

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة الجبلالي بونعامة بخميس  
مليانة

كلية الحقوق و العلوم السياسية  
قسم إدارة أعمال

• • • • •

مذكرة لنيل شهادة الماستر

تخصص: إدارة أعمال

بإشراف :

الدكتور

إعداد الطالب:

فقيير أحمد

السنة الجامعية: 2017/2018

# شكر و تقدير

في مثل هذه اللحظات يتوقف البارع ليفكر قبل أن يحط الحروف ليجمعها في  
كلمات تتبعثر الأحرف عبثا وأن يحاول تجميعها في

سطور

سطورا كثيرة تمر في الخيال ولا يبقى لنا في نهاية المطاف إلا قليلا من  
الذكريات وصور تجمعنا برفاق كانوا إلى جانبنا.

فواجب علينا شكرهم وداعهم ونحن نخطو خطواتنا الأولى في أنهار

الحياة

ونخص بجزيل الشكر والعرفان إلى كل من أشعل شمعة في دروب

عملنا

وإلى كل من وقف على المنابر وأعطى من حصيلة فكره لينير دربنا إلى  
الأساتذة الكرام الذين رافقونا بمشوارنا الدراسي ، كما نخص بالذكر المشرف

الأستاذ الدكتور : " "

الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث فجزاه الله عنا كل خير فله منا كل

التقدير و الاحترام

كما نشكر كل موظفي جامعة الجيلاي بونعامه

وكل من ساعدنا.

# إهداء

اللهم ذا الفضل لا راد لفضلك

الحمد لك على توفيقنا لإتمام هذا العمل

أهدي عملي هذا إلى روح والدي

إلى والدي حفظها الله لي و أدامها تاجا فوق رأسي

إلى إخوتي و أبنائهم كبيرهم و صغيرهم

وكل عائلة فقير إجمالا

إلى كل أساتذة و عمال كلية الحقوق دون إستثناء

## مقدمة

النظام الاقتصادي المتقدم الذي يحقق الرفاهية لأفراد مجتمعه يعتمد أساسا على نظام مالي فعال والذي بدوره ومع وجود عناصر أخرى يتطلب توفر مجموعة متنوعة من المؤسسات المالية التي تسهل عملية تجميع المدخرات وتوجيهها بكفاءة إلى القنوات الاستثمارية المختلفة. فهذه الأسواق ستقدم للأفراد التي هم في حاجة ماسة إليها من خلال تشكيلة متنوعة من الأصول المالية مع درجات مختلفة من الأمان والسيولة والعائد. ولهذا أتت الحاجة إلى إنشاء أسواق مالية التي يرجع تاريخي نشأتها إلى عهد الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، ثم جاءت كلمة البورصة لتعبر عن هذه السوق، فالبورصة كلمة مشتقة من إسم أحد الصيارفة في مدينة بروج Burges في بلجيكا واسمه Van den bourse، ولقد كتب على باب الفندق الذي يملكه وبعلامات وإرشادات بارزة عبارة (Bourses à écus) أي بورصة الأموال وذلك سنة 1339، فكان التجار يجتمعون لتبادل الصفقات أمام ذلك الفندق، ثم تطورت حركة التبادل لتأخذ إسم صاحب الفندق، وهكذا أصبحت كلمة البورصة (Bourse) أو (Stock Exchange) تطلق على سوق الأموال أو سوق تداول الأوراق المالية. وبعدها أخذت فكرة البورصة تتطور وتنتشر في العالم، حيث في عام 1595 ظهرت بورصة ليون الفرنسية كانت الأقدم والأكثر أهمية في فرنسا، ثم في عام 1724 ظهرت بورصة باريس، وفي عام 1776 نشأت بورصة بريطانيا بمقتضى أمر ملكي، وأنشأت أمريكا أول بورصة في 1821 أما طوكيو فكانت عام 1878.

تعد البورصة حلقة وصل بين الأوعية الادخارية والاستثمارية التي تقوم بدور فعال في مجال التنمية الاقتصادية وتشجيع أصحاب رؤوس الأموال على تأسيس الشركات لإصدار الأوراق المالية كي تستثمر في البورصات ومن أجل ذلك تعرف البورصة على أنها سوق مالي منظم يتم تداول الأوراق المالية وفقا للقوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكمه ومن خلال وسطاء في أوقات معينة وبصورة علنية وتخضع لرقابة السلطات المختصة.

تعد الجزائر من الدول التي سعت جاهدة إلى إنشاء سوق مالية متينة، قادرة على إحداث نقلة نوعية في الاقتصاد الجزائري الذي لم يكن على ما يرام. حيث كانت تنتهج الإديولوجية الاشتراكية التي تؤمن بأن الملكية الجماعية لوسائل الإنتاج هو السبيل الوحيد لتحقيق الأهداف الاقتصادية الاجتماعية، على أن تسير وتراقب مباشرة من طرف الدولة. أثبتت إديولوجية فشلها بإفلاس المؤسسات الاقتصادية العامة، وعجز الخزينة العمومية، الذي انتهى بأزمة مديونية خانقة خاصة بين 1989 و 1994.



## مقدمة

باشرت الدولة سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية لمواجهة الأزمة الاقتصادية، بداية باستقلالية المؤسسات الاقتصادية العمومية وإخضاعها للقانون التجاري. ثم إعادة النظر في النظام المصرفي، خاصة في أساليب حركة رؤوس الأموال من وإلى الخارج بغرض تشجيع الاستثمار الوطني والأجنبي.

عرفت الساحة القانونية آنذاك مجموعة ورشات إصلاح، فقامت بإصدار نصوص تنظم بورصة القيم المنقولة سنة 1993

دخلت الجزائر في نهاية الثمانيات وبداية التسعينات في سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية نتيجة أزمة 1986، والتي فرضت عليها تغيير النهج الاقتصادي المتبع آنذاك وانتهاج نظام اقتصاد السوق، فبدأت الجزائر في وضع أعمده الأساسية من خصوصية، وتحرير الأسعار، تحرير التجارة الخارجية وكذا إنشاء سوق للأوراق المالية كقناة جديدة من قنوات التمويل الحديثة للتنمية الوطنية. وفي سنة 1993 وبمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المعدل والمتمم للأمر المتضمن قانون التجاري والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المنقولة تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر.

فالبورصة مكان لتداول الأوراق المالية أو القيم المنقولة، التي تعد من أبرز أدوات الاستثمار في وقتنا الحاضر، وذلك لما توفره من مزايا للمستثمر لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى، كما أنها تعد عصب الحياة في البورصة، نظراً لأنها السلعة الوحيدة المتداولة في سوق الأوراق المالية. فالقيم المنقولة عبارة عن صكوك ملكية كالأسهم أو مديونية كالسندات، ولكن توجد إلى جانب هذين النوعين وفي ظل رغبة الجهات المصدرة للقيم المنقولة وبشروط تحقق لها مكاسب مادية أفضل والتي تقابلها رغبة المستثمرين، قيم منقولة مستحدثة أخرى كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات المساهمة وغيرها، وذلك يهدف التنويع وجذب المستثمرين لما تحققه من عوائد، وتشكل منافسة بين الجهات المصدرة للقيم المنقولة في إشباع المستثمرين. حيث نالت سوق القيم المنقولة رواجاً كبيراً باعتبارها تؤدي وظيفتين حيويتين. فهي تمويلية تمنح لأصحاب العجز المالي فرص تمويل مشاريعهم بكل بساطة ومرونة متحاشين بيروقراطية المصارف. كما تمنح فرص استثمار ممتازة لأصحاب الفائض المالي لتوظيف أموالهم تكوين محافظ متنوعة من القيم المنقولة.



## مقدمة

يعود سبب اختيار الموضوع للمكانة الكبيرة التي تحتلها بورصة القيم المنقولة في اقتصاد الدولة، أيضا إلى كثرة النصوص القانونية المنظمة للسوق المالية بمختلف مصادرها التشريعية والتنظيمية، حتى أصبحت تشكل فرعا قانونيا مستقلا يستحق الدراسة. أيضا لقلت الدراسات القانونية التي تناولت هذا الموضوع.

يستمد هذا الموضوع أهميته من أهمية السوق المالية التي أصبحت مقياس اقتصاد الدولة، لذا وجب على كل دولة أن تواكب التطورات الاقتصادية إلى خلق سوق مالي منظم كي يساعد على الاستثمار و التمويل، فكان عليها توفير مناخ قانوني ملائم لهذه البورصة كي تضمن حماية للسوق بصفة خاصة والاقتصاد بصفة عامة.

يدور موضوع هذا البحث حول النظام القانوني للقيم المنقولة المتداولة في البورصة، الذي ستنم الإجابة من خلاله على إشكالية أساسية هي:

**كيف تناول المشرع الجزائري القيم المنقولة وطريقة تداولها في النظام البورصي من خلال الطبيعة القواعد القانونية التي تحكم السوق المالية الجزائرية؟.**

تمكن أهداف دراسة هذا الموضوع في محاولة الإحاطة بمختلف الأنظمة والقوانين المعالجة للقيم المتداولة في البورصة، أيضا الإحاطة بكل الجوانب النظرية والفقيه المتداولة للأوراق المالية محل التداول في بورصة القيم، الإسهام في تقديم ملاحظات لتطوير من بورصة الجزائر من خلال معالجة النصوص القانونية التي تنص على ذلك.

إن المنهج المستعمل الذي اتبع في الدراسة المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث استعمل المنهج الوصفي عند تناول المفاهيم الأساسية المتعلقة بالقيم المنقولة وكيفية تداولها والعمليات القائمة عليها، أما المنهج التحليلي فقد استعمل عند تحليل النصوص القانونية المؤطرة للقيم المنقولة محل التداول في البورصة.

فيما يخص الدراسات السابقة فإنه لم يسبق وأن درس هذا الموضوع من قبل إنما هناك بعض الدراسات التي تناولت بعض النقاط فيه بشكل مختصر مثال:



## مقدمة

- "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" ، للطالب بوكساني رشيد رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
  - "مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب)"، للطالب رشيد هولي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسبير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
  - "سوق الأوراق المالية في الجزائر"، للطالبة بوضياف عبير، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
- أما من ناحية الصعوبات التي واجهتنا في دراستنا هذه هي عدم وفرة المراجع الفقهية المتخصصة في مجال البورصة والقيم المنقولة، أيضا عدم تعاون إدارة بورصة الجزائر معنا عندما توجهنا إليها.
- بغية الإجابة على إشكالية البحث وتحقيق الأهداف المرجوة منه تم تقسيم الدراسة إلى فصلين:
- الفصل الأول تناول ماهية القيم المنقولة المتداولة في النظام البورصي والذي بدوره قسم إلى مبحثين، الأول خصصناه إلى الأسهم (مفهومه، أنواعه، طبيعته القانونية)، والمبحث الثاني تطرق إلى السندات (تعريف وأنواع من سندات خزينة إلى سندات مختلطة).
- أما الفصل الثاني فتطرق إلى تداول القيم المنقولة في النظام البورصي الذي يتضمن هو أيضا مبحثين، الأول إدراج القيم المنقولة في البورصة وكل الأحكام المتعلقة بذلك من شروط وإجراءات وطرق الإدخال في البورصة، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة أوامر البورصة وتنفيذها وضوابط التسعيرة وأخيرا نظام التسوية والتسليم.



## الفصل الأول:

### ماهية القيم المنقولة المتداولة في النظام البورصي الجزائري

عرفت الأسواق المالية منذ ظهورها أنواع كثيرة من الأوراق المالية التي هي عبارة عن صكوك ملكية (الأسهم) أو مديونية (السندات) التي لقيت تداولاً ورواجاً كبيرين في البورصة، وتوجد إضافة إلى هذين النوعين وفي ظل رغبة الجهات المصدرة للورقة المالية وبشروط تحقق لها مكاسب مادية أفضل والتي تقابلها رغبة المستثمرين، أوراق مالية مستحدثة أخرى وذلك بهدف التنويع والتقليل من المخاطر في تعاملاتهم بالأوراق المالية. حيث تعتبر الأوراق المالية المحدد الرئيسي للأسواق المالية وللقوانين المنظمة لها، فهي تمثل الحق الذي يدور حوله العرض والطلب.

إن القيم المنقولة التي هي محل التداول في البورصات تعتبر الأساس التي تقوم عليها التعاملات ، ولبيان أهم أنواع القيم المنقولة في النظام البورصي الجزائري إرتائنا أن نقسم هذا الفصل إلى مبحثين، فنخصص المبحث الأول إلى الأسهم، نعالج فيها كل الأحكام المتعلقة بالأسهم المصدرة من طرف شركات الأموال أما المبحث الثاني فخصصناه إلى السندات والأحكام المتعلقة بها.



### المبحث الأول : الأسهم les actions

استطاعت الأسهم أن تحتل مكانة مرموقة بين القيم المنقولة التي تصدرها شركات الأموال، وذلك منذ ظهور هذه الشركات للوجود. تلعب الأسهم دوراً هاماً، فهي وسيلة تمويل بامتياز كونها تسهل للشركة الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل مشاريعها، بطرحها على الجمهور سواءً بمناسبة تأسيسها، أو بمناسبة الزيادة في رأس مالها، منه ففي هذا المبحث سوف نعرض على أهم الأحكام المتعلقة بالأسهم من حيث المفهوم (المطلب الأول) والطبيعة القانونية للأسهم (المطلب الثاني) ثم أنواع الأسهم (المطلب الثالث).

### المطلب الأول : مفهوم الأسهم وطبيعته القانونية

سننتقل في هذا المطلب إلى مفهوم الأسهم من حيث تعريفه وخصائصه والحقوق التي يمنحها السهم لحامله.

### الفرع الأول : تعريف السهم

عرف المشرع الجزائري السهم في المادة 715 مكرر 40 من قانون التجاري بأنه: "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها". نلاحظ أن المشرع قد اعتمد في تعريفه للسهم على خصائص هذا الأخير، فهو ورقة مالية قابلة للتداول بالطرق التجارية وقابل للتسعيرة في البورصة. تختلف كفاءات تداوله بحسب شكله.

أما المشرع الفرنسي لم يعطي تعريفاً للسهم في قانون الشركات<sup>1</sup>، واكتفى بذكر أنواع الأسهم والحقوق التي تخولها لأصحابها، كذلك فعل المشرع المصري الذي اكتفى هو الآخر بذكر خصائص الأسهم دون تعريفها، حيث نصت المادة 31 من قانون الشركات المصري على ما يلي: "يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم اسمية متساوية القيمة"<sup>2</sup>.

اختلف الفقهاء حول إعطاء تعريف السهم، فمنهم من عرفه على أنه عبارة عن "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً وتمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت نقدية أو عينية"<sup>3</sup>.

ومن الفقهاء من عرفه "السهم هو حصة المساهم في شركة الأموال ويقابل حصة الشريك في شركة الأشخاص"، كما يقصد به "الصك الذي تمنحه الشركة نتيجة اكتتابه فيها"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - Article 1228-10 du code de commerce français.

<sup>2</sup> - مصطفى كمال طه: الشركات التجارية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، 2007، الإسكندرية، مصر، ص 234.

<sup>3</sup> - أكرم ياملي: القانون التجاري (الشركات)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2008، عمان، الأردن، ص 194.

<sup>4</sup> - سميرة القليوبي: الشركات التجارية، الطبعة الخامسة، دار النهضة للنشر، القاهرة، مصر، 2011، ص 242.

أيضا من التعريفات التي أعطاها الفقهاء للسهم: "أنه حصة التي يقدمها المساهم في رأس مال شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، كما تعني له أيضا الصك الذي يثبت للمساهم هذه الحصة".  
وركز البعض في تعريف السهم على خاصية التداول باعتبارها أهم خاصية فعرفوا السهم بأنه "وثيقة قابلة للتداول، تكون اسمية أو لأمر أو لحاملها تعبر عن حصة المساهم النقدية أو النقدية في رأسمال شركة المساهمة"<sup>1</sup>.

نسنتج أن الفقه على أن للسهم معنيين: أولهما هو الحصة التي يقدمها الشريك في شركات الأموال والتي تمثل جزءاً معيناً في رأس مال الشركة، ثانيهما هو الصك المعد إثبات حق الشريك، وهو قابل للتداول، ولكن اختلفوا في تعريف السهم، إذ يركز كل تعريف على بعض خصائص السهم دون غيرها<sup>2</sup>.  
ومنه فالأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة سواء كانت نقدية أو عينية وتمثل حق ملكية للمكتتب بها وقابلة للتداول وفقاً للقانون التجاري حيث تمثل المشاركة في رأس مال شركة الأموال<sup>3</sup>، ويعطي السهم لحامله العديد من الحقوق من ضمنها حقه في أن يتحدد مسؤولية بقدر أسهمه وله أن ينال نصيب من الأرباح إذا حققت الشركة أرباحاً أن يتصرف في أسهمه كأصل عام كلما أراد ذلك، أيضاً يعطي له حق في إدارة الشركة عن طريق حضور الجمعيات العامة واشتراك في مداولتها وترشح لعضوية مجلس الإدارة.

### الفرع الثاني: خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بعدة خصائص تميزها عن غيرها من الأوراق المالية هي :

#### أولاً: تساوي قيمة الأسهم

أن رأس المال شركة المساهمة يقسم إلى أسهم متساوية القيمة، إن المقصود بالمساواة أن تتساوى جميع الأسهم في الحقوق التي تمنحها إذ أن الجائز أن تكون هناك أسهم عادية وأخرى ممتازة وإنما المهم أن تساوى جميع الأسهم التي تنتمي إلى طائفة واحدة في الحقوق التي تمنحها لأصحابها وفي الواجبات التي تفرضها عليهم

ترجع الحكمة من تساوي قيمة السهم إلى تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة وكذلك سهولة الاكتتاب والتداول وتوزيع موجودات الشركة بعد حلها وتصفياتها<sup>4</sup>.

وتقضي العديد من القوانين بتساوي القيمة الاسمية للأسهم، وإلى جانب ذلك هناك قوانين تنص صراحة على جواز تفاوت القيمة الاسمية لأسهم الشركة كما في بعض دول أمريكا اللاتينية.

<sup>1</sup> - Germain Michel , Ttaité du droit commercial, Tome 1, volume 16, Librairie générale du droit et de jurisprudence, Paris 1996 , p830-

<sup>2</sup> جمال عبد العزيز العثمان: الإفصاح الشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، ص 61.

<sup>3</sup> - أحمد بن محمد خليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص 45

<sup>4</sup> - سميحة القليوبي، الشركات التجارية، المرجع السابق، ص 248

بينما تحدد قوانين أخرى كل من الحد الأدنى والحد الأعلى للقيمة الاسمية للسهم تاركة لقانون الأساسي للشركة تحديد هذه القيمة بين هذين الحدين كما هو الحال بالنسبة للجزائر، فقد نص المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 50 من القانون التجاري على انه: " تحدد القيمة الاسمية للأسهم عن طريق القانون الأساسي ".

### ثانيا: عدم قابلية السهم للتجزئة :

تنص المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري على : " تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع ملكية الرقبة" .  
ومنه يتميز السهم أنه سهم واحد لا يتجزأ بين عدة أشخاص من حيث ممارسة الحقوق، فلا تكون أمام الشركة سوى سهم واحد وأن تعدد مالكوه<sup>1</sup>، وعلى ذلك يجوز أن يتعدد مالكو السهم الواحد وبخاصة في حالة الإرث وفي هذه الحالة يجب أن يمثل مجموع المشتركين في السهم شخص واحد ليمثلهم في مباشرة الحقوق المرتبطة بالسهم أمام الشركة .

### ثالثا: قابلية الأسهم للتداول :

حسب المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري، فإن السهم قابل للتداول فيجوز التنازل عنه عن طريق القيد في دفاتر الشركة إذا كان اسما وبالتسليم إذا كان لحامله وبالتظهير إذا كان لأمر والقاعدة أن التصرف بالسهم حق للمساهم لا يجوز تجريده منه، فتعد هذه الخاصية الفيصل بين شركات الأموال وشركات الأشخاص حيث يتم التداول الأسهم في شركات الأموال بسهولة دون خضوعها لإجراءات حوالة الدين<sup>2</sup> المنصوص عليها في القانون المدني .  
إن الأصل في تداول الأسهم هو قابليته المطلقة للتداول إلا إذا قيد هذا الإطلاق بقيود خاصة كما هي الحال في المادة 273 من قانون الشركات الفرنسي الصادر في 1966 والتي نصت على إبطال تداول السهم الذي تم قبل الإبطال<sup>3</sup>، طالما أن هذه الأسهم صحيحة من حيث الشكل.  
أما المشرع الجزائري، فقد اشترط في المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري والت نصت بقولها: "لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري".  
ومنه فتداول الأسهم لا يتم إلا بعد قيد الشركة في السجل التجاري أي بعد أن تكتسب الشخصية المعنوية، فيكون لها وجود قانوني وتداول السهم حق للمساهم لا يجوز حرمانه منه لأنه يتعلق بالنظام العام ويفقد الشركة شكلها كشركة مساهمة.

