم تكن الظروف التي مرت بها الجزائر مباشرة بعد الاستقلال مشجعة على الإطلاق على بعث نظام إقتصاد السوق ، وهو ما أدى إلى التأخر الكبير في اللجوء إلى البورصة وتفعيل دورها وذلك بالمقارنة مع الكثير من الدول العربية .

فكرة إنشاء بورصة في الجزائر لم تظهر إلا في سنة 1990 ، في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي تم إعتماها منذ سنة 1988 ، وذلك من خلال تبني قوانين جديدة وضعت الأرضية للانتقال إلى مرحلة جديدة ، بداية بتكريس إستقلالية المؤسسات الإقتصادية العمومية وإخضاعها للقانون التجاري ، بموجب القانون رقم 10/88 المؤرخ في 12/01/1988 ، المتضمن القانون التوجيهي

---

<sup>1</sup>حريزي رابح ، البورصة والأدوات محل التداول فيها ، دار بلقيس للنشر ، الجزائر ، د س ن ، ص 07.

للمؤسسات العمومية الاقتصادية ، بحيث نصت المادة 05 منه على أن المؤسسة العمومية الاقتصادية تتخذ شكل شركة مساهمة أو ذات مسؤولية محدودة تملك الدولة أو الجماعات المحلية جميع الأسهم ، ثم إعادة النظر في النظام المصرفي وإصدار قانون النقد والقرض 10/90<sup>1</sup> ، ثم اتجه لإصلاح قواعد القانون التجاري لاسيما تلك التي تمت الصلة بنشاط السوق المالية وافر مجموعة من التعديلات مست على وجه الخصوص ، تعديل الأحكام المتعلقة بشركات المساهمة سواء المتعلقة بتأسيسها أو إدارتها أو نشاطها وكذا القيم المنقولة التي تصدرها وأجاز أن تكون القيم المنقولة موضوع تسجيل في الحساب أو ما يعرف بإزالة الكيان المادي للقيم المنقولة<sup>2</sup> .

وعلى الرغم من صدور المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في 23 ماي 1993 ، إلا أن تنصيب أول بورصة للقيم المنقولة في الجزائر لم يكن إلا في سنة 1999 .

وتعرف البورصة بأنها : "مكان محدد ومعلوم مسبقا، يلتقي فيه المتعاملون من بائعين ومشتريين للقيام بعمليات البيع والشراء في إطار من الشفافية والمنافسة الكاملة ، حيث تتحدد بناء على هذه العمليات أسعار السندات هبوطا ، صعودا ، أو ثباتا، كما تتم بموجبها المعاملات من الناحية القانونية والاقتصادية والمالية"<sup>3</sup>.

لا يمكن فهم النظام القانوني لبورصة القيم المنقولة من دون فهم عمليات البورصة، هذه الأخيرة والتي يطلق عليها أيضا عبارة عمليات التداول، في الحقيقة تتخذ مظهرا قانونيا وهي كونها عقود بيع ، فعمليات البورصة لا تتعدى في الواقع كونها عقود بيع وشراء لقيم منقولة في بورصة القيم، ولعل السبب الذي جعل الفقه القانوني يتحاشى استعمال تسمية عقد البيع للتعبير عن عمليات

---

<sup>1</sup>حمليل نواره ، النظام القانوني للسوق المالية في الجزائر، أطروحة دكتوراه في القانون، جامعة تيزي وزو، 2014، ص 15.

<sup>2</sup>المادة 715 مكرر 37 من القانون التجاري.

<sup>3</sup>حريزي رابح ، المرجع السابق ، ص 25.

البورصة ويستعمل مصطلح "عمليات البورصة" هو الطابع الخاص والحساس الذي يتعلق ببورصة القيم في حد ذاتها ، وارتباطها باقتصاد الدولة بأكمله ، حيث أن أي خلل في سريان التداول في البورصة قد يؤدي إلى المساس بالاستقرار المالي والاقتصادي للدولة<sup>1</sup>. فالنظرية العامة للعقود تم صياغتها في الأساس لحماية المتعاقدين ولم تهتم كثيرا بحماية طرف ثالث بحجم اقتصاد دولة، وقد تتعدى إلى الاقتصاد العالمي<sup>2</sup>.

وقبل تناول عمليات البورصة بالتفصيل نعرض في مبحث تمهيدي نتناول فيه الإطار المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر وعمليات البورصة.

### مبحث تمهيدي : الإطار المفاهيمي لبورصة الجزائر وعمليات البورصة.

تعد البورصة كما سلف الذكر هي المكان الذي تتم فيه عمليات البورصة، وعليه قبل معرفة هذه الأخيرة ، لا بد أن نتناول الإطار المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر، ومعرفة مختلف الهياكل التي تتشكل منها (المطلب الأول)، وهو ما يسهل علينا التعمق أكثر في كيفية التداول داخلها ودور كل هيئة من هيئاتها في ذلك (المطلب الثاني) .

### المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر

يعد المرسوم التشريعي 10/93 شهادة الميلاد الرسمية لبورصة الجزائر والذي وضع أسس بورصة الجزائر من خلال النص على الهيئات المشكلة للبورصة .

---

<sup>1</sup>سي الطيب احمد أمين ، النظام القانوني لتداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه علوم ، تخصص قانون الخاص ، 2020-2021 ، ص 170 .

<sup>2</sup>نفس المرجع ، ص 171.

وطبقا للمادة 03 من المرسوم التشريعي 10<sup>1</sup>/93 تشتمل بورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بموجب القانون 03/04 على ثلاث هيئات وهي :

-لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة .

-شركة تسيير بورصة القيم المنقولة .

-المؤتمن المركزي على السندات .

**الفرع الأول : لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB:**

نتناول طبيعتها القانونية ثم تشكيلاتها ومهام ووظائف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها .

**أولا : الطبيعة القانونية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.**

ترجع نشأة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إلى أول نص نظمها وهو المرسوم التنفيذي 91-171 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتعلق بلجنة البورصة<sup>2</sup>.

نصت المادة 03 من المرسوم التشريعي 10/93 على انه تعد من هيئات البورصة : " لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة تشكل سلطة القيم المنقولة".

كما نصت المادة 20 من المرسوم التشريعي على انه : "تنشأ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، وتتكون من رئيس وستة أعضاء".

---

<sup>1</sup>مرسوم تشريعي رقم 10/93 مؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة ، ( ج ر العدد 34 المؤرخ في 93/05/23 ) معدل ومتمم بالأمر رقم 10/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 ( ج ر العدد 03 المؤرخ في 96/01/14 ) والقانون 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 ( ج ر العدد 11 المؤرخ في 2003/02/19 ) والاستدراك ج ر العدد 32 المؤرخ في 2003/05/07).

<sup>2</sup>المرسوم التنفيذي 91-171 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتعلق بلجنة البورصة ، الجريدة الرسمية عدد 26 سنة

فمن خلال هذا النص لم يبين المشرع الطبيعة القانونية للجنة البورصة، ولكن بعد تعديل هذه المادة بموجب القانون 04/03 ، أصبحت تنص على انه: "تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي".

وعليه يمكن تعريفها بأنها: "سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي والقانوني"، وتعتبر في نظر البعض "الجهاز التشريعي للبورصة وسلطة السوق" حيث تعد سلطة تنظيم سوق القيم المنقولة عن طريق الأنظمة لذا تعتبر الجهاز التشريعي لسوق البورصة ، كما تعد سلطة السوق إذ خول لها كذلك سلطة الرقابة والمراقبة من اجل احترام التنظيم الساري المفعول، مما يسمح بتسميتها كذلك لضمان امن وسلامة السوق والمعاملات، كما أن وجودها ودورها يبعث الاطمئنان لدى المستثمر".<sup>1</sup>

### ثانيا : تشكيلة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

نصت على تشكيلة لجنة البورصة المواد 20 و 21 و 22 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل بالقانون 04/03 فهي تتكون من ستة أعضاء ورئيس<sup>2</sup>.

وبالنسبة للرئيس يعين لمدة نيابية تدوم 04 سنوات<sup>3</sup> ، بمرسوم تنفيذي بإقتراح من وزير المالية<sup>4</sup> وتنتهي مهامه بنفس الطريقة غير انه لا يمكن أن يكون

---

<sup>1</sup>سامية حساين ، كريمة شليحي ، سلطة ضبط نشاط البورصة في القانون الجزائري ، الطبعة الأولى ، بيت الأفكار للنشر والتوزيع ، الجزائر ، 2019 ، ص 22 و 23.

<sup>2</sup>المادة 20 من المرسوم التشريعي 10/93

<sup>3</sup>المادة 21 من المرسوم التشريعي 10/93

<sup>4</sup>المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 175/94 المؤرخ في 13 جوان 1994 المتضمن تطبيق المواد 21 و 22 و 29 من المرسوم التشريعي 10/39 ج ر 41 لسنة 1994.

ذلك خلال ممارسته النيابة إلا في حالة ارتكاب خطأ جسيم أو ظروف استثنائية<sup>1</sup>.

أما فيما يتعلق بالأعضاء فطبقا للمادة 22 من المرسوم التشريعي 10/93 يعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي ، لمدة أربع سنوات ، تبعا للتوزيع التالي :

-قاض يقترحه وزير العدل .

-عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية .

-أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالمالية .

-عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر .

-عضو يختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة .

-عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

ويتم تعيينهم بقرار من وزير المالية وتنتهي مهامهم بنفس الطريقة<sup>2</sup>، ويجدد نصف اللجنة فيما عدا الرئيس كل سنتين<sup>3</sup>.

**ثالثا : مهام ووظائف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**

**أ/ المهام :** حددت المادة 30 من المرسوم التشريعي 10/93 مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في مهمتين أساسيتين وهما :

---

<sup>1</sup>المادة 03 المرسوم التنفيذي رقم 175/94 .

<sup>2</sup>المادة 06 المرسوم التنفيذي رقم 175/94 .

<sup>3</sup>المادة 07 المرسوم التنفيذي رقم 175/94 .

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

-السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها .

**ب/ وظائف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**

**1/الوظيفة القانونية (سلطة التنظيم) :**

طبقا للمادة 31 من المرسوم التشريعي 10/93 عهد للجنة البورصة السلطة التنظيمية في مجال السوق المالية، ولذلك فهي تقوم بإصدار أنظمة في كل ما يتعلق بمراقبة وتنظيم هذه السوق، وتمارسها عن طريق إصدار: تنظيمات أو تعليمات أو توصيات أو الآراء والمنشورات.

**2/ وظيفة الرقابة (ضبط السوق المالية) :**

وذلك من خلال الرقابة التي تمارسها على المتدخلين في السوق والمنتوجات المالية المقيدة فيه ، تتخذ هذه الرقابة مظهران أساسيان هما الرقابة السابقة والرقابة اللاحقة .ويتم ممارسة الأولى على الأعوان الاقتصاديين عن طريق إجراء الاعتماد وعلى المنتوجات المالية عن طريق إجراء التأشير على المذكرة الإعلامية التي تلتزم الشركة بإعدادها<sup>1</sup>.

**3/ الوظيفة التأديبية والتحكيمية :**

نصت على ذلك المادة 49 من المرسوم التشريعي 10/93 ، وتتميز لجنة البورصة عن باقي سلطات الضبط في الفصل النسبي بين الاختصاصات التنظيمية والرقابة والاختصاصات التأديبية والتحكيمية والتي أوكلت لغرفة أسست لهذا الغرض وهي الغرفة التأديبية والتحكيمية وتتألف من : عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابهما وقاضيين يعينهما وزير العدل يختاران

<sup>1</sup>حمليل نواره ، المرجع السابق ، ص 85.

لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي، ويتولى رئيس اللجنة رئاسة الغرفة وتمارس هذه الغرفة اختصاصين مستقلين عن بعضهما البعض :

-**السلطة التحكيمية:** ويكون في حالة وجود نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح ، والذي يكون بين الوسطاء في عمليات البورصة أو بينهم وبين شركة تسيير البورصة أو مع الشركات المصدرة للأسهم أو مع الأمرين بالسحب في البورصة<sup>1</sup> .

-**السلطة التأديبية:** حصرت المشرع مجال السلطة التأديبية في ممارستها على الوسطاء في عمليات البورصة<sup>2</sup>، كما حدد الأشخاص الذين يمكنهم تقديم طلب تدخل الغرفة وهم<sup>3</sup>: لجنة البورصة، بطلب من المراقب المفوض من اللجنة، من الأطراف المذكورين في المادة 53 ، بناء على تظلم من له مصلحة .

وتصدر الغرفة عقوبات تتمثل في<sup>4</sup> : الإنذار، التوبيخ ، حظر النشاط، سحب الاعتماد، وفرض غرامات تقدر بعشرة ملايين دينار أو مبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب.

### **الفرع الثاني : شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV:**

تتميز شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بشكلها القانوني المتميز وكذا بمهامها التي تتمثل في إصدار قرارات تنظيمية وقرارات فردية .

#### **أولا : الشكل القانوني المتميز لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة :**

نظرا لتعدد معاملات البورصة، فهي تقتضي التخصص والتفرغ، فضل المشرع الجزائري، على غرار الكثير من التشريعات الأخرى، إسناد هذه المهمة

<sup>1</sup>المادة 52 من المرسوم التشريعي 10/93.

<sup>2</sup>المادة 53 من المرسوم التشريعي 10/93.

<sup>3</sup>المادة 54 من المرسوم التشريعي 10/93.

<sup>4</sup>المادة 55 من المرسوم التشريعي 10/93.

لهيئة متخصصة تمارس مهامها تحت رقابة السلطة العليا للسوق المالية وتمثلت هذه الهيئة في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.<sup>1</sup>

طبقا للمادة 15 من المرسوم التشريعي 10/93 تأخذ شركة تسيير البورصة شكل شركة مساهمة ولكن الملاحظ أن أحكام شركة المساهمة المعروفة في القانون التجاري لا تطبق عليها ويظهر ذلك من خلال:

- عدم تحديد الحد الأدنى لعدد الشركاء واشتراط صفة المساهمين وهم الوسطاء في البورصة .

- طريقة التأسيس وهي عدم اللجوء العلني للادخار ،

- كما تمتاز كذلك بعدم قدرتها على تحقيق أرباحها ومنح هذا الحق للجنة من خلال تحديد مقدار العمولات ،

-بالإضافة لعدم قابلية أسهمها للتنازل فهو مسموح به للوسطاء فيما بينهم فقط.

### ثانيا : مهام شركة تسيير بورصة القيم :

طبقا للمادة 18 من المرسوم التشريعي 10/93، تسعى شركة تسيير البورصة من خلال المهام المحددة في هذه المادة إلى حماية السوق وضمان سلامتها ونزاهة العمليات وشفافيتها ، فهي تحمي النظام العام للسوق المالية<sup>2</sup>.

وتصدر الشركة طبقا للنظام 03/97 نوعين من القرارات :

أ/ **قرارات تنظيمية** : موجهة لتنظيم السوق بشكل عام تسري على كل المتدخلين في السوق دون استثناء مثل : إجراءات إدخال القيم المنقولة داخل البورصة ، الإعلام الواجب نشره ، قواعد سير الحصص ، قواعد المقاصة

<sup>1</sup> حمليل نورة ، المرجع السابق ، ص 130.

<sup>2</sup> نفس المرجع ، ص 145.

وتسوية العمليات داخل البورصة ، قواعد تعليق او قطع حصص التداول والشطب من التسعيرة الرسمية للقيم المقيدة في البورصة<sup>1</sup>...

**ب/ قرارات فردية :** وهي القرارات التي تتخذها الشركة في مواجهة احد المتدخلين في السوق ، أو بشأن احد العمليات أو القيم المنقولة مثل : قرار رفض تسجيل أو قيد أو شطب أو قطع حصة تداول...الخ.

### **الفرع الثالث : المؤتمر المركزي على السندات الجزائرية للتسوية Algérie cleaning**

استحدث المشرع الجزائري جهازا جديدا داخل السوق المالية سماه المؤتمر المركزي على السندات، بموجب الفصل الثاني من القانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93. أوكلت له مهمة تسوية العمليات داخل البورصة وضمان تسليم ودفع حقوق القيم المنقولة المتداولة .

طبقا للمادة 19 مكرر 2 يتخذ المؤتمر المركزي شكل شركة مساهمة، وتمتاز هذه الشركة بخصوصيات عن أحكام المساهمة المعروفة في القانون التجاري، وهي أن الشركاء محددین بنص القانون، كما أن رأس مالها محدد كذلك<sup>2</sup>.

يسعى المؤتمر إلى تبسيط إجراءات التسوية ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة عن طريق إزالة الكيان المادي ، أي إلغاء دعامتها المحسوسة المتمثلة في الصك الذي يعبر عن الحقوق التي تحويها الورقة المالية ، والاكتفاء بقيد هذه الحقوق في حسابات فردية ، ثم يمسك هذه الحسابات شخص مؤهل منخرط لدى المؤتمر المركزي هو ماسك الحسابات الحافظ الذي يتولى حفظها<sup>3</sup> .

---

<sup>1</sup> حمليل نواره ، المرجع السابق ، ص 153.

<sup>2</sup> المادة 19 مكرر 3 من المرسوم التشريعي 10/93.

<sup>3</sup> حمليل نواره ، المرجع السابق ، ص 173.

يحتاج كل متدخل في السوق المالية مهما كانت صفته إلى خدمات المؤتمن المركزي على السندات ، كونه يضمن النهاية الحسنة للعمليات المنجزة فيه ، لذلك فتح المشرع مجال الانخراط في المؤتمن لكل شخص يمارس نشاطا له علاقة بالاستثمار في الأوراق المالية والسوق المالية ويتم عن طريق إمضاء اتفاقية انخراط<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : مفهوم عمليات البورصة

تعتبر عبارة عمليات البورصة هي المصطلح المستعمل فقها من أجل الدلالة على عمليات التداول التي تتم في البورصة ، والتي تأخذ كما سبق الذكر من الناحية القانونية وصف عقود بيع للقيم المنقولة (الأوراق المالية) ، إلا انه بيع من نوع خاص، حيث نلاحظ انحصار النظرية العامة للعقود وتدخل ما يعرف بالنظام العام البورصي الذي تخضع له عقود التداول في البورصة .

لذا وجب قبل التفصيل في إجراءات وآليات التداول في البورصة أن نتطرق وبشكل مختصر إلى تعريف عمليات البورصة وخصائصها وطبيعتها وأنواعها .

### الفرع الأول : تعريف عمليات البورصة

لم يتناول المشرع الجزائري عمليات البورصة بالتعريف ، وهذا بالرغم من الأهمية التي تكتسبها في نظام البورصة برمته .

حاول الفقه القانوني وضع تعريف لعمليات البورصة، فعرف البعض عمليات البورصة بأنها: "عمليات تعقد في المكان العام للبورصة، في ساعات معينة، وعلى سلع مقبولة في السوق ومسعرة في البورصة"<sup>2</sup>. وتعرف أيضا بأنها:

---

<sup>1</sup>تعزيبت رزيقة ، النظام القانوني للقيم المنقولة ، أطروحة مقدمة لنسل شهادة دكتوراه في القانون ، جامعة تيزي وزو ، 2019 ص 248.

<sup>2</sup>سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية ، دار النهضة العربية ، القاهرة، 2001 ، ص 432.

"مجموع عمليات المشتريات والمبيعات للقيم المنقولة، والتي تنفذ في السوق المنظم بوساطة إجبارية لوسطاء البورصة الذين يحتكرون بشكل رسمي الاستثمار في هذا المجال".<sup>1</sup>

ويقول في هذا الإطار الفقيهان ريبير وروبلو : "تقوم عمليات البورصة على بيع وشراء القيم المنقولة بواسطة شركات البورصة ، وهذه العمليات تتناول سندات تعتبر من حيث نوعها وكمها قابلة للتبادل ".<sup>2</sup>

### الفرع الثاني : خصائص عمليات البورصة:

تتميز عمليات البورصة بصفتين هما:

#### أولاً : الطابع التقني والنمطي لعمليات البورصة :

ما يميز التعامل في البورصة أن الأطراف المتعاملون في البورصة لا يعرفون بعضهم البعض، ويقوم الوسطاء بالتعامل فيما بينهم ضمن الأشكال التي يحددها نظام البورصة ، ولا تلعب الإرادة أي دور من اللحظة التي أعطي فيها الأمر، بل دفع هذا الأمر حتى إلى التساؤل حول مدى وجود عقد ، نظرا لعدم وجود توافق الإرادات بالمعنى الحرفي للكلمة ، فالمتتبع يلاحظ أن هناك أمران باتجاهين متضادين يتم تنفيذهما ، لكن ضمن شروط وفقا لإجراءات يحددها نظام البورصة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Répertoire Sociétés Dalloz ,Bourse de valeurs ,1979,p15 ,n 214.

<sup>2</sup>ج.ريبير ، ر.روبلو، المطول في القانون التجاري ، بواسطة فيليب ديلبيك و ميشال جرمان ، الجزء الثاني ، الاسناد التجارية، المصارف والبورصات، العقود التجارية، الأصول الجماعية ، ترجمة علي مقلد ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، بيروت ، 2008، ص 119.

<sup>3</sup>ج.ريبير ، ر.روبلو ، المرجع السابق ، ص 119.

ثانيا : خضوع عمليات البورصة لرقابة السلطات العامة والمنظمات المهنية:

والمتمثلة في القانون الجزائري في لجنة تنظيم ومراقبة عمل البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة . ومبرر ذلك هو أن هذه التعاقدات مهمة جدا وتجري بشكل علني ، وهي بذلك لاتهم المتعاقدين فقط بل تهتم كل الحاملين لقيم منقولة ، بل تهتم الاقتصاد الوطني ككل ، ويترتب عن ذلك استبعاد بعض قواعد القانون الخاص وأهمها الأثر النسبي للعقود ، ويظهر ذلك من خلال تطبيق بعض الإجراءات في مواجهة مصدري الأوامر قد تحد من إرادتهم مثل رفض التسعير بل وحتى وقف التداول في البورصة ، كما يوجد نظام تنفيذ سريع لا تعرفه القواعد العامة.<sup>1</sup>

ثالثا : طبيعة عمليات البورصة :

لتحديد ما إذا كانت عمليات البورصة مدنية أو تجارية، فإن الأمر يتوقف على ما إذا كان القصد هو تحديد طبيعة هذه العمليات منظورا إلى الوسطاء في البورصة أو إلى العميل .

بالنسبة للوسطاء في البورصة : طبقا للمادة الثانية من القانون التجاري الجزائري التي تعتبر من بين العمليات التجارية بحسب الموضوع " كل عملية توسط لشرء وبيع العقارات والمحلات التجارية والقيم المنقولة .." وهي تعتبر عملا تجاريا منفردا ، إضافة إلى أن عملها يكيف بأنه وكالة بالعمولة وهذه الأخيرة تعتبر عملا تجاريا منفردا كذلك.<sup>2</sup> وعليه فإن عمليات البورصة تعتبر دائما عملا تجاريا بالنسبة للوسيط في البورصة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>ج.ريبير ، ر.روبلو ، المرجع السابق ، ص 119.

<sup>2</sup>سيد طه بدوي محمد ، المرجع السابق، ص 432.

<sup>3</sup> Répertoire Sociétés Dalloz, Op,Cit,p 27, n 418.

**بالنسبة للعميل :** لا تعد عمليات البورصة بالنسبة إليه عملا تجاريا إلا إذا توافر لديه وقت الشراء قصد إعادة البيع ، أي قصد المضاربة للاستفادة من فروق الأسعار ، ويعد حينها العمل تجاريا باعتباره شراء لمنقول بقصد إعادة بيعه وهو عمل تجاري بحسب الموضوع منفرد طبقا للمادة 02 من القانون التجاري الجزائري.

هذا وتعتبر عمليات البورصة عمليات تجارية من باب أولى، بالنسبة للشخص العادي الذي اعتاد المضاربة في البورصة بحيث أصبحت المضاربة مهنة معتادة له، وفي هذا الإطار صدرت العديد من القرارات القضائية التي قضت بشهر إفلاس المضارب في البورصة.<sup>1</sup>

ويكتسي تحديد طبيعة العملية أهمية بالغة، من أجل تحديد القضاء المختص بفض النزاعات ، فإذا كانت العملية ذات طبيعة مدنية بالنسبة للعميل الأمر ، فإن له الخيار بين القضاء المدني والقضاء التجاري ، كما يعتبر عقد الوكالة بين العميل والوسيط مدنية ولا تخضع للقضاء التجاري.<sup>2</sup>

ولتحديد طبيعة العملية تأثير فيما يتعلق بوسائل إثبات الأوامر المرسلة والمستقبلة ، فإذا كانت عملية البورصة من طبيعة تجارية فإنه يمكن إثباتها بكل وسائل الإثبات ، في حين انه إذا كانت ذات طابع مدني فإنه يجب إثباتها بطرق الإثبات المدنية أي يجب على الأقل أن يكون هناك بداية ثبوت بالكتابة .

والملاحظ أن القضاء الفرنسي في هذا الإطار يقبل عموما الأوامر غير المكتوبة مع إبداء بعض الصرامة تجاه الأمر واشتراط الإثبات بالكتابة في بعض الأحيان، وقد ذهب بعض المحاكم إلى انه ليس هناك ما يمنع البنك من استقبال أوامر البورصة عن طريق الهاتف، مع تحمله مخاطر وتبعات ذلك.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Répertoire Sociétés Dalloz, Op,Cit,p 27,n 421.

<sup>2</sup> Ibid ,n 422.

<sup>3</sup>Ibid ,p 27, n 418.

ويلاحظ في هذا الإطار أن المشرع الجزائري أجاز أن يكون الامر بواسطة الهاتف إلا انه ألزم الأمر بتأكيد إرسال الامر كتابيا<sup>1</sup>.

#### رابعا : أنواع عمليات البورصة :

يتم التعاقد في البورصة بطريقة التعاقد العاجل *opération au comptant* أو التعاقد الآجل *opération a terme* ، لذلك يجب ان نقوم ببيان الفرق بين العمليات العاجلة والعمليات الآجلة .

**العمليات العاجلة :** أو الفورية أو الحاضرة وهي العمليات التي يتم تنفيذها على الفور عن طريق التسليم الفعلي للقيم المنقولة والوفاء بالثمن<sup>2</sup>، فأوامر البورصة في السوق العاجلة تشترط أن تكون هناك تغطية *couverture* ، فيجب على الوسيط أن يكون حائزا للقيم المباعة أو الأموال الضرورية للشراء، وفي حالة عدم التسديد يتم تعليق العملية ومنحه أجلا للتسديد وإذا انتهت المهلة الممنوحة دون جدوى يتم اللجوء إلى إعادة شراء العرض (التنفيذ في السوق)<sup>3</sup>.