إن حرية تداول الأسهم ليست مطلقة بل ترد عليها قيود قد تكون قانونية أو اتفاقية.

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم مولود: تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009 ، ص66 .

<sup>2</sup> المادة 239 من التقنين المدني تنص على حوالة الدين.

<sup>3</sup> نادية فضيل: شركات الأموال في القانون الجزائري، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون -الجزائر، ص186.

## 1. القيود القانونية:

لا يجوز تداول الأسهم إلا بعد قيد الشركة في السجل التجاري، وفي حالة زيادة رأس مال الشركة تكون الأسهم قابلة للتداول ابتداء من تاريخ التسديد الكامل ويحظر التداول في الوعود بالأسهم باستثناء الأسهم التي تنشأ بسبب رأس مال الشركة والتي كانت أسهمها القديمة قد سجلت في تسعيرة بورصة القيم<sup>1</sup>، وفي هذه الحالة لا يصح التداول إلا تحت شرط واقف لتحقيق الزيادة في رأس مال الشركة، ويكون هذا الشرط مقترضا في حالة غياب أي بيان صريح (حسب المادة 715 مكرر 2/51 و 3 من القانون التجاري). كما يجوز تداول أسهم أعضاء مجلس الإدارة، وتبقى هذه الأسهم اسمية ويلصق بها طابع يشير إلى عدم جاز التفرغ منها<sup>2</sup>.

تبقى قابلية السهم للتداول قائمة حتى تتحل الشركة وتزول شخصيتها المعنوية بانتهاء عملية التصفية ووقفها هذا ما قضت به المادة 715 مكرر 53 بقولها: " تبقى الأسهم قابلية للتداول بعد حل الشركة ولغاية اختتام التصفية".

## 2. القيود الاتفاقية:

إلى جانب القيود القانونية على تداول الأسهم، هناك قيود اتفاقية تستمد من نظام الشركة وغالبا ما يكون هدفها رعاية مصالح الشركة حتى لا يجبر المساهم على البقاء في الشركة طيلة حياته. وقد تنتقل الأسهم إلى أشخاص لا ترغب فيهم الشركة وهذا لكونهم يشكلون خطرا عليها أو على نشاطها<sup>3</sup>. والأصل أن الشركة حرة في أن تضع ما نشاء من القيود شريطة أن لا تقيد حرية تداول الأسهم، ولقد نصت المادة 715 مكرر 55 على التنازل عن الأسهم للغير ولكن شريطة أن توافق الشركة على ذلك استنادا إلى شرط يقضي به قانونها الأساسي، وتعود الحكمة في ذلك إلى تمكين الشركة من إضفاء نوع من الرقابة على المساهمين أو الأشخاص الذين يريدون الانتماء إليها. وشرط موافقة الشركة على التنازل عن الأسهم للغير قد يتضمنه القانون الأساسي للشركة مهما كانت طريقة التنازل باستثناء حالة الإرث أو حالة الأسهم للزوج أو الأصل أو الفرع<sup>4</sup>، كما لا يجوز وضع هذا الشرط إلا إذا كان السهم اسمي طبقا للمادة 715 مكرر 2/55 من القانون التجاري. أما إذا كان شرط الموافقة مدرج في القانون الأساسي للشركة في هذه الحالة يجب على المساهم الذي يريد التنازل عن أسهمه إبلاغ الشركة بواسطة طلب الاعتماد أي طلب الموافقة، وتكون موافقة الشركة من عدمها في أجل شهرين ضمنية أو صريحة في أجل شهرين من طلب الاعتماد حسب المادة 715 مكرر 56 من القانون التجاري .

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم مولود: المرجع السابق، ص76

<sup>2</sup> أحمد محرز: القانون التجاري الجزائري (النظام القانوني لشركات المساهمة)، مطابع العرب للطباعة، القاهرة، 1996، ص45.

<sup>3</sup> علي البارودي ومحمد السيد الفقي: القانون التجاري، ديوان المطبوعات الجامعية، 1998، مصر، الإسكندرية، ص407

<sup>4</sup> نادية فضيل، المرجع السابق، ص171

### رابعاً: المسؤولية المحدودة للمساهم :

تحدد مسؤولية المساهم عن ديون الشركة بمقدار القيمة الاسمية التي تم الاكتتاب بها من أسهمها<sup>1</sup>، وهو لا يسأل إلا في حدود الأسهم التي يملكها في الشركة والمسؤولية المحدودة هنا متعلقة بالنظام العام لا يجوز لأية جهة تشديدها بأي حال من الأحوال .

### الفرع الثالث: حقوق المساهم:

عملاً بأحكام المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري، فالأسهم تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال الشركة، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون. ومنه يخول السهم لحامله العديد من الحقوق منها :

### أولاً: حق في الإعلام:

يجب على مجلس الإدارة أن يبلغ المساهمين ويضع تحت تصرفهم قبل ثلاثين (30 يوماً) من انعقاد الجمعية العامة<sup>2</sup>، الوثائق الضرورية لتمكينهم من إبداء الرأي عن دراية وإصدار قرار دقيق فيما يخص إدارة أعمال الشركة وتسييرها، وفي هذا الصدد يمكن ذكر ما يأتي : الحصيلة المحاسبية، التقرير عن التسيير، تقرير محافظ الحسابات ...إلخ.

ومن جهة أخرى، إذا كانت الشركة مسعرة في البورصة، فإنه يتعين عليها أن تبلغ المساهمين فيها والجمهور عموماً بما يأتي :

- إعلام محاسبي ومالي دوري : نشر الحالات المالية السنوية والسادسية في الصحافة .
- إعلام دائم: ويوجه ذلك إلى التبليغ بكل واقعة تعتبر هامة وكفيلة بالتأثير في سعر سهمها في البورصة<sup>3</sup>.

### ثانياً: الحق في التصويت في الجمعية العامة :

يمارس المساهم حق التصويت خلال اجتماعات الجمعيات العامة للمساهمين ويهدف إلى البت في تسيير شؤون الشركة لاسيما في تعيين أعضاء هيئات التسيير والمصادقة على الحسابات الاجتماعية وتوزيع الأرباح والترخيص بتغيير رأس مال<sup>4</sup>، وعملياً يمنح كل سهم حق صوت واحد وتستفيد أغلبية الأسهم العادية من هذا الحق.

<sup>1</sup> - سميحة القليوبي، المرجع السابق، ص255

<sup>2</sup> - ميروك حسين : المدونة الجزائرية للبورصة، الطبعة الثانية، دار هومة للنشر والتوزيع، 2010، الجزائر، ص40

<sup>3</sup> - نادية فضيل، المرجع السابق، ص175

<sup>4</sup> - أكرم ياملكي، المرجع السابق، ص212

غير أنه يمكن أن يستفيد مساهمون من حق تصويت أعلى من عدد الأسهم بحوزتهم إذا قررت الجمعية العامة التأسيسية ذلك، كما يمكن أن يقلص القانون الأساسي للشركة من حق التصويت المساهمين بشرط أن يطبق هذا التقلص على كل الأسهم دون استثناء خصائصها.

### ثالثا: الحق في الأرباح:

يمنح اكتساب أسهم الحق في تحصيل الأرباح عندما تحقق الشركة أرباحا، وتقرر الجمعية العامة بناءً على تقرير مجلس الإدارة الشركة توزيع الأرباح<sup>1</sup>.

يمكن للشركة أن تقدم تسبيقات على الأرباح قبل تحديد الحسابات أو قبل اجتماع الجمعية العامة للمساهمين وذلك عملا بالمادة 723 من القانون التجاري التي تنص على: "تحدد الجمعية العامة بعد الموافقة على الحسابات والتحقق من وجود مبالغ قابلة للتوزيع الحصة الممنوحة للشركاء تحت شكل أرباح، وكل ربح يوزع خلافا لهذه القواعد يعد ربحا صوريا.

غير أنه، لا تعد أرباحا صورية الدفعات المسبقة تحت الحساب من الأرباح السنة المالية المقفلة أو الجارية، والتي يقرر مجلس الإدارة توزيعها قبل الموافقة على حسابات السنتين المذكورتين:

1/ إذا كانت للشركة قبل التوزيع المقرر بعنوان السنة المالية السابقة، احتياط من غير الاحتياطات التي نصت عليها المادة 721 زائد على مبلغ الدفعات.

2/ أو متى كانت الميزانية الموضوعة خلال السنة المالية أو في آخرها ومصادق عليها من طرف مندوب الحسابات، تثبت أن الشركة حصلت خلال السنة المالية، بعد تكوين الاستهلاكات والمؤونات الضرورية أرباحا صافية زائدة على مبلغ الدفعات وذلك عند الاقتضاء بعد طرح الخسائر السابقة والاقتطاع المنصوص عليه في المادة 311."

### رابعا: حق الأفضلية في الاكتتاب في زيادات الرأس المال:

في حالة زيادة رأس مال الشركة يستفيد لمساهمون من حق الأفضلية في الاكتتاب بنسبة تساوي قيمة الأسهم المكتتبه<sup>2</sup>. يكون هذا الحق قابلا للتداول خلال فترة الاكتتاب، إذا كان السند مقتطعا من الأسهم المتداولة نفسها ويكون قابلا للتحويل بنفس الشروط التي تجري على السهم نفسه إذا كان الأمر عكس ذلك.

يمكن للمساهمين التنازل عن حق الأفضلية بصفة فردية حسب المادة 694 الفقرة الأخيرة من القانون التجاري التي نصت على: "...ويمكن المساهمين التنازل عن حق الأفضلية بصفة فردية".

كما يجوز للجمعية العامة التي تقرر زيادة رأس المال، أن تلغي حق التفاضل في الاكتتاب حسب المادة 697 من القانون التجاري نصت على: "يجوز للجمعية العامة التي تقرر زيادة رأس المال، أن تلغي حق

<sup>1</sup> محمود الكيلاني: الموسوعة التجارية والمصرفية، المجلد الخامس، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2008، عمان الأردن، ص156  
<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص84

التفاضل في الاكتتاب. وتفصل تحت طائلة بطلان المداولة بهذا الشأن، بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، حسب الحالة، وتقرير مجلس مندوبي الحسابات".

### الفرع الرابع: الطبيعة القانونية للأسهم

يقصد بها تكييف طبيعة العلاقة التي تربط المساهم بالشركة أو بمعنى آخر تحديد طبيعة الحق الذي يخوله السهم لصاحبه تجاه الشركة.

هناك اتجاه فقهي فرنسي يقول بأن حق المساهم في الشركة هو حق دائنية ويعد الشركاء كدائنين بعضهم للبعض الآخر بموجب عقد الشركة<sup>1</sup>، فلذلك لا يعدون شركاء في ملكية أموال الشركة التي تعود إلى الشخص المعنوي.

وينتقد هذا الاتجاه لأنه يصعب تصور علاقة قانونية أساسها العقد بين طائفة من المساهمين في الشركة لا يعرف بعضهم البعض وكل منهم ليس له علاقة إلا مع الشركة التي هو مساهم فيها، فهو لذلك يعتبر جزءاً منها.

إضافة إلى هذا الرأي هناك رأي فقهي آخر في فرنسا يذهب بالقول بأنه يعد السهم حقاً من نوع خاص فهو ليس حق دائني وليس حق ملكية ولكن يميل هذا الرأي إلى أن حق السهم من النوع الخاص. له أوجه شبه عديدة مع حق الملكية، وهناك نوع من الإجماع بين الفقهاء على أن حق المساهم في الشركة هو من الحقوق الشخصية والحق الشخصي ذو طبيعة منقولة دائماً إن السهم يحتفظ بطبيعته المنقولة لحين انقضائها، لذا فإن الشريك أو المساهم يرتبط بحق دائنيته، تجاه الشركة ويمثل هذا الحق للمساهم بأن يكون له حق في نسبة معينة من الأرباح تتناسب وعدد الأسهم التي يمتلكها كذلك حقه في المساهمة إدارة الشركة إضافة إلى الحقوق الأخرى للصيقة بالسهم<sup>2</sup>، حيث لا يجوز للقائمين بالإدارة أو الهيئات العامة للمساهمين حرمان المساهم من أي حق ينقصر بصفته مساهم في الشركة.

ويذهب رأي آخر في الفقه إلى أن حق المساهم في الشركة هو من قبيل حق الملكية لأن العناصر الموجودة في هذا الحق تشير إلى ذلك كحق خالص للمساهم ليسري في مواجهة الكافة وجني الثمار وهو الربح. وكذلك يجوز رهنه وانتقاله إلى الورثة ويستطيع المساهم التصرف فيه بمقابل عن طريق التنازل عن الأسهم وأن حق المساهم في الشركة وهو من قبيل حق الملكية لا يتأكد إلا عند تصفية الشركة وتقسيم موجوداتها.

وبعد استعراض هذه الآراء حول الطبيعة القانونية للسهم نؤيد الرأي الذي يذهب إلى اعتبار حق المساهم في الشركات المساهمة حقاً شخصياً لأن اكتساب الشركة للشخصية المعنوية يجعل من الصعب القول بأن المساهم حق ملكية لأن موجودات الشركة ومجموع رأس مال تصبح ملكاً للشركة وتستقر في ذمتها.

<sup>1</sup> - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 91

<sup>2</sup> - جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص 75



إضافة إلى ذلك فإن المساهم الذي يتداول أسهمه في بورصة الأوراق المالية من البيع والشراء ولأكثر من مرة وخلال جلسة واحدة للتداول فإنه لا يعد إلا دائنا عاديا للشركة.

### المطلب الثاني: أنواع الأسهم

تختلف أنواع الأسهم بحسب الأساس الذي تتخذ لتقسيمها أو بحسب الزاوية التي ينظر منها إلى السهم وتأسيسا على ذلك نوضح فيما يأتي أنواع الأسهم .

### الفرع الأول: من حيث الشكل

تنقسم الأسهم من حيث الشكل إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها وأسهم لأمر

#### أولا: الأسهم الاسمية *les actions nominatives*

هي الأسهم التي يدون فيها اسم المالك وتثبت ملكية السهم بقيد اسمه في دفاتر الشركة لدى الشركة التي أصدرت تلك الأسهم<sup>1</sup>. وقد نص المشرع الجزائري على الأسهم الاسمية في المادة 715 مكرر 34 من القانون التجاري التي تنص على: "تكتسي القيم المنقولة، التي تصدرها شركات المساهمة شكل سندات لحامل أو سندات اسمية ويمكن أن يفرض الشكل الاسمي للقيم المنقولة عن طريق أحكام قانونية وأحكام القانون الأساسي".

نظرا لميزة هذا النوع من الأسهم، التي تسمح للشركة من معرفة مساهميها وقدرتها على الاتصال بهم كلما لزم الأمر ذلك، فرضت بعض التشريعات أن يكون شكل الأسهم الصادرة عن شركاتها اسمية نذكر منها بريطانيا كذلك الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول العربية منها الأردن ومصر. في حين رفضت دولة الكويت هذا الشكل من الأسهم<sup>2</sup>. وفي دول أخرى وجدناها تشترط الشكل الاسمي في بعض الأوراق دون غيرها، مثل إيرلندا التي تشترط الشكل الاسمي في الأوراق المالية الأجنبية.

#### ثانيا: الأسهم لحامله *les actions au porteur*

هو الذي لا يذكر فيه اسم مالكة ويعرف برقمه ويعتبر مالا منقولاً تسري عليه قاعدة الحيابة في المنقول سند للملكية، بمعنى أن الحق الثابت في السهم يندمج في الصك نفسه فتصبح حيازته دليلا على الملكية، يتم تداول هذا السهم بالتسليم وذلك بدليل المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري التي جاءت فيها: "يحول السند للحامل عن طريق مجرد التسليم أو بواسطة القيد في الحسابات".

أجازت بعض التشريعات تحويل أسهم لحاملها إلى أسهم اسمية، نذكر منها القانون الفرنسي والمشرع الجزائري أيضا حيث نص في المادة 715 مكرر 35 على أنه: "يجوز لكل مالك لسندات إصدار تتضمن سندات للحامل، أن يطلب تحويلها إلى سندات اسمية و العكس".

<sup>1</sup> - أكرم ياملكي، المرجع السابق الذكر، ص 217  
<sup>2</sup> - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق الذكر، ص 80



لكن رفض المشرع المصري عملية التحويل وذلك في الاتجاهين<sup>1</sup>.

### ثالثا: الأسهم لأمر Les actions à ordre

أو السهم لإذن كما يطلق عليه البعض من التشريعات المقارنة، هو عبارة عن صك أو سند يصدر لأمر شخص معين ومن ثم يتداول عن طريق التظهير<sup>2</sup>، يشترط في هذا النوع من الأسهم أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كامل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد قيمة السهم.

### الفرع الثاني: من حيث طبيعة حصة المساهم

تنقسم الأسهم طبقا لهذا التصنيف إلى أسهم نقدية وأسهم عينية

### أولا: الأسهم النقدية les actions numéraires

هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقداً، أي أنها أعطيت للمساهمين في مقابل مبلغ معين من النقود تحصل عليه الشركة ولقد نص المشرع الجزائري على الأسهم النقدية في المادة 715 مكرر 41 التي تنص على: "تعتبر أسهما نقدية:

1. الأسهم التي تم وفاؤها نقداً أو عن طريق المقاصة.
2. الأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار.
3. الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الاحتياطات أو الفوائد أو علاوات الإصدار وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقداً، ويجب أن يتم وفاء هذه الأخيرة بتمامها عند الاكتتاب".

عند الاكتتاب العام يجب الوفاء بربع القيمة الاسمية للسهم النقدي حسب المادة 596 من القانون التجاري<sup>3</sup>، على أن تتم الوفاء بباقي القيمة في المواعيد المحددة في النظام الشركة أو في المواعيد التي يقترحها مجلس الإدارة، وهذه الأسهم يمكن تداولها حتى قبل سداد قيمتها الاسمية بالكامل شريطة أن تظل محتفظة بالشكل الاسمي.

### ثانيا: الأسهم العينية les actions d'apports

هي تلك الأسهم التي تمثل حصص عينية في رأس مال الشركة، تقدم للشركة مقومة بالنقد يشترط أن تكون مسددة بالكامل حين إصدارها<sup>4</sup>. ومن أمثلة الحصص العينية قطعة أرض تقام عليها منشآت الشركة

<sup>1</sup> مصطفى كمال طه، المرجع السابق الذكر، ص 255

<sup>2</sup> سميحة القليوبي، المرجع السابق الذكر، ص 261

<sup>3</sup> تنص المادة 596 من القانون التجاري على: "يجب أن تكتتب رأس المال بكامله، وتكون الأسهم النقدية مدفوعة عند الاكتتاب بنسبة الربع 1/4 على الأقل من قيمتها الاسمية، ويتم الوفاء الزيادة مرة واحدة أو عدة مرات بناء على قرار من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب كل حالة، في أجل لا يمكن أن يتجاوز 5 سنوات ابتداءً من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري، لا يمكن مخالفة هذه القاعدة إلا بنص تشريعي صريح، وتكون الأسهم العينية مسددة القيمة بكاملها حين إصدارها".

<sup>4</sup> أحمد بن محمد خليل، المرجع السابق، ص 73.

أو مبنى بأكمله تستخدمه الشركة لإدارتها، ومن الحصص العينية أيضا المنقولات المادية كالسيارات أو البضائع، أو منقول معنوي كبراءة الاختراع.

### الفرع الثالث: من حيث الحقوق التي يمنحها للمالك

لما كانت الأسهم متساوية القيمة، فالأصل انها تخول للمساهمين حقوقا متساوية. وبما أن مبدأ المساواة بين المساهمين ليس من النظام العام، فيجوز النص في القانون الأساسي للشركة على كون بعض الأسهم تمنح لصاحبها حقوقا مخالفة لما تمنحه غيرها، الشيء الذي أظهر نوعان من الأسهم، العادية منها والممتازة .

### أولا: الأسهم العادية les actions ordinaires

هي الأسهم التي تمثل اكتتابات وفاء لجزء من رأس مال الشركة، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعية العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها أو المصادقة على عقود الشركة أو جزء منها كذلك قانونها الأساسي، وذلك بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزته<sup>1</sup>. علاوة على ذلك تمنح هذه الأسهم الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها. أما عن قيمة السهم العادي فهو صك ذو ثلاث قيم: قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، أي الاكتتاب التي عادة ما ترد في نشرة الإصدار. وقيمة دفترية تعادل قيمة حقوق الملكية من الفوائد الأرباح والاحتياطات... إلخ. وقيمة سوقية يباع بها السهم في سوق رأس المال، وهذه الأخيرة قد تكون أكثر أو أقل من القيمتين الاسمية والدفترية<sup>2</sup>.

### ثانيا: الأسهم الممتازة les actions de privilégiées ou les actions priorités

يطلق عليها أيضا أسهم الأولوية أو الأسهم الأفضلية<sup>3</sup>، هو سند ملكية تخول لصاحبها بالإضافة إلى الحقوق العادية للصيقة بالسهم بعض المزايا الخاصة بالأولوية في الحصول على نصيب من أرباح الشركة في حالة ما إذا لم تحقق الشركة أرباحاً لسنة معينة أو قررت عدم توزيع، حينئذ لا يحق للشركة إجراء أي توزيعات حتى يستوفى حملة الأسهم الممتازة حقوقهم من هذه الأرباح المجمدة، كما تمنح لأصحاب هذه الأسهم عدداً من الأصوات في الجمعية العامة للشركة زيادة على تلك المقررة للسهم العادي<sup>4</sup>، وتعرف هذه الأسهم في هذه الحالة بأسمهم ذات الأصوات المتعددة les actions à vote plural. أما الميزة التي تنفد منها الشركة هي عدم تدخل حملة أسهم الممتازة في إدارة الشركة.

نصت المادة 715 مكرر 44 على ما يلي: "يمكن تقسيم الأسهم العادية الاسمية إلى فئتين اثنتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية:

<sup>1</sup> - أحمد أبو الروس: موسوعة الشركات التجارية، بدون طبعة، مكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2002، ص 424

<sup>2</sup> - حنفي عبد الغفار وفرياقص رسيمة: أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 246

<sup>3</sup> - سميحة القليوبي، المرجع السابق، ص 273

<sup>4</sup> - نادية فضيل، المرجع السابق، ص 189

- تتمتع الفئة الأولى بحق التصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها.  
- أما الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب الأسهم أو السندات استحقاق جديدة".  
نستنتج من هذه المادة أن المشرع الجزائري تبنى نوعين من الأسهم الممتازة هي:
1. الأسهم الممتازة للتمتع بأصوات متعددة تفوق عدد الأسهم التي تملكها المساهم.
  2. أسهم امتياز تتمتع بأولوية في الاكتتاب في الأسهم أو في سندات الاستحقاق جديدة.

### الفرع الرابع: من حيث الاستهلاك

الأصل أنه لا يجوز رد قيمة الأسهم للمساهمين إلا عند حل الشركة أو تصفيتها وبعد الوفاء ببيدونها، لكن قد يسمح القانون أو عقد الشركة بغير ذلك ينتج عن ذلك نوعان من الأسهم وهي أسهم رأس المال وأسهم التمتع.

### أولاً: أسهم رأس المال les actions de capital

هي الأسهم التي تتكون من مجموع قيمتها راس مال الشركة وبمعنى آخر هي الأسهم التي لم يقبض المساهم قيمتها الاسمية من الشركة أي الأسهم التي لم تهتك<sup>1</sup>، فيظل سهم رأس المال قائماً داخل في موجودات الشركة متصلاً بأموالها لحين انقضاء أي الشركة وعند ذلك فقط يتقاسم المساهمون أموال الشركة ويسترد كل منهم أسهمه في رأس المال وكل ما يستحقه حسب نتيجة التصفية، أما إذا أراد المساهم أن يسترد قيمة سهمه قبل انقضاء الشركة فلا سبيل إلى ذلك إلا إذا تنازل عن السهم للغير.

### ثانياً: أسهم التمتع les actions de jouissance

هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك Amortissement، إما من الأرباح أو الاحتياطات.  
يمثل الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة مستقبلاً<sup>2</sup>. يكون بذلك سهم التمتع الصيغة الجديدة للسهم الأصلي الذي تم اهتلاكه، والأصل أنه عندما يهتك السهم تنقطع كل العلاقة بين المساهم والشركة، لكن هذا الأصل من شأنه حرمان المساهم من بقائه في الشركة كشريك بدون مبرر شرعي. فتجنب المشرع الجزائري ذلك ومنح المساهم سهم التمتع بدلا من سهم الذي اهتك بحيث لا تنقطع صلته بالشركة. ولقد أشار المشرع الجزائري لأسهم التمتع في نص المادة 715 مكرر 45 التي تنص على: "أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوم إما من الفوائد أو الاحتياطات ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".

<sup>1</sup> - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص102

<sup>2</sup> - هندي منير ابراهيم، إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1994، ص40

نلاحظ من خلال هذه المادة أن المشرع الجزائري لم يكن موفقاً في اختيار مصطلح الاستهلاك في النص العربي، والصحيح هو اهتلاك الذي يقابله باللغة الفرنسية Amortissement، في حين أن الاستهلاك هو Consommation.

ومنه تتم كيفية الاهتلاك بطريقتين: إما تدريجياً بأن ترد الشركة كل سنة إلى المساهمين جزءاً من القسمة الاسمية للسهم أو عن طريق القرعة<sup>1</sup>. لكن المشرع الجزائري حظر التعامل بطريقة القرعة حسب نص المادة 715 مكرر 46 التي تنص على: "يحظر استهلاك الأسهم عن طريق سحب القرعة تعد كل مداولة خرقاً لهذا المنع باطلة..." عكس المشرع المصري الذي أخذ بالطريقتين<sup>2</sup>.

تعطي أسهم التمتع لصاحبها جميع امتيازات أسهم رأس المال باستثناء القمة الاسمية للسهم عند حل الشركة وتصفيتهما لأن المساهم يكون قد حصل عليها مسبقاً.

### المبحث الثاني: السندات les tittres

تحتاج الشركات في بعض الحالات إلى طرق قانونية للحصول على أموال إضافية نتيجة لتوسيع نشاطها أو في حاجتها إلى السيولة النقدية، ولتحقيق ذلك تستطيع الشركات اللجوء إلى زيادة رأس المال وطرح أسهم جديدة للاكتتاب فيها ولكن قد لا ترغب الشركات في هذه الطريقة لأنها ستأتي بمساهمين جدد يشاركون المساهمون القدامى في اقتسام الأرباح، لذا تفضل الشركة اختيار طريقة الاقتراض من البنوك التي لها القدرة مالية أو تلجأ للجمهور للاقتراض عن طريق سندات الاكتتاب فيها، حيث تعطى هذه السندات قيمة القرض المطلوب، فتفضل الشركة إصدار سندات الدين بدلاً من رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة، نظراً لما تحمله السندات من خصائص، إضافة إلى أن الجمهور قد تقل روح المضاربة، فيفضل شراء سندات ذات فائدة ثابتة، عن الأسهم متغير الأرباح. تلعب هذه السندات دوراً كبير في اقتصاديات البلدان، حيث تعد الأوراق المالية التي محل تداول في بورصات القيم المنقولة.

### المطلب الأول: السندات المصدرة من طرف الشركات والسندات المصدرة من طرف الدولة

هناك نوعان من السندات أحدهما تصدرها شركات الأموال وتسمى بسندات الاستحقاق وأخرى تصدرها الدولة وجماعاتها المحلية هي سندات الخزينة، ومن خلال هذا المطلب سنوضح كلاهما من خلال الأطر القانونية المحيطة بهما.

### الفرع الأول: سندات الاستحقاق Les Obligations

لم يكن المشرع الجزائري يسمح لشركات المساهمة من إصدار سندات الاستحقاق وذلك في الأمر رقم 59/75 المتضمن القانون التجاري، لكنه عدل عن موقفه نظراً لما تحققه السندات من فوائد للشركة بصفة خاصة، وللسوق المالية بصفة عامة. فنص المشرع الجزائري على سندات الاستحقاق المسماة بسندات

<sup>1</sup> - نادية فضيل، المرجع السابق، ص 196

<sup>2</sup> - حسب المادة 114 من اللائحة التنفيذية للشركات، خالد ابراهيم تلاحمة: الوجيز في قانون التجاري (الشركات التجاري)، جبهة للنشر والتوزيع، الأردن، بدون سنة النشر، ص 223

الدين في التشريعات المقارنة كالقانون المصري والأردني<sup>1</sup>، في المادة 715 مكرر 81 التي تنص على: "سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية".

نقل المشرع الجزائري هذا التعريف من نظيره الفرنسي<sup>2</sup>. يعاب على هذا التعريف أنه ركز على خاصيتين من خصائص السندات دون غيرها وهما خاصية القابلية للتداول، وخاصية التساوي في القيمة الإصدار الواحد. للبحث عن تعريف جامع ومانع للسندات، يجب عرض بعض التعاريف الفقهية التي ركزت على خصائص أخرى للسندات.

ركزت تعاريف أخرى على خاصية هامة وهي خاصية التداول، فجاءت التعاريف كالتالي: "السند هو وسيلة اقتراض قابلة للتداول يصدر عادة لحامله كما يمكن إصداره في صورة اسمية، يستخدم في الحصول على التمويل اللازم في سوق المال للمستثمرين<sup>3</sup>" أو "السند هو عبارة عن صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل قرضا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام<sup>4</sup>".

اهتم جانب آخر من الفقه بعنصر المديونية الذي تتضمنه السندات وعرفوها بأنها: "هي صكوك قابلة للتداول، تصدر عن شركات بمناسبة اقتراض رؤوس أموال مهمة<sup>5</sup>" وعرفه البعض الآخر "صك مديونية طويل الأجل بفائدة سنوية محددة<sup>6</sup>".

وهناك من عرفه أنه "صكوك ذات قيمة متساوية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تصدرها شركات المساهمة وتعطي للمكتتبين مقابل المبالغ التي أسلفوها للشركة<sup>7</sup>".

### أولاً: خصائص السندات

من خلال عرض التعاريف الفقهية للسندات نستخلص خصائص السندات التالية:

#### 1/ قابلية التداول:

يعتبر السند صك قابل للتداول بالطرق التجارية المعروفة بدليل المواد التالية:

المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري التي تنص على: "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة..."

المادة 715 مكرر 75 من القانون التجاري التي تنص على: "تكون سندات المساهمة قابلة للتداول..."

<sup>1</sup> - عبد الباسط مولود كريم، المرجع السابق، ص 115

<sup>2</sup> - « les obligations sont des titres négociables qui dans une même émission confèrent les même droit de créance pour une même valeur nominale ». L'article L213-5 du code monétaire et de financier- français.

<sup>3</sup> - أحمد أبو الروس، المرجع السابق، ص 431.

<sup>4</sup> - نادية فضيل، المرجع السابق، ص 218

<sup>5</sup> - « Les obligations sont des titres négociables émis par une société qui emprunte un capital important », VIDAL Dominique, Droit des sociétés.op.cit.p39

<sup>6</sup> - سميرة القليوبي، المرجع السابق، ص 274

<sup>7</sup> - سيف ابراهيم مصاورة: تداول الأوراق المالية (الحماية الجزائرية) ، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ، 2012 ، ص 38

تتوقف طريقة تداول السندات حسب شكلها، فإذا كانت سنداً اسماً فيتم نقلها عن طريق القيد في السجلات الشركة وعن طريق التسليم إذا كان سند لحامله، وإذا كان سند للأمر فينتقل عن طريق التظهير.

### 2/ السند كوسيلة تمويلية

يستعمل السند كوسيلة لتمويل الشركة عن طريق المستثمرين والمدخرين، فالسند يتلائم مع المستثمرين الذين يخشون المخاطرة ويحاولون تجنب الخسارة مقابل الحصول على فائدة تكون أقل من الفائدة التي تنجم عن السهم الذي تحصل عليه صاحبه، فضلاً عن نصيب في الربح له حق المشاركة في تسيير ومراقبة ادارتها.

### 3/ عدم القابلية للتجزئة

لقد نص المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 32 من ق ت ج: "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة". فإذا تملك السند عدة أشخاص إلّٰزموا بتعيين شخص واحد يمثلهم في مباشرة الحقوق للصيقة بالسند وتعود الحكمة في ذلك إلى تسيير تعامل الشركة مع الشخص واحد بدلاً من عدة أشخاص.

### ثانياً: تمييز السندات عن الأسهم

يمكن استخلاص أهم الفروق بين السندات والأسهم انطلاقاً من التعاريف السابقة ألا وهي:

- السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته في حين أن السهم جزء من رأس المال الشركة فحامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته، في حين أن صاحب السند دائن للشركة، والشركة مدينة له بمقدار ما اكتب به إضافة إلى الفوائد عليها عند الإصدار.
- ربح السند ثابت لا يتغير إلا في بعض أنواع السندات ولا يتأثر بالخسارة التي قد تلحق الشركة عكس السهم فترتبط أرباحه بأرباح الشركة، وخسارة الشركة تلحق به أيضاً<sup>1</sup>.
- حامل السند ليس له الحق في التدخل في الإدارة<sup>2</sup>، في حين أن حامل السهم يملك حق التصويت والرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
- يسترد حامل السند رأس ماله في الموعد المحدد للاستحقاق، بيد أن صاحب السهم لا يسترد رأس ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة أو في حالة الاهلاك، وفي حالة تصفية الشركة يتقدم حامل السند على حامل السهم في استيفاء حقه واسترداد مستحقاته من التصفية فلحامل السند ضماناً عام على أموال الشركة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> الطيب بلولة: قانون الشركات، الطبعة الثانية، بيرتي للنشر والتوزيع، 2008، الجزائر، ص306

<sup>2</sup> غير أنه يجوز لممثلي جماعة سندات الاستحقاق حضور الجمعيات العامة بصفة استشارية، ولهم الحق في الإطلاع على وثائق الشركة بحسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين (المادة 715 مكرر 21 من التقنين التجاري)، على أن لا تكون ذلك بصفة فردية (المادة 715 مكرر 102 من نفس القانون).

<sup>3</sup> نادية فضيل، المرجع السابق، ص220.

- إذا استوفى حامل السند قيمة سنده انقطعت صلته بالشركة، وذلك لانقضاء الدين بالوفاء، أما المساهم الذي اهتلك سهمه فيحصل على سهم تمتع يخول له حق التصويت في الجمعية العامة كما يخول له الحق في صافي الأرباح وفائض التصفية.

### ثالثا: الطبيعة القانونية للسندات

لبيان الطبيعة القانونية للسندات فإنه يجب علينا أن نحلل السندات إلى عناصرها الرئيسية وتحديد الطبيعة القانونية لكل عنصر على انفراد ثم إعادة تركيب هذه العناصر مرة أخرى للوصول إلى الطبيعة القانونية لهذه العناصر مجتمعة، وهذا ما سنوضحه فيما يأتي:

1/ الشركة الراغبة في اقتراض الأموال من الجمهور تقوم بإصدار بيان وتنتشره في الصحف بدعوة الجمهور للاكتتاب سندات الدين ويحتوي البيان على المعلومات الضرورية ومن أبرزها القيمة الاسمية للسند وسعر الفائدة وتواريخ استحقاقها ومواعيد الوفاء بالقيمة الاسمية للسند وضمانات الوفاء، ويعد هذا البيان أي دعوة الشركة للاقتراض بمثابة إيجاب<sup>1</sup>.

2/ عندما يعلن المكتتب عن قبوله من خلال قيامه بالاككتاب في السندات المطروحة فإننا عمليا نكون إزاء عملية ارتباط الإيجاب الصادر عن الشركة بالقبول الصادر عن المكتتب ويترتب على ذلك إلزام كل منهما بما يجب عليه للآخر<sup>2</sup>، وهذه العملية في الواقع القانوني تكيف على أنها العقد هو ارتباط الإيجاب الصادر عن أحد المتعاقدين بقبول الآخر على وجه يثبت أثره في المعقود عليه.

3/ إن ارتباط الإيجاب بالقبول يعني أننا أمام عقد يلتزم بموجبه المكتتب بدفع قيمة السند الذي يكتتب به وأن الشركة تلتزم برد قيمة السند في الأجل المحدد له بموجب نشرة الإصدار مع دفع فوائد ثابتة في مواعيدها وهذا ما يسمى محل العقد.

4/ أما بالنسبة للسبب بوصفه ركنا من أركان العقد فعندما تقدم الشركة على إصدار السندات فإن الحاجة تدعوها إلى جمع أموال إضافية لتوسيع نشاطها أو مشاريعها وبالنسبة للمكتتب فإن السبب في هذا المجال الاستثماري وحصوله على فوائد ثابتة والمزايا الأخرى التي تقررها الشركة في نشرة الإصدار وهذا السبب يعد سببا مشروعاً بالنسبة لطرفي العقد.

تأسيسا على ما تقدم فإن السندات ما هي إلا عقد قرض<sup>3</sup> وتشكل هذه الصفة ديونا للمكتتبين على الشركة المصدرة لها ويعتبر مالك السند دائنا للشركة.

<sup>1</sup> - عبد الباسط مولود كريم، المرجع السابق، ص123

<sup>2</sup> - عبد الباسط مولود كريم، المرجع نفسه، ص126

<sup>3</sup> - علي البارودي ومحمد السيد الفقي: القانون التجاري، ديوان المطبوعات الجامعية، 1998، مصر، ص407



## رابعاً: أنواع السندات

للسندات تقسيمات عديدة منها :

### 1/ من حيث الجهة المصدرة للسند:

تنقسم إلى سندات صادرة عن الشركات وسندات صادرة عن الدولة .

#### أ- السندات الصادرة عن الشركات :

هي سندات تصدرها الشركات التابعة للقطاع الخاص أو القطاع العام، كخيار للأسهم\_ الذي قد لا يناسب الشركة\_ أو عن اللجوء الاقتراض من البنوك الداخلية أو الخارجية، القرض الذي قد يلقى رفضاً أو قبولاً لكن بنفقات الشركة في غنى عنها، فيكون إصدار السندات أفضل خيار وأحسن استثمار.

#### ب-السندات الصادرة عن الدولة أو الهيئات المحلية:

تصدر الدولة مثل هذه الأوراق المالية حينما تفضل اللجوء إلى ادخارات الأفراد لتمويل مشاريعها عن اللجوء إلى مصادرها الخاصة أي الخزينة العامة التي عادة ما تؤثر سلباً على ميزانيتها السنوية. تقترن هذه السندات بمشاريع تموية وعادة ما تسمى باسمها، كما قد تكون هذه الإصدارات لتغطية حاجة ملحة كحالة الطوارئ أو الحروب، حيث تطمح الدولة في جمع ادخارات الأفراد<sup>1</sup>.

### 2/ من حيث الضمان

#### أ- سندات مضمونة :

هي تلك السندات المضمونة بأصول عقارية، كما قد يكون الضمان شخصي، كالكفالة التي يقدمها البنك لضمان الوفاء بالسندات، فالضمان وسيلة تسعى بها بعض الشركات لاجتذاب رؤوس الأموال، بتقديم ضمانات عينية لوفاء القرض، هذا النوع من السندات المضمونة شائع في بريطانيا<sup>2</sup>.

#### ب-السندات غير مضمونة:

على خلاف سابقتها، فهي تلك السندات غير المقترنة بضمانات لا عينية ولا شخصية، فلا شيء يضمن تسديد السند عند حلول أجله، إذ يعتمد حامل السند في ذلك على قوة المركز المالي للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها وسمعتها في السوق<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> الطيب بلولة، المرجع السابق ، ص335

<sup>2</sup> عبد الباسط مولود كريم، المرجع السابق ، ص222  
عرفت السندات المضمونة في التشريع المصري إذ نصت المادة 164 من اللائحة التنفيذية للشركات المصرية على ضرورة قيد الرهن قبل فتح باب الاكتتاب في السندات.

أما المشرع الجزائري فقد نص على إمكانية وجود ضمانات تقدمها الدولة أو الأشخاص المعنوية العامة دون تفصيل في قواعد ولا إجراءات هذا الضمان، ذلك حسب المادة 715 مكرر 82 من التقنين التجاري.

<sup>3</sup> مصطفى كمال طه، المرجع السابق، ص264



## 3/ من حيث القيمة التي تصدر بها السندات

تنقسم إلى ثلاث أنواع هي:

1- سندات تصدر بقيمتها الاسمية

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

3- سندات تصدر بقيمة أقل من قيمتها الاسمية وهي تلك التي تعرف بسندات عديمة الكوبون

Des obligations à coupons zéro بمعنى أن الشركة المصدرة لمثل هذه السندات

تطرحها للبيع بسعر أقل من قيمتها الاسمية، على أن توفي قيمتها كاملة في ميعاد الاستحقاق

فتكون تلك هي الفائدة التي يحصل عليها حامل السند، بحيث لا تدفع فيها الفوائد طيلة مدة

القرض<sup>1</sup>.

## 4/ من حيث الفوائد

منها سندات ذات عائد ثابت أو متغير.

### أ- سندات ذات عائد ثابت **Les obligations à taux fixe**

تكون فوائدها السنوية ثابتة ومحددة عند الإصدار، وحاملها على علم بقيمة الفائدة التي يستوفياها عند

الاستحقاق، وذلك بغض النظر عما إذا كانت الشركة حققت أرباحاً أم لا. رغم المزايا التي يتضمنها هذا

النوع، إلا أنه ينطوي على مخاطر متعددة<sup>2</sup>، لذا عادة ما يستعمل هذا النوع من السندات لتغطية قروض

قصيرة المدى<sup>3</sup>.