**العمليات الآجلة :** وهي عمليات تتعقد في الحال ولكن يتراخى تنفيذها لتاريخ لاحق وهو ما يعرف بيوم التصفية *le jour de liquidation* ، فالبائع والمشتري يتعاقدان على نوع القيم المنقولة المباعة وعددها وثمانها ولكن التسليم الفعلي للقيم والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق، فالعمليات الآجلة تتميز بوجود فاصل زمني بين لحظتي إبرام العقد وتنفيذه<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup>المادة 97 من النظام 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة .

<sup>2</sup>احمد عبد الفضيل محمد ، وقف التداول في البورصة : دراسة بمناسبة الأزمة المالية العالمية سنة 2008 مع التركيز على بورصة الكويت ، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية ، كلية الحقوق ، جامعة المنصورة ، مصر ، العدد 46 ، اكتوبر 2009 ص 8.

<sup>3</sup>المواد 141 ، 142 ، 143 ، 144 ، 145 من النظام 03/97.

<sup>4</sup>احمد عبد الفضيل محمد ، المرجع السابق ، ص 9.

والمعاملون في عمليات البورصة الآجلة نوعان<sup>1</sup> :

-معاملون ينوون تنفيذ العقد فعلا عن طريق تسليم الصكوك والوفاء بالثمن ، فهذا النوع ينتظر موارد معينة يحصل عليها قبل يوم التصفية ويستخدمها في الوفاء بالثمن إن كان مشتريا، أو ينتظر صكوكا تؤول إليه أو تكون تحت يده قبل هذا اليوم يقوم بتسليمها إن كان بائعا.

-معاملون يضاربون على فارق الأسعار بين البيع والشراء في لحظة تالية قبل التاريخ المحدد للتصفية ، ومن هنا يقوم هؤلاء المتعاملون بشراء قيم منقولة ويقومون خلال الفترة الفاصلة بين إبرام العقد وتنفيذه ، بإعادة بيع القيم المنقولة التي اشتروها ، وتتم التسوية بطريق المقاصة compensation ، كما يمكن بيع قيم منقولة بالأجل يتم شراؤها فيما بعد وهو ما يعرف بالبيع على المكشوف a découvert .

وتنقسم العمليات الآجلة إلى نوعين :

عمليات آجلة باتة marches a terme ferme : لا يستطيع فيها المتعاقدون العدول عن العمليات التي أبرموها.

عمليات آجلة مشروطة marches a terme conventionnelles يشترط فيها احد طرفي التعاقد حق العدول.

مدى مشروعية عمليات البورصة الآجلة :

طرح ولمدة طويلة نقاش كبير حول مدى مشروعية عمليات البورصة الآجلة ، لان الظاهر من هذه العمليات أنها تنطوي على مضاربة كبيرة تصل الى حد المقامرة ، وبالتالي تعتبر وفقا لأحكام القانون المدني ممنوعة وباطلة.

---

<sup>1</sup>نفس المرجع ، ص 9 و10.

اتجه القضاء الفرنسي في البداية إلى القول ببطلان عمليات البورصة الآجلة ، ثم اتجه في مرحلة تالية إلى إجراء تفرقة بين العقود الجادة والعقود الصورية<sup>1</sup> ، حيث قضى بصحة الأولى وبطلان الثانية ، وفي مرحلة ثالثة وأخيرة تدخل المشرع الفرنسي صراحة سنة 1885 وقضى بصحة العقود الآجلة مطلقا دون تمييز.

### الفصل الأول : عمليات البورصة في القانون الجزائري

نظم المشرع الجزائري عمليات البورصة بموجب المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، ومجموعة من النصوص التنظيمية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لاسيما النظام 03/97 المتضمن النظام العام للبورصة المعدل والمتمم ، وكذا القرارات الصادرة عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المنظمة للتداول داخل بورصة الجزائر، وحدد لها إطارا مكانيا وهو بورصة الجزائر للقيم المنقولة .

وقد نظم المشرع الجزائري عمليات البورصة بدأ بتنظيمه للقيود أو الإدراج في بورصة القيم (المبحث الأول)، ثم تنظيم حصص التداول والتسوية في البورصة (المبحث الثاني)، ولأجل حماية التداول في السوق المالية (البورصة) جرم المشرع الأفعال التي من شأنها المساس بنزاهة هذه السوق (المبحث الثالث).

---

<sup>1</sup>عمليات البورصة الآجلة الجادة : هي التي تتضمن فقط مجرد تأخير التسليم والوفاء بالثمن ولكنها تتضمن تسليما فعليا للقيم المنقولة ووفاء حقيقيا وفعليا بالثمن .

أما العمليات الصورية فهي العمليات التي تبرم على المكشوف ويتم تسويتها بمجرد دفع الفرق ، أي التي تبرم وليس في نوايا الأطراف تنفيذها بل تسويتها بمجرد تسوية فارق الثمن .

## المبحث الأول: القيد (الإدراج) في البورصة

يقصد بالقيد أو الإدراج هو قبول الهيئة المنظمة للسوق المالية لتداول قيم منقولة لشركة معينة للتداول في البورصة، وقبل التفصيل في القيد في البورصة ، لا بد أن نعرض على محل هذا القيد وهو القيم المنقولة أو ما يعرف بالسندات المالية (المطلب الأول) ثم نتناول شروط وإجراءات القيد في البورصة (المطلب الثاني) ثم الإدخال في البورصة كإجراء لاحق ومكمل لعملية القيد في البورصة (المطلب الثالث).

### المطلب الأول: السندات المالية محل التداول في البورصة :

ما يلاحظ بصفة عامة على موضوع السندات المالية les titres financiers هو عدم وحدة المصطلحات المستعملة للتعبير عنها ، فهناك بالإضافة إلى السندات المالية نجد القيم المنقولة والأوراق المالية ، لذا يجب توضيح هذه المصطلحات ووضع تعريف للسندات المالية ، أو بعبارة أخرى لماذا نفضل إستعمال مصطلح السندات المالية وليس القيم المنقولة (الفرع الأول) ، وهو ما يتضح أكثر من خلال تناول خصائص السندات المالية (الفرع الثاني) .

### الفرع الأول : تعريف السندات المالية :

كان القانون الفرنسي في السابق يعرف فقط مصطلح القيم المنقولة وعرف قانون 24 جويلية 1966 المتعلق بالشركات في فرنسا في مادته 264 القيم المنقولة بقوله : "مصطلح القيم المنقولة يعني في مفهومه الضيق المعروف عمليا السندات الصادرة من الهيئات العامة أو الخاصة القابلة للتسعير والتداول في البورصة " .

كما عرفها قانون 23 ديسمبر 1988 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في مادته الأولى بقوله : " تعتبر بمثابة قيم منقولة في نظر هذا القانون ، السندات الصادرة عن الأشخاص المعنوية العامة والخاصة القابلة للتداول بتسجيلها في الحساب أو المناولة اليدوية، والتي تعطي لصاحبها حقوقا مماثلة لصفحتها الذي هو إصدار واحد ، وتعطي له

الحق في ملكية جزء من رأسمال الشخص المعنوي المصدر لها أو حقوق مديونية عامة على أصولها ، وذلك بصفة مباشرة أو غير مباشرة".

إلا انه وفي إطار مواءمة القوانين الفرنسية مع القانون الأوروبي المشترك ، هذا الأخير الذي تأثر كثيرا بالاتفاقيات الدولية التي أبرمت في هذا الإطار وأهمها اتفاقية لهاي حول القانون الواجب التطبيق على بعض الحقوق المتعلقة بالسندات الممسوكة لدى وسيط ، والتي تعد اول اتفاقية في هذا المجال ، والمصادق عليها من طرف الو م ا وسويسرا بتاريخ 2006/07/05 والتي تهدف إلى إزالة كل المعوقات القانونية في مجال تنازع القوانين<sup>1</sup>. أما ثاني اتفاقية تم وضعها فكانت تحت رعاية لجنة توحيد القانون Unidroit وتهدف إلى توحيد القانون المادي (الموضوعي) الواجب التطبيق على السندات الوسيطة، وقد تم المصادقة عليها بتاريخ 2009/10/09 تحت عنوان ، 'اتفاقية جنيف حول السندات'. وأخيرا ، توجت أعمال مجموعة legal certainly group الأوروبية لأجل وضع اقتراحات للتوحيد تنطلق من تحليل الحقوق المنظمة لحيازة الوسطاء ، وانتهت إلى وضع مشروع تشريع حول السندات ، تم الإعلان عليه من طرف اللجنة الأوروبية في 01 سبتمبر 2013.<sup>2</sup>

المفاوضات الدولية كشفت عن الصعوبة التي واجهها الخبراء الفرنسيين في تقديم مبادرة مقبولة للنموذج الانجلوساكسوني لحقوق السندات. بسبب تشتت النصوص وتشابك المدونات القانونية وما نتج عنها من ارتياب حول طبيعة القيد في الحساب ، والتساؤل الذي طرحه تطبيق نصوص القانون المدني المتعلقة بالحيازة ، وغموض مسالة عدم الاحتجاج بالدفوع . وهكذا كان لهذه المجهودات الدولية تأثير على مفهوم الأدوات المالية ، بحيث أن الأعمال الدولية لم تخص في الواقع إلا طائفة من الأدوات المالية ، وهي تلك التي يتم تداولها في السوق المالية ، بعبارة أخرى ، الأدوات المقيدة في الحساب ، والقابلة للتداول عن طريق التحويل من حساب إلى حساب .

<sup>1</sup> Thierry Bonneau , France Drummond, Droit Des Marchés Financiers, ECONOMICA , PARIS, 2002, p 85-86.

<sup>2</sup> Ibid ,p 86.

يعد الامر الصادر في 08/01/2009 أهم إصلاح ورد على مفهوم الأدوات المالية ، الذي صدر تنفيذا لقانون عصرنه الاقتصاد لـ 04/08/2008 الذي كلف الحكومة بإصلاح عن طريق أمر قانون السندات من اجل أن يصبح أكثر جاذبية . واقترح "وضع تعريف وتدقيق المصطلحات وعرض إطار قانوني القابل للتطبيق على الوسطاء والأدوات المالية من اجل أن يصبح قانون السندات أكثر تجانسا واندماجا ومواكبا للمعايير الأوروبية والمعاهدات الدولية".

وتنفيذا لهذه المهمة ،كرس أمر 08/01/2009 مفهوم "السند المالي" وتم تجميع مجموع النصوص المنظمة للعمليات على هذه الأدوات في قسم واحد بعد أن كانت متفرقة بين نصوص المدونة .

وضع أمر 08/01/2009 تصنيف جديد للأدوات المالية و صنفت المادة 1-211 من المدونة النقدية والمالية الفرنسية الأدوات المالية إلى سندات مالية وعقود مالية .

وطبقا للمادة 1-211 من المدونة النقدية والمالية السندات المالية هي:

-سندات رأس المال الصادرة عن شركات المساهمة .

-سندات الدين ماعدا الأوراق التجارية و وصولات الصندوق.

-حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

لم يختلف موقف المشرع الجزائري كثيرا عن موقف المشرع الفرنسي والذي استعمل في البداية مصطلح القيم المنقولة .

عرف المرسوم التشريعي 08/93 المتضمن تعديل القانون التجاري في المادة 715 مكرر 30 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 او حق مديونية عام على أموالها".

استعمل المشرع الجزائري في البداية من خلال المرسوم التشريعي 10/93 في البداية مصطلح القيم المنقولة<sup>1</sup> (المادة 01/05)، إلا انه بداية من التعديل الذي طرأ على المرسوم التشريعي 10/93 بموجب الامر 10/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 أصبح يستعمل عبارة السندات المالية بالإضافة للقيم المنقولة أحيانا وحدها لتدل على معنى القيم المنقولة بصفة عامة<sup>2</sup> (م 02/05 بعد التعديل بموجب الامر 10/96) ، كما استعمل المصطلحين معا كمترادفين مثل ما ورد في صياغة المادة 02/06 من المرسوم التشريعي 10/93 بعد التعديل بموجب الامر 10<sup>3</sup>/96 .

سار قانون 04/03 على نفس منوال الامر 10/96 فتارة يستعمل عبارة القيم المنقولة (مثل المواد 07 ، 15 ، 30،31 ، ... وتارة أخرى يستعمل عبارة السندات المالية مثل المادتين 19 مكرر 01 و 19 مكرر 02 ، كما سارت الأنظمة الصادرة تنفيذا لهذه القوانين على نفس المنوال ، لاسيما النظام 03/97 و النظامين 01/03 والنظام 02/03.

إلا انه يلاحظ أن النظام 01/12 قد تخطى عن مصطلح القيم المنقولة واستعمل مصطلح "السندات المالية" ، وقسمها إلى سندات رأس مال<sup>4</sup> وسندات دين<sup>5</sup> ، وهو ما يكشف عن توجه جديد للمشرع الجزائري ينسجم مع التغيرات التي تعرفها الساحة المالية الدولية .

---

<sup>1</sup>انظر المادة 01/05 من المرسوم التشريعي 10/93 التي تنص : "لا يجوز إجراء أية مفاوضات تتناول قيم منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة".

<sup>2</sup>تنص الفقرة 02 من المادة 05 من المرسوم التشريعي 10/93 بعد التعديل بموجب الامر 10/96 : "غير انه يمكن ان 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".

<sup>3</sup>تنص الفقرة 02 من المادة 06 من المرسوم التشريعي 10/93 بعد التعديل بموجب الامر 10/96 : "ويمكن هؤلاء الوسطاء كذلك ممارسة نشاط الوساطة داخل أسواق المعاملات حول قيم منقولة وسندات مالية أخرى غير مقبولة في البورصة ، طبقا للشروط التي تحددها الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكم هذه الأسواق".

<sup>4</sup>انظر المادة 06 من النظام 01/12 التي تعدل المادة 30 من النظام 03/97.

<sup>5</sup>انظر المادة 10 التي أضافت المادة 46-8 إلى النظام 03/97.

يعرف الفقيهان Thierry Bonneau و France Drummond السندات المالية بأنها: "أدوات instruments تصدر تنفيذا لعقد ، وتتجسد في شكل قيود في الحساب ويتم تداولها عن طريق التحويل par virement من حساب إلى حساب".<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : خصائص السندات المالية :

بالرغم من تنوع وتعدد أشكال السندات المالية فإنها تشترك كلها في ثلاث خصائص أساسية وهي :

#### أولا : مصدرها هو العقد :

السندات المالية هي أدوات مالية ، يتم إصدارها من طرف كيان، تنفيذا لعقد يربط بين هذا الكيان والمكتتب المستقبلي.

يمهد لإجراءات الإصدار بعقد وتنتهي بإنشاء واستلام السند ، كلا المرحلتين لهما أهمية متساوية في المسار الإجمالي للعملية ، فعملية الإصدار لا تتم إلا بإتمام المرحلة الثانية ، كما أن إنشاء السند لا ينفصل عن تحرير العقد.<sup>2</sup>

تتنوع العقود التي يمكن أن تشكل أصل السندات ، عقد شركة ، عقد قرض ، عقد غير مسمى ، كما يمكن أن تكون عقد جماعي مثل القرض السندي ، وعقد جماعي متعدد الأطراف (شركة ) أو عقد جماعي ثنائي الأطراف (عقد قرض يولد سندات ديون قابلة للتداول TCN.<sup>3</sup>

تعتبر الحقوق المتداولة بشكل مشترك أساسا حقوقا شخصية ، حقوق دائنية واردة على مبلغ نقدي ، وحقوق دائنية مركبة ...، إذا كان العقد جماعي فان الحقوق المتولدة تكون متماثلة والسندات المصدرة دفعة واحدة متجانسة ومعينة بنوعها ( fongible ) وتتنمي لنفس الفئة.

<sup>1</sup> Thierry Bonneau , France Drummond, Op.Cit , p 94.

<sup>2</sup> Ibid, p 96.

<sup>3</sup> Ibid.

المصدر يمكن أن يكون الدولة كما يمكن أن يكون شخص معنوي أو صندوق استثمار أو صندوق استثمار عقاري أو صندوق استثمار للتوريق.<sup>1</sup>

**ثانيا : السندات المالية تتخذ شكل قيود في الحساب :**

تتشرط اغلب التشريعات، ومنها المشرع الفرنسي، أن تكون السندات المالية الصادرة في إقليم الدولة والخاضعة لتشريعها، مقيدة في حسابات للسندات، أو بعبارة أخرى، يتم تجسيدها في شكل قيود في الحساب، أي عن طريق مفردات مكتوبة بالإعلام الآلي، فتصبح أدوات خطية instruments scripturaux، تشبه النقود الخطية (نقود الودائع) monnaie scripturaux. لم يجعل المشرع الجزائري، القيد في الحساب إلزاميا، بل خيرت المادة 715 مكرر 37، مصدري السندات بين أن تتخذ السندات المصدرة من طرفها شكلا ماديا بتسليم السند، أو أن تكون موضوع تسجيل في الحساب.

كما خيرت نفس المادة الشركة المصدرة بين أن تقوم بمسك الحسابات بنفسها، إذا كانت اسمية، أو تعتمد على وسيط مؤهل (ماسك حسابات-حافظ) إذا كانت لحاملها وهو ما أكدته المادة 19 مكرر 01 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بالقانون 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.<sup>2</sup>

وبالرغم من أن المادة 21 مكرر من النظام 03/97 المعدل والمتمم بالنظام 01/12 ألزمت الشركات الراغبة في قيد سندات في البورصة أن تثبت إيداع سندات لها لدى المؤتمر المركزي على السندات قبل الإدخال في البورصة، إلى أنه بالعودة للمادة 17 من النظام رقم 01/03 المؤرخ في 2003/03/18 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات<sup>3</sup> فإنها لا تشترط أن تكون السندات المقبولة في عمليات المؤتمر المركزي حسابيا بل تجيز أن تكون مجسدة ماديا ويتم عندئذ الاحتفاظ بها ماديا.

<sup>1</sup> Thierry Bonneau , France Drummond, Op.Cit ,p 96.

<sup>2</sup> تنص المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بالقانون 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على أنه: "عندما يستخدم مصدر السندات، سواء كانت الدولة، أو جماعات محلية، أو هيئة عمومية، أو شركة ذات أسهم، حق إصدار سندات مقيدة في الحساب، لا يمكن أن تسجل السندات لحاملها إلا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات."

<sup>3</sup> النظام رقم 01/03 المؤرخ في 2003/03/18 المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، ج ر العدد 73 المؤرخ في 2003/11/30.

### ثالثا : القابلية للتداول :

تعتبر القابلية للتداول خاصية أساسية ومميزة للسندات المالية ، ويعرف الفقيه H.Capitant القابلية للتداول بأنها : "صفة تسند لبعض السندات الممثلة لحقوق أو ديون ، والتي تسمح بنقل أكثر سرعة وأكثر فاعلية لهذه الحقوق أو الديون ، بالمقارنة مع إجراءات النقل المنصوص عليها في القانون المدني".<sup>1</sup>

**الفرع الثالث : أصناف السندات المالية القابلة للتداول في بورصة القيم في الجزائر :**  
يمكن تقسيم السندات المالية القابلة للتداول في بورصة القيم في الجزائر إلى ثلاث أصناف أساسية وهي :

-القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة .

-السندات التي تصدرها الخزينة العمومية .

-سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة .

**أولا : القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة :**

عددت المادة 715 مكرر 33 ق ت ج أنواع القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة ، وقسمها النظام 01/12 إلى نوعين قيم منقولة تمثل حصصا في رأس المال وقيم منقولة تمثل دينيا على مصدرها :

**أ/ القيم المنقولة التي تمثل حصصا في رأس المال :** وتتمثل في القانون الجزائري في الأسهم وشهادات الاستثمار.

**1/الأسهم :** عرفت المادة 715 مكرر 40 السهم بأنه : " سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها".

#### **1.1/أنواع الأسهم :**

**1.1.1/أنواع الأسهم من حيث شكلها :** وتنقسم إلى :

**أسهم اسمية :** وهي أسهم تحمل اسم صاحبها

<sup>1</sup> Vocabulaire juridique ,H .Capitant , par G.Cornu, V°:négociabilité.

**أسهم لحاملها :** فلا يذكر عليها أسهم المساهم وإنما تحمل إشارة تفيد بأنه سهم لحامله ، ويتم تداولها بالتسليم اليدوي .

**اسم لأمر :** يصدر لأمر شخص معين ويتم تداوله بالتظهير .

**2.1.1/ من حيث طبيعة الحصة النقدية للمساهم :** وتنقسم إلى :

-**أسهم نقدية :** وهي الأسهم التي تدفع نقدا.

-**أسهم عينية :** وتمثل حصص عينية في الشركة .

**3.1.1/ من حيث الحقوق التي تقرها للمالك :** وتنقسم إلى :

-**الأسهم العادية :** وتمنح الحق في المشاركة في الجمعية العامة ، والحق في انتخاب هيئات التسيير وعزلها والحق في تحصيل الأرباح.

-**الأسهم الممتازة :** ويطلق عليها أسهم الأولوية أو أسهم الأفضلية ، ويكون لصاحبه الأولوية عن أصحاب الأسهم العادية في تحصيل الأرباح.

**4.1.1/ من حيث الاهتلاك :** وتنقسم إلى :

-**أسهم رأسمال :** وهو الأصل ، فلا يجوز رد قيمة السهم للمساهم ، إلا عند حل الشركة وتصفيته وبعد الوفاء بديونها

-**أسهم التمتع :** وهي الأسهم التي يتم تعويض قيمتها الاسمية إلى المساهم أثناء حياة الشركة.

**2/شهادات الاستثمار :** المادة 715 مكرر 62 :

**1.2/ تعريف شهادات الإستثمار :** تنتج شهادات الاستثمار من تجزئة الأسهم إلى قسمين : قسم يمثل الحقوق المالية للسهم وهي قابلة للتداول ، وقسم آخر يمثل الحقوق غير المالية وهي غير القابلة للتداول وتتمثل في شهادات الحق في التصويت.

تلجا الشركة لإصدار مثل هذه القيم بمناسبة زيادة رأسمالها أو تجزئة أسهمها الموجودة ، ويكون ذلك بدلا عن إصدار الأسهم بهدف الحفاظ على مركز القرار في الشركة.

تعتبر شهادات الاستثمار قيما منقولة قابلة للتداول داخل البورصة باعتبارها تمثل الحقوق المالية للسهم ، وتم إدراجها بموجب النظام رقم 01/12 المعدل والمتمم للنظام 03/97<sup>1</sup>.

## 2.2/ شروط وإجراءات إصدار شهادات الاستثمار :

-تنشئ الجمعية العامة بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة وبناء على تقرير مندوب الحسابات ، شهادات الاستثمار ، بنسبة لا تتجاوز ربع رأس مال الشركة (م 715 مكرر 66).

-يجب أن يرافقها نفس العدد من شهادات الحق في التصويت (م 715 مكرر 64)

-يستفيد المساهمون وحاملو شهادات الاستثمار من حق الاكتتاب التفضيلي . (م 715 مكرر 66)

-يعمل بنفس الإجراءات المتبع في زيادة رأس المال ، ويتخلى حاملو شهادات الاستثمار عن حقهم في الاكتتاب في جمعية خاصة. (م 715 مكرر 66)

ب/ القيم المنقولة التي تمثل دينا على مصدرها (السندات): وهي حسب المادة 46-8 من النظام 03/97 المعدل بموجب النظام 01/12 : "سندات الاستحقاق ، السندات القابلة للتحويل لسندات رأس مال و سندات المساهمة ، أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال ، كسندات الدين".

## 1/ سندات الاستحقاق :

1.1/ تعريف سندات الاستحقاق : بعد أن كان الامر 74/75 يمنع إصدار سندات الدين ، أجاز المرسوم التشريعي 08/93 ذلك وأطلق عليها تسمية "سندات الاستحقاق".

<sup>1</sup>المادة 30 من النظام 03/97 التعلق بالنظام العام للبورصة المعدل و المتمم بموجب المادة 06 من النظام 01/12.

وعرفها في المادة 715 مكرر 81 بأنها : "سندات قابلة للتداول ، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين، بالنسبة لنفس القيمة الاسمية".

## 2.1/ التمييز بين السهم والسند :

-السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته في حين أن السهم جزء من رأسمال الشركة ، فحامل السهم يعتبر شريك، في حين أن صاحب السند دائن.

-ربح السند ثابت لا يتغير ولا يتأثر بالخسارة التي قد تلحق الشركة ، عكس السهم فترتبط أرباحه بأرباح الشركة وخسارة الشركة تلحق به أيضا.

-حامل السند لا يحق له التدخل في الإدارة ، في حين أن حامل السهم يملك حق التصويت والرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.

-يسترد حامل السند رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق ، بيد أن صاحب السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع أو عند تصفية الشركة.

-إذا استوفى حامل السند سنده انقطعت صلته بالشركة ، أما المساهم الذي اهتلك سهمه ، فيحصل على سهم تمتع يخول له حق التصويت في الجمعية العامة والحق في الأرباح.

## 3.1/ أنواع السندات :

### 1.3.1/ من حيث الجهة المصدرة : وتنقسم إلى :

-سندات صادرة عن الشركات : سواء كانت شركات القطاع الخاص أو القطاع العام.

-سندات صادرة عن الدولة والجماعات المحلية : وتلجا إليها الدولة من أجل الحصول على ادخارات الأفراد لتمويل مشاريعها.

### 2.3.1/ من حيث الضمان : وتنقسم إلى :

سندات مضمونة : وهي تلك السندات المضمونة بأصول عقارية أو بكفالة بنكية .

سندات غير مضمونة : لا تحوز على أي ضمان ، بل يعتمد حاملها على قوة المركز المالي للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

### 3.3.1/ من حيث القيمة التي تصدر بها السندات: وتنقسم إلى :

- سندات تصدر بقيمتها الاسمية.

- سندات تصدر بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية وهي الحالة الشائعة .

- سندات تصدر بقيمة اقل من قيمتها الاسمية: أو ما يعرف بسندات عديمة الكوبون des obligation a coupons zéro

### 4.3.1/ من حيث الفوائد : وتنقسم إلى :

سندات ذات عائد ثابت: تكون فوائدها السنوية ثابتة ومحددة عند الإصدار.

سندات ذات عائد متغير: يستفيد حاملها بفوائد متغيرة غير ثابتة ويكون هذا التغير مرتبط بمؤشرات معينة.

## 2/ سندات المساهمة:

وهي سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند<sup>1</sup>.

-لا تكون سندات المساهمة قابلة للتسديد، إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها، بعد انتهاء اجل لا يمكن أن يقل عن خمس (05) سنوات، حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>المادة 715 مكرر 74 ق ت ج.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 76 ق ت ج.

-يجتمع حاملوا سندات المساهمة في جماعة تتمتع بالشخصية المدنية<sup>1</sup>.

### 3/ سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم : (م 715 مكرر 114).

وهي نوع من السندات يعطي لحامله إمكانية طلب تحويل هذه السندات إلى أسهم خلال مدة معينة ، يتم النص عليها في عقد إصدار السندات.