### ب- سندات ذات عائد متغير **Les obligations à taux variables**

يستفيد حاملها بفوائد متغيرة غير ثابتة، لكن هذا التغيير ليس عشوائياً، إنما يكون مقترناً بأساسيات

حسابية.

### الفرع الثاني: سندات الخزينة **les obligations du trésor**

تعد هذه الأوراق المالية سندات دين تقوم بإصدارها الدولة بهدف تغطية العجز الحاصل في ميزانيتها

ويتم إصدار وفقاً لآجال مختلفة، وإن كانت تختلف من حيث الأجل فهي موحدة من حيث سعر إصدارها

حيث يتولى المصدر تحديده. وفقاً للمشرع الجزائري تتولى الخزينة العامة إصدار هذا النوع من السندات

وفقاً لإجراءات وقواعد محددة مسبقاً.

<sup>1</sup> - خالد ابراهيم تلاحمة، المرجع السابق، ص 256

<sup>2</sup> - العكيلي عزيز: القانون التجاري والشركات التجارية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1995، ص 82

<sup>3</sup> - اختارت شركة سونطراك هذا النوع من السندات عند إصدارها لسندات القرض "سونطراك" بفائدة ثابتة بفوائد تقدر بـ 13% سنوياً لمدة 5 سنوات.

## الفصل الأول ماهية القيم المنقولة المتداولة في النظام البورصي الجزائري

تتعلق سندات الخزينة بالمفهوم الدين العمومي La dette public<sup>1</sup> ولقد قام الفقهاء بالتصدي للتعريف الدين العمومي إلا أنها كانت تعريفات غير جامعة نظراً لصعوبة الاتفاق حول العناصر المكونة لمفهوم. يعرف الدين العمومي في فقه المالية العامة بأنه مجمل تعهدات الدولة المالية الملقاة على عاتقها. أو جماعاتها الإقليمية وكذلك الهيئات المرتبطة بالدولة مباشرة وتحتصر التعهدات التي تلتزم بها الدولة والتي تشكل ديناً عمومياً في جميع اقتراضات قامت بها الدولة.

ولكي تقوم الدولة بامتصاص الدين العمومي ولمواجهة مجمل التوظيفات التي قامت بها فإنها تلجأ إلى سوق القيم المنقولة والتي يتراوح مدى العمليات المنجزة فيها بين متوسطة إلى طويلة الأجل، ولا يتأتى ذلك إلا بإصدارها لقيم تدعى "بقيم الخزينة Titre de trésor" وتهدف الدولة إلى إصدار هذا النوع من القيم لتعويض العجز العمومي الذي يصيب الخزينة العامة أو بغية تمويل احتياجات التجهيز، وتتولى مديرية الخزينة العمومية إصدار قيم الخزينة. وذلك بمقتضى المادة 2 من القرار المؤرخ في 21 يناير 1998 المعدل بموجب القرار المؤرخ في 22 يوليو 2001<sup>2</sup> المتضمن تأطير سوق القيم المنقولة في الحساب الجاري وسيرها، حيث جاء فيها: "تصدر الخزينة في السوق الأولية عن طريق المناقصة أو نقابة توظيف سندات الجارية في الحساب الجار:

- سندات الخزينة قصيرة الأجل لمدة 13 و 26 و 52 أسبوعاً، مدفوعة الفائدة مسبقاً، وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية.

- سندات الخزينة متوسطة الأجل لمدة سنتين (2) وخمس سنوات (5) سنوات بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية.

- سندات طويلة الأجل لمدة تتجاوز خمس (5) سنوات، بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية". قامت الخزينة العامة بتاريخ 11 فيفري 2008 بتسعير القيم الخزينة المصدرة من طرفها لدى بورصة الجزائر، ولقد اتخذت القيم شكل السندات الشبيهة للخزينة Les obligations Assimilables du trésors (OAT) بمقدراً 145 مليار دينار جزائري .

تعد السندات الشبيهة للخزينة (OTA) نموذجاً من نماذج الدين المصدرة من طرف الدولة وفقاً لآلية المناقصة في ظل السوق الأولية. إلا أن هذه الفئة من السندات والتي تعد من قبيل السندات السيادية أصبحت قابلة للتداول من طرف وسطاء البورصة المعتمدين وبنفس طريقة التسعيرة المعروفة Fixing يتراوح أجل سندات الخزينة بين 7 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة.

وتسمح سندات الخزينة للمصدر ألا وهو الخزينة بإعادة بعث عمليات إصدار من جديد إذا قدرت أن الأموال التي تم استثمارها غير كافية لاحتياجاتها التمويلية إضافة إلى أنها تمكن الدولة من تعبئة الخزينة

<sup>2</sup> القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001 المعدل المتمم للقرار المؤرخ في 21 جانفي 1998، الجريدة الرسمية عدد 45، الصادر في 12 أوت 2001.

العامة بغية تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل<sup>1</sup>. حيث لا يجوز تداول سندات الخزينة إلا من طرف الوسطاء في عمليات البورصة من جهة والمختصون في القيم الخزينة من جهة أخرى (SVT) وذلك خلال ثلاثة جلسات تسعيرية في الأسبوع.

### أولاً: مفهوم سندات الخزينة

لم يدرج المشرع الجزائري تعريفاً للسندات الخزينة ولا من السلطة الوصائية المتمثلة في وزارة المالية. لكن يمكن تعريفها بأنها السندات الصادرة عن الدولة والتي تمثل جزءاً من الدين العام. أو أنها مجموع الالتزامات المالية للدولة التي تسدها عند حلول أجلها. اكتفى الفقه بجمع الخصائص المشتركة للقيم المصدرة عن الدولة بدلاً من إيجاد تعريف شامل وجامع لها. تتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

- أن يكون الإصدار الكلي وجماعي.
- أن تكون قابلة للتداول.
- أن تكون قابلة للتسعيرة في البورصة.

وللقيم الصادرة عن الدولة نوعان هما قيم الخزينة وسندات الخزينة.

### 1/ قيم الخزينة

حددت المادة 2 من القرار المؤرخ في المؤرخ في 22 يوليو لسنة 2001<sup>2</sup> قيم الخزينة حسب آجال إصدارها واستحقاقها، وذلك كما يلي:

- سندات الخزينة التي يبلغ تسديدها خمس (05) سنوات بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمته.
- سندات طويلة الأجل التي تفوق آجال تسديدها خمس (05) سنوات بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية<sup>3</sup>.

### 2/ سندات الخزينة

رخص القرار المؤرخ في 09 جوان لسنة 1999<sup>4</sup> لوزير المالية بإصدار سندات تسمى سندات الخزينة حسب الصيغ تحدد خصائصها بموجب قرار<sup>5</sup>، وذلك بنسب فائدة وفقاً لمدة السند المعني ضمن فارق يتراوح:

<sup>1</sup> -Obligation du trésor, disponible en [WWW.Almanch-dz.com](http://WWW.Almanch-dz.com), date de création 24-05-2008 consultes 05-05-2015, a 13h :15

<sup>2</sup> - القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001 المعدل المتمم للقرار المؤرخ في 21 جانفي 1998.

<sup>3</sup> - عدلت هذه المادة بعدما كانت تنص على ما يلي:

" سندات الخزينة قصيرة الأجل لمدة 13 و26 و52 أسبوعاً، مدفوعة الفائدة مسبقاً وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية.

سندات الخزينة متوسطة الأجل لمدة سنتين وخمس سنوات بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية.

سندات طويلة الأجل لمدة تتجاوز خمس سنوات وقابلة للتسديد بقيمتها الاسمية."

<sup>4</sup> - القرار الصادر عن وزير المالية المؤرخ في 09 جوان 1999، المتضمن كليات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، الصادر في الجريدة الرسمية عدد 44، الصادر في 05 جويلية 1999.

<sup>5</sup> - القرار المؤرخ في 10 أبريل 2000، الصادر في الجريدة الرسمية عدد 23، الصادر في 23 أبريل 2000، المعدل والمتمم للقرار المؤرخ في 09 جوان 1999، المذكور أعلاه.

- بين 2.50 بالمائة و 5.50 بالمائة للسندات المصدرة لسنة واحدة.
- بين 2.75 بالمائة و 5.75 بالمائة للسندات المصدرة لمدة سنتين.
- بين 3.00 بالمائة و 6.00 بالمائة للسندات المصدرة لمدة ثلاث سنوات.
- بين 3.25 بالمائة و 6.25 بالمائة للسندات المصدرة لأربع سنوات.
- بين 3.50 بالمائة و 6.50 بالمائة للسندات لمدة خمس سنوات<sup>1</sup>.

تتميز سندات الخزينة عن قيم الخزينة بأنها غير قابلة للتداول، بل يتم تسديد مستحققاتها ودفع قسيمات الفائدة لصالح المستفيدين لدى كل الشبابيك بصرف النظر عن مكان الاكتتاب، وذلك عند حلول أجل استحقاقها.

مع ذلك يجوز لحاملها المطالبة بالتسديد المسبق بعد انقضاء سنة على الأقل من تاريخ الاكتتاب لقاء تعويض لا يتوافق مع النسب المحدد أعلاه بل تطبق نسبة فائدة التي تقل مباشرة عن المدة التي صدر بشأنها السند<sup>2</sup>.

### ثانياً: إجراءات إصدار وتداول سندات الخزينة

تعد الخزينة العمومية برامج إصدار السندات سنوياً، وتعلن عنها للجمهور وتبلغ به بنك الجزائر والمختصين في قيم الخزينة. كما تعد برامج أخرى شهرية أو كل ثلاثة أشهر لبعض الأنواع من السندات. تفتح عروض الاكتتاب لكل شخص طبيعي أو معنوي مقيم أو غير مقيم، تقدم هذه العروض من طرف المختصين في قيم الخزينة الذين يعملون لحسابهم أو لحساب زبائنهم.

يصدر عقب جلسة المناقصة بلاغ بنتائج المناقصة من المديرية العامة للخزينة يشترك في توقيعه، عند الاقتضاء ممثل مؤهل قانوناً عن بنك الجزائر يبين هذا البلاغ على الخصوص ما يأتي:

- مبالغ العروض المقبولة.
- نسبة الفائدة أو حد السعر الأدنى المقبول ونسبة المردودية المطابقة.
- نسبة الفائدة أو لسعر المتوسط المرجح للمناقصة ونسبة المردودية المطابقة.
- مبالغ العروض غير الخاضعة للمنافسة والمقبولة في المناقصة عند الاقتضاء<sup>3</sup>.

تدفع الفوائد على سندات الخزينة القصيرة الأجل مسبقاً في يوم الإصدار، على أساس النسبة التي قبلت بها المناقصة، وتدفع فوائد سندات الخزينة المتوسطة الأجل سنوياً على أساس نسبة الفائدة الاسمية المعلنة قبل الإصدار. وفي حالة حلول أجل دفع القسيمة أو الأصل يوم عطلة أو يوم غلق بنك الجزائر، تدفع الفائدة في يوم العمل الموالية دون أي تعويض.

<sup>1</sup> - عدلت المادة بموجب القرار المؤرخ في 20 سبتمبر 2004، الجريدة الرسمية عدد 66، الصادر في 20 أكتوبر 2004 .

<sup>2</sup> - المواد 9 و8 من القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001 ، المذكور سابقاً.

<sup>3</sup> - المادة 10 من القرار الصادر في 21 جانفي 1998 ، المعدل والمتمم بموجب القرار 22 جويلية 2001 المذكور سابقاً.

### ثالثا: تنظيم قاعة سوق السندات الخزينة

تداول قيم الخزينة القصيرة والطويلة الأجل في حساب جاري بالتراضي، في السوق الثانوية الخاصة بها<sup>1</sup>. التي تنشأ لدى المديرية العامة للخزينة<sup>2</sup>، تفتح قاعة القيم الخزينة يوميا وحصرها أمام المختصين في قيم الخزينة من الساعة التاسعة إلى الساعة الحادية عشر صباحا<sup>3</sup>. تثبت العمليات المنجزة يوميا وتنتشر للعامة كل يوم أحد وثلاثاء من الساعة العاشرة إلى الحادية عشر صباحا. أجل يلتزم المختصين باحترامه، وتكون البيانات المنشورة خلاله ملزمة لطرفي العملية البائع والمشتري . يرسل المختص في قيم الخزينة إلى المديرية العامة بياناً شهرياً بوضعية العمليات التي ينجزها في أول أسبوع لكل شهر للخزينة العمومية.

### رابعا: المختصون في تداول السندات الخزينة

يمكن للبنوك والمؤسسات المالية والتعاضديات وشركات التأمينات الاقتصادية صناديق التأمين الاجتماعية والتقاعد والوسطاء في عمليات البورصة، أن يودعوا ملف طلب الاعتماد كمختصين في قيم الخزينة لدى المديرية العامة للخزينة. يجب أن يشمل ملف طلب الاعتماد على الوثائق المبينة في دفتر شروط المختصين في قيم الخزينة الذي تعده المديرية العامة للخزينة العمومية بالاتفاق مع المختصين في قيم الخزينة الممثلين من طرف رئيس جمعيتهم.

تتوقف ممارسة نشاط المختص في قيم الخزينة على الحصول على اعتماد من طرف المديرية العامة للخزينة العمومية، بموجب قرار يصدر عن المدير العام للخزينة بناءً على رأي جمعية سوق قيم الخزينة<sup>4</sup>.

### المطلب الثاني: السندات المختلطة

حدد نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97<sup>5</sup> القيم المنقولة المقبولة للتداول في البورصة وحصرها في الأسهم والسندات، في حين أن القانون التجاري يسمح لشركة الأسهم إصدار قيم المنقولة أخرى، تداركت اللجنة هذا الفراغ بمناسبة تعديلها للنظام رقم 03/97 بالنظام 01/12<sup>6</sup> أدرج النظام رقم 01/12 بقية القيم المنقولة الصادرة من شركات الأسهم داخل السوق، لكن بوصفها سندات الدين وليس سندات رأس المال.

<sup>1</sup> - حسب المادة 2 من القرار الصادر في 21 جانفي 1998 ، المعدل والمتمم بموجب القرار 22 جويلية 2001 المذكور سابقا.

<sup>2</sup> - وذلك بموجب المادة 16 من القرار في 21 جانفي 1998 المذكور سابقا التي نصت فقرتها الأخيرة على: " يصدر مقرر من المدير العام للخزينة يحدد كيفية إنشاء وسير القاعة. صدر القرار رقم 07/98 المؤرخ في 10 فيفري 1998 المتعلق بقاعة سوق القيم الخزينة"

<sup>3</sup> - www.sgvb.dz , consultes 02/04/2015 à 22:00

<sup>4</sup> - أنشأت جمعية سوق القيم الخزينة لدى المديرية العامة للخزينة العمومية بموجب قرار صادر من هذه الأخيرة تحت رقم 06/98 المؤرخ في 1998/02/03.

<sup>5</sup> - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها القانون رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، الجريدة الرسمية العدد 87 المؤرخ في 29 ديسمبر 1997.

<sup>6</sup> - قرار مؤرخ في 24 يناير 2012، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 97-03 السابق الذكر، الجريدة الرسمية العدد 41 المؤرخ في 15 يوليو 2012.

تكمن هذه السندات في السندات القابلة للتحويل (الفرع 1) وسندات المساهمة (الفرع 2) وسندات الاستثمار (الفرع 3) وسندات أخرى مذكورة في القانون التجاري، سندات ذات قسيمات الاكتتاب لأسهم وشهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت.

### الفرع الأول: السندات القابلة للتحويل إلى أسهم **Les obligations convertibles en actions**

جعلت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، سندات دين تطبق عليها أحكام سندات الاستحقاق، وذلك أسوة بما نص عليها المشرع في القانون التجاري<sup>1</sup>. تعتبر هذه القيم من قبيل السندات لكنها تمنح لصاحبها الحقوق نفسها التي تمنحها الأسهم، إذ ما تم تحويل هذه السندات إلى أسهم.

تمنح تقنية التحويل هذه للشركة مزايا عدة تتمثل في أنها تقلص من التزامها بالوفاء لأنها ستدفع للمساهم الجديد فوائد أقل من التي كانت ستدفعها لو بقيت القيم سندات الاستحقاق، وقد تتخلص من دفعها كلياً لسنة مالية معينة إذا تقرر إعادة توزيع الأرباح على المساهمين وإدراجها في احتياطي الشركة، كما أن الشركة قد تفضل إصدار هذا النوع من السندات بدلاً من اللجوء إلى رفع رأس مالها عن طريق إصدار أسهم جديدة، إذا كانت الشركة ذات حجم متواضع أو أن القيمة السوقية للسهم جد متواضعة لا تستحق، كل العناء والتكاليف التي ستصرفها الشركة لقاء تنظيم حملة رفع رأس مالها والبحث عن المكتتبين للأسهم الجديدة التي ستصدرها<sup>2</sup>.

#### أولاً: شروط إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

يعود اختصاص اتخاذ قرار إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم إلى الجمعية العامة غير العادية للشركة، يلاحظ بهذا الصدد أن المشرع أرجع الاختصاص للجمعية العامة غير العادية كاختصاصها في اتخاذ زيادة رأس المال الشركة عن طريق إصدار الأسهم، يرجع السبب في ذلك إلى أن إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم سيؤدي إلى رفع من رأس مال الشركة عندما يتقرر تحويل هذه الأخيرة.

تتخذ الجمعية العامة غير العادية هذا القرار بناءً على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو المجلس المديرين، كما اشترط المشرع على الجمعية العامة غير العادية طلب تقرير خاص من مندوب الحسابات قبل اتخاذ هذا القرار، يتمحور التقرير حول أسس التحويل من السندات إلى الأسهم للحصول على تقييم مالي دقيق للعملية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - تنص المادة 715 مكرر 115 من التقنين التجاري على ما يلي: " تخضع سندات الاستحقاق القابلة للتحويل للأحكام المنصوص عليها في القسم الفرعي المتعلق بسندات الاستحقاق".

<sup>2</sup> - Salah Mohammed, les valeurs mobilières émises par les société par action, édition Ibn Khaldoun, alger, 2001, p111- 112.

<sup>3</sup> - حسب المادة 715 مكرر 116 من التقنين التجاري.

### ثانيا: ثمن إصدار السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم

تدخل المشرع لحماية حاملي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وذلك بوضع حد أدنى لسعر السند مشروطا أن لا يقل عن القيمة الاسمية الأسهم التي تؤول إلى أصحاب سندات الاستحقاق في حالة اختيار التحويل<sup>1</sup>.

يعتبر هذا التحديد قيد على حرية التعاقد، إذ أن الأصل أن عقد الإصدار هو الذي يحدد جميع شروط الإصدار وبياناته، إلا أنه لتوازن المصالح والتساوي بين المساهمين، علما أن حاملي هذه السندات سيتحولون إلى المساهمين في حال ما طبق خيار التحويل، وضع المشرع هذا القيد بقاعدة أمر لا يجوز الاتفاق على مخالفتها وذلك تحت طائلة بطلان الإصدار بحسب سعر إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم بسعر أسهم الشركة وقت إصدار هذه السندات لا وقت تحويلها إلى أسهم<sup>2</sup>.

### ثالثا: تحويل السندات إلى أسهم

منح المشرع حق الطلب تحويل السندات إلى أسهم للمكتتبين وليس للشركة، علما أن التحويل قد يكون خلال فترة أو فترات محددة أو يكون في أي وقت، يطلب المكتتب تحويل سندات إلى أسهم إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، تفوق قيمة السندات عند الاكتتاب وتغطي نفقات التحويل، أما في الحالة المعاكسة أي إذا عرفت القيمة السوقية للسهم انخفاضا مقارنة بقيمة السند عند الاكتتاب يفضل الحامل الإبقاء على سندات إلى أجل غير مسمى.

يجب أن يتضمن عقد الإصدار كيفية وإجراءات التحويل ونوعية خيار التحويل، إذا كان تحويل سيتم في فترة أو فترات محددة، أو أنه سيتم في أي وقت كان الإشارة فإن أغلب التشريعات الحديثة تبنت طريقة التحويل في أي وقت كان<sup>3</sup>، هي طريقة تمنح أكثر مرونة للحامل للتخلي عن سندات لقاء تحويلها إلى أسهم، متى كانت ظروف السوق مواتية، كما أنها طريقة تستهوي أكثر المستثمرين الذين يبحثون عن المرونة وعن فرص ربح أكبر.

فضل المشرع الجزائري المزج بين الطريقة التقليدية للتحويل وهي التحويل لفترة أو لفترات محددة مع طريقة الحديثة وهي التحويل في أي وقت، التي ستأتي شرحها.

### 1/ التحويل في فترة أو فترات محددة:

تحدد الشركة في عقد الإصدار الفترة أو الفترات التي يتم من خلالها تحويل السندات إلى أسهم هي فترات معلومة للشركة، عند حلول الفترة المحددة في عقد الإصدار تعلن الشركة عن رفع رأس مالها، إذا ما تلقت طلبات من حامل السندات الراغبين بتحويلها إلى أسهم وذلك لقواعد رفع رأس مال الشركة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - حسب المادة 715 مكرر 119 من التقنين التجاري.

<sup>2</sup> - Philippe Merle, Droit commercial- sociétés commerciales, 9ème édition, dalloz édition, paris, p332.

<sup>3</sup> - أسامة نائل المحسن: الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ص 144

<sup>4</sup>- يكون قرار رأس مال الشركة من اختصاص الجمعية العامة غير العادية طبقا للمادة 691 من التقنين التجاري.



تتقلب السندات القابلة للتحويل للأسهم والتي لم يتم تحويلها خلال الفترات التي أعلنت عليها الشركة، إلى سندات عادية نافذة بذلك خيار التحويل، ليتأكد لحاملها مركز الدائن تجاه الشركة فله أن يطالب بفوائده عند حلول أجل السند، كما أن يخصمه قبل هذا الأجل.

### 2/ التحويل في أي وقت:

تسمح هذه الطريقة لحامل السند التخلي عن سند لقاء سهم جديد متى شاء ذلك، ومتى كانت ظروف السوق مواتية لهذا التحويل، على الشركة أن تستجيب لطلب التحويل فوراً حتى ولو صدر من حامل واحد، تتمثل هذه الطريقة بالمرونة بالنسبة للحامل وبالغلاء بالنسبة للشركة، إذ أنها ملزمة بتعديل قانونها الأساسي كلما حدث تحويل السند إلى سهم، بذلك مصاريف العقد والإعلانات القانونية. حاول المشرع التوفيق بين مصلحة المكتتبين الذين يبحثون عن مرونة باختيار أسلوب التحويل في أي وقت، وبين مصلحة الشركة التي تبحث عن الاستقرار وترغب تحاشي تعديل قانونها الأساسي في كل مرة لرفع رأس مالها، ولتفادي النفقات المترتب عن ذلك، لتحقيق هذا التوازن أجاز المشرع للشركة عدم تعديل قانونها الأساسي في كل مرة يحدث فيها التحويل السندات وعدم مباشرة إجراءات رفع رأس مالها بمناسبة كل تحويل، خاصة إذا كانت التحويلات متقاربة، إنما يتم ذلك في نهاية السنة المالية<sup>1</sup>، أين يثبت مجلس الإدارة زيادة رأس المال عن طريق بطاقات الاكتتاب، ليتم حينها مباشرة إجراءات تعديل القانون الأساسي لرفع رأس مال الشركة بصفة نهائية<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم Les obligations avec bon de souscription d'actions

تتمتع شركة المساهمة بفرص استثمار كبيرة عند إصدارها لسندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم، لأن إقبال المكتتبين عليها يكون أكثر من إقبالهم على السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، يرجع السبب في ذلك إلى قسيمات الاكتتاب بالأسهم يمكنها أن تستقل عن سندات الاستحقاق التي أصدرت بها فيجوز للمكتتب أن يستثمرها بمعزل عن السندات لأنها قابلة للتداول بمفردها.

### أولاً: شروط إصدار سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم

يكتنف هذه السندات غموضاً من حيث الجهة التي لها صلاحية اتخاذ قرار إصدارها. على عكس السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، نص المشرع صراحة على منح هذا الاختصاص للجمعية العامة غير العادية.

<sup>1</sup> - Salah mohammed, les valeurs mobilières , op, cit, p124.

<sup>2</sup> - نصت على ذلك المادة 715 مكرر 125 من التقنين التجاري.



قياساً على هذه الأخيرة، يمكن القول أن الجمعية العامة غير العادية هي المختصة باتخاذ قرار إصدار سندات ذات قسيمة اكتتاب الأسهم لأن الاكتتاب من شأنه الرفع من رأس مال الشركة وذلك من اختصاص الجمعية العامة غير العادية.

تطرق المشرع إلى حالة خاصة هي حالة الشركة المدمجة أو الشركة التي تملك أكثر من نصف رأس مالها شركة أخرى.

حيث سمح للشركة مملوكة إصدار سندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بأسهم الشركة المالكة<sup>1</sup>، يميز المشرع بين إجراء إصدار سندات الاستحقاق ذات قسائم الاكتتاب التي تصدرها الشركة المتبوعة التي سيكتتب فيها لحاملي السندات ذات قسائم الاكتتاب، أين منح الاختصاص باتخاذ قرار الإصدار للجمعية العامة غير العادية للشركة المتبوعة.

### ثانياً: ثمن وأجال الاكتتاب

ترك المشرع تحديد ثمن إصدار سندات الاستحقاق ذات قسيمة الاكتتاب بالأسهم إلى عقد الإصدار<sup>2</sup> مع أنه لم يطبق هذه القاعدة بشأن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، أين وضع الحد الأدنى لسعر السند.

يبقى الحامل محتفظاً بالسند وفقاً لشروط إصداره مع حصوله على أسهم جديدة إن ارتأى الاكتتاب فيه أو الحصول على ثمن القسيمة إن رغب بيعها. يحدد عقد الإصدار سعر الاكتتاب السندات بناءً على قرار الجمعية العامة التي تبث في كفاءات حساب سعر ممارسة حق الاكتتاب وفي المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتتبها أصحاب القسيمة ويجب أن يكون سعر ممارسة الحق في الاكتتاب مساوياً على الأقل للقيمة الاسمية للأسهم المكتتبه بناءً على تقديم القسائم<sup>3</sup>.

خالف المشرع الجزائري المشرع الفرنسي في تحديد أجل ممارسة حق الاكتتاب في الأسهم الذي تمنحه سندات الاستحقاق ذات قسيمة الاكتتاب بالأسهم لحاملها، حيث أن المشرع الفرنسي حددها بحد أقصى لا يتعدى خمس سنوات من تاريخ ترخيص الجمعية العامة غير العادية بإصدار السند<sup>4</sup>، أما المشرع الجزائري فقد تحاشى تحديد هذا الأجل تاركاً تحديده إلى عقد الإصدار، لكنه مع ذلك وضع حداً أقصى لممارسة حق الاكتتاب وهو أن لا يتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ الاستهلاك النهائي للقرض<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - حسب المادة 715 مكرر 126 من التقنين التجاري التي تنص على:

"يجوز لشركة المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة إصدار سندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم ويجوز لشركة ما إصدار سندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم تقوم بإصدارها الشركة التي تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من نصف مالها".

<sup>2</sup> - حسب المادة 715 مكرر 127 من التقنين التجاري .

<sup>3</sup> - Article 184-2 alinéa 3 du code commerce Français

<sup>4</sup> - تنص المادة 715 مكرر 127 من التقنين التجاري على ما يلي: " لا يمكن أن تتجاوز مدة ممارسة حق الاكتتاب أجل الاستهلاك النهائي للقرض بأكثر من ثلاثة أشهر".

<sup>5</sup> - المادة 715 مكرر 128 من التقنين التجاري.

### الفرع الثالث: سندات المساهمة Les titres participatifs

رخص المشرع الجزائري لشركات المساهمة إصدار سندات المساهمة<sup>1</sup>، عكس المشرع الفرنسي الذي جعل هذا الحق حكرا على الهيئات العمومية والشركات العامة<sup>2</sup> قبل أن يفتح المجال أمام الشركات الخاصة لإصدار مثل هذه السندات.

تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير بحسب استناداً إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند<sup>3</sup>.

تحسب فوائد هذه السندات على جزأين، جزء ثابت ينصب على مقداره عقد الإصدار يعلمه المكتتب وقت الاكتتاب، وجزء متغير يحسب بالنظر إلى نشاط الشركة والنتائج التي تحققها. لهذا السبب ذهب البعض بالقول أن سندات المساهمة تشبه سندات الاستحقاق في جزءها الثابت، فهي فوائد ثابتة تحدد وقت الإصدار وتشبه الأسهم في جزئها المتغير الذي يقوم وفقاً لنتائج الشركة، كما تسمح للشركة من تعزيز مصادرها التمويلية لكن دون تغيير في هيكل رأس مالها<sup>4</sup>.

تتمتع سندات المساهمة بنظام قانوني خاص بها، رغم أن المشرع يستعين في بعض الأحيان بتقنية الإحالة في الأحكام التي تشبه على سندات الاستحقاق<sup>5</sup>.

نظراً إلى أن سندات المساهمة تجمع بين خصائص الأسهم من جهة وخصائص السندات من جهة أخرى نظراً إلى أن هذه الأخيرة غير قابلة للتسديد في حالة التصفية أو إذا قررت الشركة ذلك، أقر المشرع حماية خاصة لحاملي هذه السندات.

تتمثل هذه الحماية في اجتماع حاملي سندات المساهمة التي هي من نفس الإصدار بقوة القانون في جماعة بهم لتمثيل مصالحهم المشتركة والدفاع عنها، تتمتع هذه الجماعة بالشخصية المدنية ويخضعون للأحكام المنصوص عليها بالنسبة لأصحاب سندات الاستحقاق<sup>6</sup>.

تختص جمعية حاملي سندات المساهمة بالنظر إلى حسابات الشركة والاستماع إلى مسيري الشركة عند تقديمه للتقرير المالي للسنة المنصرمة، كما تنتظر في تقرير مندوبي الحسابات حول حسابات السنة المالية، ويتم ذلك الاجتماع السنوي التي تعقده الجمعية.

<sup>1</sup>- المادة 715 مكرر 73 من التقنين التجاري.

<sup>2</sup> - l'Article 283-6 alinéa 1 de la loi 66-537 du 24/07/1966 portant de droit de commerce Français.

<sup>3</sup>- المادة 715 مكرر 74 من التقنين التجاري.

<sup>4</sup> - « Comme les obligations, les titres participatifs sont délivrés à leurs souscripteurs en représentation des sommes prêtées par eux à la société.

Comme les actions ils permettent à la société de renforcer ses fonds propres sans toutefois modifier la structure de son capital ».

Salah Mohammed, les valeurs mobilières , op.cit, p185.

<sup>5</sup>- يمكن ذكر المادة 715 مكرر 77 من التقنين التجاري على سبيل المثال.

<sup>6</sup>- المادة 715 مكرر 78 من التقنين التجاري.

يعين حاملو السندات المساهمة ممثلين عنهم لحضور جمعية المساهمين، والتدخل في مناقشاتهم المقررة في جدول الأعمال، باستثناء المسائل المتعلقة بتوظيف مسيري الشركة أو إقالتهم التي هي من اختصاص مجلس الإدارة<sup>1</sup>.

أحاط المشرع حاملو سندات المساهمة بحماية خاصة بتمكينهم من الاطلاع على تقارير وحسابات الشركة، تجد هذه الحماية أساسها في خطورة موقف حاملي سندات المساهمة، إذ أن السند يحتوي على جزء متغير بتوقف تحديد قيمته على نتائج الشركة خلال السنة المالية، عليه كان لزاما على المشرع أن يمنح الحق نفسه الذي منحه المساهمين<sup>2</sup> حاملي سندات المساهمة خاصة وأن هذه السندات غير قابلة للتسديد إلا في حالات حددها القانون عكس سندات الاستحقاق.

### الفرع الرابع: شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت Les certificats d'investissement et les certificats de droit de vote

تنتج شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت من تجزئة الأسهم إلى قسمين، قسم يمثل الحقوق المالية للسهم وهي قابلة للتداول<sup>3</sup>، وقسم آخر يمثل الحقوق غير خاصة حق التصويت وهو غير قابل للتداول<sup>4</sup>، يسمى القسم الأول بشهادات الاستثمار، فهي تحتل الربح أو الخسارة لأنها تتعلق بالتمويل

بالتمويل في حين يسمى القسم الثاني بشهادات الحق في التصويت التي تضمن السلطة حسب وصف بعض الفقهاء<sup>5</sup> فهي حق غير مالي.

تلجأ الشركة إلى إصدار مثل هذه القيم بمناسبة زيادة رأس مالها الاجتماعي أو تحرزه أسهمها الموجودة<sup>6</sup> عادة ما تحصل الشركة زيادة رأس مالها عن طريق إصدار شهادات الاستثمار بدلا من إصدار الأسهم وذلك بهدف الاحتياط الاحتفاظ بمركز القرار في الشركة على حاله، لأن المكتتبين بشهادات الاستثمار لا يملكون حق التصويت في الجمعيات العامة للشركة.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 79 من التقنين التجاري.

<sup>2</sup> تنص المادة 715 مكرر 80 من التقنين التجاري على ما يلي: " يمكن لحاملي سندات المساهمة الاطلاع على وثائق الشركة حسب الشروط المطلوبة بالنسبة للمساهمين".

<sup>3</sup> تنص المادة 715 مكرر 62 من التقنين التجاري على ما يلي: " تمثل شهادات الاستثمار التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة حقوقا مالية، وهي قابلة للتداول".

<sup>4</sup> تنص المادة 715 مكرر 63 من التقنين التجاري على ما يلي: " تمثل الشهادات الحق في التصويت حقوقا غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم".

<sup>6</sup> أخطأ المشرع في صياغة العربي للمادة 715 مكرر 61 من التقنين التجاري باستعماله حرف العطف " و " والتي جاء نصها كما يلي:

" تصدر شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت بمناسبة زيادة رأسمال الشركة وتجزئة الأسهم الموجودة".  
يفهم من هذا النص أن كلا من زيادة رأسمال الشركة وتجزئة السهم إجراءان متلازمان، في حين أن صياغة النص الفرنسي وهي الأصح جاءت كما يلي:

« Les certificats d'investissement et les certificats de droit de vote sont émis à l'occasion d'une augmentation de capitale ou d'une fractionnement des actions existantes » .

تعتبر شهادات الاستثمار قيما منقولة قابلة للتداول داخل البورصة، باعتبارها تمثل الحقوق المالية للسهم وهذه الأخيرة قابلة للتداول، لا تندرج هذه القيم داخل البورصة إلا بمناسبة صدور النظام 01/12 الذي عدل المادة 30 من نظام اللجنة رقم 03/97 وصار نصها كما يلي: "تعتبر الأسهم وشهادات الاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة كسندات رأس مال<sup>1</sup>".

أخضع المشرع شهادات الاستثمار إلى نظام قانوني خاص يختلف عن النظام الأسهم، يتبين هذا النظام من خلال الإجراءات الخاصة، إنشاء شهادات الاستثمار وكيفيات إنشائها.

### أولاً: إجراءات إنشاء شهادات الاستثمار

يعود قرار إنشاء شهادات الاستثمار إلى الجمعية العامة للمساهمين، بناءً على تقرير مندوب الحسابات وتقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة<sup>2</sup>.

لم يحدد المشرع نوع الجمعية العامة المختصة بمثل هذا القرار، إن كانت الجمعية العامة العادية أو غير العادية. لكن باعتبار أن شهادات الاستثمار قد تصدر بمناسبة زيادة رأس مال الشركة التي تختص بتقريره الجمعية العامة غير العادية، فإن هذه الأخيرة هي المختصة باتخاذ قرار إنشاء شهادات الاستثمار<sup>3</sup>.

كما لم يحدد المشرع الجزائري مضمون التقرير الذي يعده كل مندوب الحسابات ومجلس الإدارة أو مجلس المراقبة عكس ما فعله المشرع الفرنسي الذي اشترط شرح أسباب وكيفيات إنشاء شهادات الاستثمار<sup>4</sup>.  
أحال المشرع الجزائري إجراءات إصدار شهادات الاستثمار إلى القواعد العامة لإصدار الأسهم وتسديدها قيمتها، حيث جاء نص المادة 715 مكرر 68 كما يلي: "تطبق القواعد المتعلقة بإصدار الأسهم وتسديدها على شهادات الاستثمار"، على خلاف إصدار لا يجب أن تتعدى ربع 1/4 من رأس مال الشركة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup>- عدلت المادة 30 من النظام رقم 03/97 بموجب المادة 6 من النظام رقم 01/12 كما عدلت المادة 5 من النظام نفسه عنوان القسم الثاني من النظام 03/97 وصار كما يلي: "شروط قبول سندات الرأس مال في السوق الرئيسية" بدلا من العنونة القديمة "شروط القبول"  
<sup>2</sup>- المادة 715 مكرر 66 من التقنين لتجاري.

<sup>3</sup>- Article L228- 30 du code de commerce Français

<sup>4</sup>- Paul Cannu, Droit des sociétés, 2ème édition, Montchrestion édition, 2003, paris ,p664

<sup>5</sup>- المادة 715 مكرر 66 فقرة 1 من التقنين التجاري.

### ثانيا: كفاءات إصدار شهادات الاستثمار

يمكن إصدار شهادات الاستثمار إما بمناسبة زيادة رأس مال الشركة أو بمناسبة تجزئة أسهمها الموجودة في حالة زيادة رأس مال الشركة، يستفيد المساهمون وحاملو شهادات الاستثمار من حق اكتتاب تفصيلي في شهادات الاستثمار الصادرة، في هذه الحالة تتبع إجراءات زيادة رأس مال الشركة. يجب على حاملي شهادات الاستثمار المصدرة التخلي عن حقهم في الاكتتاب في جمعية خاصة تخضع لقواعد الجمعية العامة غير العادية للمساهمين<sup>1</sup>.

أقر المشرع في حالة تجزئة الأسهم حماية خاصة لحامليها، إذ يجب أن تعرض عليهم شهادات الاستثمار بنسبة تساوي حصتهم في رأس مال الشركة، يلاحظ أن المشرع اعتمد في تقييم هذه الشهادات على قيمتها وقت إنشاء الشركة وليس قيمة السهم وقت التجزئة على أن تحدد الجمعية العامة كفاءات توزيع رصيد احتمالات الأحداث غير الممنوحة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- المادة 715 مكرر 66 فقرة 2،3، 4 من التقنين التجاري.  
<sup>2</sup>- المادة 715 مكرر 66 فقرة 6، 7 من التقنين التجاري.

### الإطار القانوني لعمليات التداول في النظام البورصي

إن عملية التداول من العمليات التي تقع داخل البورصة، فهي عبارة عن عملية بيع وشراء الأوراق المالية بين المستثمرين، حيث تتم هذه العملية بواسطة وسطاء معتمدين لهذه العملية نيابة عن المستثمرين.

تعد بورصة الجزائر التي تنتمي إلى السوق الثانوية Le second marché التي تعتمد على مبدأ وحدة السوق، حيث انطلقت الجزائر بسوق وحيدة هي السوق الرسمية لسندات رأس المال وسندات الدين، يمكن تبرير ذلك بان مفهوم البورصة مفهوم حديث آنذاك في الاقتصاد الجزائري بصفة خاصة وفي المجتمع بصفة عامة. استمرت بورصة الجزائر في العمل بنظام السوق الوحيدة إلى غاية صدور النظام رقم 01/12 المعدل للنظام رقم 03/97 الذي قسم بورصة الجزائر إلى عدة أسواق وهي:

- سوق سندات الرأس المال، التي تنقسم بدورها إلى سوق رئيسة تقييد فيها سندات رأس مال الشركات الكبرى، وسوق لسندات رأس مال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
  - سوق لسندات الدين الذي يتضمن سوقاً لسندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم، وسوقاً لسندات الدين الصادرة عن الدولة والهيئات المحلية
  - سوق للقيم الصادرة عن الخزينة العمومية.
- حددت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في النظام رقم 01/12 شروط خاصة بالقيود في سوق سندات رأس المال وأخرى بسوق سندات الدين.

### المبحث الأول: أحكام الدخول في بورصة القيم المنقولة

إدراج أو إيداع القيم المنقولة هو نظام يهدف إلى جمع الأوراق المالية وحفظها مركزيا لدى جهة واحدة وهي البورصة، و بعد ذلك يتم التعامل على الأوراق المالية المدرجة من خلال إجراءات عديدة. لكن قبل كل هذا يجب على الشركة الراغبة في إدراج قيمها المنقولة أن تتوفر فيها وفي قيمها المنقولة بعض الشروط وإتباعها لمجموعة إجراءات وضعتها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

#### المطلب الأول: الشروط وإجراءات الدخول في البورصة القيم المنقولة

خصص هذا المطلب لبيان شروط دخول الشركات لبورصة القيم المنقولة كذلك إجراءات الواجب على الشركة إتباعها للدخول في البورصة.