ويشترط المشرع لإصدارها موافقة الجمعية العامة غير العادية .

كما يشترط ألا يقل سعر السند على القيمة الاسمية للسند.

### 4/ سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم : (م 715 مكرر 126).

هي سندات تعطي لصاحبها الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها نفس الشركة خلال مدة معينة وبسعر محدد.

**ثانيا : السندات الصادرة عن الخزينة العمومية (سندات الخزينة) :**

تم تنظيم سوق قيم الخزينة لأول مرة بموجب القرار الوزاري المؤرخ في 21 جانفي 1993 ، المتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها ، وكذا القرار المؤرخ في 09 جوان 1999 ، المتضمن كفاءات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ ، كما نظم النظام 01/12 المعدل والمتمم للنظام 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة، السندات الشبيهة للخزينة .

**أ/ تعريف سندات الخزينة :** يعرفها البعض بأنها : "تلك السندات الصادرة عن الدولة والتي تمثل جزءا من الدين العام ، أو أنها مجموع الالتزامات المالية للدولة التي تسدها عند حلول

---

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 78 ق ت ج .

اجلها"<sup>1</sup>. أو "هي صكوك مديونية متوسطة أو طويلة الأجل تصدرها الحكومات ، بهدف الحصول على موارد غير تضخمية لتغطية العجز في الميزانية أو بهدف مكافحة التضخم".

## ب/ أنواع سندات الخزينة :

تصدر الخزينة العمومية ثلاث صور من القيم وهي :

- قيم الخزنة .

-سندات الخزينة حسب الصيغ.

-السندات الشبيهة للخزينة .

## 1/ قيم الخزينة :

نظم قيم الخزينة (أذون الخزينة) القرار الوزاري الصادر عن وزير المالية المؤرخ في 21 جوان 1998 ، المعدل بالقرار المؤرخ في 22 جويلية 2001 ، في مادته السادسة وحددها كمايلي :

-سندات الخزينة التي يبلغ آجالها 05 سنوات بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمته.

-سندات طويلة الأجل والتي تفوق آجال تسديدها 05 سنوات بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية .

## 1.1/ إصدار وتداول قيم الخزينة :

1.1.1/-إجراءات إصدار قيم الخزينة : تصدر قيم الخزينة عن طريق المناقصة الوطنية التي تجري لدى الخزينة العمومية أو لدى بنك الجزائر.

<sup>1</sup>نوارة حمليل ، المرجع السابق ، ص 280.

يحق لكل شخص طبيعي أو معنوي مقيم أو غير مقيم أن يقدم عرضا للمشاركة في المناقصة ، عن طريق المختصين في قيم الخزينة ، سواء يعملون لحسابهم الخاص ، او لحساب زبائنهم.

يصدر بلاغ عن المديرية العامة للخزينة، بعد غلق الجلسة، يتضمن كل المعلومات المتعلقة بالسند.

### 2.1.1- تداول قيم الخزينة :

تداول قيم الخزينة القصيرة والطويلة الأجل في حساب جاري بالتراضي في السوق الثانوية الخاصة بها ، التي تنشأ لدى المديرية العامة للخزينة<sup>1</sup>.

وقد نظم قاعة سوق قيم الخزينة القرار رقم 07/98 المؤرخ في 98/02/10 .

تفتح قاعة الخزينة يوميا، وحصريا أمام المختصين في قيم الخزينة ، تثبت المعلومات المنجزة فيا يوميا وتنتشر للجمهور عامة من الساعة العاشرة صباحا إلى الحادية عشر صباحا، تكون البيانات المنشورة خلال هذه الفترة ملزمة لطرفي العملية ، سواء كان بائعا أو مشتريا لها .

تعد مديرية مديونية الدولة، انطلاقا من هذه البيانات ملخصا، يتضمن وصفا كامل للعمليات المنجزة والظروف التي أنجزت فيه.

### 2/ سندات الخزينة حسب الصيغ :

يقصد بها السندات الادخارية ، وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما لا يجوز رهنها لصالح الغير ،تشتري هذه السندات من مديرية الخزينة فقط ، منظمة بموجب القرار الوزاري المؤرخ في 09 جوان 1999.

<sup>1</sup>المادة 16 من القرار الوزاري المؤرخ في 1998/01/21 .

تتميز سندات الخزينة حسب الصيغ بأنها غير قابلة للتداول ، يتم تسديد مستحققاتها ودفع قسيمة الفائدة لصالح المستفيدين لدى كل اكتتاب ، بصرف النظر عن مكان الاكتتاب عند حلول اجل الاستحقاق.

### 3/ السندات الشبيهة للخزينة :

تم استحداثها بموجب النظام 01/12 ، المعدل والمتمم للنظام 03/97 ، فأضيفت المواد من 1-77 إلى 6-77 ، وبينت كيفية التداول حول هذا النوع من السندات.

**1.3/ تعريفها :** "هي عبارة عن سندات دين سيادية ، تصدرها الحكومة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة ، وذلك بغرض تمويل العجز في ميزانيتها ، وهي ذات ثلاث آجال ، 07 أعوام ، 10 أعوام و 15 عاما ، قيمتها الاسمية محددة حاليا بمليون دينار جزائري".

### 2.3/ كيفية إصدارها :

يتم الاكتتاب في السندات الشبيهة للخزينة في السوق الأولية من طرف المختصين في قيم الخزينة والمعتمدين من طرف المديرية العامة للخزينة ، وتصدر السندات الشبيهة للخزينة عن طريق أسلوب المزيدة ، يسمى المزاد الهولندي (أو المزاد على الأسعار المطلوبة) أي بنفس طريقة إصدار قيم الخزينة.

### 3.3/ كيفية التداول على السندات الشبيهة للخزينة :

يتم قبول السندات الشبيهة للخزينة للتداول على مستوى بورصة الجزائر تلقائيا ، في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية<sup>1</sup>.

-يتم التداول من خلال الوسطاء في عمليات البوصة والمخصصين في سندات الخزينة ، الذين يمكنهم التفاوض لحسابهم الخاص و/ أو لحساب زبائنهم على مختلف السندات الشبيهة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>المادة 77 -1 من النظام 03/97 المعدل بموجب النظام 01/12 .

-يتم تداول السندات الشبيهة للخرزينة خلال (05) أيام من العمل من الأسبوع، وذلك من يوم الأحد إلى يوم الخميس<sup>2</sup>.

-يتم إدخال السندات الشبيهة عبر الإجراء العادي بسعر مرجعي إرشادي<sup>3</sup>، وهو السعر المعتدل الذي جرى ضبطه خلال جلسة المزيدة في السوق الأولية ، والذي ينشر في النشرة الرسمية للتسعيرة .

-يتم التداول وفق طريقة التسعير المباشر.

### ثالثا : سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة :

تنص المادة 32 من الامر 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 ، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: " يشمل أصل ( ه.ت.ج.ق.م) أساسا على قيم منقولة وسندات دين قابلة للتداول وبصفة تبعية سيولات".

كما تنص المادة 27 من النظام 04/97 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على انه : " تكتسي حصص الصندوق المشترك للتوظيف إجباريا الشكل الاسمي".

عند ممارسة هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة لنشاطها المالي فإنها تقوم بطرح قيم منقولة أو حصص في كل مرة ترغب فيها في زيادة رأس مالها .

كما تقوم الهيئة إضافة إلى ذلك بإعادة شراء اسمها من المساهمين الراغبين في الخروج منها.

ويتم تداول القيم المنقولة والحصص في البورصة عن طريق العرض العام للشراء ، وهو الإجراء الذي لم يتم تنظيمه من طرف المشرع الجزائري.

<sup>1</sup>المادة 77 -2 من النظام 03/97 المعدل بموجب النظام 01/12

<sup>2</sup>المادة 77 -3 من النظام 03/97 المعدل بموجب النظام 01/12

<sup>3</sup>المادة 77 -4 من النظام 03/97 المعدل بموجب النظام 01/12 .

## رابعاً : سندات التوريق :

عرفت المادة 02 من القانون رقم 05/06 المؤرخ في 20/02/2006 المتضمن توريق القروض الرهنية ، التوريق بأنه : " عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية ، وتتم هذه العملية على مرحلتين :

-تنازل عن القروض الرهنية من قبل مؤسسة مصرفية أو مالية لفائدة مؤسسة مالية أخرى .

-قيام هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق ممثلة للقروض الرهنية .

وعليه ، فإن عملية التوريق تمر بمرحلتين أساسيتين وهما مرحلة التنازل عن القروض المصرفية ، والتي تقوم بها المؤسسة المتنازلة ، وبعد الانتهاء من هذه المرحلة ، تأتي المرحلة الثانية من سير عملية التوريق وتتمثل في إصدار الأوراق المالية ، حيث أخضعت المادة 03 من القانون 05/06 عملية الإصدار للمرسوم التشريعي 10/93 .

### أ/تصنيف الأوراق المالية التي تصدرها الهيئة المكلفة بالتوريق:

ويمكن تصنيف الأوراق المالية التي تصدرها الهيئة المكلفة بالتوريق إلى قسمين رئيسيين هما:

#### 1/ الأوراق المالية بطبيعتها :

وتتمثل في الأوراق المالية الممثلة لرأس المال الهيئة المكلفة بالتوريق ، والمتمثلة في الأسهم والسندات ، ويضاف إليها شهادات الاستثمار والأوراق المالية الممثلة لديون مؤسسة التوريق (السندات بمختلف أنواعها).

#### 2/ الأوراق المالية بحسب شكلها :

تنص المادة 04 من القانون 05/06 على انه : "يتعين على مؤسسة التوريق تسجيل الأوراق المالية التي قامت بإصدارها لدى المؤتمر المركزي على السندات ، ويمكن إصدار الأوراق المالية مع أو بدون قسيمة ، بفائدة أو بخصم لحاملها أو اسمية ...".

من خلال هذا النص نستخلص أن مؤسسة الأوراق المالية تصدر الأوراق المالية التالية :

**1.2/السندات الاسمية :** تتضمن السندات الاسمية اسم صاحبها ، حيث يتم تسجيل هذا الأخير في دفاتر المؤسسة ، وبهذا تنشأ ملكية السند.

يتم التنازل عن السند الاسمي بإتفاق بين المتنازل والمتنازل له .

يتعين على المتنازل إبلاغ المؤسسة المصدرة بهذا التنازل بواسطة رسالة موصى عليها مع وصل الاستلام ، وفي هذه الرسالة يتم ذكر اسم ولقب وعنوان المتنازل له والتمن المعروض .

**2.2/ السندات للحامل :** لا يشمل السندات للحامل على اسم صاحبها ، ولذلك هي تعتبر ملك لكل حامل شرعي لها ، وعادة ما يدرج فيها رقم لتمييزها عن غيرها .

تنتقل ملكية هذا النوع من السندات بمجرد الاتفاق ، ولا حاجة إلى إبلاغ مؤسسة التوريق بذلك.

**ب/ كيفية الإصدار :**

-يتم إصدار الأوراق المالية بإحدى الطريقتين ، إما عن طريق اللجوء العلني للادخار أو عدم اللجوء العلني للادخار.

**ج/ إجراءات الإصدار :**

-الحصول على الترخيص .

-وذلك بعد نشرة مذكرة إعلامية طبقاً للمادتين 41 و 42 من المرسوم التشريعي 10/96 والتي يتم التأشير عليها من طرف لجنة البورصة .

بالإضافة إلى نشر بيان إعلامي ، مرفق بالمذكرة الإعلامية عن طلب التأشيرة.

**المطلب الثاني : شروط وإجراءات القيد في البورصة**

نتناول شروط القيد (الفرع الأول) ثم إجراءاته (الفرع الثاني).

## الفرع الأول : شروط القيد:

يتنازع تنظيم النشاط في البورصة عالميا نظامان ، الأول يقوم على فكرة تعدد الأسواق ومنها النموذج الفرنسي : حيث تقسم السوق إلى عدة أسواق هي : السوق الرسمية ، السوق الثانوية ، السوق غير الرسمية ، أما النموذج الثاني والذي اخذ بمبدأ وحدة الجدول ، بمعنى انه لا يوجد داخل البورصة إلا جدول واحد تقيد فيه كافة القيم المنقولة المقبولة للتداول في البورصة ، يتمثل في السوق الرسمية ومنها النموذج الكويتي والنموذج الأردني .

بالنسبة للجزائر، اعتمدت في البداية النموذج الثاني ، أي مبدأ وحدة السوق المالية ، فانطلقت بورصة الجزائر بسوق واحدة وهي السوق الرسمية لسندات رأس المال وسندات الدين<sup>1</sup>.

إلا انه مع صدور النظام 01/12 المعدل والمتمم للنظام 03/97 ، تم تعديل المادة 77 من هذا الأخير ، وبموجب ذلك قسمت بورصة الجزائر إلى عدة أسواق هي :

-سوق سندات رأس المال ، والتي تنقسم بدورها إلى سوق رئيسية تقيد فيها سندات رأس مال الشركات الكبرى وسوق لسندات رأسمال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

-سوق لسندات الدين الذي يتضمن سوقا لسندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة وسوقا لسندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية.

-سوق للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية.

## أولا : القيد في سوق سندات رأس المال :

---

<sup>1</sup>المادة 77 من النظام 03/97 (قبل التعديل بموجب النظام 01/12).

## أ/شروط القيد في السوق الرئيسية :

وهي خاصة بالشركات الضخمة لان شروط القيد جد صارمة ، ويمكن تقسيم هذه الشروط الى شروط خاصة بالشركة طالبة القيد وشروط خاصة بالقيم المنقولة محل طلب القيد :

### 1-الشروط الخاصة بالشركات محل طلب القيد :

- يجب أن تكون شركة مساهمة مؤسسة طبقا لأحكام القانون التجاري.<sup>1</sup>
- يجب أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول.<sup>2</sup>
- يجب أن تقدم تقرير تقييمي لأصولها ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه<sup>3</sup> .
- يجب أن تكون الشركة حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول ، ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك<sup>4</sup>.
- يجب أن تبرر وجود هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات ، وفي حالة عدم وجوده يجب أن تلتزم الشركة بتنصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها في التداول في البورصة<sup>5</sup> .
- يجب أن تتكفل بعمليات تحويل السندات.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup>المادة 30 من النظام 03/97.

<sup>2</sup>المادة 31 من النظام 03/97.

<sup>3</sup>المادة 32 من النظام 03/97.

<sup>4</sup>المادة 34 من النظام 03/97.

<sup>5</sup>المادة 36 فقرة 02 و 03 من النظام 03/97.

<sup>6</sup>المادة 36 فقرة اخيرة من النظام 03/97.

- يجب أن لا تقل قيمة رأس مال الشركة الذي تم وفاءه عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000.00 دج)<sup>1</sup>.

- يجب أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20% من رأس المال<sup>2</sup>.

## 2- شروط خاصة بالقيم المنقولة محل القيد:

- يجب أن تكون الأسهم محل طلب القيد مدفوعة بكاملها<sup>3</sup>.

كما يشترط أن تكون سندات رأس المال موزعة على جمهور يقدر ب 150 مساهم على الأقل يوم الإدراج على ابعده تقدير<sup>4</sup>.

## ب/ شروط القيد في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

تعد مؤسسة ما مؤسسة صغيرة أو متوسطة، حسب القانون 18/01 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، حسب المادة 04 منه ، إذا كانت تشغل عددا من العمال لا يتجاوز 250 شخص ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 02 مليار دينار جزائري.

تم استحداث سوق خاصة بسندات رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب النظام 01/12 المعدل والمتمم للنظام 03/97، وإضافة للشروط العامة السالفة الذكر، وضع المشرع شروط خاصة من اجل قبول طلب قيد بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة وتتمثل هذه الشروط في ما يلي:

- يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في شكل شركة مساهمة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup>المادة 43 من النظام 03/97 المعدلة بالمادة 7 من النظام 01/12.

<sup>2</sup>المادة 43 من النظام 03/97 المعدلة بالمادة 7 من النظام 01/12.

<sup>3</sup>المادة 33 من النظام 03/97.

<sup>4</sup>المادة 46 من النظام 03/97 المعدلة بالمادة 9 من النظام 01/12.

<sup>5</sup>المادة 44 من النظام 03/97 المعدلة بالمادة 8 من النظام 01/12 .

- يجب عليها تعيين مستشار مرافق لمدة 05 سنوات يدعى الراعي في البورصة<sup>1</sup> ويكلف بمساعدتها أثناء إصدار سنداتها في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام<sup>2</sup>، ويشهد الراعي في البورصة بواسطة توقيعه على المذكرة المعروضة على اللجنة للتأشير عليها ، بأنه قام بالإجراءات المعهودة وبأن المعلومات الواردة في المذكرة تطابق الواقع ، حسب علمه ، وبأن المذكرة لا تتضمن أي إغفال من شأنه ان يؤثر على مضمونها<sup>3</sup>.

- كما يجب أن تكون الشركة قد أبرمت مع الراعي في البورصة اتفاقية يتم إعدادها حسب النموذج الذي تحدده اللجنة لمدة سنتان (02) ويتفق عليه الطرفان<sup>4</sup>.

- يجب أن تنشر كشوفها المالية المصدق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك<sup>5</sup>.

- يجب أن تفتح رأسمالها على مستوى أدناه 10% وذلك يوم الإدراج على ابعد تقدير.

- ويجب توزيع سندات رأسمال الشركة على الجمهور على عدد أدناه خمسون (50) مساهما أو ثلاثة مستثمرين مؤسستيين<sup>1</sup> وذلك يوم الإدراج على ابعد تقدير<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> عرفت المادة 46-2 من النظام 03/97 المعدلة بموجب المادة 09 من النظام 01/12 الراعي في البورصة بأنه : "يجب أن يكون الراعي في البورصة وسيطا معتمدا في عمليات البورصة ، أو بنكا ، أو مؤسسة مالية أو شركة استشارة في المالية والقانون وإستراتيجية المؤسسات تتمتع بالتجربة الكافية في مجال هيكله الرأسمال والإدماج وشراء المؤسسات ، ومعتزفا بها من اللجنة ومسجلة لديها ، تحدد الشروط وإجراءات التسجيل للشركة المرشحة لممارسة وظيفة الراعي في البورصة بموجب تعليمية من اللجنة".

<sup>2</sup> المادة 46 من النظام 03/97 المعدلة بالمادة 9 من النظام 01 / 12

<sup>3</sup> المادة 46-1 من النظام 03/97 المعدلة بالمادة 9 من النظام 01/12

<sup>4</sup> المادة 46-3 من النظام 03/97 المعدلة بالمادة 9 من النظام 01/12

المادة 46-4 من النظام 03/97 المعدلة بالمادة 9 من النظام 01/12

- يجب أن يكون رأس مالها الذي تم وفاؤه يقل عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000.00 دج) ، وفي حالة ما إذا بلغ رأسمالها الذي تم وفاؤه هذا المبلغ وتم توزيع سنداتها على الجمهور على عدد أدناه مائة وخمسون (150) مساهما ويمثل على الأقل 20% يمكنها أن تطلب قيدها في السوق الرئيسية.

#### ثانيا : القيد في سوق السندات :

##### أ/شروط قيد سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة :

طبقا للمادة 46-9 من النظام 03/97<sup>3</sup> من النظام يشترط لقبول هذه السندات أن يكون سعر السندات محل الطلب يساوي على الأقل خمسمائة مليون دينار (500.000.000.00 دج) وذلك يوم الإدراج.

##### ب/شروط قيد سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية وسندات الخزينة :

يتم قيدها بقوة القانون وبدون أي شرط<sup>4</sup>.

##### الفرع الثاني : إجراءات القيد في البورصة :

تتمثل في التحضير من قبل الشركة الراغبة في القيد بتقديم ملف لذلك (أولا) ثم إبرام اتفاقية مع شركة تسيير البورصة (ثانيا).

##### أولا : تحضير الشركة للدخول في البورصة :

ويكون التحضير بتقديم ملف القيد والتأشير على المذكرة الإعلامية وصدور قرار بقبول القيد.

---

<sup>1</sup>يتمثل المستثمرون المؤسسيون بمفهوم النظام 01/12 في هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ، والبنوك ، والمؤسسات المالية ، وشركات التأمين ، وشركات رأس المال الاستثمار ، وصناديق الاستثمار ، والشركات المسيرة للأصول".

<sup>2</sup>المواد من 46 الى 46-7 من النظام 03/97 المعدل بالنظام 01/12

<sup>3</sup>أضيفت بموجب المادة 10 من النظام 01/12 التي أنشأت قسم رابع تحت عنوان "شروط قبول السندات في السوق".

<sup>4</sup>المادة 44 من المرسوم التشريعي 10/93. و المادتين 16 و 46-9 من النظام 03/97 المعدل بالنظام 01/12

أ/ ملف القيد: تودع الشركة الراغبة في قيد قيمها المنقولة طلبا لدى اللجنة، مرفقا بملف حددته التعليمات رقم 01/98 ويختلف الملف باختلاف القيم المرغوب قيدها إذا كانت سندات رأس مال أو سندات دين<sup>1</sup>.

## 1- ملف طلب قيد سندات رأس المال: ويتضمن الوثائق ما يلي :

وثائق عامة : وتتمثل في :

- طلب قيد سندات رأس المال في البورصة يحرره ويوقعه الممثل الشرعي للشركة.

- معلومات خاصة بالشركة : تسميتها ، شكلها القانوني ، رأس مالها ، عدد الشركاء فيها.

- معلومات عن تسجيل الشركة بالسجل التجاري: تاريخ القيد ، رقم القيد، يثبتها مستخرج من السجل التجاري الصادر من المركز الوطني للسجل التجاري، ونسخة من النشرة الرسمية للإعلانات القانونية BOAL لدى السجل التجاري.

- معلومات عن الأوراق المالية محل القيد: نوعها، عددها، السعر المقترح لإدخالها.

- وصف لطبيعة أسهم الشركة وكيفية ومكان مسك الحسابات الخاصة بالأسهم.

-وصفا عاما عن نشاط الشركة وفروعها إذا وجد لها فروع.

-مشروع المذكرة الإعلامية المعدة وفقا لتعليمات اللجنة.

-تعهد باحترام الشركة لقواعد السوق.

---

<sup>1</sup>نقلت لجنة تنظيم البورصة ملف طلب القيد عن نظيرتها سلطة السوق المالية الفرنسية

N 2005-11 relative a l'information a diffuser en cas d'offre au public ou Instruction AMF d'admission aux negociations de titres financiers sur un marche reglemente ,modifie par le 24 juin 2011,a consulter sur le site www.amf.org.

-قائمة تعرف بمسيري الشركة، أعضاء مجلس إدارتها، أعضاء مجلس الرقابة ، مجلس المحاسبة ، وكل من يشغل وظيفة هامة داخل الشركة ، تحدد القائمة أسماء ورتب والمؤهلات العلمية لكل منهم ، مع ذكر الوظائف التي يشغلها هؤلاء خارج الشركة أن وجدت.

قائمة بالمؤسسات التي تقدم الخدمات المالية للشركة.

**وثائق تتضمن معلومات عن رأسمال الشركة :تتضمن ما يلي :**

-بيان بمصدر رأسمال الشركة وتطوره منذ نشأتها وكل الزيادات والتخفيضات التي طرأت عليه ، مرفقا بجدول يظهر رسملة الشركة La capitalisation de la société ، محددًا القيمة الاسمية لكل صنف من قيم الشركة وقت طلب القيد.

-إذا كانت الشركة ممن أقدمت على إصدار أسهم عليها ذكرها مرفقة بالوثائق المثبتة لها ولكل العمليات التي قامت بها خلال السنوات الثلاث ، التي تسبق طلب القيد ، بما فيها عدد الأسهم المصدرة ، تاريخ الإصدار ونتائج الإصدار.

-عدد الأسهم المعنية بالإدخال في البورصة.

-لائحة تعرف بالمساهمين المهمين في الشركة الذين يمثلون نسبة تفوق 5% من الأسهم وبعدهم أسهمهم وقيمتها السوقية والاسمية.

-وصف الحقوق والالتزامات المرفقة بالأسهم محل الإدخال.

-تقارير توزيع الأرباح ، كيفية توزيعها ومقاديرها.

-عدد المساهمين الذين يملكون الأسهم المعنية بالإدخال.

-شهادة توزيع أسهم الشركة في تاريخ تقديم طلب القيد.

## وثائق اقتصادية ومالية :

-بيان بالنشاط الصناعي والتجاري للشركة وبتطوره منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ طلب القيد.

-تنظيم الشركة وهيكلتها وإعادة هيكلتها إن حصلت.

-درجة المنافسة التي تخضع لها الشركة وموقعها بين الشركات المنافسة.

-بيان الوضعية المالية للشركة لمدة ثلاث سنوات قبل الطلب، مرفق بجدول مقارنة بمحاسبة الشركة خلال هذه المدة.

-نسختان من حسابات الشركة ، مرفق بمحاضر الشركة وتقارير محافظ الحسابات.

-وثائق تبرر ديون الشركة إن وجدت وسبل اقتراضها ، سواء عن طريق السوق المالية بطرح السندات أو عن طريق المصارف مع وصف دقيق لكلتا الحالتين.

-الوضعية الجبائية للشركة مرفقة بملاحق تبين التصريحات الضريبية للسنوات الثلاث التي تسبق تاريخ القيد.

-وصف شامل لمآل التمويل الذي ستحصل عليه الشركة نتيجة قيدها في البورصة.

## الوثائق القانونية :

-نسختان من القانون الأساسي للشركة مرفقة نتيجة قيدها في البورصة.

-نسختان من شهادات التسجيل بالسجل التجاري.

-نسخ من تقارير الجمعية التأسيسية ، الجمعية العامة وغير العادية للشركة التي قررت فتح رأسمالها للجمهور مرفقة بمداولات مجلس الإدارة.  
-نسختان من قرار مجلس الإدارة الذي يرخص بواسطته إدخال القيم في البورصة.

-عينتين من شهادات الأسهم المراد إدخالها في البورصة.  
-نسختان من كل وثيقة تثبت وضعية الشركة اتجاه كل من صندوق الضمان الاجتماعي وصندوق التقاعد وكذا اتجاه الضرائب.  
-نسخة من كل العقود المهمة التي تبرمها الشركة والتي تخرج عن إطار نشاطها المألوف.

## 2. ملف طلب قيد سندات الدين :

يتضمن ملف طلب قيد سندات الدين إضافة إلى الوثائق السابق ذكرها أعلاه وثائق خاصة تتمثل فيما يلي<sup>1</sup> :

-نموذج عن سند الدين المطلوب قيده.  
-التاريخ المزمع للإدخال والذي رخص به مجلس إدارة الشركة.  
-نسخة من كل عقد قرض أبرمته الشركة أو عقد رهن رسمي ، أو أي عقد آخر محرر من قبل الموثق يثبت مديونية الشركة.  
-بيان بعدد وقيمة سندات الدين السابق طرحها في السوق الأولية ، تاريخ طرحها وتاريخ استحقاقها.  
-بيان بقيمة سندات الدين المطروحة والتي يتم تسديدها.

---

<sup>1</sup>المادة 6 من التعليمات الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/98 السابق ذكرها.

-دراسة تبين تاريخ استحقاق السندات المرغوب قيدها، الفوائد الاسمية المقترحة ، كيفية التسديد ومكانة وعملة الوفاء.

-دراسة تبين الناتج الخام المتوقع الحصول عليه من عملية قيد السندات.

-شهادة توظيف السندات التي يحررها المختص بالعملية.

-ألزمت اللجنة الهيئات المحلية التي تطلب سندات الدين تطرحها بإعلام

شركة تسيير بورصة القيم بحجم السندات المطروحة في السوق<sup>1</sup>.

تلتزم الشركة التي تطلب قبول قيمها في البورصة ، أن ترسل للجنة كل البلاغات والإعلانات ذات الطابع المالي والنشرات التي تتولى الشركة توزيعها وكل وثيقة للإعلام الاقتصادي والمالي ، كما يتعين عليها الحصول على تصديق اللجنة لتوزيع هذه الوثائق خلال مرحلة تقييم ملف القبول ، كما أن ترفع إلى علم اللجنة كل تعديل يطرأ على اي عنصر من العناصر المكونة لملف القبول<sup>2</sup>.

### **ب/ التأشير على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة :**

تنص المادة 16 من النظام 03/97 على إلزام الشركة التي ترغب في قيد قيمها المنقولة في البورصة ، أن تودع مذكرة إعلامية لدى اللجنة لتأشير عليها.

حصر المشرع هذا الالتزام على الشركات فحسب ، ليكون بذلك قد أقصى الدولة والجماعات المحلية من إعداد ونشر المذكرة الإعلامية.

### **ج- صدور قرار بقبول القيد :**

تفصل اللجنة في اجل شهرين من تاريخ استلام ملف طلب القيد المودع لديها من قبل الشركة ، بقبول قيد القيم المنقولة للشركة في البورصة ، ويكون

<sup>1</sup>المادة 08 من التعلية رقم 01/98

<sup>2</sup>المادتين 25 و 28 من النظام 03/97 .

قرار القبول صالح لمدة أربعة أشهر قابلة للتمديد بطلب من الشركة الطالبة<sup>1</sup>، كما يكون للجنة صلاحية رفض طلب القيد<sup>2</sup>.

قرار الرفض غير قابل للطعن الداخلي لدى اللجنة كونه ليس بنزاع تقني وعدم وجود وسيط طرف فيه ، ولا للطعن القضائي بصفته صادر عن الهيئة العليا للسوق وهي الأكثر دراية بمقتضيات هذه السوق ومصالحها<sup>3</sup>.

**ثانيا : إبرام اتفاقية القيد (التسجيل) مع شركة تسيير البورصة :**

تلتزم الشركة التي حصلت على موافقة لجنة البورصة على طلبها المتضمن قيد قيمها المنقولة في البورصة، بإيداع نسخة من طلب القبول مرفقا بالمذكرة الإعلامية المؤشر عليها لدى شركة تسيير البورصة، ثم تبرم اتفاقية التسجيل la convention d'inscription ، مع هذه الأخيرة بواسطة وسيط معتمد<sup>4</sup>. تحدد الاتفاقية تاريخ الإدخال، سعر الإدخال والإجراء المناسب للإدخال<sup>5</sup>.

تعتبر الاتفاقية بمثابة عقد إذعان لان الشركة المرشحة لا تملك حرية التفاوض حول بنود الاتفاقية، لان شركة تسيير البورصة تحتكر هذا المجال<sup>6</sup>.

**أ/أنواع التسجيل : يجب التمييز بين نوعين من التسجيلات:**

**التسجيل الأولي :** خاص بالشركة التي ترغب في إدخال قيمها المنقولة في البورصة لأول مرة.

---

<sup>1</sup>المادة 22 من النظام 03/97

<sup>2</sup>المادة 29 من النظام 03/97

<sup>3</sup>حمليل نوارة ، المرجع السابق ، ص 370 و371.

<sup>4</sup>المادة 14 من النظام 03/97.

<sup>5</sup>حمليل نوارة ، المرجع السابق ، ص 371.

<sup>6</sup>المرجع نفسه ، ص 371.

**التسجيل الإضافي :** خاص بالشركة التي سبق لها وان قيدت قيمها في  
البورصة.

تتلقى شركة إدارة البورصة لقاء هذه التسجيلات أتاوى محددة بموجب  
قرار<sup>1</sup>.

تبرم شركة تسيير البورصة اتفاقية التسجيل مع الشركة المرشحة للقيد ،  
بناء على قرار اللجنة الذي يقضي بقبول ملف الشركة ، ولا تملك شركة تسيير  
البورصة صلاحية رفض القيد ، بعد صدور قرار اللجنة وذلك عكس نظيرتها  
الفرنسية<sup>2</sup> Euronext.

#### ب/ النشرة الرسمية للتسعيرة :

تنشر شركة تسيير البورصة في النشرة الرسمية للتسعيرة ، تفاصيل اتفاقية  
التسجيل المبرمة بينها وبين الشركة المرشحة للقيد ، الممثلة في الوسيط المعتمد،  
يجب أن تتضمن هذه النشرة ما يلي<sup>3</sup>:

-وصف الشركة العارضة وصفا دقيقا بشكل لا يترك لبسا لدى  
المستثمرين .

-التعريف بالوسيط أو الوسطاء المكلفين بالإدخال ومتابعة عمليات  
البورصة

-عدد الأسهم والسندات المعروضة للبيع ، نوعها والحقوق المرفقة بها.

-سعر العرض.

---

<sup>1</sup>القرار الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 09/99 المؤرخ في 22/07/1999 والمتعلق بمصاريف  
التسجيل.

<sup>2</sup>حمليل نواره ، المرجع السابق ، ص 372.

<sup>3</sup>حمليل نواره ، المرجع السابق ، ص 373.

-مدة العرض.

-توزيع العرض ، إذا رغبت الشركة في تحديد نسبة معينة كحد أقصى ،  
يمكن لمستثمر ما أن يقتنيها مثلما فعل فندق الاوراسي.

تنشر شركة تسيير البورصة نشرة خاصة تسمى مقرر الإدخال Avis d'Introduction ، تتضمن هذه النشرة السعر المرجعي للسندات والأسعار المقترحة من طرف الشركة في طلب القيد ، إذا كان الإدخال مرفقا بطرح قيم جديدة على الجمهور ، الغرض من هذه النشرة هو السماح للجمهور بالاطلاع على تفاصيل الإدخال لتمكينهم من دراسة السوق وتقييم العملية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب ، يمتاز هذا الإجراء بأنه يضمن للشركة المقيدة الحصول على سعر السوق وفقا لقاعدة العرض والطلب ، أو الحصول على الأقل على السعر الأدنى الذي عرضته<sup>1</sup>.

#### المطلب الثالث: إجراءات الإدخال :

تحدد الاتفاقية المبرمة بين الشركة طالبة القيد وشركة تسيير البورصة إجراء الإدخال المناسب للشركة ، ويتم الاتفاق على احد الإجراءات الثلاث :

#### الفرع الأول : الإجراء العادي :

ويطلق عليه التسعيرة المباشرة ، يسمح لشركة تسيير البورصة أن تسجل مباشرة في جدول الأسعار القيمة المتفق عليها مع الشركة الراغبة في القيد وذلك وفقا لشروط السوق<sup>2</sup>.

-إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت : ويتم اللجوء إلى هذا الإجراء في حالات هي :

<sup>1</sup>حليل نورة ، المرجع السابق ، ص 374.

<sup>2</sup>المادة 56من النظام 03/97

\*إدخال قيم مثيلة للسندات التي سبق تحديد سعرها .

\*إدخال سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية .

\*إدخال سندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم.

\*القيم المثيلة للسندات سبق تسعيرها بالنسبة إلى المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسسيين.

**الفرع الثاني : إجراء العرض العمومي بسعر أدنى :**

هو الإجراء المتمثل في وضع سندات تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال

بسعر أدنى يقبل به المدخلون التنازل عن سنداتهم.<sup>1</sup>

**الفرع الثالث : إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت :**

ويتمثل في وضع سعر ثابت تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد

معين من السندات بسعر قار محدد سلفاً.<sup>2</sup>

**المبحث الثاني : تنظيم حصص التداول والتسوية في البورصة**

يتم تنظيم حصص التداول داخل البورصة من طرف شركة تسيير

البورصة (المطلب الأول)، ويتدخل المؤتمن المركزي على السندات لتنظيم وإدارة

عمليات التسوية (المطلب الثاني).

**المطلب الأول : تنظيم حصص التداول:**

يبدأ التداول داخل البورصة ، بإيداع الوسيط أوامر زبائنهم لدى شركة

تسيير البورصة وتتلقى الشركة العروض والطلبات على القيم المطروحة وتنظم

---

<sup>1</sup>المادة 59 من النظام 03/97

<sup>2</sup>المادة 64 من النظام 03/97

حصص للتداول بمواجهة بين مختلف الأوامر ، وفقا لنظام تسعير يستجيب لأكبر قدر من العروض وفقا لقاعدة العرض والطلب.

### الفرع الأول : الأوامر في البورصة كآلية للتداول:

تعتبر أوامر البورصة الوسيلة أو الآلية التي بواسطتها يباشر الوسيط وظيفة الوساطة ، فينقل أوامر زبونه إلى سوق التداول وينفذها وفق تعليماته ، وهذا طبقا لنص المادة 05 فقرة 01 من المرسوم التشريعي 10/93 بقولها : "لا يجوز إجراء أية مفاوضات تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة.

### أولا : تعريف أوامر البورصة :

عرفت المادة 89 من النظام 03/97 أمر البورصة كالتالي : "هو تعليمة الزبون إلى وسيط في عمليات البورصة ، أو يبادر إليها في إطار وكالة تسيير ، أو نشاط بمقابل".

وهو تعريف لا يختلف كثيرا عن تعريف سلطة السوق المالية في فرنسا والتي عرفت أمر البورصة بأنه : "تعليمة معطاة من العميل إلى وسيطه المالي ، كي يتدخل لحسابه بهدف شراء أو بيع قيم منقولة أو منتج مالي".

ينتقد البعض هذا التعريف لاستعماله مصطلح "التعليمة" لأنه وان كان صحيحا من الناحية العملية فإنه غير دقيق من الناحية القانونية ، لان التعليمات تكون موجهة من الرئيس إلى المرؤوس<sup>1</sup> وهو ما لا يستقيم في العلاقات التي يحكمها القانون الخاص.

---

<sup>1</sup>رشا حطاب ، النظام القانوني لأمر البورصة ، مجلة أبحاث اليرموك ، سلسلة العلوم الاجتماعية والإنسانية ، م 36 ، ع 1 ، 2009 ، ص

كما يعرفها العميد ربيي ربانها : "تفويض من العميل (المستثمر) للوسيط في إجراء عمليات البيع والشراء بالبورصة لورقة محددة"<sup>1</sup>.

نستنتج من هذه التعريفات أن أمر البورصة هو : "تفويض أو إذن من العميل إلى الوسيط لبيع أو شراء ورقة مالية معينة"<sup>2</sup>.

إذا كان الأمر يوصف بأنه تعليمة من الزبون إلى الوسيط ، فإن العملية في الأساس تركز على أساس تعاقدية، فهي تفترض إبرام اتفاقية خدمة convention de service بين المفاوض négociateur والأمر ، بالإضافة إلى فتح حساب الذي يمسك من طرف المفاوض أو من طرف ماسك حسابات- حافظ مؤهل .<sup>3</sup>

نقل الأمر قد يكون بصفة مباشرة أو غير مباشرة ، بحسب ما إذا كان الأمر يلجا أم لا إلى وسيط محول للأوامر، الذي يتصرف بموجب وكالة موضوعها شراء أو بيع الأدوات المالية ، باسم ولحساب الأمر.<sup>4</sup>

### ثانيا : شكل أمر البورصة :

يجب أن يكون أمر البورصة الذي يرسله الزبون للوسيط مكتوبا وفقا للنموذج المستعمل من طرف الوسيط ، يوقع من الأمر ويتضمن البيانات المنصوص عليها في المادة 92 من النظام 03/97 وهي :

-بيان اتجاه العملية (بيع شراء)

-تعيين القيمة محل التداول وخصائصها.

<sup>1</sup> Ripert (G) ,les droit anglais des sociétés anonyme, LGDJ ,1988,p 85 نقلا عن عبد الباسط كريم مولود

، تداول الأوراق المالية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت ، 2009 ، الطبعة الأولى ، ص 368

<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق ، ص 369.

<sup>3</sup> Alain Couret et Autres , Droit Financier,2 eme edtion,DALLOZ ,PARIS,2012,p74.

<sup>4</sup> Ibid.

- عدد السندات المزمع تداولها.

-إشارة او حد السعر.

-مدة صلاحية الأمر.

-مراجع (هوية) صاحب الأمر.

يطرح التساؤل حول ما إذا كان يجب أن يكون أمر البورصة دائما مكتوبا أم يصح أن يصدر بشكل شفوي مباشر وهل يمكن أن يرسل بوسائل التخاطب الأخرى مثل الانترنت والتلفون .

طبقا للقواعد العامة فإن إصدار أمر البورصة من العميل إلى الوسيط سواء كانت هذه الأوامر بالبيع أو بالشراء تمثل تعبيراً عن إرادة العميل بالتعاقد على ورقة مالية معينة ، والتعبير عن الإرادة هنا لا يشترط فيه صيغة معينة فقد يكون كتابيا أو شفويا مباشرا أو عن طريق التلفون أو الانترنت<sup>1</sup> . وهو ما يتوافق مع ما ورد في نص المادة 97 من النظام 03/97 ، التي اشترطت في حالة إرسال الأمر كتابيا يجب أن يحزر طبقا للنموذج المستعمل من طرف الوسيط ، و المعتمد من طرف لجنة البورصة ، والذي يجب أن يتضمن بطبيعة الحال بيانات المادة 92 السالفة الذكر كما يجب أن يوقع من الأمر.

أما في حالة إرسال الأمر هاتفيا فإنه يجب على الأمر تأكيده لاحقا كتابيا، كما أوجبت المادة 21 من النظام 01/15 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة وواجباتهم ومراقبتهم ، تسجيل هذه المكاملة .

كما أجازت المادة 21 السالفة الذكر إرسال أوامر البورصة عن طريق الوسائل الالكترونية مع اشتراط ترك اثر كتابي .

---

<sup>1</sup>توفل رحمن ملغيط الجبوري ، أوامر التداول في سوق الأوراق المالية ، مجلة العلوم الإنسانية ، كلية التربية للعلوم الإنسانية ، العدد الأول ، مارس 2017 ، كلية الإمام الكاظم للعلوم الإسلامية الجامعة ، العراق ، ص 05

ومنه لا تصح الأوامر الشفوية ، إلا أن المادة 97 من نفس النظام أجازت أن يتم توجيه الأمر بالهاتف ، إلا أنها ألزمت الزبون بتأكيده كتابيا.

### ثالثا : كيفية إرسال الأمر :

طبقا لنص المادة 96 من النظام 03/97 يتم إرسال أمر البورصة من الأمر إلى الوسيط في عمليات البورصة بأية وسيلة ووفقا للشروط المحددة بين الزبون ووسيطه في عمليات البورصة في اتفاقية الحساب الموقعة من الطرفين عند فتح الحساب<sup>1</sup>.

على الوسيط في البورصة أن يسجل على كل أمر مرسل من الأمر تاريخ وساعة الاستلام وذلك بمجرد استلامه، ويجب أن يتعجل في تقديم الأوامر للسوق<sup>2</sup>.

تحدد شركة تسيير البورصة بقرار شروط تسجيل التاريخ والساعة على الأوامر<sup>3</sup>.

يجب على الوسيط أن يتعجل في تقديم الأوامر في السوق وفي كل الأحوال ، كل أمر مستقبل يجب أن يعرض في جلسة التسعير المقبلة<sup>4</sup>.

---

يجب على الزبون الذي يرغب بالتعامل في البورصة ان يفتح حسابا لدى إحدى الوسطاء مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات (المادة 19 مكرر 1 م ت 10/93) ويتم إبرام اتفاقية بين الطرفين والتي تتضمن من بين بياناتها وفقا للبند 05 من المادة 09 من النظام 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات : "خصائص الأوامر التي من شأنها أن ترسل إلى المكلف بأداء الخدمة المؤهل ، وطريقة إرسالها ، وكذا المعلومات وكيفية إعلام مصدر الأوامر بشروط تنفيذها".<sup>1</sup>

<sup>2</sup>المادة 01/98 من النظام 03/97

<sup>3</sup>المادة 02/98 من النظام 03/97

<sup>4</sup>المادة 03/98 من النظام 03/97

#### رابعاً : إمكانية تعديل أو إلغاء الأوامر

طبقاً للمادة 99 من النظام 03/97 يجوز للأمر تعديل أو إلغاء أمر البورصة بعد إصداره وذلك بطلب من الزبون<sup>1</sup>، في كل وقت إلى غاية آخر ساعة عمل من اليوم الذي يسبق حصة التسعيرة ،وفي هذه الحالة يجب على الوسيط تحت مسؤوليته ،إذا بلغ بالتعديل أو الإلغاء أن يأخذ به، أما بالنسبة للتعديلات أو طلبات الإلغاء التي تتم يوم التسعيرة فلا يتحمل الوسيط مسؤولية عدم إدخالها ، بمعنى انه يجوز له أن يأخذ بها قبل بداية حصة التداول وإذا لم يتم إدخالها فلا يتحمل أي مسؤولية عن ذلك.

كما يمكن للوسيط أن يقوم بتعديل أو إلغاء الأوامر المدرجة لحساب زبائنه طالما أن مسار العرض على جدول الأسعار لم ينطلق بعد وهذا إذا طلب منه الزبون ذلك<sup>2</sup>.

أما إذا انطلق المسار وتم تثبيت الأوامر المدرجة من قبل الوسيط أو التكفل بها من طرف شركة تسيير البورصة ، تصبح هذه الأوامر نهائية ولا يمكن تعديلها أو إلغاؤها.

#### خامساً : الطبيعة القانونية لأوامر البورصة :

يتم بحث الطبيعة القانونية لأوامر البورصة من جانبين :

#### أ/ مدى التزام الوسيط بتنفيذ أوامر البورصة :

من المعلوم أن تدخل الوسيط في إجراءات عمليات البورصة يعتبر ضرورياً ، لذا يطرح التساؤل حول مدى حرية الوسيط في رفض التعامل.

<sup>1</sup>سيد طه بدوي محمد، المرجع السابق ، ص 496.

<sup>2</sup>المادة 102 من النظام 03 /97.

ذهب اتجاه إلى انه ليس من حق الوسيط رفض التعامل بحكم ميزة الاحتكار التي يحوزها، بينما ذهب اتجاه آخر إلى الاعتراف للوسيط بالحرية المطلقة في تنفيذ أمر البورصة الذي يتلقاه، ويستوي في ذلك أن يكون الأمر صادر من عميل جديد أو قديم ، كل ذلك ما لم يوجد اتفاق مخالف ، أو لم يتعلق الأمر بتصفية مركز قائم للعميل القديم ، وعندئذ لا يستطيع الوسيط ان يرفض تنفيذ الأوامر وإلا تعرض للمسؤولية. إلا انه وحسب هذا الرأي دائما ، يجب على الوسيط إذا تعلق الأمر بعميل قديم أن يخطره حتى يستطيع تدبير أمره<sup>1</sup> .

وهناك اتجاه وسط ، ذهب إلى أن الوسيط لا يستطيع أن يرفض تلقي أوامر البورصة الصادرة إليه ، ولكن الالتزام بتلقي الأوامر لا يعني الالتزام حتما بتنفيذها ، فالوسيط يملك ألا ينفذ أوامر البورصة إذا لم يقم العميل بتسليمه القيم المنقولة المطلوب بيعها أو ثمن الشراء<sup>2</sup> .

وقد يرى الوسيط عدم إجراء الصفقة إذا رأى أن تنفيذها ينطوي على مخاطر كبيرة بالنسبة للعميل، فالوسيط يملك سلطة تقديرية في تنفيذ أو عدم تنفيذ أوامر البورصة واختيار اللحظة المناسبة للتنفيذ وهو الرأي الراجح<sup>3</sup> .

### ب/ التكييف القانوني لأوامر البورصة :

لا خلاف أن أمر البورصة يتكون من عقد بين المشتري والبائع للقيم المنقولة من جهة وبين وسيط مرسل إليه هذا الأمر بصفة لازمة للعمل على إيجاد طرف آخر من ناحية أخرى ، وهذا العقد يطلق عليه مصطلح أمر

---

<sup>1</sup>سيد طه بدوي محمد، المرجع السابق ، ص 490.

<sup>2</sup>نفس المرجع ، ص 491.

<sup>3</sup>نفس المرجع، ص 491.

البورصة وهو عبارة عن عقد وكالة ، ويخضع أمر البورصة للقواعد التي تحكم العقود بصفة خاصة تلك القواعد المطبقة بخصوص عقد الوكالة<sup>1</sup>.

ويجمع الفقهاء على اعتبار أمر البورصة عقد وكالة ، إلا أنهم انقسموا فيما بينهم حول مدى اعتبار هذه الوكالة وكالة عامة أم وكالة من نوع خاص .

فذهب أصحاب الرأي الأول إلى أن أمر البورصة توكيل ممنوح من الوسيط في البورصة من طرف الزبون سواء ببيع أو شراء ورقة مالية معينة من البورصة ، ويترتب على هذا الرأي عدة نتائج وهي<sup>2</sup> :

- ضرورة أن يتمتع الوسيط بالأهلية القانونية المطلقة لإجراء العملية (متحصل على الاعتماد بهذه الصفة).

- يجب أن يلتزم العميل بتنفيذ الأمر ولا يستطيع أن يرفض تنفيذه.

- يجب أن يكون الأمر مؤرخا عند استلامه، ومحددا ببعض الشروط التي تنص عليها القرارات العامة الصادرة من هيئة ضبط السوق المالية (لجنة البورصة في الجزائر) .

في حين ذهب أصحاب الرأي الثاني إلى أن أمر البورصة هو عبارة عن توكيل من نوع خاص يخضع لقواعد خاصة، حيث يقوم التنظيم العام لسلطة ضبط السوق المالية بتحديد القواعد التي تطبق على هذا الأمر<sup>3</sup>.

و يعد الرأي القائل بأنه توكيل من نوع خاص هو الرأي الراجح .

#### سادسا : أنواع أوامر البورصة :

تصنف أوامر البورصة إلى خمسة أنواع :

---

<sup>1</sup>سيد طه بدوي محمد، المرجع السابق ، ص 492.

<sup>2</sup>نفس المرجع ، ص 492-493.

<sup>3</sup>نفس المرجع، ص 493.

## أ/من حيث كمية القيم المنقولة المتداولة :

1\*أمر الكل أو لاشيء **ordre tout ou rien** : نصت عليه المادة 95 من النظام 03/97 يصدر الأمر هذا النوع من الأوامر حين يصمم على الحصول على كامل القيمة ، فيشترط على الوسيط تنفيذ الامر بكامله على كل الكمية الواردة فيه ، فإن لم يستطع ذلك فلا ينفذ إطلاقاً ، ويستعمل هذا النوع من الأوامر في البورصات الكبرى ، وذلك لكفاءتها العالية وسرعة التداول فيها<sup>1</sup> .

2\*أمر بدون شرط الكمية :نصت عليه كذلك المادة 95 من النظام 03/97 وهذا لا يعني أن الأمر خال من بيان الكمية ، إنما هو أمر لا يشترط فيه الأمر الاستجابة الكلية لأمره ، فيحدد الأمر للوسيط القيم المرغوب في بيعها او شرائها دون تقييده بشرط الاستجابة الكلية. مثال على ذلك : إذا طلب المستثمر شراء 1000 ورقة مالية بسعر معين فعلى الوسيط البحث عن الفرصة التي تحقق لهذا الأمر الكمية التي طلبها بذلك السعر ، وان لم يستطع ، فعليه تنفيذ الأمر بشراء أكبر كمية ممكنة ، مقارنة بتلك المطلوبة ، هذا في التسعيرة المستمرة ، أما في التسعيرة الثابتة فإن كانت مرتبة الأمر لا تسمح له بالاستجابة لـ 1000 ورقة ، فإنه سوف ينفذ على الكمية التي يمكن للحصة ان تستجيب لها<sup>2</sup>.

3\*أمر الكل أو اللاشيء بأقصى كمية : **ordre tout ou rien maximum** : يتوسط هذا الأمر النوعين السابقين ، إذ يفتح الأمر للوسيط مجالاً للتنفيذ في حدود الحد الأقصى الذي سطره المستثمر ، ومثال ذلك إذا ورد للوسيط أمر بشراء 1000 ورقة مالية مرفقا بعبارة الكل أو اللاشيء 1100 ورقة كحد أقصى ، فعلى الوسيط التركيز على تنفيذ الأمر كمرحلة أولية على 1000 ورقة ، وإن لم يتمكن من ذلك تبقى إمكانية تنفيذه قائمة في حدود 1100 ورقة كحد أقصى ، أي انه سيغتنم فرصة الشراء إذا أتاحت له كمية تتراوح بين 1001

<sup>1</sup>حمليل نواراة ، المرجع السابق ، ص 385.

<sup>2</sup>المرجع نفسه، ص 385

و 1100 ورقة ، على أن لا ينفذ دون ذلك مهما كان الأمر وإن كان السعر مغريا<sup>1</sup> .

#### **4\*أمر الكل أو اللاشيء بأدنى الكمية ordre tout ou rien : minimun**

يختلف هذا الأمر عن سابقه من حيث حدود الكمية المسموحة بالتنفيذ ، فهي عند أقصى حد في النوع الأول ، وادنى كمية في هذا النوع ، ومثال ذلك أن يرغب الأمر في بيع 1000 ورقة مالية بسعر معين ويضع للوسيط الحدود الدنيا التي يمكنه عندها تنفيذ الأمر وهي 900 ورقة ، فإن لم يستطع تنفيذها عند 1000 ورقة ، فما عليه إلا تنفيذها بين 999 إلى 900 كحد ادني ، على ألا ينفذ دون ذلك.

**ب/ من حيث سعر التنفيذ :** يعتبر سعر التنفيذ من أهم البيانات التي يجب أن يتضمنها الأمر سواء تضمن بيعا أو شراءا ، وتختلف الأوامر تبعا للسعر الذي تتضمنه.

**1\*أوامر السوق ordre aux prix du marché :** ويعتبر من أكثر الأوامر شيوعا ، فبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية على وجه السرعة ، وبأفضل سعر ممكن.