#### الفرع الأول: الشروط الواجب توفرها في الشركة للدخول في البورصة

حسب المادة الخامسة من النظام رقم 01/12 على إحداث قسم ثاني من الفصل الأول، الخاص بشروط القبول تحت عنوان "شروط قبول سندات الرأس مال في السوق الرئيسية" يتضمن المواد من 30 إلى 44. ثم نصت المادة التاسعة من النظام نفسه على إنشاء قسم ثالث يدعى "شروط إدراج سندات رأس المال في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة" يتضمن المواد من 45 إلى 46-7. ومنه تكمن شروط القيد في:

- أن تكون الشركة شركة أسهم منشأة وفقا للقواعد والإجراءات المنصوص عليها في القانون التجاري<sup>1</sup>.
- على الشركة أن تنشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك<sup>2</sup>.
- يجب على الشركة أن تثبت بأنها حققت أرباحا مالية خلال السنة المالية السابقة لطلب القبول<sup>3</sup>.
- يجب على الشركة تقديم تقرير تقييمي لأصولها، ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه.
- يجب أن تبرر وجود هيئة للمراقبة الداخلية، تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم تتوفر مثل هذه الهيئة لدى الشركة فعليها تنصيبها خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها للتداول في البورصة<sup>4</sup>.

1- المادة 30 من النظام 03/97 المعدلة بموجب المادة 6 من النظام 01/12 المتضمن النظام العام لبورصة القيم، الجريدة الرسمية عدد 87،

صادر في 29 ديسمبر 1997.

2- المادة 31 من النظام 03/97 .

3- المادة 34 من النظام 03/97 .

4- المادة 36 من النظام رقم 03/97 .

- أن تتكفل الشركة بعملية تحويل السندات، وإذا بقي مساهم غير الدولة أو شركة قابضة عمومية تتحكم في رقابة الشركة على رابطة خاصة معها، مما ينجم عنه تعارض المصالح بين التزامات الشركة حيال هذا المساهم ومسؤوليات الشركة تجاه كل المساهمين فيها، لا يقبل قيد هذه الشركة في البورصة<sup>1</sup>.
- يجب على الشركة التي تطلب قبول سندات رأس مالها للتداول في السوق الرئيسية، أن لا تقل قيمة رأس مال الذي تم وفاؤه عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 د.ج).
- أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20 % من رأس المال الاجتماعي للشركة وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير<sup>2</sup>.
- اشترطت المادة 17 من النظام 03/97 على الشركة، تعيين وسيط لمساعدة المصدر في إجراءات القبول والإدخال<sup>3</sup>، وعليه التأكد من توافر الشروط المذكورة فيها.

#### أولاً: الشروط الخاصة بسندات رأس المال:

- يجب أن تكون الأسهم محل الطلب القبول مدفوعة بكاملها<sup>4</sup>.
- يجب توزيع سندات رأس المال على الجمهور يقدر بـ 150 مساهم على الأقل، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير.

#### ثانياً: شروط قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أقوى الأدوات التنموية والتطور الاقتصادي، فهي مصدر لتوليد الإنتاج والدخل وخلق فرص العمل، بذلت السلطات الجزائرية لتشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بتوفير مناخ قانوني ومناسب لترقيتها<sup>5</sup>.
- وضع النظام 01/12 شروط خاصة لإدخال سندات رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة، إضافة الشروط المتعلقة بإدراج سندات رأس المال العامة وهي:
- يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم، كما يجب عليها تعيين مستشار مرافق لمدة خمس سنوات يدعى الراعي في البورصة يكلف بمساعدتها أثناء إصدار

<sup>1</sup> - يمكن للجنة أن تفرض تسوية المصالح في أجل تحدده وذلك بعد قبول سندات الشركة للتداول في البورصة إذا كان ذلك ممكناً. إذا رأت اللجنة أن الشركة أهلة للقبول في جدول الأسعار رغم وجود تعارض المصالح، وجب الإشعار كل مساهمي الشركة بذلك عامة المستثمرين ويتعين على الشركة أن تصرح بذلك في المذكرة الإعلامية.

المواد 37 و38 و39 من النظام رقم 03/97، السابق الذكر.

<sup>2</sup> - حسب المادة 1/7 من النظام 01/12 المعدلة للمادة 43 من النظام رقم 03/97.

<sup>3</sup> - المادة 3 من النظام رقم 01/12 المعدلة للمادة 17 من النظام 03/97 السابق الذكر.

<sup>4</sup> - المادة 33 من النظام 03/97 السابق الذكر.

<sup>5</sup> - القانون رقم 18/01 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية عدد 77 الصادر في 15 ديسمبر 2001.



- سنداتهما، في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام<sup>1</sup>.
- يجب أن تكون الشركة قد أبرمت مع الراعي في البورصة اتفاقية يتم إعدادها حسب النموذج الذي تحدده اللجنة لمدة أدناها سنتان ويتفق عليها الطرفان. في حال فسخ الاتفاقية يجب على الشركة أن تعين على الفور راعياً آخر في البورصة وتبلغ اللجنة بذلك<sup>2</sup>.
  - يجب أن تفتح الشركة رأس مالها الاجتماعي على مستوى أدناه 10% وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير.
  - يجب توزيع سندات رأس مال الشركة على الجمهور على عدد أدناه خمسون (50) مساهماً أو ثلاثة مستثمرين مؤسستيين من بنوك ومؤسسات مالية، شركات التأمين، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، صناديق الاستثمار، شركات رأسمال الاستثمار والشركات المسيرة للأصول، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير<sup>3</sup>.

### ثالثاً: القيد في سوق سندات الدين

تشمل هذه السوق سندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم، سندات الدين الصادرة عن الدولة والهيئات المحلية، وسندات الخزينة.

#### أ- شروط قيد سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة

حسب النظام 01/12 فإنه يتم تداول داخل هذه السوق كل من سندات الاستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال وسندات المساهمة<sup>4</sup>، يشترط لقبول هذه السندات للتداول أن يكون سعر السندات محل الطلب يساوي على الأقل خمسمائة دينار (500.000.000.00 دج)<sup>5</sup>، بعد أن كانت اللجنة تشترط مائة مليون دينار في النظام 03/97<sup>6</sup>، على أن توزع بين 100 حائز على الأقل ذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير.

#### ب- قيد سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية بقوة القانون

خص المشرع سندات الدين الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية بمعاملة خاصة، إذا استثنيتها المادة 44 من المرسوم التشريعي 10/93 من شروط القيد في البورصة، بل وأكثر من ذلك جعلت قيدها بقوة القانون بمجرد طلب مصدرها ذلك<sup>7</sup>. تجاهلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هذه المادة عند

<sup>1</sup> المادة 46 من النظام رقم 03/97 المستحدثة بموجب المادة 9 من النظام رقم 01/12 السابق الذكر.

<sup>2</sup> حسب المادة 3.46 من النظام 03/97 المستحدثة بموجب النظام 01/12 السابق الذكر، أصدرت اللجنة التعليمية 02/2013 المؤرخة في 9 جوان 2013 المتضمنة نموذج الاتفاقية المبرمة بين الشركة المرشحة للقيد وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والراعي في البورصة.

<sup>3</sup> المواد 46-46 و5-6 من النظام 01/12 السابق الذكر.

<sup>4</sup> المادة 08-46 من النظام 01/12 السابق الذكر.

<sup>5</sup> المادة 09-46 من النظام 01/12 السابق الذكر.

<sup>6</sup> حسب المادة 45 من النظام 03/97 السابق الذكر.

<sup>7</sup> تنص المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على ما يلي: " تقبل السندات القرض التي تصدرها الدولة الجزائرية والهيئات المحلية بقوة القانون في المفاوضات إذا طلب مصدرها ذلك..."<sup>7</sup>

إصدارها للنظام رقم 03/97، الذي لم يتضمن أي نص على هذا النوع من السندات. يمكن تبرير ذلك بأن اللجنة لم تجد نفسها بحاجة إلى النص على مثل هذه السندات كونها لا تخضع لشروط خاصة للقيد، بل بقوة القانون.

### الفرع الثاني: إجراءات الدخول في البورصة

تسعى الشركة التي تتوفر فيها شروط القيد التي نصت عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير البورصة للحصول على قبول اللجنة قيد قيمها المنقولة في البورصة. يكون ذلك من خلال تحضير الشركة للدخول في البورصة (فرع 1) بعد قبول اللجنة لملفها وتأشيرها على المذكرة الإعلامية تبرم اتفاقية تسجيل مع شركة تسيير بورصة القيم (فرع 2)، كي تباشر الإجراء المتفق عليه لإدخال قيمتها في البورصة (فرع 3).

#### أولاً: تكوين ملف القيد

تودع الشركة الراغبة في قيد قيمها المنقولة في البورصة طلباً لدى اللجنة مرفقاً بملف حددته اللجنة بموجب التعليمات رقم 01/98<sup>1</sup>. يختلف الملف باختلاف القيم المرغوب قيدها إذا كانت أسهم أو سندات دين.

#### 1/ ملف طلب قيد الأسهم:

نصت اللجنة على محتوى ملف طلب قيد سندات الرأس المال أو الأسهم في المادة الثانية من التعليمات رقم 01/98، وهي كما يلي:

أ- وثائق عامة: تتمثل 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<sup>2</sup>.
- معلومات عن الأوراق المالية محل قيدها: نوعها- عددها- السعر المقترح لإدخالها.
- وصف لطبيعة أسهم الشركة وكيفية ومكان مسك الحسابات الخاصة بالأسهم<sup>3</sup>.
- وصفاً عاماً عن نشاط الشركة وفروعها إذا وجد لها فروع.

<sup>1</sup> - تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 المتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، الجريدة الرسمية عدد 93 الصادر في 13 ديسمبر 1998

<sup>2</sup> - Guide de la bourse et des opérations boursières, collection les guides COSOB, Novembre 1997, p19.

<sup>3</sup> - لم تعد الشركة بحاجة إلى مثل هذه الوثيقة بعد تأسيس المؤتمن المركزي على السندات، إذ تلتزم بتسجيل قيمتها لديه وبتعيين ماسك الحسابات الذي يدير هذه الحسابات.

- مشروع المذكرة الإعلامية المعدة وفقاً لتعليمات اللجنة.
- تعهد باحترام الشركة لقواعد السوق.
- قائمة تعرف بمسيري الشركة، أعضاء مجلس الرقابة، مجلس المحاسبة، وكل من يشغل وظيفة هامة داخل الشركة، تحدد القائمة أسماء، رتب والمؤهلات العلمية لكل منهم، مع ذكر الوظائف التي يشغلها هؤلاء خارج الشركة إن وجدت.
- قائمة بالمؤسسات التي تقدم الخدمات للشركة.
- ب- **وثائق تتضمن معلومات عن رأس مال الشركة:** تتضمن ما يلي:
  - بيان بمصدر رأس مال الشركة وتطوره منذ نشأتها وكل الزيادات والتخفيضات التي طرأت عليه، مرفقاً بجدول 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<sup>1</sup>، التي تسبق طلب القيد، بما فيها عدد الأسهم المصدرة، تاريخ الإصدار، قيمة الإصدار ونتائج الإصدار.
  - عدد الأسهم المعنية بالإدخال في لبورصة.
  - لائحة تعرف بالمساهمين المهنيين في الشركة الذين يمتلكون نسبة تفوق 5% من الأسهم وبعدهم أسهمهم وقيمتها السوقية والاسمية.
  - وصف الحقوق والالتزامات المرفقة بالأسهم محل الإدخال.
  - تقارير توزيع الأرباح، وكيفية توزيعها ومقاديرها<sup>2</sup>.
  - عدد المساهمين الذين يمتلكون الأسهم المعنية بالإدخال.
  - شهادة توزيع أسهم الشركة في تاريخ تقديم طلب القيد<sup>3</sup>.
- ج- **وثائق اقتصادية ومالية:**
  - بيان بالنشاط الصناعي والتجاري وتطوره 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 بالوضع المالي للشركة لمدة ثلاث سنوات قبل الطلب، مرفق بجدول مقارنة بمحاسبة الشركة خلال هذه المدة.

<sup>1</sup> -Guide de la bourse et des opérations boursières, collection les guides COSOB, op , cit, p20.

<sup>2</sup> - في حين اكتفى دليل اللجنة بامتلاك نسبة مهمة من الأسهم دون تحديدها.

- Guide de la bourse et des opérations boursières, collection les guides COSOB, op.cit.p23

<sup>3</sup> - في حين أن دليل قبول القيم المنقولة الصادر عن اللجنة نص على خمس من جميع الوثائق القانونية.

- 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 المصاريف 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.

#### د- الوثائق القانونية:

- نسختان من القانون الأساسي للشركة مرفقة بتعديلاته والتصديق عليها<sup>1</sup>.
  - نسختان من شهادات التسجيل بالسجل التجاري.
  - نسخ من تقارير الجمعية التأسيسية، الجمعية العامة العادية وغير العادية للشركة التي قررت فتح رأس مالها للجمهور مرفقة بمداولات مجلس الإدارة.
  - نسختان من قرار مجلس الإدارة الذي يرخص بواسطته إدخال القيم المنقولة في البورصة.
  - عينتين من شهادات الأسهم المراد إدخالها في البورصة.
  - نسختان من كل وثيقة تثبت وضعية الشركة اتجاه كل من الصندوق الضمان الاجتماعي، وصندوق التقاعد، وكذا اتجاه الضرائب.
  - نسخة من كل العقود المهمة التي تبرمها الشركة والتي تخرج عن إطار نشاطها المألوف.
- تتأكد اللجنة من نظامية الوضعية القانونية منذ نشأتها، كما تتحقق من نظامية الشروط والإجراءات المتبعة لإدخال قيمتها في البورصة، نقلت لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها الوثائق التي يجب أن تتضمنها ملف الطلب القيد عن نظيرتها سلطة السوق المالية الفرنسية MF<sup>2</sup>.

#### 2/ ملف طلب قيد سندات الدين

- إضافة إلى الوثائق السابق ذكرها، ووثائق خاصة تتمثل في:
- نموذج عن سند الدين المطلوب قيده.
  - التاريخ المزمع للإدخال والذي يرخص 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.

<sup>1</sup> - Guide de la bourse et des opérations boursières, collection les guides COSOB, op.cit.p19

<sup>2</sup> - Instruction AMF n 2005-11 relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché règlementé, modifier par le 24 juin 2011 , à consulter sur les site www.amf.org.

- بيان بقيمة سندات الدين المطروحة والتي تم تسديدها.
- دراسة تبين تاريخ استحقاق السندات المرغوب قيدها، الفوائد الاسمية المقترحة، كيفية التسديد مكانه 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 قيد سندات الدين التي تطرحها بإعلام شركة تسيير بورصة القيم بحجم السندات المطروحة في السوق.
- تلتزم الشركة التي تطلب قبول قيمتها المنقولة 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 عليها أن ترفع إلى علم اللجنة كل تعديل يطرأ على أي عنصر من العناصر المكونة لملف القبول<sup>1</sup>.

### ثانياً: التأشير على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة

تنص المادة 30 من النظام رقم 03/97 على إلزام الشركة التي ترغب في قيد قيمتها 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. الأمر الذي لم تحترمه اللجنة حينما ألزمت كل الفئات ينشر مذكرة مؤشر عليها من اللجنة، وذلك بموجب المادة الثالثة من النظام 02<sup>2</sup>/96 التي تنص على: "على كل شركة أو هيئة عمومية تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني للادخار، وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور... يظهر جلياً أن المقصود هنا من عبارة الهيئات العمومية هي الهيئات المحلية. والمادة الأولى من النظام 03/97<sup>3</sup>. اتخذت اللجنة موقفاً مغايراً من خلال المادة 8 من النظام 02/96 التي يفهم منها أن الهيئات المحلية مستثناة من إعداد المذكرة الإعلامية. جاء نص المادة 8 كما يلي: "تقوم الجماعات المحلية عند إصدار سندات عن طريق اللجوء العلني للادخار بوضع بيان إعلامي يصف العملية المزمع انجازها، يوضع هذا البيان تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المصدرة، ويودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام".

تدل عبارة "على سبيل الإعلام" على أن اللجنة لا تمارس سلطتها في رقابة الإصدارات التي تطرحها الهيئات المحلية. يرجع ذلك إلى أن هذه الهيئات تنتمي إلى القانون العام فهي تستفيد من امتيازات السلطة

<sup>1</sup> - المادتين 25 و 28 من النظام رقم 03-97 .

<sup>2</sup> - النظام 02/96 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ إلى علانية الادخار عند إصدار قيمها المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 36 الصادر في 01 جوان 1997.

<sup>3</sup> - حسب المادة الأولى من النظام 03-97 السابق الذكر .

العامة. تضاف هذه المادة إلى بقية الأدلة التي ذكرت، أين تدخل القانون العام في تسيير شؤون السوق المالية، ليضع بذلك حدوداً لسلطة اللجنة.

حرصاً من اللجنة على نوعية الإعلام وضماناً منها لمصالح المدخرين والمستثمرين، لها أن تطلب كل المعلومات والوثائق المكملة، كلما تبين لها غموض أو نقص فيما قدم لها<sup>1</sup>، وذلك في أجل أقصاه شهر من تاريخ استلام ملف طلب القبول.

### ثالثاً: صدور قرار بقبول القيد

تفصل اللجنة في أجل شهرين من تاريخ استلام ملف طلب القيد المودع لديها من قبل الشركة، ترد عليه. إذا استوفى الملف كل الشروط القانونية والتنظيمية اللازمة، فتصدر قراراً بقبول قيد القيم المنقولة للشركة في البورصة. تعتبر الأجل الممنوح للجنة للرد على طلب القيد في بورصة القيم المنقولة، إن أجل شهرين أجل طويل بالنظر إلى طبيعة العملية التي تقتضي السرعة، فالشركة المرشحة للقيد قد سطرت سياسة استثمار يجب أن تنفذها في أقرب الآجال وإلا فقدت أو انتقصت أهميتها، لهذه الأسباب أو غيرها اختصرت لجنة السوق المالية الفرنسية هذا الآجال إلى عشرين يوم فقط<sup>2</sup>.

حددت اللجنة أجلاً لصلاحيّة مقرر القبول وهو أربعة أشهر من تاريخ صدوره، قابلة للتמיד بطلب من الشركة العارضة<sup>3</sup>. يجب على الشركة المباشرة في إجراءات الإدخال قبل انتهاء هذا الأجل وإلا اضطرت إلى إعادة ملف طلب القيد بغرض تحيينه، يمكن القول بأن هذه المدة المعقولة، فهي من جهة كافية لإتمام باقي إجراءات الإدخال، ومن جهة أخرى ضرورية لتحيين ملف الشركة التي قد تطرأ عليها تطورات من تاريخ إيداع ملفها لدى اللجنة.

تملك اللجنة صلاحية رفض كل طلب قيد في البورصة إذا كان مخالفاً لمصلحة السوق والمدخرين، حسب ما نصت عليه المادة 29 من نفس النظام. يثور التساؤل مهم في هذا الصدد حول مدى قابلية قرار رفض القيد للطعن، سواءً الداخلي أمام اللجنة أو الطعن القضائي أمام الجهات القضائية؟ إن الطعن الداخلي لدى اللجنة أمر غير وارد، نظراً لطبيعة النزاع الذي يخرج عن اختصاصات الغرفة التحكيمية للجنة، كونه ليس بنزاع تقني ولا وجود لوسيط كطرف فيه. يبقى إمكانية الطعن أمام الجهات القضائية.

### رابعاً: إبرام اتفاقية القيد مع شركة تسيير البورصة

تلتزم الشركة التي حصلت على موافقة اللجنة على طلبها المتضمن قيد قيمتها المنقولة في البورصة بإيداع نسخة من طلب القبول مرفقاً بالمذكرة الإعلامية المؤشر عليها لدى شركة تسيير بورصة القيم، تبرم

<sup>1</sup> - حسب المادة 42 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة .

<sup>2</sup> - « L'AMF notifie son visa dans les vingt jours de négociation qui suivent la délivrance de l'avis de dépôt. Au cours de l'instruction du dossier , lorsque l'AMF indique que les documents sont incomplets ou que des informations complémentaires doivent y être insérées, le délai mentionné au quatrième alinéa ne court qu'à partir de la réception par l'AMF des compléments d'information ».

Article 212-22 du règlement générale de l'AMF de France, modifier par Arrêté du 2 avril 2009.

<sup>3</sup> - المادة 22 من النظام 03/97 السابق الذكر.

الشركة اتفاقية التسجيل مع شركة تسيير البورصة بواسطة وسيط معتمد<sup>1</sup>. تحدد هذه الاتفاقية تاريخ الإدخال، سعر الإدخال والإجراء المناسب للإدخال.

لا تتمتع الشركة المرشحة للقيد بحرية تامة في التعاقد مع شركة تسيير بورصة القيم، فالاتفاقية المبرمة معها تعتبر بمثابة عقد إذعان، لأنها تحتكر نشاط القيد في البورصة احتكاراً قانونياً يمكنها من فرض شروطها على المستثمر دون مناقشتها. تتمتع الشركة بهذا الاحتكار بحكم كفاءتها وتخصصها في هذا المجال، فهي تسعى من وراء فرض إجراءات محددة مسبقاً إلى تحقيق السياسة العامة للدولة في المجال السوق المالية، وحماية السوق نفسها عن طريق تركيز سلطة الإدخال لديها.