**2\*الأوامر المحددة ordre limités :** يضع الزبون الأمر في هذا النوع من الأوامر سعرا محدد لتنفيذ الصفقة ، فيحدد الأمر السعر الأقصى الذي يقبل دفعه إذا كان مشتريا ، أو السعر الأدنى الذي يقبل به التنازل إذا كان بائعا.

**3\*أمر لأفضل سعر ordre au mieux :** لا يتضمن أية إشارة إلى السعر الذي تنفذ عنده الصفقات ، فلا يحدد المشتري السعر الأقصى ، ولا يحدد البائع السعر الأدنى .

<sup>1</sup>حمليل نواراة ، المرجع السابق ، ص 385

يختلف هذا النوع عن أمر السوق ، في أن الأول يطبق في نظام التسعيرة المستمرة في حين أن الثاني يطبق في نظام التسعيرة الثابتة<sup>1</sup>.

**ج / من حيث كيفية الدفع : تنقسم إلى نوعين :**

**1\* أوامر مستحقة الدفع الفوري:** وتنفذ هذه الأوامر في السوق العاجلة

**2\* أوامر مستحقة الدفع الشهري :** يتم الوفاء في آخر حصة تداول مقررة في رزمانة الشهر الجاري الذي تتم فيه العملية.

**د / من حيث آجال التنفيذ : تنقسم إلى<sup>2</sup> :**

**1\* أوامر اليوم *ordre du jour* :** وهي أوامر صالحة فقط لاجتماع

البورصة الموالي لإرساله إلى الوسيط.

**2\* أمر لمدة محددة *ordre a durée limitée* :** يتضمن أجلا محدد

لا يتجاوز 30 يوما .

**3\* الأمر الملغى *ordre a révocation* :** وهو أمر صالح إلى غاية

آخر حصة للتسعيرة للشهر الذي يرسل خلاله الأمر إلى الوسيط.

وتجدر الملاحظة انه إذا لم يتضمن أمر البورصة بيانا يتعلق بأجل التنفيذ

فإنه يعتبر "ليومه".

**هـ / من حيث صاحب الأمر : وتنقسم إلى نوعين :**

**1\* أوامر الزبون :** وهي الأوامر التي يتلقاها الوسيط من قبل زبائنه ،

فيسهر على تنفيذها لحسابهم ووفقا لتعليماتهم.

---

<sup>1</sup>المادة 93 من النظام 03/97

<sup>2</sup>المادة 94 من النظام 03/97

**2\*أوامر غير الزبون :** وهي الأوامر التي يودعها الوسيط لدى شركة تسيير البورصة، لحسابه الخاص<sup>1</sup>، أو ما يطلق عليها المشرع الجزائري "العمليات ذات المقابل" *opération de contrepartie*، أو *compte professionnel*<sup>2</sup>، تتمثل العملية ذات المقابل بالنسبة للوسيط في شراء أو بيع سندات لحسابه الخاص ، حسب الشروط المحددة من طرف شركة تسيير البورصة، فلا يمكن أن تتم إلا ردا على أمر معبر عنه في نفس سند التسعيرة<sup>3</sup>.

**الفرع الثاني : تسعير القيم المنقولة المتداولة في البورصة :**

**أولا : تعريف التسعير في البورصة:**

يعرف التسعير في البورصة بأنه "السعر الناتج عن مواجهة أوامر البيع بأوامر الشراء"<sup>4</sup>.

تبنى المشرع الجزائري تعريفا يقترب من التعريف السابق في المادة 82 من النظام 03/97 التي تنص على أن : "تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف (و.ع.ب) على السند المستعمل للتسعيرة وأثناء اجتماع التسعيرة تحت رقابة ش ا ب ق".

**ثانيا : أنظمة التسعيرة :**

يتنازع تحديد البورصة نظامان ، نظام تديره الأوامر ونظام تديره الأسعار.

**أ/ نظام تسعيرة تديره الأوامر :**

---

<sup>1</sup> انظر القسم السابع من الفصل الرابع من النظام 03/97 ، المواد من 122 الى 127.

<sup>2</sup> حمليل نوارة ، المرجع السابق، ص 388

<sup>3</sup> المادة 122 من النظام 03/97

<sup>4</sup> DEFOSSE Gaston et BALLEY Pierre , la bourse des valeurs .....p 38. نقلا عن حمليل نوارة

المرجع السابق ، ص 389

يقوم هذا النظام على مبدأ أساسي هو مواجهة أوامر البيع بأوامر الشراء ،  
فتحدد الأسعار على أساس هذه المواجهة ، أن هذا النظام قائم على وصول  
الأوامر إلى البورصة ثم فرزها (بيع شراء) ثم مواجهتها ويسمى بسعر التوازن  
prix d'équilibre ، من بين البورصات التي استعملت هذا النظام ، بورصة  
نيويورك ، بورصة طوكيو ، بورصة باريس<sup>1</sup>.

يمتاز هذا النظام ببساطته وقلة تكاليفه، فهو نظام يخدم كل من السوق  
والمستثمرين فيها ، إذ تتساوى معاملتهم أثناء حصة التداول ، يعتبر دور الوسيط  
في هذا النظام محدد وسلبى ، الذي يقتصر على تبليغ الأوامر.

يسود في هذا النظام نوعان من التسعيرة<sup>2</sup>:

### 1\*التسعيرة الثابتة : cotation au fixing : تتمثل في جمع كل

الأوامر التي تصل إلى البورصة ، وترتيبها حسب نوع القيم المنقولة التي  
تتضمنها ، وحسب نوع العملية ، بيعا أو شراء ، وحسب أسعار وكميات  
التعامل، تتولى إدارة السوق فرز هذه الأوامر وإتمام عملية المواجهة وتسجيل  
الأسعار التي تنتج عن هذه المواجهة ، يكون السعر المعتمد في نهاية حصة  
التسعيرة هو السعر الذي يلي عددا اكبر من الأوامر ويقلل من حالة عدم التوازن  
بين العرض والطلب.

### 2\*التسعيرة المستمرة la cotation continue: تقوم هذه الطريقة

على إجراء مواجهات بين الأوامر بطريقة مستمرة، بحيث تسجل الأوامر في  
البورصة كلما رغب الوسيط ذلك ، وتسعر القيم كلما تلاقت أوامر متطابقة  
ومتناسبة وبنفس السعر ، تستمر هذه العملية طيلة حصة التسعيرة ، وتنتهي  
الحصة بأسعار مختلفة ومتعددة مصدرها الصفقات المنعقدة عند كل مواجهة .

<sup>1</sup>حليل نواره ، ، المرجع السابق ، ص 390

<sup>2</sup>نفس المرجع، ص 390

## ب/ نظام تسعيرة تديره الأسعار la cotation gouvernée par les : prix

تبدأ حصة التسعيرة باقتراح الوسطاء لأسعارهم ، دون الإفصاح عن نية البيع أو الشراء ، ودون أن يعلم احد بمضمون الأوامر التي تلقاها من الزبون ، يسعى الوسيط دائما إلى الحصول على اكبر سعر ممكن لضمان هامش سعر أوسع ، لأن عمولته تتحدد بهامش السعر الذي يمثل الفرق بين سعر التنفيذ وسعر الأمر ، فكلما كان السعر الذي تنفذ به العملية اكبر ، كلما كان فارق السعر اكبر وبالتالي تزداد عمولته.

ومنه فإن دور الوسيط في هذا النظام دور ايجابي وفعال يؤثر على السوق بشدة ، إذ يتوقف على نشاطه هذا تحديد الأسعار ، وبالتالي حجم التعاملات في البورصة ، مما يجعل السوق حرة وتنافسية ، اشتهرت بهذا النظام، بورصات لندن وبورصة أمريكا المحلية نازداك NASDAQ وسنغافورة.

### ثالثا : طرق التسعيرة:

تختلف طرق التسعير من بورصة إلى أخرى وتتمثل هذه الطرق في :

## أ/ طريقة المناذاة أو عن طريق البيع بالمزاد العلني cotation a la : criée

تعتبر هذه الطريقة من الطرق الأكثر وضوحا ، حيث يتم التسعير عن طريق المناقشات الشفهية للثمن بين ممثلي الوسطاء أو معاوينهم وذلك عن طريق مقابلة العروض والطلبات المسجلة في دفاترهم ويتم ذلك بصوت عال من أجل التوصل إلى سعر متوازن وعادل للتداولات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>سيد طه بدوي محمد، المرجع السابق، ص 408.

وبالرغم من فعالية ودقة هذه الطريقة إلى أنها تتصف بالبطء ،وأصبحت هذه الطريقة مهجورة بفعل توسع نشاط البورصات وصعوبة جمع كل الوسطاء والمفاوضين في قاعة واحدة <sup>1</sup>.

### ب/ طريقة التسعيرة بالخزائن cotation par casier

يقوم الوسيط بجمع الأوامر الموكلة إليه تنفيذها في خزينته ويقوم بمقابلة هذه الأوامر في الحال ومقارنتها من أجل التوصل إلى سعر مناسب ، ويتم ذلك تحت رقابة شركة البورصة ، أي أن كل وسيط تسلم أمر شراء أو بيع يقوم بإيداع استمارة مدون فيها نوع الورقة المالية ونوع العملية وعدد الصكوك المطلوبة أو المعروضة والسعر المحدد للتنفيذ تثبت كل الطلبات والعروض على لوحة تبين للوسيط أي سعر يستطيع عنده أن يقوم بتنفيذ أكبر عدد ممكن من الأوامر الموكول إليه تنفيذها <sup>2</sup>.

### ج/ طريقة التسعير بواسطة الصناديق:

وتعتبر هي الطريقة البديلة لطريقة التسعير بواسطة الخزائن ، وتتم في شكل اقتراح حقيقي <sup>3</sup> ، تجمع الأوامر التي ترد إلى الوسطاء في صناديق أو علب لدى إدارة شركة البورصة ، قبل افتتاح حصة التسعيرة ، تتولى هذه الأخيرة فرز كل الأوامر بواسطة مختصين تابعين لها ، ومواجهتها فيما بينها للوصول إلى سعر إقبال يلبي أكبر حجم من العروض والطلبات <sup>4</sup> .

### د/ طريقة التسعير بواسطة الإعلام الآلي :

تتطلب هذه الطريقة وضع قواعد معلوماتية وتأسيس شبكة معلوماتية تسمح بتسجيل كل الأوامر التي ترد إلى المقصورة في الحاسوب المركزي قبل

<sup>1</sup>حمليل نواره ، المرجع السابق ، ص 392

<sup>2</sup>سيد طه بدوي محمد، المرجع السابق، ص 410.

<sup>3</sup>نفس المرجع، ص 410.

<sup>4</sup>حمليل نواره ، المرجع السابق ، ص 392 .

افتتاح الحصة ، يقوم الحاسوب بفرز الأوامر ومعالجتها حسب نوعها ، حجمها ،  
الأسعار التي تتضمنها<sup>1</sup>.

تتم المواجهة بين الأوامر بصفة آلية وتعد الصفقات كلما تلاقى أمران  
متناسبان ، إذا كانت التسعيرة مستمرة او في نهاية الحصة إذا كانت التسعيرة  
ثابتة .تمتاز هذه التقنية بسهولة وكفاءتها في حفظ هذه المعلومات<sup>2</sup>.

#### رابعا : تسعيرة القيم المنقولة في بورصة الجزائر:

أ/ رزنامة حصص التسعيرة : أوكلت المادة 78 من النظام 03/97  
لشركة البورصة مهمة ضبط رزنامة اجتماعات التسعيرة لشركة تسيير البورصة ،  
والتي حددتها بموجب القرار رقم 02/98 كما يلي :

-أيام عمل شركة تسيير البورصة هي من الأحد إلى الخميس.

-تجري حصص التداول كل يوم اثنين وأربعاء.

-إذا صادف يوم التداول يوم عطلة تؤجل للحصة الموالية

-تفتتح الحصة على الساعة التاسعة والنصف.

-حدد القرار رقم 06/99 المعدل للقرار رقم 02/98 الحدود الزمنية الدنيا

والقصوى لكل مرحلة من مراحل التسعيرة<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> تحليل نورة ، المرجع السابق ، ص 393 .

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 393 .

<sup>3</sup> كمايلي :-افتتاح الجلسة 10 دقائق -تسجيل validation الأوامر 45 دقيقة -تأكيد validation الأوامر 15 دقيقة -معالجة  
traitement الأوامر 10 دقائق-معالجة الكتل traitement des bloc 10 دقائق -وتقنة المعاملات documentation  
des transaction 15 دقيقة -غلق الحصة .

## ب/ كيفية التسعيرة:

-تبنت شركة تسيير البورصة نظام تسعيرة تديره الأوامر، على أن تكون التسعيرة ثابتة<sup>1</sup>.

-تعتمد طريقة الإعلام الآلي أو الطريقة اليدوية.

-يمكن استثناء تطبيق التسعيرة المستمرة، وذلك إذا تعذر الوصول إلى سعر محدد فإنها تقبل أسعار مختلفة ومتقاربة، من شأنها أن تلبى أكبر حجم من العمليات وتقلص فوارق الأسعار مقارنة بسعر الإقفال الذي توقفت عنده الحصص السابقة للتداول<sup>2</sup>.

-يسهر على السير الحسن لخصص التسعيرة ومراقبتها ثم توثيق نتائجها أشخاص تعينهم شركة تسيير البورصة، يطلق عليهم تسمية ممثلوا شركة البورصة<sup>3</sup> officiels du parquet، يتصرفون باسم ولحساب الشركة بصفتهم موظفين أو أعوان متعاقدين، يملكون صلاحيات واسعة في تسيير حصص التسعيرة وحل النزاعات الناشئة أثناءها<sup>4</sup>، كما يمكنهم أن يقدموا توصيات واقتراحات إلى مجلس إدارة الشركة التي تتخذ الإجراءات المناسبة لتحسين ظروف عمل البورصة<sup>5</sup>.

-يساعد ممثلو الشركة في مهامهم مراقب اللجنة le superviseur de la COSOB<sup>6</sup>

<sup>1</sup>المادة 31 من القرار 02/98

<sup>2</sup>المادتين 31 و32 من القرار رقم 02/98

<sup>3</sup>تعين شركة البورصة هذا الشخص من بين أعضاء لجنة المفاوضين comité des négociateurs تتكون هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء أو أكثر يعينهم مجلس إدارة شركة تسيير البورصة من بين الوسطاء المعتمدين ومن أعوان الشركة انظر المادة 14 من القرار 02/98.

<sup>4</sup>نصت على ذلك المادة 19 من القرار رقم 02/98.

<sup>5</sup>المادة 17 من القرار 02/98

<sup>6</sup>المادة 20 من القرار 02/98

-تتم عمليات التداول على السندات بالورقة الواحدة ، وتقبل الشركة التعامل بالكمية بدل الوحدة ، على ألا تصل الكمية لمعاملات الكتل<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : تنظيم حصص التسوية والمقاصة

تنتهي حصة التداول بإعلان شركة تسيير بورصة القيم بإقفالها، والإعلان عن النتائج المسجلة خلال الحصة، تنشر نتائج الحصة في لوحة المقصورة ، التي تظهر القيم التي حصل عليها التداول ، أسعارها، وعدد العمليات المنفذة بشأنها ، كما تنشر القيم التي يتم تداولها<sup>2</sup>.

يبرم الوسطاء في عمليات البورصة خلال حصة التداول ، عقود بيع وشراء الأوراق المالية ، تنشأ عن هذه العقود جملة من الحقوق والالتزامات على عاتق أطراف العملية منها التزام البائع بنقل ملكية الأوراق المباعة ، والالتزام المشتري بدفع ثمنها ، ويتم ذلك وفق نظام التسوية .

### الفرع الأول : تعريف نظام التسوية :

عرفته المادة 35 من النظام 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي بقولها : " يسمح نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره المؤتمن المركزي بالانجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها".

وتعرف كذلك بأنها : "مجموعة الإجراءات التي علق القانون على إتمامها نقل ملكية الأوراق المالية محل التداول في بورصات الأوراق المالية"<sup>3</sup>.

---

حددت المادة 30 من القرار 02/98 معايير اعتبار المعاملة كتلة وهي إذا بلغت 5000 وحدة بالنسبة للأسهم و ثلاثة<sup>1</sup>ملايين دينار بالنسبة للسندات.

<sup>2</sup>نواره حمليل ، المرجع السابق ، ص 398.

<sup>3</sup>أشرف الضبع ، تسوية عمليات البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2007 ، ص 164 .

## الفرع الثاني : خصائص نظام التسوية :

### أولا : إجراءات إلزامية :

فهي الوسيلة الوحيدة لتنفيذ عمليات التداول ونقل ملكية القيم المنقولة وليست هناك طريقة أخرى ، بل وهي إجبارية سواء كان التعامل داخل البورصة أو في السوق غير النظامية<sup>1</sup>.

### ثانيا : تتسم بالسرعة :

بل أن سبب اعتماد المؤتمن المركزي هو من اجل الإسراع في تنفيذ عمليات التسوية في مدة تتراوح بين يوم واحد إلى ثلاث أيام كأقصى تقدير.

### ثالثا : تسمح بالانجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات:

التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها وذلك وفق إجراءات دقيقة ومحددة .

### رابعا : إجراءات ختامية :

فهي إجراءات تكتمل بموجبها عملية التداول والتعامل وتستقر المراكز القانونية لأطرافها .

### الفرع الثالث : المبادئ الأساسية لنظام المقاصة والتسوية :

يقوم نظام التسوية والمقاصة في القانون الجزائري على مجموعة من المبادئ وهي :

أولا : تتم عمليات المقاصة والتسوية على اساس مبدأ التسليم مقابل دفع الثمن (DVP) :

---

<sup>1</sup>المادة 47 من النظام 01/03 .

وهو ما يعني تسليم الأوراق المالية مقابل نقل ملكيتها إلى المشتري<sup>1</sup>.

### ثانيا : عمليات المقاصة والتسوية يقوم بها المؤتمن المركزي:

باعتباره وسيط بين الوسطاء في عمليات البورصة في استلام وتسليم القيم المنقولة محل عمليات التداول.<sup>2</sup> فعملية التسوية لا تجري بين أطراف عقود البيع أو الشراء ، أو بين الوسطاء الماليين كل منهم في مواجهة الوسيط الآخر مباشرة ، بل تجري بين وسيط مالي من جانب وشركة المؤتمن المركزي من جانب آخر ، على أساس مجموع عمليات البيع والشراء التي أجراها في نهاية كل حصة تداول ، بمعنى أنها إجراءات تقوم بها هيئات أو أجهزة منفصلة ومستقلة عن أطراف عملية التداول<sup>3</sup>.

### ثالثا : يلتزم المؤتمن المركزي بفتح حسابات جارية للسندات وحسابات جارية نقدا (على مستوى بنك الجزائر) لكل عضو منخرط<sup>4</sup>:

وتتم عملية التسوية عن طريق الخصم والإضافة من وإلى حسابات السندات لكل من وسيط البائع و وسيط المشتري.

رابعا : التزام الوسيط بتحقيق نتيجة : يضمن الوسيط لزبونه تنفيذ العملية المبينة في أمر البورصة عند إيجاد أوامر زبائن آخرين تتفق وأوامر زبائنه عند إحداث مواجهة بينهما ، لأجل ذلك يؤمن على عدم مسؤوليته عند عدم التنفيذ لأسباب تدخل فيها بصفة مباشرة أو غير مباشرة ، عن طريق دفع الاشتراكات

---

<sup>1</sup>موسى عصام حنفي محمود ، شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية ، مجلة كلية الشريعة والقانون ، عدد 17 جزء 03 سنة 2005 ، ص ص 235-476 ص304 .

<sup>2</sup>المادة 35 من النظام 03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي.

<sup>3</sup> آيت مولود فاتح ، حماية الادخار المستثمر ، أطروحة دكتوراه في القانون ، جامعة مولود معمري ، تيزي وزو ، تاريخ المناقشة 2012/07/01 ، ص 192.

<sup>4</sup>المادة 20 من النظام 03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي.

لصندوق الضمان المنصوص عليه في المادة 64 من المرسوم التشريعي  
1.10/93<sup>1</sup>

### الفرع الرابع : إجراءات المقاصة والتسوية بعد صدور القانون 03/04

تمر عملية التسوية بمرحلتين أساسيتين هما : مرحلة التصديق على العمليات (أولاً) ومرحلة قيد العمليات (ثانياً) ، وقد يحدث ان تتعطل عملية التسوية ولا تتم (ثالثاً).

#### أولاً : مرحلة التصديق على العمليات :

والتي تنفذ بواسطة نظامين هما النظام الفرعي لضبط الأوامر ونظام الفرعي للقرن.

ونميز بين التصديق على العمليات التي تتم على مستوى السوق المنظمة والتي يختص بها النظام الفرعي لضبط الأوامر والتصديق على العمليات التي خارج السوق النظامية والتي يختص بها النظام الفرعي للقرن.

أ/ التصديق على العمليات التي تتم في السوق المنظمة (داخل المقصورة):

يختص بذلك النظام الفرعي لضبط الأوامر النظام وتبدأ عملية التسوية بتجميع كل الأوامر لدى وسيط يسمى الوسيط الجامع ، الذي يتلقى طلبات التنفيذ من قبل الوسطاء المتداولين، يرد على هذه الطلبات بعد فحصها ومقارنتها بجداول التداول بقبول أو رفض التسوية ، ثم يرسل إشعارا بقبول التنفيذ ، أو رفضه للوسيط المعني في اجل معقول ، وفي غياب رد بالموافقة خلال هذا الأجل يصادق على الإشعار بالتنفيذ بواسطة هذا النظام<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>تعريبت رزيقة ، المرجع السابق، ص 310.

<sup>2</sup>المادة 44 من النظام رقم 01/03.

يصدر النظام الفرعي لضبط الأوامر أمرا بالدفع مقابل التسليم إلى الوسيط المعني مباشرة بعد المصادقة على الإشعار بالتنفيذ ، ليأخذ هذا الوسيط مركز المدين في مواجهة الوسيط المقابل ، ترسل أوامر التسليم مقابل الدفع إلى النظام الفرعي لحل العمليات الذي يتولى تسويتها.

### ب/ التصديق على العمليات التي تتم خارج السوق المنظمة :

ويتكفل بذلك النظام الفرعي للقرن وعلى عكس النظام الفرعي لضبط الأوامر فإن النظام الفرعي للقرن لا يهتم بالتحقيق في العمليات ولا التأكد من الطابع النظامي للتعليمات التي يتلقاها المنخرط أو ماسك الحسابات ولا من قدرة المشاركين على تنفيذ هذه التعليمات<sup>1</sup>.

هناك صنفين من العمليات التي يتم المصادقة عليهما في هذا النظام وهما :

-عمليات تتم بالتراضي بين أطرافها وهي :

-عمليات السوق الأولي (الاكتتاب في الشركات عند التأسيس أو الزيادة في رأس المال).

-الاكتتاب في أسهم وحصص من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وإعادة شرائها.

-شراء سندات أو بيعها.

-التنازل المؤقت عن السندات

-إعادة تسليم السندات على اثر المفاوضات.

-عمليات يتم انجازها مع بنك الجزائر : وهي

---

<sup>1</sup>المادة 47 من النظام 01/03.

-عمليات تتعلق بتدخلات السياسة النقدية

-طلبات السيولة خلال اليوم.

لأجل قبول عمليات التسوية التي تتم في خارج البورصة يجب أن تتضمن تاريخ إتمامها ، كما يجب أن تتم التسوية في نفس يوم الاتفاق أو في تاريخ يقع ضمن الأجل المحدد من طرف المؤتمر المركزي<sup>1</sup>.

يمكن المصادقة على تعليمات للتسوية والتسليم تشتمل على فرق في المبلغ الواجب دفعه ، ويحدد المؤتمر المركزي أقصى فارق يمكن قبوله<sup>2</sup> .

يمكن لمشارك في نظام فرعي للقرن أن يبطل من طرف واحد تعليمة لم يتم قرنها بعد<sup>3</sup>.

كما ترفض تعليمات التسوية والتسليم غير المقرونة بعد انقضاء الأجل المحدد من طرف المؤتمر المركزي<sup>4</sup>.

يترتب على قرن تعليمتين للتسوية والتسليم إصدار النظام الفرعي للقرن أمرا بالتسليم مقابل الدفع لحساب الطرفين المعنيين وترسل الأوامر بالتسليم مقابل الدفع إلى النظام الفرعي لحل العمليات بمجرد إصدارها<sup>5</sup>.

### ثانيا : مرحلة قيد العمليات :

ويتولى هذه المهمة النظام الفرعي لحل العمليات، الذي يتلقى أوامر التسليم مقابل الدفع التي ترسلها النظامين السالفي الذكر، تتم التسوية وفقا لهذا النظام، بجمع كل العمليات التي حل تاريخ الخصم الحسابي لها، بواسطة أطوار

<sup>1</sup>المادة 49 من النظام 01/03

<sup>2</sup>المادة 50 من النظام 01/03

<sup>3</sup>المادة 1/51 من النظام 01/03

<sup>4</sup>المادة 2/51 من النظام 01/03

<sup>5</sup>المادة 52 من النظام 01/03

متتالية، يمثل كل طور حساب الزبون في شكل سندات بالنسبة للبائع ، وفي شكل نقود بالنسبة للمشتري، وذلك بعد معاينة المؤتمن للعمليات المنجزة ، والتأكد من وجود رصيد من السندات والنقود لدى كل زبون ، في حالة عدم كفاية رصيد السندات او النقود تعلق العملية في انتظار طور المعالجة الموالي<sup>1</sup>.

تسوى العمليات المدرجة في هذه الأطوار سطرا سطرا ، تعتبر العمليات المنجزة وفقا لهذا النظام مختتمة نهائيا بعد المصادقة على اختتامها ، على إثر ذلك يبلغ المؤتمن المركزي على السندات بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين ، كي يتم بصفة متلازمة القيد في دفاتر الحسابات ، كل من عمليات التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين التي يديرها المؤتمن ، وحركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين التي يديرها بنك الجزائر<sup>2</sup>.

ويعتبر حل العمليات آخر مرحلة وآخر إجراء في عملية التسوية ، حيث يتم قيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمن المركزي ، ويقوم بنك الجزائر بالتسديد النقدي<sup>3</sup> ، حيث تكون مشاركة بنك الجزائر في نظام التسوية والتسليم محل اتفاقية مع المؤتمن المركزي<sup>4</sup>.

### ثالثا : حالة عدم التسوية :

في حالة عدم التسوية والتسليم يتم تصنف الوضعية ضمن وضعية مقاصة معلقة<sup>5</sup> ، على أن تتولى شركة تسيير البورصة بانتظام مراقبة تسوية رؤوس الأموال والسندات التي تبقى معلقة وتتخذ التدابير المناسبة عندما ترى أن

---

<sup>1</sup>المادة 56 من النظام 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

<sup>2</sup>المادة 57 من النظام 01/03 .

<sup>3</sup>ايت مولود فاتح ، المرجع السابق ، ص 194.

<sup>4</sup>المادة 36 من النظام 01/03 .

<sup>5</sup>المادة 141 نظام 03/97 .

الأجال التنظيمية لم يراعيها الوسيط<sup>1</sup> ، وعندما يتهاون الوسيط عن إتمام معاملة البورصة في الأجل المسموح به من طرف شركة تسيير البورصة ، يصرح بعجزه ويمكن تصفية المعاملة فوراً بإجراء إعادة شراء العرض الذي يتم في الحال، ويتحمل الوسيط المخل كل خسارة أو ضرر يلحق بالأطراف الآخر في المعاملة<sup>2</sup>.

### المبحث الثالث : جرائم البورصة :

تناول المشرع الجزائري جرائم البورصة في المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدلة بموجب القانون 04/03.

من خلال هذا النص يتضح لنا أن جرائم البورصة تتخذ ثلاث صور وهي:

-جريمة استغلال معلومات امتيازية.

-جريمة نشر المعلومات الخاطئة أو المظلمة .

-جريمة عرقلة السير المنظم للسوق.

### الفرع الأول : جريمة استغلال معلومات امتيازيه

تنص المادة 02/60 : "كل شخص تتوافر له ، بمناسبة ممارسة مهنته أو وظيفته ، معلومات امتيازيه عن منظور مصدر سندات أو وضعيته ، أو منظور تطور قيمة منقولة معينة ، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بإنجازها ، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر بذلك ، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات".

<sup>1</sup>المادة 141 من النظام 03/97 .

<sup>2</sup>المادة 143 من النظام 03/97 .

والمقصود بهذه الجريمة هو من يستعمل معلومات صحيحة يجهلها الجمهور ، لانجاز عمليات البورصة<sup>1</sup> . ويشمل الركن المادي للجريمة انجاز عملية أو عدة عمليات في السوق المالية أو التعمد بالسماح بإنجازها مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك بعد الاطلاع على معلومات امتيازية ، تحصل عليها بمناسبة ممارسة مهنته أو وظيفته<sup>2</sup>.

تقوم هذه الجريمة على ثلاث عناصر وهي :

-أن يكون الجاني عالما بأسرار الشركة .

-أن تكون المعلومات امتيازية ومن شأنها أن تؤثر على سوق البورصة .

-أن يتم استغلال المعلومة لانجاز عملية في السوق.

**أولا : أن يكون الجاني عالما بأسرار الشركة :**

ويسمى أيضا المطلع ، وهو الشخص الذي سمح له موقعه في الشركة وقدراته داخلها بالتوصل إلى معلومات غير معلنة للكافة .

وهناك طائفتين من المطلعين :

**أ/ المطلعون الأولون (بحكم القانون):** ينتمي إلى هذه الطائفة مديرو

الشركات ، كالرئيس المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين العامين والقائمين بالإدارة وأعضاء مجلس المراقبة ، ويستبعد هنا الشركاء الذين لا تقلدون منسبا إداريا ومحافظوا الحسابات<sup>3</sup>. وهؤلاء الأشخاص يفترض فيهم دائما العلم

---

<sup>1</sup>قرواش رضوان ،مطبوعة قانون بورصة القيم المنقولة ، أقيت على طلبة السنة الثالثة حقوق ، بكلية الحقوق والعلوم السياسية ، جامعة سطيف 2 ، الموسم الجامعي 2015/2016 ، ص 103 .

<sup>2</sup>نصيرة تواتي، الحماية القانونية للاستثمار في بورصة القيم المنقولة ، الأمل للطباعة والنشر تيزي وزو، الجزائر،2018، ص 114-115.

<sup>3</sup>أحسن بوسقيعة ، الوجيز في القانون الجزائري الخاص ، دار هومة للطباعة والنشر ، الإسكندرية ، الجزائر ، 2000، ص

والمعرفة بالمعلومات المميزة المتعلقة بالشركة ، ولذلك أقام لهم المشرع قرينة على العلم ، وهي على الرأي الغالب في الفقه الفرنسي قاطعة غير قابلة لإثبات العكس ، ويمتد وصف المطلع الأولي إلى المدير الفعلي<sup>1</sup>.

**ب/ المطلعون الثانويون (الفعليون):** أو بالصدفة أو بطريقة غير مباشرة وتشمل هذه الطائفة كل من تسمح له وظيفته أو مهنته الحصول على المعلومات الجوهرية سواء أثناء أو بمناسبة ممارسته لوظيفته أو مهنته ، وينتمي لهذه الطائفة المدير المالي أو الإداري للشركة<sup>2</sup>.

ويختلفون على المطلعون الأوليون بأنهم غير مثقلين بقرينة العلم بالمعلومات السرية المميزة ، بل يجب على جهة الاتهام إثبات أن للمعلومات السرية المميزة كانت في نطاق وظيفته واتصل علمه بها قبل الجمهور وتشمل هذه الطائفة فئتين<sup>3</sup>:

**1-المطلعون على الأسرار من داخل الشركة من غير المديرين :** وتشمل كل موظفي الشركة المتداولة أوراقها من غير المديرين.

**2-المطلعون على الأسرار من خارج الشركة :** وهؤلاء لا يعدون من موظفي الشركة ولكن يرتبطون بعلاقة عمل خارجة عن الهيكل الوظيفي للشركة ويحوزون على معلومات بمناسبة هذه الوظيفة مثل : مصفي الشركة ، أعوان البنك، أعضاء لجنة البورصة ، المحامون والمستشارون .... الخ .

**ثانيا : أن تكون المعلومات امتيازية ومن شأنها أن تؤثر على سوق البورصة :** ولأجل ذلك يجب أن تتوافر فيها ثلاثة شروط وهي<sup>4</sup> :

---

<sup>1</sup>شرف الدين وردة ، جرائم بورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري ، أشكالها والعقوبات المقررة لها ، مجلة الاجتهاد القضائي ، العدد الحادي عشر ، ص 223.

<sup>2</sup>قرواش رضوان ، المرجع السابق ، ص 224.

<sup>3</sup>شرف الدين وردة ، المرجع السابق ، ص 224.

<sup>4</sup>تواتي نصيرة ، المرجع السابق ، ص 115-116.

أ/ أن تكون المعلومة سرية: وتبقى كذلك وحتى لو كشفت لبعض الأشخاص ماداموا يعلمون أنها سرية.

ب/ أن تكون المعلومات صحيحة : ومن ثم فإن مجرد الإشاعة لا تعتبر من قبل المعلومات ، أو التوقعات الصحفية أو التحليلات المالية ... .

ج/ أن تكون مؤثرة في الأسعار: أي انه من المحتمل أن يؤدي الإعلان عنها إلى إحداث تغييرات جوهرية في أسعار القيم المنقولة ، عن طريق احتمال تغيير القرار الذي يتخذ بالبيع أو الشراء ، والعبرة بوقت إصدار الأوامر وليس بوقت تنفيذها.

ثالثا : أن يتم استغلال المعلومة لإنجاز عملية في السوق:

تنص المادة 60 على ذلك بقولها : "...فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يعتمد السماح بإنجازها ، أما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك.....".

لاستكمال الركن المادي للجريمة يجب أن يستغل المطلع المعلومة الامتيازية بأحد الصورتين<sup>1</sup> :

أ/ انجاز عملية في السوق بالتدليس : اعتبر القضاء أن إعطاء أمر لأحد البنوك لبيع أو شراء أسهم يكفي لقيام الجريمة .كما أن عدم إلغاء الأمر بعد التأكد من أن المعلومة سرية يجعل الجريمة قائمة .

ب/ السماح للغير بإنجاز عملية في السوق : أي كشف المعلومة والتي يستغلها الغير للقيام بالعملية .

\*قمع الجريمة : يعاقب الجاني بالحبس من 06 أشهر إلى 05 سنوات وبغرامة مالية تقدر ب 30.000 دج مع إمكانية رفعها الى أربعة أضعاف مبلغ

<sup>1</sup>قرواش رضوان ، المرجع السابق ، ص 106

الربح المحتمل تحقيقه وذلك دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه او بإحدى هذين العقوبتين.

### **الفرع الثاني : جريمة نشر المعلومات الخاطئة أو المضللة :**

تنص المادة 03/60 : " كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى ، عن منظور أو وضعية مصدر ، تكون سنداته محل تداول في البورصة ، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة ، من شأنه التأثير على الأسعار".

لقيام هذه الجريمة يشترط توافر الشروط التالية :

**أولاً : أن تكون المعلومات خاطئة أو مضللة :**

إي تنطوي على غش ، أي من شأنها التأثير على الأسعار ، حتى ولو لم تتحقق نتيجة ملموسة .

**ثانياً : أن يتم نشر المعلومة :**

بغض النظر عن الوسيلة المستعملة في ذلك بشرط أن يكون ذلك بصفة عمدية .

### **الفرع الثالث : القيام بأعمال غير مشروعة في البورصة :**

نصت المادة 04/60 على ذلك بقولها : " كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس ، مباشرة أو عن طريق شخص آخر ، مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تظليل الغير".

من خلال النص السابق يشترط شرطين لقيام الركن المادي لهذه الجريمة

وهما :

أولاً : القيام بمناورة تهدف للحيلولة دون السير المنتظم لسوق القيم المنقولة :

وتتجسد هذه المناورات في أربعة أنواع من العمليات وهي<sup>1</sup>:

-العمليات التي تتمثل في إحداث عن طريق بيع على المكشوف تخفيض معتبر في سعر القيمة المنقولة، لا يبرر حالة الشركة، تكون متبوعة بإعادة شراء كمية اكبر من القيم المنقولة بسعر منخفض جدا.

-العمليات المصحوبة بإذاعة أخبار أو شائعات أو التي تتم في شكل عروض بيع منخفضة .

-العمليات التي تكون في شكل دفع أسعار قيم منقولة نحو الارتفاع وذلك قبل إصدار أسهم عن طريق إعادة الشراء أو بأية طريقة مقابلة .

**ثانياً : أن تؤدي المناورات السابقة إلى تضليل الغير :**

يجب أن توقع المناورات الغير في الغلط ، فيقبل بشراء الأسهم ، ظنا منه أن ارتفاع سعرها ناتج عن كثرة تداول هذه الأسهم بسبب نجاح الشركة المصدرة لها<sup>2</sup> .

---

<sup>1</sup>احسن بوسقيعة ، الوجيز في القانون الجنائي الخاص ، الجزء الثاني ، دار هومة ، الجزائر ، 2003 ، ص 147 - 148.

<sup>2</sup>قرواش رضوان ، المرجع السابق ، ص 110 .

## الفصل الثاني: نظم التداول الخاصة في البورصة والعمليات الآجلة (المشتقات):

تمثل البورصة قمة تطور الحرية التي يمتاز بها النظام الرأسمالي ، لهذا ما فتئت هذه البيئة أن تدهشنا بالتطور والإبداع الذي تعرفه التقنيات المستعملة في هذا الإطار ، والتي أصبحت السمة البارزة للبورصات العالمية الكبيرة ، فلذلك لم تعد البورصة تقوم بالدور التقليدي وهو استقطاب أموال المدخرين وتوجيهها نحو تمويل الشركات ، بل أصبحت المضاربة والصفقات الضخمة والخيالية والسعي نحو الربح هو الدور الأول لهذه البورصات ، ومن هنا تم تطوير العمليات العاجلة ، وابتكار عمليات تمكن من تحقيق المضاربة في البورصة و هو ما يعرف بعمليات التداول الخاصة (المبحث الأول) ، ولم يقف الامر عند هذا الحد بل ساهمت تطور الهندسة المالية في إشتقاق أدوات مالية جديدة من القيم المنقولة التقليدية وإدخالها إلى البورصات الحديثة وهو ما يعرف بالمشتقات (المبحث الثاني).

### المبحث الأول : نظم التداول الخاصة:

تتمثل أهم نظم التداول الخاصة في بورصات الأوراق المالية في:

- \*شراء الأوراق المالية بالهامش. Margin Purchase
- \*بيع الأوراق المالية المقترضة Short Selling
- \* التداول في ذات الجلسة (شراء وبيع الأوراق المالية في نفس اليوم) Same day Trading

تحمل نظم التداول الخاصة أهمية كبيرة في أسواق الأوراق المالية لما تحقّقه من المزايا الآتية<sup>1</sup>:

- ✓ - إثراء السوق وزيادة حجم التداول منه .
- ✓ - تحقيق العمق في السوق.
- ✓ - تلبية أعراض جانب من المستثمرين وجذب المزيد من المدخرات نظرا لتفضيل بعض العملاء للتفاعل وفقا لهذه الأنظمة .
- ✓ - ارتفاع تقييم السوق من قبل المؤسسات المالية الدولية ، مثل منظمة الايسكو ، واتحاد البورصات العالمية .

**المطلب الأول : شراء الأوراق المالية بالهامش . Margin Purchase**

**الفرع الأول : تعريف شراء الأوراق المالية بالهامش :**

يقصد بالشراء بالهامش (ويطلق عليه كذلك الشراء الهامشي) النظام الذي يسمح للعميل بناءا على اتفاق بينه وبين شركة سمسة (وسيط في البورصة ) أو أحد أمناء الحفظ بأن يدفع نسبة فقط من قيمة مشترياته من الأوراق المالية (يسمى الهامش) ويقوم الوسيط (السمسار) أو أمين الحفظ بتمويل الجزء المتبقي، مقابل ضمانات يقدمها العميل تتمثل أساسا في الأوراق المشتراة وفق هذا النظام وما يطلب منه من ضمانات أخرى ند الضرورة<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>محمد إسماعيل هاشم ، أسواق الأوراق المالية والبورصة المصرية ، الجوانب العلمية والعملية وأصولها القانونية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2015 ، ص 477.

<sup>2</sup>محمد إسماعيل هاشم ، المرجع السابق ، ص 507.

## الفرع الثاني : مزايا ومخاطر شراء الأوراق المالية بالهامش

ويقبل المستثمر المغامر أو المضارب على التعامل وفق هذا النظام، نظراً لأنه يحقق له عوائد في حالة ارتفاع الأسعار أعلى كثيراً من تلك التي يحققها له تعامله العادي، أي على أساس الدفع النقدي لكامل قيمة الأوراق المشتراة.<sup>1</sup>

وبالرغم من هذه المزايا التي يحققها نظام شراء الأوراق المالية بالهامس ، إلا أنه ينطوي على مخاطر كبيرة على المستثمر، إذ يعرضه لخسائر كبيرة في حالة انخفاض الأسعار أكبر مما يعرضه له نظام التداول العادي ،وكمثال لتوضيح ذلك نفترض أن أحد المستثمرين قام بشراء سهم إحدى الشركات بسعر 5000دج ثم ارتفع سعر سهم بعد الشراء إلى 7500دج ، فانه في حالة قيام المستثمر بدفع كامل قيمة السهم يكون قد حقق عائداً على الاستثمار يساوي 50% .

أما إذا كان المستثمر في المثال السابق قد استخدم نظام الشراء بالهامش، ويفرض أن الهامش المتفق عليه 50% فإن المستثمر يقوم بدفع 2500دج من قيمة السهم وتقوم الجهة الممولة بدفع 2500دج الباقية ، وبذلك فإن العائد المحقق على الاستثمار بالنسبة للمستثمر يساوي 100%.<sup>2</sup>

وعلى الجانب الآخر فإن مخاطر استخدام الشراء الهامشي تكمن في حالة انخفاض أسعار الأوراق المالية المشتراة، ففي المثال السابق لو أن سعر السهم انخفض بنفس النسبة، أي إنخفض من 5000دج إلى 2500 دج ، يترتب على ذلك فقد المستثمر لرأس ماله بالكامل أي بنسبة 100% من إستثماراته.

<sup>1</sup> محمد إسماعيل هاشم ، المرجع السابق ،، ص 507 .

<sup>2</sup> نفس المرجع ، ص507، 508.

الفرع الثالث : الضوابط التي وضعها المشرع المصري لنظام الشراء  
بالهامش :

نظرا لخطورة الشراء بالهامش وضع المشرع المصري ضوابط عامة  
محكمة لهذا النظام أهمها:

1. لا يجوز أن تجري عمليات الشراء بالهامش إلا على الأوراق  
المالية التي تتوفر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة، وقد  
حددت البورصة تلك الأوراق بأنها التي لا تخضع في تداولها لأية حدود سعرية  
أي الأوراق الأكثر نشاطا، وتعلن البورصة قوائم بتلك الأوراق إذا استوفت  
المعايير الموضوعه لذلك .

2. لا يجوز مباشرة عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش إلا عن  
طريق شركات السمسرة أو أحد أمناء الحفظ.

3. تنفيذ عمليات الشراء بالهامش لابد أن تستند الى عقد خاص بهذا  
النشاط يبرم بين الشركة أمين الحفظ والعميل .

4. تلتزم شركة السمسرة أو أمين الحفظ بتقديم الوراق المالية المشتراة  
بالهامش لكل عميل وذلك في نهاية كل يوم عمل وبأسعار الإقفال الخاصة بتلك  
الأوراق كما تعلنها البورصة .

### المطلب الثاني : بيع الأوراق المالية المقترضة: Short selling

#### الفرع الأول : تعريف بيع الأوراق المالية المقترضة:

يمكن تعريف نظام بيع الأوراق المالية المقترضة بأنه بيع الأوراق المالية  
قبل شرائها "البيع السابق على الشراء" ،<sup>1</sup> أو هو "بيع أوراق مالية لا يملكها  
العميل البائع أي بيع يتم بتسليم أوراق مالية مقترضة ويعرفه العميل البائع"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> احمد سعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، مركز التعليم المفتوح ، جامعة القاهرة ، 1998 ، ص 54.

وعرفته اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 بأنه " إقتراض الأوراق المالية بغرض البيع أو تسليف الأوراق المالية بغرض البيع ، حيث يسمح لشركات السمسرة الحاصلة من هيئة الرقابة المالية على ترخيص خاص بذلك بممارسة نشاط اقتراض أوراق مالية، مقابل ضمان نقدي نيابة عن عملائها الذين يرغبون في بيع تلك الأوراق المالية على أن يتم إعادة الأوراق المالية المفترضة في وقت لاحق للمقترض سدادا للدين. كما يسمح هذا النظام -من جهة أخرى- لأمناء حفظ الأوراق المالية باقتراض الأوراق المالية المحتفظ بها بحسابات عملائهم لديها بناء على طلب ومرافقة هؤلاء العملاء مقابل "

### الفرع الثاني: مبررات اللجوء ببيع الأوراق المالية المفترضة:

من خلال التعريفات السابقة يتضح لنا أن هذا النظام يقوم أساسا على المضاربة، وليس الاستثمار طويل لأجل. فالعميل يبيع الأوراق المالية التي يقترضها ثم يشتريها لا بغرض الاحتفاظ بها كاستثمار، وإنما بغرض تحويلها للمقترض، وهي مضاربة على انخفاض سعر الورقة التي يقترضها في المستقبل عن سعرها الحالي الذي يبيعها به، وبالتالي يأمل في تحقيق ربح يتمثل الفرق بين قيمة البيع بعد خصم العمولات والمصروفات والفوائد وقيمة الشراء لا حقا مضاف إليها العمولات والمصروفات<sup>2</sup>.

وإذا لم تصادف توقعات العميل وسارت الأمور في إتجاه معاكس، وارتفعت أسعار الورقة المالية حال شرائها لسداد القرض عن السعر الذي بيعت به ، فإن العميل يحقق خسارة تتمثل في الفرق السالب بين قيمة شراء الورقة

---

<sup>1</sup>تعريف دائرة معارف الاستثمار المصرية .

<sup>2</sup>محمد إسماعيل هاشم ، المرجع السابق ، ص489.

المالية، مضاف إليها المصروفات والعمولات وثن البيع ، مخصوما منه العمولات والمصروفات والفوائد<sup>1</sup>.

كما قد يمتلك العميل كمية من أسهم شركة معينة ، ويرغب في التحوط ضد إنخفاض أسعارها مستقبلا ، فيقترض كمية تماثل الكمية التي يمتلكها ويبيعها على الفور ، حتى إذا انخفضت الأسعار مستقبلا قام بشرائها بسعر وتحويلها للمقرض سدادا للقرض ، ويحقق بذلك فائضا يعوضه عن إنخفاض قيمة الأوراق التي لديه ، ويطلق على هذا النوع من البيع تعبير البيع مقابل الصندوق againts the box ، دلالة على أن البائع يحوز تلك الأوراق المالية، وكأنه يحتفظ بصندوق ودائعه الخاص<sup>2</sup>.

**الفرع الثالث : المبادئ التي يقوم عليها نظام بيع الأوراق المالية المقترضة في القانون المصري:**

يقوم بيع الأوراق المالية المقترضة على مجموعة من المبادئ هي<sup>3</sup>:

**1** - من الخصائص المميزة لنظام الاقتراض بغرض البيع في سعر إنشاء مجمع واحد pool كوعاء للتسليف لدى جهة واحدة هي شركة مصر للمقاصة ، يتجمع به كميات الأسهم المتاحة للإقراض من كل أمناء الحفظ، وذلك بسبب إختلاف كميات الأوراق المالية التي يحتفظ بها كل أمين حفظ عن الآخر، وضخامة الكميات لدى البعض الآخر وقلتها لدى البعض الآخر .

**2** -يقوم على إدارة النظام لجنة صندوق التسليف ، وهي مشكلة على غرار صندوق ضمان التسويات ، من سبعة أعضاء منهم الرئيس ، ويتولى أمانة اللجنة أحد موظفي الإدارة المختصة بالتسليف بشركة مصر للمقاصة .

<sup>1</sup>نفس المرجع ، ص 489 .

<sup>2</sup>احمد سعد عبد اللطيف ، المرجع السابق ، ص 57.

<sup>3</sup>محمد إسماعيل هاشم ، المرجع السابق ، ص 481-487

3 - تحدد الهيئة العامة للرقابة المالية الحد الأقصى للعمليات التي يمكن تنفيذها لكل ورقة مالية ، ولكل شركة يرخص لها بمزاولة هذا النشاط. ولكل عميل أو مجموعة مرتبطة من العملاء .

4 -لا يسري هذا النظام إلا على الأوراق المالية التي تتمتع بدرجة سيولة عالية والتي لا يخضع تداولها لأي حدود سعرية ، وتحدد طبقا لمعايير تضعها البورصة وتوافق عليها الهيئة العامة للرقابة المالية .

5 - يحتفظ بمقترض الأوراق المالية طوال فترة القرض بجميع الحقوق والفوائد المرتبطة عليه الأوراق المالية ويتم حصوله على هذه الحقوق خصما على حساب الضمان النقدي للمقترض كما أن للمقترض الحق في طلب استرداد الأوراق المالية محل القرض في أي وقت يشاء

6 -تلتزم شركة السمسرة بإبرام عقد بينها وبين العميل المقترض كما يلتزم أمين الحفظ بإبرام عقد على العميل المقترض .

7 -تلتزم شركة السمسرة المصرح لها بممارسة هذا النشاط بالحصول على ضمان من العميل المقترض لا يقل عن 50% من القيمة السوقية للأوراق المالية حسب أسعار إقفالها قبل اقتراضها وبيعها .

8 -تلتزم شركة مصر للمقاصة بإستثمار حصيلة الضمانات النقدية التي تتجمع لديها وعلى أن يكون هذا الاستثمار في أدوات ذات عائد ثابت حددها القانون ، وهي الودائع البنكية ، أذون الخزانة ، وشهادات إيداع البنك المركزي ، ويتم توزيع هذا العائد بنسب مختلفة بين شركة مصر للمقاصة والعميل المقرض وأمين الحفظ .

9 - يكون بيع الأوراق المالية المقترضة بشروطين : أولها أن يتم اقتراض الأوراق المالية فعلا وأصبحت متاحة لشركة السمسرة قبل القيام ببيعها وثانيهما : أن يكون سعر بيع الورقة المالية المقترحة يزيد أو يساوي على الأقل

آخر سعر للتداول ، بشرط أن يكون هذا السعر يزيد عن سعر التداول السابق عليه .

**10** -يتوجب على الشركة السمسرة أن تعيد تقييم الأوراق المالية المقترضة التي قامت ببيعها في نهاية عمل كل يوم وفقا لأسعار إقفالها بالبورصة Marking to market ، ومقارنة تلك القيمة بالضمان (ويتمثل هذا الضمان في القيمة التي بيعت بها الأوراق زائد الهامش النقدي المودع من العميل)، وإذا ما أسفرت المقارنة عن انخفاض الضمان إلى %140 من القيمة السوقية للأوراق المباعة إذا كانت أسهم ، أو %115 إذا كانت سندات،. وجب على الشركة مطالبة العميل بزيادة الضمان إلى %150 بالنسبة للأسهم أو %120 بزيادة بالنسبة للسندات، أي مطالبته بدفع مبلغ إضافي للهامش النقدي الذي قام بدفعه أولا حتى يصل الضمان إلى النسبة المذكورة .

**11** -يخول القانون لشركة السمسرة شراء الأوراق المالية المقترضة التي قامت ببيعها (دون الرجوع للعميل) وذلك لسداد القرض برد تلك الأوراق إلى نظام التسليف في الحالات التالية :

أ-إذا لم يتم العميل بزيادة الضمان وفقا لما ذكر بالبند السابق (عاشرا) وذلك بعد مرور يومي عمل على إخطاره .

ب-إذا انخفضت قيمة الضمان إلى %130 من القيمة السوقية من الأوراق المالية إذا كانت أسهم، أو %110 إذا كانت سندات ولم يستجب العميل لزيادته.

**12** -يمكن للعميل المقترض تسوية القرض في أي وقت بشراء الأوراق المالية السابق له اقتراضها وإضافتها لحسابه لدى أمين الحفظ المختص ومن ثم يخطر شركة الإيداع المركزي لتسوية القرض (أي سداه).

## المطلب الثالث : التداول في ذات الجلسة Same day Trading

### الفرع الأول : تعريف التداول في ذات الجلسة :

يقصد بنظام تداول الأسهم في ذات الجلسة شراء الأوراق المالية ثم بيعها أو جزء منها ، أو العكس في ذات جلسة التداول ، أي بيع كل أو جزء مما قام العميل بشرائه في ذات الجلسة أو شراء كل أو جزء مما قام ببيعه في ذات جلسة التداول<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : خصائص نظام التداول في الجلسة :

-يهدف هذا النظام إلى نفس أهداف أنظمة التداول الخاصة الأخرى السالفة الذكر والتي تتخلص في رفع مستوى السوق وتلبية رغبات جانب من المستثمرين المضاربين .

-ينطوي هذا النظام على درجة مخاطر مالية لذا يجب على العميل الذي يرغب في مزاولته أن يراعى أقصى درجات الحذر، وان تكون قراراته مبنية على دراسة وليست عشوائية .