### 1/ أنواع التسجيل

حددت شركة البورصة شروط وإجراءات التسجيل لديها مسبقاً بموجب القرار رقم 01/98<sup>2</sup>، ميز هذا القرار بين نوعين من التسجيلات وهما:

أ- **التسجيل الأولي Inscriptio initiale**: خاص بالشركة التي ترغب في إدخال قيمتها المنقولة في البورصة لأول مرة.

ب- **التسجيل الإضافي Inscriptio additionnelle**: خاص بالشركة التي سبق لها أن قيدت قيمتها في البورصة.

تتلقى شركة إدارة البورصة لقاء هذه التسجيلات أتاوى محددة بموجب قرار<sup>3</sup>.

فمصاريف التسجيل الأولي تقدر بـ 200.000 دينار جزائري للأسهم و 300.000 دينار جزائري بالنسبة للسندات. أما عن التسجيل الإضافي فتقدر بـ 100.000 دينار جزائري للأسهم و 150.000 دينار جزائري للسندات. تلتزم الشركة التي تبرم اتفاقية التسجيل أن تدفع مصاريف سنوية أخرى هي أتاوى إبقاء السند في سجلات البورصة، تدفع عند نهاية كل سنة من الاتفاق بمبلغ جزء منه ثابت قدره 500.000 دينار جزائري، وجزء متغير هو 10.000 دج عن كل 100 أمر يسجل في سجل شركة تسيير البورصة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - حسب المادة 14 من النظام 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة، السابق الذكره

<sup>2</sup> - القرار الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 01/98 المؤرخ في 30 مارس 1998 والمتضمن ضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها، المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 05/99 المؤرخ في 22 جويلية 1999.

<sup>3</sup> - القرار الصادر عن شركة بورصة القيم المنقولة، رقم 09-99 المؤرخ في 22 جويلية 1999 والمتعلق بمصاريف التسجيل.

<sup>4</sup> - المواد 2 و3 من القرار الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 09/99 المؤرخ في 22 جويلية 1999 والمتعلق بمصاريف التسجيل.



تبرم شركة تسيير البورصة اتفاقية التسجيل مع الشركة المرشحة للقيد، بناءً على قرار اللجنة الذي يقضي قبول ملف الشركة. فلا تملك شركة تسيير بورصة القيم المنقولة صلاحية رفض القيد بعد صدور قرار اللجنة بقبوله وذلك عكس نظيرتها الفرنسية Euronext<sup>1</sup>.

### خامسا: 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:

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

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 مرفقاً بطرح قيم جديدة على الجمهور<sup>2</sup>. 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> -Article64-01 de la décision- n°01-01 du 13 mars 2011 portant les règles des marchés : « L'Entreprise de marché d'Euronext compétente peut rejeter une demande d'admission d'un titre pour tout motif approprié , y compris , de façon non limitative :

- si l'Emetteur ne remplit pas une ou plusieurs des condition résultant du présent .
- ou si elle considère que l'admission des titres est susceptible de nuire au fonctionnement équitable, ordonnée et efficace du marché des titres d'Euronext ou à la réputation d'Euronext dans son ensemble :
- ou si elle découvre qu'un titres est déjà admis sur un autre marché et que l'Emetteur ne s'acquitte pas des obligation résultant de cette admission
- ou si elle a connaissance du fait que l'Emetteur ou ses bénéficiaires réels figurent sur la liste de sanction de l'UE. »

Article64-02 « La décision de rejet d'une demande d'admission est motivée par à l'Emetteur. »

Article64-03 « En cas de rejet , le requérant peut faire appel de la décision prise par l'Entreprise de marché d'Euronext compétente en déposant un recours devant le tribunal ou l'autorité compétente, selon les procédures et délais prescrit par la réglementation nationale ».

<sup>2</sup> - المادة 10 من النظام 01/98 للشركة تسيير البورصة المعدل والمتمم بالنظام رقم 05/99 ، الصادر بتاريخ 22 جويلية 1999.



### المطلب الثاني: طرق إدخال القيم المنقولة

تحدد الاتفاقية المبرمة بين الشركة طالبة القيد وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، إجراء الإدخال المناسب للشركة، يتم الاتفاق على أحد الإجراءات الثلاث التي نصت عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وهي : إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى أو الإجراء العادي<sup>1</sup>.

يتم اللجوء إلى إجراءات العرض العمومي للبيع في حالتين هما: حالة الشركة التي ترغب في قيد قيمها لأول مرة في البورصة وهو ما يعرف بالتسعيرة الأولى، أو الحالة التي ترغب فيها الشركة إعادة تصنيف قيمها المقيدة في البورصة.

يعد العرض العمومي لبيع القيم المنقولة في البورصة، إجراء تقني ومعقد. يطبق على الخصوص عند قيد قيم الشركة الخاصة لأول مرة في البورصة، مع طرح للقيم المنقولة في هذه السوق، أو بمناسبة خوصصة المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق السوق المالية. تبحث الشركة من خلال هذا العرض عن المستثمرين يقبلون التعاقد معها بشراء قيمتها المطروحة وفقاً لشروط السوق وليس لمبدأ التراضي.

نظمت إجراءات الإدخال في البورصة بموجب قواعد مهنية، تتمثل في كل من أنظمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وكذا القرارات الصادرة عن شركة تسيير البورصة<sup>2</sup>، التي ميزت بين ثلاثة أنواع من إجراءات الإدخال والآتي شرحها.

### الفرع الأول: الإجراء العادي

يعرف هذا الإجراء بتسمية أخرى هي التسعيرة المباشرة، يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن تسجل مباشرة في جدول الأسعار، القيمة المتفق عليها مع الشركة الراغبة في القيد، وذلك وفقاً لشروط السوق<sup>3</sup>، يتم اللجوء إلى هذا الإجراء في حالات هي:

- إدخال قيم مثلية للسندات التي سبق تحديد سعرها.
- إدخال سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية.
- إدخال سندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم<sup>4</sup>.
- القيم المثلية للسندات التي سبق تسعيرها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسسيين<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - ميروك حسين ، المرجع السابق، ص 43.

<sup>2</sup> نظام اللجنة رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة لمعدل والمتمم بموجب النظام رقم 01/12 السابق الذكر. و القرار رقم 01/98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 22 مارس 1998، المتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة المعلومات الواجب نشرها. المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 05 /99 الصادر بتاريخ 22 جويلية 1999

<sup>3</sup> - المادة 56 من النظام رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة السابق الذكر.

<sup>4</sup> - المادة 57 من النظام رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة السابق الذكر.

<sup>5</sup> - أضيفت هذه الفقرة بموجب المادة 11 من النظام رقم 01/12 المعدل والمتمم بالنظام رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، السابق ذكره.

تتشرط شركة تسيير بورصة القيم المنقولة لاعتماد هذا الإجراء أن يوزع رأس مال الشركة الراغبة في القيد بين جمهور بشكل كافٍ إذا تعلق الأمر بالحالة الثانية المذكورة أعلاه. أما إذا كانت السندات تقيد في البورصة لأول مرة فيكون سعر الإدخال هو السعر المرجعي *cours de référence* الذي يحدده المصدر<sup>1</sup>.

يلتزم الوسطاء في عمليات البورصة الذين تلقوا أوامر من زبائنهم بالبيع أو الشراء بإيداعها لدى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، يوم إدخال على أبعد تقدير. يجب أن تكون هذه الأوامر أوامر السوق *Ordre au mieux* أو أوامر سعر محدد *Ordre a cours limité*<sup>2</sup>. تتمتع شركة تسيير بورصة القيم من تلقي أوامر بيع أخرى من غير الشركة المدخلة، إذا ما تعلق الأمر بالإدخال عن طريق الإجراء العادي ومرفق بطرح قيم جديدة بين الجمهور.

### الفرع الثاني: إجراء العرض العمومي بسعر أدنى

إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، هو الإجراء المتمثل في وضع سندات تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال، بسعر أدنى به المدخولون التنازل عن سنداتهم<sup>3</sup>. يشبه هذا الإجراء المزايدة التي تحدد فيها الشركة السعر الأدنى، الذي انطلاقاً منه تقبل التنازل عن سنداتها.

تتشر شركة تسيير بورصة القيم بياناً إعلامياً في النشرة الرسمية للتسعيرة، تعلن فيه عن الإدخال عن طريق العرض العمومي بعسر أدنى. تتضمن هذه النشرة جميع بيانات العملية وإجراءاتها منها عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور، السعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء التنازل عنها. كما تتضمن شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة البورصة، وتوزيعها بين الأمرين إذا اقتضى الأمر ذلك<sup>4</sup>.

تجمع شركة تسيير بورصة القيم كل الأوامر الشراء التي يتلقاها الوسطاء في عمليات البورصة وتقوم بفرزها، لا تقبل منها إلا الأوامر المتوافقة مع العرض وذات السعر المحدد، وبذلك يتحدد سعر الإدخال بسعر آخر مدفوع<sup>5</sup>. أما الأوامر غير المحددة أو التي يبتعد حدها عن العرض الأدنى بصورة غير عادية تعتبرها ملغاة<sup>6</sup>، يرجع البعض السبب إلغاء هذه الأوامر مباشرة منع المضاربة الضارة بالسوق.

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

يتمثل إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر قار محدد سلفاً<sup>7</sup>. تتشر شركة تسيير بورصة القيم بياناً إعلامياً في النشرة

<sup>1</sup> - حسب المادة 10 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 01/98 المؤرخ في 22 مارس 1998 المتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة المعلومات الواجب نشرها.

<sup>2</sup> - حسب المادة 9 من النظام 01/98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم، السابق الذكر.

<sup>3</sup> - المادة 59 من النظام رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة السابق الذكر.

<sup>4</sup> - المادة 60 من النظام رقم 03/97، السابق الذكر.

<sup>5</sup> - المادة 62 من النظام رقم 03/97، المنقولة السابق الذكر.

<sup>6</sup> - المادتين 61 و63 من النظام 03/97، السابق الذكر.

<sup>7</sup> - المادة 64 من النظام رقم 03/97 السابق الذكر.

الرسمية للتسعيرة، تعلن فيه عن الإدخال عن طريق العرض العمومي بسعر ثابت. تتضمن هذه النشرة جميع بيانات العملية وإجراءاتها، منها عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور، السعر القار المقترح، كما تتضمن شروط قبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة البورصة، كيفية توزيعها بين الأمرين إذا اقتضى الأمر ذلك والشروط الخاصة بالإدخال<sup>1</sup>.

يودع الوسطاء في عمليات البورصة أوامر الشراء التي تلقوها من طرف زبائنهم لدى شركة تسيير البورصة، لا تقبل هذه الأخيرة إلا أوامر الشراء المحصورة بين العرض وإذا حضي العرض باستجابة فإن سعر التداول يكون نفسه السعر المقترح في العرض<sup>2</sup>.

يمكن للشركة المصدرة الاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم على إجراء عرض عمومي للبيع بسعر اسمي محدود، على أن تكون أوامر الشراء المقبولة اسمية. في هذه الحالة لا يجوز لمشتري واحد إصدار أكثر من أمر. كما يمكن للشركة المصدرة الاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم على أوامر الشراء على فئات متفاوتة تبعاً لكميات السندات المطلوبة وتبعاً لصفة الأمرين<sup>3</sup>.

سمحت لجنة البورصة الفرنسية بإرفاق الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع، بالتوظيف المضمون للقيم التي ترغب الشركة طرحها في البورصة مباشرة، وهو ما يعرف بإجراء التوظيف المضمون. يكن الإدخال في هذه الحالة بالسعر الذي تحدده الشركة، مع احتفاظها بحق اختيار الأوامر المقبولة، تظهر الشركة المصدرة رغبتها في توزيع الأوامر، في المذكرة الإعلامية التي تؤشر عليها اللجنة. مع ذلك توافق شركة تسيير بورصة القيم على هذا التوزيع.

### الفرع الرابع: إجراءات إدخال القيم الشبيهة للخرينة في البورصة

استحدثت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مواد إضافية في النظام رقم 01/12 المعدل و المتمم للنظام رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة، وهي 1-77 إلى 6-77. تتعلق هذه المواد بإجراءات إدخال القيم الشبيهة للخرينة في البورصة.

يتم قبول السندات الشبيهة للخرينة للتداول على مستوى بورصة الجزائر، تلقائياً في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية. تدرج في البورصة عبر الإجراء العادي بسعر مرجعي إرشادي، ينشر في النشرة الرسمية للتسعيرة. تتداول هذه السندات خلال خمسة أيام من أيام العمل الأسبوع، تسعر السندات وفقاً للتسعيرة المباشرة، بقرن أوامر المشتريين والبائعين المتقاربة بصورة منهجية.

<sup>1</sup> - المادة 65 النظام رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة السابق الذكر

<sup>2</sup> - المادة 66 النظام رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة السابق الذكر

كما نصت على ذلك المادة 14 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المتعلق بإجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها، المعدلة بموجب المادة 4 من قرار الشركة رقم 05/99 المعدل للقرار 01/98.

<sup>3</sup> - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص122.

### المبحث الثاني: عملية تداول القيم المنقولة في البورصة

يسعى كل من المدخر البسيط والمؤسساتي والمستثمر المضارب من وراء استثمار أمواله في البورصة، إلى تحقيق أرباح سريعة ومضمونة بأقل مخاطرة. يتحقق ذلك، إذا تمكن المستثمر من اغتنام الفرص المناسبة لشراء وبيع الأوراق المالية. تمتاز الأوراق المالية بخاصية هامة هي خاصية التداول في البورصة، فإذا قيدت داخلها، تمكن صاحبها من التخلص منها والاستثمار في غيرها متى شاء ومتى كانت ظروف السوق مناسبة. يتمكن المستثمر بذلك من تكوين محفظة أوراق مالية وتوزيعها والمضاربة، لتحقيق أرباح أوفر بمخاطر أقل.

كرست كل التشريعات مبدأ حرية تداول القيم المنقولة داخل البورصة، وجعلت هذه الخاصية ملازمة للسند طول حياة الشركة. قيد هذا المبدأ بقيود بعضها قانونية، كوجود نص يمنع تداول فئة معينة من السندات، أو قيود اتفاقية يضعها الأفراد أو تحدد في القانون الأساسي للشركة. يخص هذا المبحث للأحكام المتعلقة بأوامر البورصة (المطلب الأول) وضوابط التسعيرة في البورصة (المطلب الثاني) ثم مرحلة التسوية والتسليم (المطلب الثالث).

#### المطلب الأول: الأحكام المتعلقة بأوامر البورصة

يحتكر الوسطاء في عمليات البورصة مهنة التفاوض حول القيم المنقولة المتداولة داخل البورصة، سواءً لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم. يفتح الوسيط حساباً ودفترًا خاصين بكل زبون، يتلقى بموجبه أوامر الزبون المتضمنة شراء أو بيع الأوراق المالية، ثم نقلها إلى مقصورة البورصة. يبدأ التداول داخل البورصة بإيداع الوسطاء أوامر زبائنهم لدى شركة تسيير بورصة القيم، سعياً منهم لتنفيذها بكل نزاهة وبحسن النية<sup>1</sup>.

تعتبر أوامر البورصة الوسيلة التي بواسطتها يباشر الوسيط وظيفة الوساطة، فينقل أوامر زبونه إلى سوق التداول، يعرضها وينفذها وفقاً لتعليماته. يجب أن تحرر الأوامر وفقاً لنموذج معد لذلك، يتضمن بيانات أساسية، يتحدد بواسطتها نوع الأمر وطرق تنفيذه، وكذا الحدود الزمنية، وذلك لضمان السير الحسن والتنفيذ المثالي لهذه الأوامر.

<sup>1</sup> - وفقاً لما نص عليه النظام 03/96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، الجريدة الرسمية عدد 87 الصادر في 29 ديسمبر 1997. كما نصت على هذا الالتزام المادة 1/107 من التقنين المدني الجزائري.

### الفرع الأول: مفهوم أوامر البورصة

وردت عدة تعاريف لأوامر البورصة، فهناك من عرفها بأنها: تلك التعليمات التي يقدمها أي شخص طبيعي، أو معنوي يرغب في شراء أو بيع قيم منقول "وهناك من عرفها بأنها تفويض من العميل المستثمر للوسيط في إجراء عمليات البيع والشراء بالبورصة لورقة محددة"<sup>1</sup>.

أما المادة 89 من النظام 03/97 فكانت أكثر شمولية عندما عرفت أوامر البورصة كالتالي: "أمر البورصة هي تعليمة الزبون إلى وسيط في عمليات البورصة، أو يبادر إليها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير، أو نشاط بمقابل".

ومنه أوامر البورصة هي عبارة عن توكيل يمنحه الزبون للوسيط البورصة بهدف بيع أو شراء أوراق مالية معينة .

### أولاً: مضمون أوامر البورصة

يجب أن تتخذ التعليمة التي يرسلها الزبون للوسيط، والمتضمنة أمر البورصة شكلاً معيناً. يكتب الأمر وفقاً للنموذج المستعمل من طرف الوسيط، يوقع من قبل الأمر، ويتضمن البيانات التالية:

1/ هوية الأمر.

2/ بيان اتجاه العملية شراء أو بيع.

3/ تعيين قيمة الأوراق المالية محل التداول وخصائصها.

4/ كمية الأوراق المالية المرغوب في التعامل بها.

5/ تحديد السعر حسب نوع الأمر.

6/ مدة صلاحية الأمر.

7/ السوق التي يوجه إليها الأمر (رسمية، ثانوية، أو خارج التسعيرة).

8/ نوع العملية (أجلة- أم عاجلة)

9/ كيفية تنفيذ الأوامر<sup>2</sup>.

ترسل أوامر البورصة بأية وسيلة، وفقاً للشروط المتفق عليها بين الوسيط والزبون في اتفاقية فتح حساب. في حالة إرسال الأمر بواسطة الهاتف، يجب على الزبون أن يؤكد عليه الأمر بإرسال أمر كتابي. تكون الأوامر التي يبادر إليها الوسيط في إطار وكالة التسيير أو النشاط بمقابل محل وثيقة مكتوبة ترسل من قبل الشخص المكلف بتسيير محفظة الأوراق المالية للزائن، أو الشخص المكلف بالعمليات ذات المقابل إلى الشخص المكلف بالمفاوضات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الباسط مولود، المرجع السابق، ص 129.

<sup>2</sup> - المادة 92 من النظام 03/97، السابق الذكر.

<sup>3</sup> - المادة 96 و 97 من النظام 03/97، نفس المرجع.

تقضي السرعة والعجلة أحياناً بإصدار أوامر على شكل تعليمات شفوية من قبل الزبون، يتلقاها الوسيط ويحولها إلى منفذي العمليات في شكلها الكتابي، لتمكن المفاوض من تسجيلها قبل بداية حصة التداول في سجل الأوامر حسب النموذج الذي تقرره شركة تسيير بورصة القيم.

### الفرع الثاني : أنواع أوامر البورصة

تصنف الأوامر إلى خمسة أصناف، من حيث كمية التنفيذ، سعر التنفيذ، من حيث كيفية الدفع، آجال التنفيذ، وأخيراً من حيث صاحب الأمر.

### أولاً: من حيث كمية الأوراق المتداولة

تتضمن الأوامر الموجهة إلى الوسيط في عمليات البورصة، بياناً بكمية الأوراق المرغوب التفاوض عليها بيعاً و شراءً. تختلف الأوامر باختلاف ما يشترطه الزبون بشأن الكمية.

1/ **أمر الكل أو اللاشيء** **Ordre tout ou rien**: يصدر الأمر هذا النوع من الأوامر حينما يصمم على الحصول على كامل الكمية، فيشترط تنفيذ الأمر بكامله على كل الكمية الواردة فيه، وإن لم يستطع ذلك فلا ينفذه إطلاقاً<sup>1</sup>. يستعمل هذا النوع من الأوامر في البورصات الكبرى، وذلك لكفاءتها العالية وسرعة التداول فيها، حيث توجد استراتيجيات كثيرة للمضاربة يتقنها المستثمرون، منها المضاربة على الكمية.

2/ **أمر بدون شرط الكمية**: هذا لا يعني أن الأمر خالٍ من بيان الكمية، إنما هو أمر لا يشترط فيه الأمر الاستجابة الكلية لأمره. يحدد للوسيط كمية الأوراق المرغوب في بيعها أو شرائها دون تقييده بشرط الاستجابة الكلية<sup>2</sup>.

3/ **أمر الكل أو اللاشيء بأقصى كمية** **Ordre tout ou rien maximum**: يتوسط هذا الأمر الأمرين السابقين، إذ يفتح الأمر للوسيط مجالاً آخر للتنفيذ في حدود الحد الأقصى الذي سطره المستثمر.