-عادة ما يلجأ إلي نظام التداول في الجلسة ، العميل الذي لديه أرصدة من الأوراق المالية معينة، ويرغب في الاحتفاظ بها، وبدلاً من أن تظل راكدة لديه يقوم بالمتاجرة بها من خلال هذا النظام على أمل تحقيق ربح وفي نفس الوقت استمرار احتفاظه بتلك الأوراق المالية .

### الفرع الثالث : تنظيم التداول في ذات الجلسة في القانون المصري :

<sup>1</sup>محمد إسماعيل هاشم ، المرجع السابق ، ص 498.

ولقد أدخل هذا نظام التداول في ذات الجلسة إلى التعامل في البورصة المصرية عام 2005<sup>1</sup> بموجب قرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال رقم 24 المؤرخ في 2005/08/07 . ويرتب هذا النظام التزامات خاصة على كل من شركات السمرة والبورصة ، شركة الإيداع والقيود المركزي وذلك تحت إشراف الهيئة العامة للرقابة المالية وذلك على النحو التالي:

### أولا : الأحكام الخاصة بشركات السمسرة :

يفرض هذا النظام على شركات السمسرة إلى جانب الاشتراطات العامة التي تلتزم بها شروطا إضافية تتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

1- الحصول على ترخيص خاص من الهيئة العامة للرقابة المالية بممارسة هذا النشاط بعد استيفاء ما يلي :

• تقديم الشركة ما يفيد أنها من شركات السمسرة التي تتمتع بالجودة والكفاءة والنزاهة .

• ب- تلتزم شركة السمسرة بأن تودع لدى أحد بنوك المقاصة المعتمدة من شركة مصر للمقاصة 25% من متوسط حجم معاملاتها اليومية خلال الشهور الثلاثة السابقة على طلب الترخيص أو مليون جنيه أيهما أكبر ، ويخصص هذا المبلغ لتسوية العمليات عمليات الشركة وفق هذه الآلية .

---

<sup>1</sup>صدر قرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال رقم 24 في 2005/08/07 ، متضمنا القواعد الخاصة بتطبيق هذا النظام ، وكان قاصرا على تنظيم عمليات الشراء أولا ثم البيع في نفس اليوم ، وبعد إصدار نظام اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع عام 2007 ، تم تعديل القرار المذكور بموجب قرار رئيس الهيئة بنفس الرقم (24) بتاريخ 2008/03/25 ، ليشمل عمليات البيع أولا ثم الشراء بعد ذلك في ذات الجلسة ، وإضافة ما يسمح بالتعامل على الأسهم المصدرة بالعملة الأجنبية ثم صدر قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 ، في 2012/10/08 ، الذي وضع قواعد جديدة للتداول في ذات الجلسة ألغيت بموجبه القرارات السابقة .

<sup>2</sup>محمد إسماعيل هاشم ، المرجع السابق ، ص 499.

• ج- تلتزم الشركة بإبرام عقد خاص على العميل محدد شروط التعامل وفق هذا النظام بالذات ، مستقلا عن أية عقود أخرى بين الشركة والعميل ، ويجب أن يوقع عليه العميل بنفسه ولا تجوز الوكالة.

• د- تخصص شركة السمسرة ضمن هيكلها الإداري إدارة خاصة لا يقل عدد أفرادها عن ستة (06) موظفين لممارسة هذا النشاط ، على أن يكون هؤلاء الموظفين مؤهلين ولهم خبرة لا تقل عن سنتين في مجال أعمال بورصة الأوراق المالية ، وحاصلين على الدورات التدريبية المعتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية وشركة مصر للمقاصة في مجال هذا النشاط بالإضافة إلى شرط النزاهة والأمانة<sup>1</sup>.

2- تلتزم الشركة بأن تفصح كتابة لعملائها عن المخاطر الاستثمارية التي يتعرضون لها ، كما يجب أن يكون النموذج الذي تستخدمه الشركة في هذا الإفصاح وفقا للنموذج الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية.

3- تلتزم شركة السمسرة باستخدام نموذج خاص لأوامر العملاء المتعاملين بهذا النظام توافق عليه الهيئة العامة للرقابة المالية .

4- تلتزم الشركة وفقا لقواعد هذا النشاط بألا تتجاوز قيمة التعاملات اليومية للعميل الواحد 1/20.000 (واحد من عشرين ألف) من عدد الأسهم المقيدة بالبورصة للشركة محل التعامل ، وتراقب البورصة الالتزام بذلك أيضا .

5- يجب على شركة السمسرة في حالة تنفيذ أوامر البورصة بالبيع أولا ثم الشراء أن تقوم بحجز كمية الأسهم المطلوب بيعها من خلال مجمعة الأسهم المتاحة للإقراض (وعاء التسليف) لدى شركة مصر للمقاصة، إذا لم تكن الأسهم متاحة لدى العميل. وعلى ذلك فإن هذا النوع من التداول في مثل هذه الحالة

---

<sup>1</sup>المادة السابعة من القواعد الحاكمة لنظام التداول في ذات الجلسة الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال رقم 67 لسنة 2012.

ينطوي على نظاميين من نظم التداول الخاصة وهي الاقتراض بغرض البيع، ثم شراء الأسهم المباعة في نفس الجلسة لسداد القرض أو جزء منه، وينطوي لذلك على مخاطر مضاعفة .

### ثانيا: الأحكام الخاصة بالبورصة :

تلعب البورصة باعتبارها المنظم لعمليات البورصة والحيز الذي تتم في إطاره دورا في ضبط نظام التداول في ذات الجلسة وذلك من خلال<sup>1</sup>:

1 -أنيط بالبورصة وضع القواعد التفصيلية لتنفيذ هذا النظام بالتعاون مع شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، وتقديمه للهيئة العامة للرقابة المالية لاعتماده، وتعتبر البورصة مسؤولة عن مراقبة تنفيذ هذا النظام تنفيذا صحيحا في إطار الضوابط المحددة له، واقترح ما يلزم لتطويره في حالة الحاجة ذلك ، وعرض مقترحاتها في هذا الشأن على الهيئة العامة للرقابة المالية للحصول على موافقتها .

2 -تلتزم البورصة باستخدام نظام الربط الآلي بينها وبين شركة الإيداع والقيود المركزي مخصص لتنفيذ هذا النظام ، وبحيث لا يقبل نظام التداول المعمول به في البورصة عرض أية أسهم للبيع في إطار هذا النظام إلا إذا كانت قد تم حجزها مقدما لدى شركة الإيداع والقيود المركزي وأصبحت متاحة للبيع وعلى البورصة التحقق من أن الأوامر التي تدخلها شركات السمسرة لتنفيذ عمليات عكسية وفق هذه الآلية من التداول قد سبقها تنفيذ عمليات فعلية في ذات الجلسة وعلى ذات الورقة المالية ولنفس العميل .

3 -تختص البورصة بوضع المعايير اللازم توفرها في الأسهم التي يمكن التفاعل عليها وفق هذا النظام ، مع الأخذ في الاعتبار الإجراءات المعمول بها بنظام مجمعة الأسهم المتاحة للإقراض (وعاء التسليف) لدى شركة

<sup>1</sup>محمد إسماعيل هاشم ، المرجع السابق ، ص 499.

الإيداع والقيود المركزي على أن تعتمد هذه المعايير من الهيئة العامة للرقابة المالية .

4 - تعلن البورصة لحظيا على شاشات التداول عن الأسهم المسموح بالتعامل عليها وفق هذا النظام، وكذا عدد الأسهم المسموح للتعامل بالتعامل عليها كحد أقصى بالنسبة لكل شركة مصدرة، والتي يجب ألا تزيد على واحد من عشرين ألف ( 20.000/1 ) من الأسهم المقيدة ، وهي نسبة يمكن تعديلها بإقتراح البورصة وموافقة الهيئة العامة للرقابة المالية بما يحقق صالح السوق والمتعاملين فيه <sup>1</sup>.

### ثالثا : الأحكام الخاصة بشركة المقاصة والإيداع والقيود المركزي :

- 1/ يقع على شركة المقاصة والإيداع والقيود المركزي واجب توفير النظم الآلية التي تربط بينها وبين البورصة والتي تمكنها من إجراء التسوية اللحظية للعمليات التي تنفذ بنظام التداول في ذات الجلسة.
- 2/ تقوم شركة المقاصة والإيداع والقيود المركزي بتدريب العاملين لدى شركات السمسرة على النظم الآلية المستخدمة في تنفيذ هذا النظام .
- 3/ تلتزم الشركة بتوفير البيانات اللحظية والتقارير الدورية المتعلقة بهذا النظام وتقديمها إلى الهيئة العامة للرقابة المالية فور طلبها ، أو في المواعيد المحددة بالقواعد الحاكمة لهذا النشاط.
- 4/ تلتزم شركة المقاصة والإيداع المركزي بالتحقق من عدم تنفيذ عملية البيع أو شراء وفقا لهذه الآلية إلا بعد قيام شركة السمسرة بحجز كل أو جزء من رصيد العميل المتاح بحسابه الخاص بالأوراق المالية في حالة البيع ، أو توفير الرصيد النقدي لدى شركة السمسرة المعنية في حالة الشراء.

<sup>1</sup> المادة الرابعة من القواعد الحاكمة لنظام التداول في ذات الجلسة الصادر بقرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال رقم 67 لسنة 2012.

• 5/تراقب شركة المقاصة الإيداع المركزي أداء شركات السمسرة فيما يتعلق بمدى إلتزامها بقواعد ممارسة هذا النشاط وخاصة بالنسبة للوفاء بالتزاماتها المالية وكفاية رصيد حسابها لدى بنك المقاصة المخصص لتسوية عملياتها ولها أن تقترح على الهيئة العامة للرقابة المالية تخفيض حدود التعامل لأية شركة سمسرة في حالة مخالفة الأخيرة لقواعد هذا النظام .

رابعاً : دور الهيئة العامة للرقابة المالية في نظام التداول بذات جلسة التداول :

• 1-دراسة واعتماد القواعد المناسبة لتطوير هذا النظام والتي تعدها كل من البورصة وشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي كل فيما يخصه .

• 2- تحليل ودراسة البيانات المتعلقة بهذا النظام التي تحصل عليها لحظياً وفي نهاية عمل كل يوم بطريقة آلية من كل من شركة الإيداع والقيود المركزي والبورصة ، والتي تشمل على بيانات التعامل على مستوى العملاء ، وعلى مستوى الأسهم ، وعلى مستوى كل شركة من شركات السمسرة ، وكذلك البيانات الخاصة بالمبالغ المودعة من كل من تلك الشركات على ذمة تسوية عملياتها ، ونسبة قيمة معاملات كل منها خلال اليوم إلى المبلغ المودع وتقرير عن المخالفات المنسوبة لكل شركة إن وجدت .

ومن خلال دراسة تلك البيانات تتمكن الهيئة من مراقبة هذا النظام يومياً، بل لحظياً والتأكد من أن التعامل وفق هذا النظام يتم في الحدود الآمنة.

• 3-تراقب الهيئة مدى إستمرار ملاءمة الضوابط الموضوعة لهذا النظام مع ظروف السوق، ولها أن تتدخل بتعديل تلك الضوابط ، كتعديل الحد الأعلى المسموح لأية شركة سمسرة بالتعامل في نطاقه ، أو الحد الأقصى لتعامل العميل الواحد على سهم معين ، أو الحدود الدنيا للمبالغ التي تودعها شركة السمسرة على ذمة تسوية عملياتها ، أو المعايير المحددة للأسهم التي يتم

التعامل عليها تحت هذا النظام ، أو غير ذلك من إجراءات تحقق صالح المتعاملين والسوق ككل .

### المبحث الثاني : عمليات البورصة الآجلة :

تعد العمليات الآجلة الركيزة الأساسية في سوق الأوراق المالية، وهي متنوعة ومختلفة من بورصة إلى أخرى ومن بلد إلى آخر، فإذا تباع الطرفان على أن يتم تأجيل التسليم ودفع الثمن، إلى يوم معين يتفقان عليه، فإن ذلك البيع يعد من العمليات الآجلة .

ولقد كانت هذه العمليات عمليات باطة<sup>1</sup> ، تتم وفق عقود رضائية، إلا أن بعض التجار كان يتراجع عن التنفيذ إذا رأى أن تنفيذه للعقد في غير صالحه، وهنا ظهرت العمليات الآجلة الشرطية<sup>2</sup>.

إلا أنه وبالتطور المستمر للعمليات الآجلة أصبحت تشمل الموارد الطبيعية كالذهب والفضة ثم أصبحت تعقد على أوراق مالية .

ومع ظهور العمليات الآجلة المطورة كالعمليات المستقبلية والخيارات ألغيت معظم الأشكال التقليدية للعمليات الآجلة .

ويرجع الفضل في تطوير العمليات الآجلة إلى بورصة شيكاغو منذ عام 1973، وهي تعمل على تطوير تلك العمليات ، إذ أدخلت لأول مرة عقود المشتقات على الأصول المالية، وبذلك يعد هذا التاريخ ثورة في سوق الأوراق المالية<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>العمليات الباطة هي العمليات التي يحدد فيها الطرفان موعد التنفيذ بتراضي منهما ودون أية شروط جزائية .

<sup>2</sup>العمليات الشرطية هي عمليات تجعل تنفيذ الإلتزام فيها من قبل أطرافها إختياريا ، إذ تتيح هذه العمليات لأحد أطرافها العدول عن تنفيذ العقد في مقابل أداء إلتزامات مالية .

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، الهندسة المالية بإستخدام التوريق والمشتقات ، ج 2 ، منشأة المعارف ، 2003 ، ص 06.

وعليه يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الآجلة أصبح ينحصر في المشتقات المالية .

### **المطلب الأول : ماهية المشتقات المالية :**

نتناول تعريف المشتقات المالية ثم أهميتها .

### **الفرع الأول : تعريف المشتقات المالية :**

تنقسم الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال إلى أوراق مالية أساسية fundamental وهي الأوراق المالية التقليدية وأوراق مالية مشتقة Derivatives وهي أوراق مالية حديثة تتمثل في العقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المبادلات .

والمشتقات هي أدوات مالية حديثة أشتق عائدها من ورقة مالية تقليدية متداولة في السوق العاجلة ، فسعر العقد المستقبلي على سبيل المثال مشتق من قيمة الورقة المالية للذهب في السوق العاجلة<sup>1</sup>.

### **الفرع الثاني : أهمية المشتقات :**

اكتسبت المشتقات المالية شهرة واسعة ونمت نموا سريعا وذلك للمميزات التي تتميز بها المتمثلة في<sup>2</sup>:

• **1- إكمال السوق :** والسوق المكتملة هي السوق التي يمكن الحصول على جميع المنافع والفوائد منها، وإذا كان تحقق مثل هذه السوق مستقبلا، فإن المشتقات المالية تلعب دورا هاما في اقتراب أسواق المال إلى صفة الكمال والمثالية ، إذ بوجودها تتيح للمتعاملين بها تحكما أكثر في المخاطر التي تحيط بمحافظ الأوراق المالية .

---

<sup>1</sup> أحمد سعيد أحمد الشهراني ، عمليات الاوراق المالية العاجلة والآجلة ، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الحقوق ، بكلية الحقوق ، جامعة القاهرة ، 2007 ، ص 150 و 151.

<sup>2</sup> نفس المرجع ، ص 152-155.

• **2-المضاربة :** بالرغم من أنها عمليات محفوفة بالمخاطر اذا تعامل بها عديم الخبرة والمعرفة التامة بها ، إلا أن المشتقات أدوات قوية جدا لجني الأرباح اذا تعامل بها الخبراء الذين. يحسنون ويتوقعون جميع المخاطر المحتملة .

• **3-إدارة المخاطر :** مع أن المشتقات تحتل على كثير من المخاطر لتعرض أسعارها للتذبذب، فإنها مع ذلك أدوات قوية تحد من مخاطر تقلب الأسعار ولكنها تتطلب إدارة ناجحة ومعرفة عميقة بمبادئ عملية تسعير المشتقات المالية .

• **4- كفاءة التداول :** في كثير من الأحيان يجد المتداولون للمشتقات المالية أنها أكثر جاذبية من الأوراق المالية التقليدية، إذ أن تكلفة تداول المشتقات المالية أقل بكثير من تكلفة تداول الأوراق المالية الأساسية، ويضرب مثلا لذلك بإمكانية إحدى الشركات إستغلال سوق المستقبلات للحصول على سندات خزانة قيمتها مليون دولار بتكلفته لا تزيد عن 100 دولار فقط ، هذا وتكون المشتقات المالية في كثير من الأحوال أكثر جاذبية من غيرها لإرتفاع سيولتها المالية .

## **5-المراجعة :**

يقصد بالمراجعة حصول التفاعل في السوق على أرباح فيه بأن يستمر دون مخاطر ونمثل على ذلك بسهم IBM والذي يتم تداوله في كل من بورصة نيويورك و بورصة الباسفيك، إذ قد يكون سعر سهم IBM في بورصة نيويورك هو 110 دولار وسعره في نفس الوقت في بورصة الباسفيك هو 105 دولار فيجری المتداول عملية شراء من بورصة الباسفيك لسهم IBM وعملية بيع في

نفس الوقت لنفس السهم IBM في بورصة نيويورك ، فينتج على العمليتين ربح مقداره 05 دولارات دون مخاطرة<sup>1</sup>.

وتشمل المشتقات العقود لأجل والخيارات وعقود المبادلات وسنتناول هذه الأنواع بالتفصيل على النحو التالي.

### المطلب الثاني : العقود لأجل :

les contrat a terme de de type Forward ou de type future

تعد العقود لأجل احد أنواع عقود المشتقات القابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية و تنقسم هذه العقود إلى فئتين العقود الآجلة والعقود المستقبلية .

Les contrats a terme de type **العقود الآجلة** :  
: Forward

تعد العقود الآجلة من أقدم أنواع المشتقات ظهورا وتعرف العقود الآجلة بأنها : "تلك العقود التي يلتزم فيها البائع بتسليم كمية معينة من أصل مالي(عملة -أسهم - سندات - أوراق مالية أخرى) في تاريخ لاحق ومحدد سلفا بسعر محدد مسبقا.<sup>2</sup>

فالعقود الآجلة على هذا النحو تعد أداة تستخدم لتغطية المخاطر المترتبة على تقلبات أسعار الأصول المالية، حيث يتجدد منذ لحظة إبرام العقد محل العقد (ورقة مالية أو عمله ) والسعر الذي سوف يتم بناءا عليه التبادل والتاريخ الذي سوف يتم فيه التبادل<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>أحمد سعيد أحمد الشهراني ، نفس المرجع ، ص 155.

<sup>2</sup>غزال العوسي ،آليات العمل في بورصة الأوراق المالية " دراسة مقارنة بين مصر وفرنسا في ضوء أحدث التعديلات التشريعية والفنية " ، دار النهضة العربية، القاهرة ، 2010 ،ص163.

<sup>3</sup> نفس المرجع ، ص 163 .

-وتتمتاز العقود الآجلة بأنها عقود شخصية، حيث يكون للطرفان الحق في وضع شروط العقد وفقا لظروف كل منهما، ولذلك تعد العقود الآجلة ذات خطورة أكبر بالنسبة لطرفيها من العقود المستقبلية ذات الطبيعة المنظمة<sup>1</sup>.

الفرع الثاني : العقود المستقبلية : les contrat a terme de type future

### أولا : تعريف العقود المستقبلية وخصائصها :

تعد العقود المستقبلية شديدة الشبه بالعقود الآجلة، حيث تحمل نفس المعنى ونفس الخصائص الأساسية ، غير أن العقود المستقبلية تتسم بخاصيتين أساسيتين غير متواجدين في العقود الآجلة<sup>2</sup>:

**الأولى :** أن العقود المستقبلية تعد عقود منظمة وذات بنود نمطية ويتم تداولها عبر الأسواق المالية المنظمة ، حيث يتم تحديد عدد الوحدات محل العقد وتاريخ التسليم ومستوى الأسعار في ضوء القواعد التي تحكم عمل السوق وهو ما يقلل من المخاطر المترتبة على هذه العقود بالنسبة لأطرافها .

**الثانية :** وجود آلية لتقليل المخاطر الناتجة عن العقود المستقبلية تتمثل بصفة أساسية في التزام طرفي العقد بإيداع نسبة من قيمة العقد كضمان لتنفيذ الالتزام ويطلق عليه هامش مبدئي Marge initiale ، وهو ما لا يوجد في العقود الآجلة ، ويتراوح هذا الهامش ما بين 01% إلى 10% من قيمة العقد حسب طبيعة الأصل المالي محل التعاقد ، ويتم إيداع هذا الهامش في صورة نقود أو أوراق مالية .

كذلك وعلى عكس العقود الآجلة لا يجوز إبرام أي عقد بين طرفيه بصفة شخصية بل لا بد من إتمام جميع عمليات التعاقد عن طريق غرفة المقاصة

<sup>1</sup>غزال العوسي ، المرجع السابق ، ص 163.

<sup>2</sup>غزال العوسي ، المرجع السابق ، ص 164.

والتي تقوم بالتسجيل الفوري لأي عقد مستقبلي منذ لحظة تداوله بين البائع والمشتري.

### ثانيا : أنواع العقود المستقبلية :

• **أ/العقود المستقبلية على السلع والبضائع :** ويسمى في فرنسا سوق ماتيف MATIF ويشمل الذرة ، القمح ، زهرة عباد الشمس ، أما الخنازير والبطاطا فتتداول في امستردام .

• **ب/العقود المستقبلية على الاصول المالية :** وبدأ التعامل في الأصول المالية في السبعينات واشتهرت هذه السوق في الوم أ خاصة في يتعلق بالعقود الواردة على أدوات الخزانة .

• **ج/ العقود المستقبلية على نسب الفائدة :** هي عقود تمكن المكتتبين فيها من التغطية ضد مخاطر نسبة الفائدة .

هي عملية بموجبها يلتزم البائع بأن يدفع للمشتري الفارق في حالة ارتفاع نسبة الفائدة وفي المقابل يلتزم المشتري بأن يدفع للبائع الفارق في حالة انخفاض نسبة الفائدة .

### المطلب الثالث : عقود الخيارات:

#### الفرع الأول : تعريف عقود الخيارات :

هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقا، إذ في هذه الحالة يكون

لصاحب حق الخيار تنفيذ عقد الخيار أو عدم تنفيذه ومقابل حصوله على حق الخيار فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق ثمناً يشمل مكافأة غير قابلة للرد.

ويمكن تعريف خيار شراء القيم المنقولة بأنه : "الاتفاق الذي يبرم بين طرفين سواء أكان في البورصة أو خارجها ، على منح أحد الطرفين للآخر شراء أو بيع قيم منقولة ، سواء أكانت أسهماً أم بضائع أم عملات أجنبية ، أم معادن ثمينة ، لقاء مبلغ من المال يسمى علاوة الإصدار ، ويكون لمشتري الخيار الحرية في إبرام العقد المتفق عليه خلال المدة المحددة له ، وذلك في مقابل أداء السعر المحدد لاستعمال الخيار خلال المدة المحددة له ، الأمر الذي يؤدي إلى انتهاء عقد الخيار"<sup>1</sup> .

### الفرع الثاني : نشأة وتطور عقود الخيارات :

بدأ التعامل في الخيارات في القرن السابع عشر على السلع الزراعية وبعض المعادن ثم دخلت العقارات والأوراق المالية كسلع لعقود الخيارات، لأول مرة في لندن عام 1820 ثم الو م أ عام 1860 ، إلا أنها اتخذت طابع شخصي وغير تنظيمي، ولم يظهر أول سوق لتنظيم لعقود الخيارات إلا عام 1973 بمدينة شيكاغو ثم انتقل إلى لندن عام 1979 لينتشر في باقي أوروبا<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث : خصائص عقود الخيارات :

تتميز عقود الخيارات بمجموعة من الخصائص وهي :

- **عقد الخيار هو عقد مركب** : من عقدين ، يتمثل العقد الأول في الخيار بحد ذاته ، ويتمثل الخيار الثاني في العقد المطلوب إبرامه في حال قيام مشتري

---

<sup>1</sup> أحمد عبد الرحمن الملحم ، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة ، مجلس النشر العلمي ، جامعة الكويت ، 2001 ، ص 16.

<sup>2</sup> أحمد سعيد أحمد الشهراني ، المرجع السابق ، ص 172 و 173.

الخيار بإستعماله ، وفي هذا يمتاز الخيار عن العقود الآجلة التي تنشأ التزامين متقابلين يحلان عند بلوغ العقد أجله<sup>1</sup>.

-يعتبر خيار شراء القيم المنقولة ورقة مالية قابلة للتداول قبل حلول تاريخ إستعمال الأجل ، حيث يكون لمشتري الخيار إستعماله أو عدم إستعماله أو حوالته<sup>2</sup>.

-يعتبر عيار شراء القيم المنقولة أداة إستثمارية محدودة المخاطر أو الكلفة المالية ، لان مخاطر مشتري الخيار محدودة في قيمة علاوة إصدار ، وذلك في حالة عدم إستعمال الخيار الذي يحصل عليه في خيار الشراء إذا نزلت أسعار القيم المنقولة عن سعر البيع المتفق عليه<sup>3</sup>.

- يعتبر عيار شراء القيم المنقولة أداة إستثمارية مزدوجة ، فهو يصلح للمضاربة على تقلب الأسعار ، ويصلح من جانب آخر لإستعماله من أجل إدارة المخاطر ومن خلال تغطية العقود الآجلة بعقود أخرى على النحو الذي جرى تفصيله آنفا<sup>4</sup>.

-الأصل العام أنه لا أهمية لمحل العقد -القيم المنقولة- لدى مشتري الخيار ، لأنه لا يسعى إلى شراء هذه القيم ، بل يرمي إلى الإستفادة من فرق السعرين : اي سعر شراء القيم المنقولة وسعرها السوقي عند حلول الأجل أو في خلاله ، لذلك فإنه في أغلب الأحيان لا يملك محرر الخيار القيم المنقولة عند بيعه للخيار ، لأن الأمر يؤول إلى مجرد دفع الفرق ، بيد أنه في بعض الأحيان يمنح العقد النموذج مشتري الخيار في طلب الحصول على القيم المنقولة ، وهو

---

<sup>1</sup>أحمد عبد الرحمن الملحم ، المرجع السابق ، ص 26.

<sup>2</sup>نفس المرجع ، ص 27.

<sup>3</sup>نفس المرجع ، ص 28.

<sup>4</sup>نفس المرجع ، ص 28.

أمر من شأنه أن يدفع محرر الخيار إلى شرائها من البورصة ، لذا يتعين أن تكون القيم المنقولة من المثليات.<sup>1</sup>

#### الفرع الرابع : أنواع عقود الخيار :

هناك نوعان من الخيارات :

##### • أولاً : خيار الشراء (خيار النداء):

ويعطي لصاحبه الحق في الشراء وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار (مشتري الخيار) الحق في شراء الأصل بسعر محدد ومتفق عليه ومن ثم إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار غير ملتزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه، في حالة اختيار مشتري الخيار عدم تنفيذ العقد فإن بائع هذا العقد يحصل على مقابل معين يمنح حق خيار الشراء للمشتري يسمى بالعمولة Premium ، يحدد غالباً بنسبة مئوية من الثمن الإجمالي للصفقة.

##### • ثانياً : خيار البيع (خيار الطرح):

وهو عكس عقود خيار الشراء يعطي الحق لصاحبه في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق عليه إذ يمكنه اللجوء إلى السوق للبيع بسعر أعلى في حين يحصل الطرف الآخر على العمولة.

#### المطلب الرابع : عقود المبادلات Swaps :

من أهم عقود المشتقات المالية عقد المبادلة Swap إذ هو القاسم المشترك في كل أنواع المشتقات المالية نظرا لوجود مبادلات لأسعار الفائدة والصرف والسلع والأسهم إلى جانب عقود خيار المبادلة ، كما أن له أهمية كبرى في التحوط من تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية<sup>1</sup>.

### الفرع الأول : تعريف عقد المبادلة :

"وتتضمن عقود المبادلة اتفاقا بين طرفين يتنازل بمقتضاه كل منهما للأخر عن مركزه القانوني لمدة محددة يعود بعد انتهائها الحال إلى ما كان عليه قبل التعاقد"<sup>2</sup>.

كما يعرف عقد المبادلة بأنه : "عقد يبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية وكما هو الحال في معظم المعاملات في الأوراق المالية فإن أطراف المبادلة لا يعرفون بعضهم البعض ، أما الوسيط الذي يقرب بين الطرفين ويساعد على إتمام الصفقة يسمى "مسهل المبادلة" <sup>3</sup>.

كما يعرف الفقه الفرنسي عقد المبادلة بأنه : "عقد بمقتضاه يلتزم الطرفين (طرفي العقد) بتبادل أصل مالي معين أو الإيرادات المالية المترتبة عليه وذلك فيما يتعلق بعمليات محددة"<sup>4</sup>.

### الفرع الثاني : نشأة عقود المبادلات وتطورها :

---

<sup>1</sup>آمال كامل عبد الله ، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة Swaps ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2004 ، ص 12 .

<sup>2</sup>نفس المرجع ، ص 13.

<sup>3</sup>أحمد سعيد أحمد الشهراني ، نفس المرجع ، ص 199.

<sup>4</sup>DELATTRE Eric , Les Nouveaux instrument financiers , 1 er edition , P.U.F , Paris , 1994 , p 36 .

نقلا عن : غزال العوسي ، المرجع السابق ، ص 163.

ظهرت عقود المبادلات لأول مرة في السبعينات من القرن الماضي ، وذلك بهدف منح المتعاملين في السوق الحماية من المخاطر المترتبة عن تقلبات أسعار الفائدة وأسعار العملات والوصول إلى أفضل الشروط في ظل ظروف السوق.<sup>1</sup>

فقد فرضت فكرة المبادلة نفسها كأحد الحلول لازمة دخول الاقتصاد العالمي في الركود منذ منتصف السبعينات ، بإعتبارها أحد أدوات مواجهة مخاطر التقلبات في قيم العملات الأجنبية ، إذ نشأت عقود المبادلات في بريطانيا عام 1970 ، إلا أن سبب نشأتها في بريطانيا كان يرجع إلى أن الحكومة البريطانية شددت رقابتها على تحركات العملات الأجنبية للحد من تعاملات تجار العملة ، الأمر الذي طور معه تجار العملة مبادلات العملة لتجنب تلك الرقابة ، وبمرور الوقت إنتشر إستخدام هذه الفكرة لتصبح في التسعينات أحد أدوات التعامل الأساسية.<sup>2</sup>

وقد كانت أول عملية مبادلة لنسبة الفائدة عام 1981 بين شركة IBM والبنك الدولي وزادت قيمة المبادلة لنسبة الفائدة الى حد كبير ، فبعد أن كانت 683 دولار في عام 1987 حتى اصبحت 22 ترليون في عام 1997 ، وتمت سوق مبادلة العملات من 183 مليار دولار في عام 1987 حتى أصبح 1,5 ترليون دولار عام 1997.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث : أهداف عقد المبادلة :

---

<sup>1</sup>غزال العوسي ، المرجع السابق ، ص 168.

<sup>2</sup>أحمد سعيد أحمد الشهراني ، المرجع السابق ، ص 200.

<sup>3</sup>نفس المرجع ، ص 201.

• **1-الترجيح:** وهي عملية يتم فيها تحقيق ربح من استغلال فروق الأسعار بين الأسواق حيث يتم شراء السلعة من سوق وبيعها بسعر أعلى في سوق آخر<sup>1</sup>.

• **2- تغطية المخاطر :** تستخدم عمليات المبادلة للتحوط ضد مخاطر ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية ، وتتميز عن باقي الأدوات المالية كالخيارات والعقود الآجلة بأنها تحقق الغرض المطلوب منها بدون تكلفة عالية مع إستخدام قدر من التنبؤ بتقلبات الأسعار.<sup>2</sup>

• **3-تخفيض تكلفة التحويل:** قد تبرم عقود المبادلة بهدف تخفيض تكلفة تمويل مشروع معين، وذلك عن طريق الاستفادة من ميزة يمتلكها كل طرفي العقد في أحد فروع السوق والمبادلة هذه الميزة غير مشابهة في سوق آخر يستفيد الطرفان .

مثال ذلك : تمتلك الشركة "أ" أصولا ترد عليها دخلا متغيرا والشركة "ب" أصولا تحقق دخلا ثابتا، ترغب الشركة الأولى في الحصول على تمويل في شكل سندات بمعدل فائدة ثابت، و الشركة الثانية في شكل سندات بمعدل فائدة متغير، في هذه الحالة يكون من المناسب أن يبرم الطرفان عقد مبادلة بمقتضاه يتولى كل طرف سداد التزامات الطرف الأخر. وهكذا يساعد عقد المبادلة على حصول كل من الطرفين على تمويل بشروط أفضل وربما بتكلفة أفضل أيضا .

• **4-المضاربة :** تساعد عقود المبادلة على استخدام التوقعات بشأن تقلبات أسعار الفائدة في إدارة الأصول أو الخصوم المالية لكيان اقتصادية معين .

فكما تمكن هذه العقود من التحوط ضد مخاطر تقلبات هذه الأسعار تسمى أيضا بالاستفادة من هذه التقلبات عن طريق المضاربة. مثل :لو ابرم

<sup>1</sup>آمال كامل عبد الله، المرجع السابق، ص 14.

<sup>2</sup>نفس المرجع ، ص 15.

شخص عقد المبادلة للتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار صرف عملة معينة مقابل أخرى، بسعر صرف محدد مع الاتفاق على شرائها بسعر محدد في تاريخ لاحق . فلو انخفض سعر هذه العملية الفوري في الأسواق سيجد نفسه ملزماً بشرائها وعندئذ يكون الربح، وهو الفرق بين السعر الذي يشتري به والسعر السائد في السوق من نصيب الطرف الآخر الذي أبرم العملية بقصد المضاربة<sup>1</sup>.

● **5-الاستثمار في اسواق جديدة** :تسمح عقود المبادلة لأطرافها بإقتحام أسواق كانوا غير قادرين على دخولها لعدة أسباب مثل نقص السيولة المالية أو العملة الأجنبية أو الخوف من تقلبات أسعار الصرف. فهي تسمح للعديد من الكيانات الإقتصادية بدخول أسواق دون حاجة إلى التوافق مع القواعد السائدة فيها ، مثال ذلك الشركة التي تريد الحصول على عملة معينة كالدولار الأمريكي ولكن ليس لديها وسيلة للدخول مباشرة للسوق الأمريكي ، يمكنها الحصول على فرصة استثمار خارج الولايات المتحدة ثم تقوم بتحويل أرباحها إلى دولار أمريكي عن طريق المبادلة Swaps ، وبعد دخولها للسوق الأمريكي يمكنها أن تستعيد عملتها الأصلية مرة أخرى<sup>2</sup>.

#### الفرع الرابع : مصادر التنظيم القانوني لعقود المبادلة :

##### ● أولاً : العقود النموذجية :

نظراً لغياب تنظيم قانوني عند ظهور عقود المبادلة ثم تعويض ذلك عن طريق وضع عقود نموذجية لهذه الصفقات، تتضمن الالتزامات الأساسية لأطراف الصفقة، بحيث يكتفي الأطراف بتبادل الرضا على الخضوع لمثل هذه العقود ، وهذا ضماناً لسرعة إبرام المعاملات من جهة وتحقيق الأمان القانوني

<sup>1</sup>آمال كامل عبد الله، المرجع السابق، ص 17.

<sup>2</sup>نفس المرجع ، ص 18.

للأطراف من ناحية أخرى. ومن ابرز هذه العقود النموذج الأمريكي والنموذج الفرنسي<sup>1</sup>.

● **ثانيا : التنظيم التشريعي للمبادلات :**

تم سن على مستوى العديد من الولايات في الوم ا منذ نشأة هذه العقود قوانين لتنظيم التعامل في عقود المستقبلات ، فصدر قانون التجارة في المستقبلات عام 1991 ونظم الإشراف عليها قانون الإشراف على المشتقات عام 1994 وفي انجلترا نظمت بقانون الخدمات والأسواق المالية لعام 2000 . وفي فرنسا وبعد تنظيم المشرع للعقود الآجلة في قانون 28 مارس 1985، توسع في ذلك للمبادلات في قانون 6 جويلية 1996، فقام بتنظيمها بشكل مفصل في المدونة النقدية والمالية لعام 2000 ثم القانون الخاص بالتنظيمات الاقتصادية الحديثة لعام 2001 .

**الفرع الخامس : أنواع عقود المبادلة :**

يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من أنواع عقود المبادلة هما عقود مبادلة العملات وعقود مبادلة أسعار الفائدة .

**أولا : عقود مبادلة العملات :**

يهدف هذا النوع من عقود المبادلة على التحوط من المخاطر الناشئة عن التقلبات المحتملة في أسعار صرف العملات ويتم هذا العقد على خطوتين:

- شراء أو بيع عملية معينة مقابل عملية أخرى بشكل فوري مع الالتزام بالقيام يعكس العملية بشكل لاحق .

**ثانيا : عقود مبادلة أسعار الفائدة :**

---

<sup>1</sup>نفس المرجع ، ص 19.

ويهدف هذا النوع من عقود المبادلة إلى التحوط من تقلبات أسعار الفائدة ، حيث يلتزم كل من الطرفين بالوفاء بسعر الفائدة المحدد لقرض الطرف الآخر لكونه أكثر ملائمة لظروفه ، سواء من ناحية ثبات أو تغير سعر الفائدة أو من ناحية نوع عملية القرض التي يتم بها سداد الفائدة.

مثال : اقترضت الشركة "أ" مبلغ مليون دينار من أحد البنوك بفائدة متغيرة كانت 07% وقت إبرام القرض، ثم قامت باستثماره في مشروع يدر عليها عائدا ثابتا قدره 9% سنويا ، وتخشى الشركة من ارتفاع سعر الفائدة المتغيرة عن 9% لان ذلك يضعها في مأزق مالي تضطر معه إلى سداد فوائد أكثر مما تحصل عليه من عائد استثمار هذا القرض .

واقترضت الشركة "ب" نفس المبلغ بفائدة ثابتة 7% سنويا ثم وضعت في استثمارات تدر عائدا متغيرا قدره 7% ، وتخشى انخفاض سعر الفائدة المتغير عن 7% لأنها عندئذ ستضطر إلى سداد فوائد تفوق ما تدر عليها استثماراتها.

تمثل مبادلة أسعار الفائدة بالنسبة لهاتين الشركتين الحل الأمثل للمأزق المالي المحتمل لكل منهما، حيث يتم إبرام عقد مبادلة تلتزم بمقتضاه الشركة "أ" بسداد الفائدة الثابتة لقرض الشركة "ب"، والشركة "ب" بسداد الفائدة المتغيرة للشركة "أ" وذلك دون التزام أي منهما بسداد أصل القرض .

## المصادر والمراجع

### أولا : المصادر :

-المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر عدد 34 لسنة 1993.

-الامر 10/96 مؤرخ في 10 جانفي 1996 يعدل ويتمم المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة ، ج ر عدد 03 لسنة 1996.

-قانون رقم 04/03 مؤرخ في 17 فيفري 2003 يعدل ويتمم المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة ، ج ر عدد 11 لسنة 2003 .

-المرسوم التنفيذي 91-171 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتعلق بلجنة البورصة ،  
الجريدة الرسمية عدد 26 سنة 1991

- المرسوم التنفيذي رقم 94/175 المؤرخ في 13 جوان 1994 المتضمن تطبيق  
المواد 21 و22 و29 من المرسوم التشريعي 39/10 ج ر 41 لسنة 1994.

-النظام 03/97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم  
المنقولة ، ج ر عدد 87 لسنة 1997.

ثانيا : المراجع :

باللغة العربية :

أ/الكتب

-أحمد الورفلي ، الوسيط في الشركات التجارية ، مجمع الأطرش للكتاب المختص ،  
تونس ، 2015

-أحمد عبد الرحمن الملحم ، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة ، مجلس  
النشر العلمي ، جامعة الكويت ، 2001

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

-آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة Swaps،  
منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2004

-احسن بوسقيعة ، الوجيز في القانون الجنائي الخاص ، الجزء الثاني ، دار هومة ،  
الجزائر، 2003.

-حريزي رابح ، البورصة والأدوات محل التداول فيها ، دار بلقيس للنشر ، الجزائر ، د

س ن .

-سامية حساين ، كريمة شليحي ، سلطة ضبط نشاط البورصة في القانون الجزائري ،  
الطبعة الأولى ، بيت الأفكار للنشر والتوزيع ، الجزائر ، 2019

-سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة  
القانونية ، دار النهضة العربية ، القاهرة، 2001 ، ص 432.

-ج.ريبير ، ر.روبلو، المطول في القانون التجاري ، بواسطة فيليب ديلبيك و ميشال  
جرمان ، الجزء الثاني ، الاسناد التجارية، المصارف والبورصات، العقود التجارية،  
الأصول الجماعية ، ترجمة علي مقلد ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ،  
بيروت ، 2008.

-عبد الباسط كريم مولود ، تداول الاوراق المالية، الطبعة الاولى ، منشورات الحلبي  
الحقوقية ، بيروت ، 2009 .

-نصيرة تواتي، الحماية القانونية للاستثمار في بورصة القيم المنقولة ، الامل للطباعة  
والنشر تيزي وزو، الجزائر،2018.

-محمد إسماعيل هاشم ، أسواق الأوراق المالية والبورصة المصرية ، الجوانب العلمية  
والعملية وأصولها القانونية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2015

-منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، الهندسة المالية بإستخدام  
التوريق والمشتقات ، ج 2 ، منشأة المعارف ، 2003.

-غزال العوسي ، آليات العمل في بورصة الأوراق المالية " دراسة مقارنة بين مصر  
وفرنسا في ضوء أحدث التعديلات التشريعية والفنية " ، دار النهضة العربية، القاهرة ،  
2010.

**ب/المقالات**

- أحمد عبد الفضيل محمد ، وقف التداول في البورصة : دراسة بمناسبة الازمة المالية العالمية سنة 2008 مع التركيز على بورصة الكويت ، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق ،جامعة المنصورة ،مصر ، العدد 46 ، اكتوبر 2009
- رشا حطاب ، النظام القانوني لأمر البورصة ، مجلة أبحاث اليرموك ، سلسلة العلوم الاجتماعية والإنسانية ، م 36 ، ع 1 ، 2009 .
- نوفل رحمن ملغيط الجبوري ، أوامر التداول في سوق الأوراق المالية ، مجلة العلوم الإنسانية ، كلية التربية للعلوم الإنسانية ، المجلد 24 ، العدد الأول ،مارس 2017 ، كلية الإمام الكاظم للعلوم الإسلامية الجامعة ، العراق.
- موسى عصام حنفي محمود ، شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية ، مجلة كلية الشريعة والقانون ، عدد 17 جزء 03 سنة 2005
- شرف الدين وردة ، جرائم بورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري ، أشكالها والعقوبات المقررة لها ، مجلة الاجتهاد القضائي ، العدد الحادي عشر

#### ج/الأطروحات والرسائل :

- أحمد سعيد أحمد الشهراني ، عمليات الأوراق المالية العاجلة والأجلة ، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الحقوق ، بكلية الحقوق ، جامعة القاهرة ، 2007.
- آيت مولود فاتح ،حماية الادخار المستثمر ، أطروحة دكتوراه في القانون ، جامعة مولود معمري ، تيزي وزو ، تاريخ المناقشة 2012/07/01
- تعزيبت رزيقة ، النظام القانوني للقيم المنقولة ، أطروحة مقدمة لنسب شهادة دكتوراه في القانون ، جامعة تيزي وزو ، 2019 ص 248.
- حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية في الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم ، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2018.

-سي الطيب احمد أمين ، النظام القانوني لتداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر ،  
أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه علوم ، تخصص قانون الخاص، 2020-2021

#### د/المطبوعات والدروس:

-أحمد سعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، مركز التعليم المفتوح ، جامعة  
القاهرة ، 1998.

-قرواش رضوان ، مطبوعة قانون بورصة القيم المنقولة ، ألفت على طلبة السنة الثالثة  
حقوق ، بكلية الحقوق والعلوم السياسية ، جامعة سطيف 2 ، الموسم الجامعي  
2015/2016 ، ص 103 .

#### باللغة الفرنسية :

-Alain Couret et Autres , Droit Financier,2 emme édition,  
DALLOZ , PARIS, 2012

-Bonneau Thierry , Drummond France, Droit Des Marchés  
Financiers, ECONOMICA , PARIS, 2002.

-GUYON Yves ,Droit des affaires 1 ,Droit commercial  
général et sociétés ,édition Economica ,Paris, 2001

-Répertoire Sociétés Dalloz ,Bourse de valeurs  
,1979,p15 ,n 214.

## الفهرس

- 1..... تمهيد
- 3..... مبحث تمهيدي : الإطار المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة و عمليات البورصة
- 3..... المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر
- 4..... الفرع الأول : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
- 4..... أولا : الطبيعة القانونية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
- 5..... ثانيا : تشكيلة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته

- ثالثا : مهام ووظائف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.....6
- الفرع الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة  
8.....
- أولا : الشكل القانوني المتميز لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة .....8
- ثانيا : مهام شركة تسيير بورصة القيم  
9.....
- الفرع الثالث : المؤتمر المركزي على السندات الجزائر للتسوية.....10
- المطلب الثاني : مفهوم عمليات البورصة.....11
- الفرع الأول : تعريف عمليات البورصة.....11
- الفرع الثاني : خصائص عمليات البورصة.....12
- أولا : الطابع التقني و النمطي لعمليات البورصة .....12
- ثانيا : خضوع عمليات البورصة لرقابة السلطات العامة والمنظمات المهنية.....13
- ثالثا : طبيعة عمليات البورصة .....13
- رابعا : أنواع عمليات البورصة .....15
- الفصل الأول : العمليات في بورصة الجزائر .....17
- المبحث الأول: القيد (الإدراج ) في البورصة .....18
- المطلب الأول: السندات المالية محل التداول في البورصة :.....16
- الفرع الأول : تعريف السندات المالية : .....16

- 22..... الفرع الثاني : خصائص السندات المالية
- 23..... أولاً : مصدرها هو العقد
- 23..... ثانيا : السندات المالية تتخذ شكل قيود في الحساب
- 23..... ثالثا : القابلية للتداول
- الفرع الثالث : أصناف السندات المالية القابلة للتداول في بورصة القيم في الجزائر.....24
- 24..... أولاً : القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة
- 29..... ثانيا : السندات الصادرة عن الخزينة العمومية
- ثالثا : سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة  
33.....
- 33..... رابعا : سندات التوريق
- 35..... المطلب الثاني : شروط وإجراءات القيد في البورصة
- 35..... الفرع الأول : شروط القيد
- 36..... أولاً : القيد في سوق سندات رأس المال
- 40..... ثانيا : القيد في سوق السندات
- 40..... الفرع الثاني : إجراءات القيد في البورصة
- 40..... أولاً : تحضير الشركة للدخول في البورصة
- 46..... ثانيا : إبرام اتفاقية القيد (التسجيل) مع شركة تسيير البورصة
- 48..... المطلب الثاني: إجراءات الإدخال

- 48..... الفرع الأول : الإجراء العادي
- 49..... الفرع الثاني : إجراء العرض العمومي بسعر أدنى
- 49..... الفرع الثالث : إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت
- 49..... المبحث الثالث : تنظيم حصص التداول والتسوية في البورصة
- 49..... المطلب الأول : تنظيم حصص التداول:
- 50..... الفرع الأول : الأوامر في البورصة كآلية للتداول
- 50..... أولا : تعريف أوامر البورصة :
- 53..... ثانيا : شكل أمر البورصة
- 53..... ثالثا : كيفية إرسال الأمر
- 54..... خامسا : الطبيعة القانونية لأوامر البورصة
- 56..... سادسا : أنواع أوامر البورصة
- الفرع الثاني : تسعير القيم المنقولة المتداولة في البورصة  
60.....
- 60..... أولا : تعريف التسعير في البورصة
- 60..... ثانيا : أنظمة التسعيرة
- 62..... ثالثا : طرق التسعيرة
- 64..... رابعا : تسعيرة القيم المنقولة في بورصة الجزائر
- 66..... المطلب الثاني : تنظيم حصص التسوية والمقاصة

- 66..... الفرع الأول : تعريف نظام التسوية
- 67..... الفرع الثاني : خصائص نظام التسوية
- 67..... أولاً : إجراءات إلزامية
- 67..... ثانيا : تتسم بالسرعة
- 67..... ثالثا : تسمح بالانجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات
- 67..... رابعا : إجراءات ختامية
- 67..... الفرع الثالث : المبادئ الأساسية لنظام المقاصة والتسوية
- 67..... أولاً: تتم عمليات المقاصة والتسوية على أساس مبدأ التسليم مقابل دفع الثمن
- 68..... ثانيا : عمليات المقاصة والتسوية يقوم بها المؤتمر المركزي
- 68..... ثالثا: يلتزم المؤتمر المركزي بفتح حسابات جارية للسندات وحسابات جارية نقدا:
- 68..... رابعا: التزام الوسيط بتحقيق نتيجة
- 69..... الفرع الرابع : إجراءات المقاصة والتسوية بعد صدور القانون 03/04
- 69..... أولاً : مرحلة التصديق على العمليات
- 71..... ثانيا : مرحلة قيد العمليات
- 72..... ثالثا : حالة عدم التسوية
- 73..... المبحث الثالث : جرائم البورصة
- 73..... الفرع الأول : جريمة استغلال معلومات امتيازيه
- 74..... أولاً : أن يكون الجاني عالما بأسرار الشركة

- ثانيا: أن تكون المعلومات امتيازية ومن شأنها أن تؤثر على سوق البورصة.....75
- ثالثا : أن يتم استغلال المعلومة لانجاز عملية في السوق:.....77
- الفرع الثاني : جريمة نشر المعلومات الخاطئة او المضللة .....77
- أولا : أن تكون المعلومات خاطئة أو مضللة .....77
- ثانيا : أن يتم نشر المعلومة .....77
- الفرع الثالث : القيام بأعمال غير مشروعة في البورصة .....77
- أولا : القيام بمناورة تهدف للحيلولة دون السير المنتظم لسوق القيم المنقولة .....78
- ثانيا : أن تؤدي المناورات السابقة الى تضليل الغير .....78
- الفصل الثاني : نظم التداول الخاصة في البورصة والعمليات العاجلة.....79
- المبحث الأول : نظم التداول الخاصة.....79
- المطلب الأول : شراء الأوراق المالية بالهامش. ....80
- الفرع الأول : تعريف شراء الأوراق المالية بالهامش .....80
- الفرع الثاني : مزايا ومخاطر شراء الأوراق المالية بالهامش.....81
- الفرع الثالث: الضوابط التي وضعها المشرع المصري لنظام الشراء بالهامش.....82
- المطلب الثاني : بيع الأوراق المالية المقترضة.....82
- الفرع الأول : تعريف بيع الأوراق المالية المقترضة.....82
- الفرع الثاني: مبررات اللجوء بيع الأوراق المالية المقترضة.....83

الفرع الثالث : المبادئ التي يقوم عليها نظام بيع الأوراق المالية المقترضة في القانون المصري.....	84
المطلب الثالث : التداول في ذات الجلسة .....	87
الفرع الأول : تعريف التداول في ذات الجلسة .....	87
الفرع الثاني : خصائص نظام التداول في الجلسة .....	87
الفرع الثالث : تنظيم التداول في ذات الجلسة في القانون المصري .....	87
أولاً :الأحكام الخاصة بشركات السمسرة .....	88
ثانياً: الأحكام الخاصة بالبورصة .....	90
ثالثاً : الأحكام الخاصة بشركة المقاصة والإيداع والقيود المركزي .....	91
رابعاً: دور الهيئة العامة للرقابة المالية في نظام التداول بذات جلسة التداول .....	92
المبحث الثاني : عمليات البورصة الآجلة .....	93
المطلب الأول : ماهية المشتقات المالية .....	94
الفرع الأول : تعريف المشتقات المالية .....	94
الفرع الثاني : أهمية المشتقات .....	94
المطلب الثاني : العقود لأجل .....	96
الفرع الأول : العقود الآجلة .....	96
الفرع الثاني : العقود المستقبلية .....	97
أولاً : تعريف العقود المستقبلية وخصائصها.....	97

98.....	ثانيا : أنواع العقود المستقبلية
98.....	المطلب الثالث : عقود الخيارات
الفرع الأول :	تعريف عقود الخيارات
98.....	
99.....	الفرع الثاني : نشأة وتطور عقود الخيارات
99.....	الفرع الثالث : خصائص عقود الخيارات
100.....	الفرع الرابع : أنواع عقود الخيار
100.....	أولا : خيار الشراء (خيار النداء)
101.....	ثانيا : خيار البيع (خيار الطرح)
101.....	المطلب الرابع : عقود المبادلات Swaps
102.....	الفرع الأول : تعريف عقد المبادلة
102.....	الفرع الثاني : نشأة عقود المبادلات وتطورها
103.....	الفرع الثالث : أهداف عقد المبادلة
105.....	الفرع الرابع : مصادر التنظيم القانوني لعقود المبادلة
105.....	أولا : العقود النموذجية
105.....	ثانيا : التنظيم التشريعي للمبادلات
107.....	الفرع الخامس : أنواع عقود المبادلة
107.....	أولا : عقود مبادلة العملات

107.....	ثانيا : عقود مبادلة أسعار الفائدة
108.....	المصادر والمراجع
113.....	الفهرس