4/ **أمر الكل أو اللاشيء بأدنى كمية** **Ordre tout ou rien minimum**: يختلف هذا الأمر عن سابقه من حيث حدود الكمية المسموحة بالتنفيذ، فهي عند أقصى حد في النوع الأول، وأدنى في هذا النوع. يجب التنويه بأن الأمر في كلتا الحالتين قد يكون بالبيع أو الشراء، على خلاف تحديد السعر الذي يكون فيه الحد الأقصى دائماً مرتبطاً بالبيع، والحد الأدنى مرتبطاً بالشراء<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - المادة 95 من النظام 03/97، نفس المرجع.

<sup>2</sup> - المادة 95 من النظام 03/97، نفس المرجع.

<sup>3</sup> - بوضياف عيبر: سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS تخصص مالي،

جامعة منتوري قسنطينة، 2007. 78

### ثانياً: من حيث سعر التنفيذ

يعتبر سعر تنفيذ العملية من أهم البيانات التي يجب أن يتضمنها الأمر سواءً تضمن بيعاً أو شراءً، تختلف الأوامر تبعاً للسعر الذي تتضمنه.

1/ أوامر السوق **Ordres aux prix du marché**: يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعاً، فبمقتضاها يطلب العميل من الوسيط تنفيذ العملية على وجه السرعة، وبأفضل سعر ممكن.

2/ الأوامر المحددة **Ordres limités**: على خلاف النوع السابق يضع الزبون في هذا النوع من الأوامر سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، فيحدد المستثمر السعر الأقصى الذي يقبل دفعه إذا كان مشترياً، أو السعر الأدنى الذي بموجبه يقبل التنازل عن الأوراق المالية إذا كان بائعاً.

3/ أمر لأفضل سعر **Order au mieux**: لا يتضمن أية إشارة إلى السعر الذي تنفذ عنده الصفقات، فلا يحدد المشتري السعر الأقصى، ولا يحدد البائع السعر الأدنى للمعاملة. ينفذ هذا الأمر بالأولوية وبأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق. لعل الاختلاف الوحيد بين هذا الأمر وأمر السوق، يتمثل في أن مجال تطبيق الصنف الأول يكون في نظام التسعيرة المستمرة **Cotation en continue**، أما الثاني فعندما يكون النظام المعتمد هو التسعيرة الثابتة **Cotation au fixing**<sup>1</sup>.

ثالثاً: الأوامر من حيث كيفية الدفع: تنقسم إلى نوعين هما:

1/ أوامر مستحقة الدفع الفوري: تنفذ هذه الأوامر في السوق العاجلة.

2/ أوامر مستحقة الدفع الشهري: يتم الوفاء بقيمة العملية في آخر حصة تداول مقررة في رزنامة الشهر الجاري الذي تتم فيه العملية.

### رابعاً: من حيث آجال التنفيذ

تتضمن هذه الأوامر بيانا بمواعيد تنفيذها، ومدة صلاحيتها، وهو بيان لا يقل أهمية عن سعر الصفقة.

1/ أوامر اليوم **Ordre du jour**: هي أوامر صالحة فقط أثناء اجتماع البورصة الموالي لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة.

2/ أمر للتنفيذ **Ordre a exécution**: هو أمر لا يتضمن أي حد لصلاحيته، فتحدد مدة صلاحيته من يوم تقديمه للسوق بثلاثة أسابيع<sup>2</sup>.

3/ أمر لمدة محددة **Ordre à durée limitée**: يتضمن أجلاً محدداً لا يتجاوز 30 يوماً، ويحلل كأمر صالح إلى غاية نهاية اجتماع البورصة المنصوص عليه. على المستثمر أن يحدد تاريخاً آخر لتنفيذ أوامره، بحيث تبقى صالحة قبل هذا الأجل، وتسحب مباشرة بعده إذا لم يتم تنفيذها خلال هذه المدة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - المادة 93 من نظام 03/97 السبق الذكر.

<sup>2</sup> - المادة 94 من النظام 03/97 السابق الذكر.

<sup>3</sup> - Guide de la bourse et des opérations boursières, collection les guides COSOB, op.cit.p19



4/ الأمر الملغى **Ordre à révocation**: هو أمر صالح إلى غاية آخر حصة للتسعيرة للشهر الذي يرسل خلاله الأمر إلى الوسيط.

قد يرد أمر من الزبون إلى الوسيط في عمليات البورصة دون أن يتضمن بياناً لأجل التنفيذ ولا لمدة صلاحيته، فيفسر على أنه أمر لليوم، أي صالح فقط خلال اجتماع البورصة لذلك اليوم دون غيره، فعلى الوسيط سحبه إذا لم يتم تنفيذه خلال ذلك اليوم.

**خامساً: من حيث صاحب الأمر: تصنف إلى صنفين:**

1/ **أوامر الزبون:** هي الأوامر التي يتلقاها الوسيط من قبل زبائنه، فيسهر على تنفيذها لحسابهم و وفقاً لتعليماتهم.

2/ **أوامر غير الزبون:** هي الأوامر التي يودعها الوسيط لدى شركة تسيير البورصة، لحسابه الخاص، وهو ما يسميه المشرع الجزائري بـ (العمليات ذات مقابل) **Operation de contrepartie**، أو **Compte professionnel**. تتمثل العملية ذات المقابل بالنسبة للوسيط في شراء أو بيع سندات لحسابه الخاص، حسب الشروط المحددة من طرف شركة تسيير بورصة القيم، فلا يمكن أن تتم إلزاماً على أمر معبر عنه في نفس التسعيرة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: ضوابط التسعيرة في بورصة القيم المنقولة

يتم تسعير القيم المنقولة في البورصة بمواجهة أوامر البيع بأوامر الشراء. وقد حاول أهل الاقتصاد تعريف أسعار البورصة بعدة تعاريف منها: "السعر الناتج للورقة المالية المعلن عنه أثناء انعقاد جلسة البورصة، وتم تسجيله في الجدول الرسمي بعد الجلسة"<sup>2</sup> وعرفها آخرون "بأنها الأسعار المحدد في جلسة البورصة لبضاعة من نوع معين أو ورقة مالية من نفس السلسلة"<sup>3</sup>. أما في البورصات الفرنسية فإن السعر هو الناتج عن مواجهة أوامر البيع بأوامر الشراء<sup>4</sup>.

تبنى المشرع الجزائري تعريفاً مشابهاً لأسعار البورصة، وذلك في المادة 82 من النظام 03/97 التي تنص على ما يلي: "إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف (و.ع.ب) على السند المستعمل للتسعيرة وذلك أثناء اجتماع التسعيرة تحت رقابة (ش.أ.ب.ق)".

### الفرع الأول: أنظمة التسعيرة في بورصة القيم المنقولة

تتحدد أسعار القيم المنقولة وفق مجموعة من الأنظمة والتقنيات، الهدف منها هو تعظيم الكمية المتداولة من مختلف الأوراق المالية وتنشيط البورصة. حيث لا تختلف تحديد الأسعار في البورصة عنها في الأسواق العادية، فبنتفاع قوى العرض والطلب تتحدد أسعار مختلفة القيم المالية. تشرف سلطات

<sup>1</sup> - المادة 122 و 125 من النظام 03/97 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - هندي منير ابراهيم، المرجع السابق، ص 106

<sup>3</sup> - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 142

<sup>4</sup> - Philippe Merle, Droit commercial- sociétés commerciales, 9ème édition , op.cit.p375.



البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين على إتمام هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل، وتهدف تلك التقنيات في معظمها على تسهيل وتفعيل المبادلات المالية كما ونوعاً. ويمكن توضيح ذلك خلال هذا الفرع.

### أولاً: التسعير بالتثبيت Cotation au fixing

تتمثل في جمع كل الأوامر التي تصل إلى البورصة، وترتيبها حسب نوع القيم المنقولة التي تتضمنها، وحسب نوع العملية بيعاً أو شراءً وحسب الأسعار 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 يلبي عدداً أكبر من الأوامر ويقلل من حالة عدم التوازن بين العرض والطلب. وهذا السعر يسمح ب:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- تقليص اختلال التوازن بين العرض والطلب.
- تقليص تذبذب الأسعار مقارنة مع سعر إغلاق آخر جلسة للبورصة.

### ثانياً: التسعيرة بالتواصل La Cotation continue

تقوم هذه الطريقة على المواجهة المستمرة للأوامر ، بحيث تسجل الأوامر في المقصورة كلما رغب الوسيط ذلك، وتسعر القيم كلما تلاقت أوامر متشابهة وبنفس السعر<sup>1</sup>. تستمر هذه العملية طيلة حصة التسعيرة وتنتهي الحصة بأسعار مختلفة ومتعددة مصدرها الصفقات المنعقدة عند كل مواجهة. عكس التسعيرة الثابتة التي يظهر على اللوحة في نهاية الحصة سعراً موحداً لكل العمليات المتضمنة للنوع نفسه.

### الفرع الثاني: طرق التسعيرة

هناك عدة أساليب وطرق للتسعير في البورصة، حيث سيتم توضيحها كما يلي:

### أولاً: طريقة المناادة Méthodes de cotation

يتم التسعير عن طريق المناادة باجتماع الوسطاء الماليين أو وكلائهم أو أحد ممثليهم في بورصة الأوراق المالية وذلك بعد بداية الجلسة التي تتم بقراءة كل القيم محل التسعيرة- ومناداتهم بأعلى أصواتهم على العروض والطلبات التي في حوزتهم وذلك باستعمال العبارتين "لدي، عندي كذا" و"أخذ كذا" وذلك للدلالة على رغبة الوسيط في البيع أو الشراء، ولكن نظراً للضجيج في مقصورة البورصة<sup>2</sup>، عادة ما يلجأ الوسطاء الماليين إلى استعمال الإشارة باليد وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء وعمودياً في حالة البيع حتى يتم التوازن المطلوب.

<sup>1</sup> - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص152.

<sup>2</sup> - بوضياف عيبر، المرجع السابق، ص129.

فإذا اتفق وسيطان على السعر همس كل منهما في أذن الوسيط الثالث بإخباره بنية كل منهما بائعاً أو مشترياً، فإذا كان أحدهما بائعاً والآخر مشترياً تمت الصفقة بينهما.  
و بالوصول إلى سعر معين للورقة، يقوم المسعر (وهو موظف لدى سلطات البورصة) بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصاً لهذا الغرض في انتظار تغيير الغرض والطلب، ثم يتم المرور للورقة المالية في القائمة.

أهم ما يميز التسعيرة بالمناداة أنها تمكن الوسطاء المتفاوضين من مراقبة التسعيرة ومعرفة حالة السوق بأكثر شفافية، بالإضافة إلى أنها تكمن المتعاملين من فهم ميكانزمات البورصة.

### ثانياً: طريقة التسعيرة بالخزائن Cotation par casier

يجمع الوسيط المتخصص الأوامر الموكلة إليه في خزينته، ثم يحدث مواجهة بينها حتى يتوصل إلى السعر المناسب الذي يتم عنده تنفيذ أقصى حد من الأوامر بأفضل الأحوال. يتم ذلك تحت مراقبة إدارة البورصة<sup>1</sup>.

تمتاز هذه الطريقة بالسرعة، وتستخدم بصفة خاصة في تسعير السندات، كما تستعمل لتسعير كل القيم المنقولة غير المقبولة في الجدول الرسمي في السوق الثانوية، إن طابع التخصص الذي تشترطه هذه الطريقة من الوسطاء، يؤدي إلى زيادة ضمان العمليات وتنفيذها بشكل جدي متقن وسريع<sup>2</sup>.

### ثالثاً: التسعير بالصندوق Cotation par boîte

هذه التقنية شبيهة بتسعيرة الدرج لكن يتم اللجوء إليها بصفة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى التوازن وذلك في حالات استثنائية مثل تعدد وكثرة عروض البيع، طلبات الشراء أو في حالة تسعير أوراق مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي.  
تتم هذه الطريقة بجمع الأوامر من قبل الوسطاء في صناديق قبل افتتاح جلسة التسعيرة. يتلى الوسطاء فرز كل الأوامر بواسطة مختصين تابعين لها، ومواجهتها فيما بينها للوصول إلى سعر إقبال يلبي أكبر حجم من العروض والطلبات.

تضمن هذه الطريقة حماية وشفافية أكبر من سابقتها نظراً لتدخل إدارة السوق برقابتها والإشراف عليها. مع ذلك فإن استعمالها محدود واستثنائي كونها تتسم بالبطء.

### رابعاً: التسعيرة بطريقة الإعلام الآلي Cotation informatisé

استفادت السوق المالية غيرها من المنشآت الاقتصادية بالتطورات التكنولوجية وخدمات الإعلام الآلي. وذلك بوضع قواعد معلوماتية وتأسيس شبكة معلوماتية تسمح بتسجيل كل الأوامر التي ترد إلى

<sup>1</sup> - هندي منير ابراهيم، المرجع السابق، ص123.

<sup>2</sup> - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق ص164.

المقصورة في الحاسوب المركزي قبل افتتاح الحصة، يقوم الحاسوب بفرز الأوامر ومعالجتها حسب نوعها، حجمها، والأسعار التي تتضمنها. تتم المواجهة بين الأوامر بصفة آلية وتعد الصفقات كلما تلاقى أمران متناسبان، إذا كانت التسعيرة مستمرة أو في نهاية الحصة إذا كانت التسعيرة ثابتة. تمتاز هذه التقنية سهولتها وكفاءتها في حفظ هذه المعلومات، ناهيك عن تقديمها لخدمات كثيرة في مدة زمنية قصيرة، خاصة وأن عنصر الوقت مهم داخل البورصة.

### الفرع الثالث: تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر

تنظم حصص التسعيرة في بورصة الجزائر داخل شركة تسيير بورصة القيم التي تسهر على مواجهة أوامر الشراء بأوامر البيع المقدمة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة<sup>1</sup>. تسهر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على السير الحسن لحصص التداول و التسعيرة، وذلك بتنظيم رزنامتها وتحديد الإجراءات المتبعة فيها.

### أولاً: تنظيم رزنامة حصص التسعيرة

أوكلت المادة 78 من النظام رقم 03/97<sup>2</sup> مهمة ضبط رزنامة اجتماعات التسعيرة لشركة تسيير بورصة القيم، التي قامت بتحديدتها بموجب القرار رقم 02/98<sup>3</sup>، وهي كالتالي: أيام عمل شركة تسيير البورصة هي من الأحد إلى الخميس، وتجرى حصص التداول كل يوم اثنين وأربعاء<sup>4</sup>، وإذا صادف يوم التداول يوم عطلة تؤجل للحصة الموالية، أي الأربعاء المقبل، تفتتح الحصة على الساعة التاسعة ونصف، وقد حددت الشركة الحدود الزمنية الدنيا والقصى لكل مرحلة من مراحل التسعيرة.

### ثانياً: كيفية التسعيرة

تبنت شركة تسيير بورصة القيم نظام تسعيرة تديره الأوامر، على أن تكون التسعيرة ثابتة<sup>5</sup> وذلك بموجب المادة 31 من القرار 02/98، يطبق فيها سعر واحد على جميع العمليات المنجزة على نفس القيمة، وفي نفس الحصة بطريقة الإعلام الآلي أو بالطريقة اليدوية، إلا في الحالات الاستثنائية حددتها الشركة، لا يمكن فيها تطبيق طريقة التسعيرة الثابتة<sup>6</sup>. إذا تعذر الوصول إلى سعر موحد فإنها تقبل أسعاراً مختلفة

<sup>1</sup> - المادة 82 من النظام 03/97 السابق ذكرها.

<sup>2</sup> - تنص المادة 78 من النظام 03/97 على: "تحدد (ش.ا.ب.ق) رزنامة اجتماعات التسعيرة للسنة المدنية".

<sup>3</sup> - القرار رقم 02/98 المؤرخ في 22 مارس 1998 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم والمتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.

<sup>4</sup> - نصت على ذلك المادة 2 من القرار رقم 10/02 المؤرخ في 17 فيفري 2002، المعدل والمتمم لقرار رقم 02/98 المؤرخ في 22 مارس 1998 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم والمتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.

<sup>5</sup> - المادة 80 من النظام 03/97 التي تنص على "إن المسار المقرر لتسعيرة سندات رأس المال محل التداول في السوق هو نمط التسعيرة الثابتة أو المتواصلة وذلك بتطبيق أحكام سوق مجمع تديره الأوامر، وحسب الشروط التي تحددها شركة تسيير البورصة"

<sup>6</sup> - حسب المادة 33 من القرار 02/98 السابق الذكر .

ومتقاربة، من شأنها أن تلبّي أكبر حجم من العمليات، وتقلص فوارق الأسعار مقارنة بسعر الإقفال الذي توقفت عنده الحصص السابقة للتداول<sup>1</sup>.

يسهر على السير الحسن لحصص التسعيرة ومراقبتها ثم توثيق نتائجها أشخاص تعينهم شركة تسيير البورصة، يطلق عليه *Officiels du parquet*<sup>2</sup>. يتصرف هؤلاء الأشخاص باسم ولحساب الشركة بصفتهم موظفين أو أعوان متعاقدين، يملكون صلاحيات واسعة في تسيير حصص التسعيرة وحل النزاعات الناشئة أثناءها وذلك حسب المادة 19 من القرار 02/98. كما لهم أن يقدموا توصيات واقتراحات إلى مجلس إدارة الشركة التي تتخذ الإجراءات المناسبة لتحسين ظروف عمل البورصة<sup>3</sup>. يساعدهم في ممارسة مهامهم مراقب اللجنة *Le superviseur de la COSOB*<sup>4</sup>.

تتم عمليات التداول على السندات بسهم واحد، لكن قد تقبل شركة تسيير البورصة التعامل بالكمية بدل الوحدة، على أن لا تصل الكمية التي حددتها شركة تسيير بورصة القيم لمعاملات الكتل وذلك حسب المادة 104 من نظام لجنة *cosob* رقم 03/97 التي تنص على: تعتبر معاملة كتلة، المعاملة المنصبة على كمية معينة من السندات، متفق عليها بين الوسيط في عمليات البورصة المشتري والوسيط والمرخص بها وفق الأحكام المحددة في هذا النظام".

ونصت المادة 105 من نفس النظام على أنه: "لا يمكن أن تنصب معاملات الكتل إلا على قيمة واردة في القائمة المضبوطة من قبل ش.ا.ب.ق.

يجب أن يكون عدد السندات المتداولة يساوي على الأقل الحجم العادي لكتلة القيمة المعنية، ويحدد الحجم العادي لكتلة بتطبيق المعايير المعنية في مقرر يصدر عن ش.ا.ب.ق."

تتم تسعيرة القيم المنقولة في بورصة الجزائر على النحو التالي:

تفتح بورصة الجزائر أبوابها للوسطاء قبل افتتاح حصة التسعيرة، لتمكن الوسطاء من تسجيل أوامر زبائنهم في ورقة السوق **La feuille du marché** بواسطة الحاسوب المركزي<sup>5</sup>. تتضمن ورقة السوق كل المعلومات الخاصة بالتداول المعلن عنها، نوع وكمية الأوراق المالية المعروضة، الأسعار المقترحة، إضافة إلى السعر النظري الذي يحسب على أساس الأوامر التي تصل إلى السوق، وذلك وفقا لطريقة التسعيرة الثابتة، دون أن تؤدي هذه الأخيرة إلى مواجهة الأوامر.

تكتسب ورقة السوق أهمية كبيرة في نظام التسعيرة المستمرة، فيواسطتها يتمكن الوسيط من متابعة معطيات السوق، فبعد كتابتها وطباعتها عن طريق الحاسوب المركزي، تودع عب كل الأجهزة الخاصة

<sup>1</sup>- المادتين 31 و 32 من القرار رقم 02/98 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - تعيين شركة تسيير البورصة هذا الشخص من بين أعضاء جمعية المفاوضين، تتكون هذه الجمعية من ثلاثة أعضاء أو أكثر يعينهم مجلس إدارة ش.ا.ب.ق من الوسطاء المعتمدين، ومن أعوان الشركة، يعين رئيس هذه الجمعية من أعضاء مجلس إدارة الشركة، إضافة إلى مراقب اللجنة الذي يعتبر عضوا ملاحظا. المادة 14 من القرار رقم 02/98 السابق الذكر.

<sup>3</sup> - المادة 17 من القرار 02/98 السابق الذكر.

<sup>4</sup> - المادة 20 من القرار 02/98 السابق الذكر.

<sup>5</sup> - حسب المادة 25 من القرار 02/98 المعدلة بموجب القرار رقم 06/99

بكل وسيط، ثم تظهر الورقة على شاشة الوسطاء كل المعلومات الخاصة بالقيم المعروضة للتداول، كما تظهر لهم السعر النظري الذي حدده الحاسوب بعد مقارنة الأوامر. تفتح حصص البورصة بعد الإعلان الرسمي للافتتاح، أين يتم الإعلان عن ورقة السوق وعن السعر النظري للقيم، قد تعقد في هذه المرحلة صفقات إذا ما تتناسب مع السعر النظري المحدد في الورقة وهو ما يعرف بتسعيرة الافتتاح. يبدأ التنفيذ الفعلي للعمليات بمواجهة الأوامر، فكلما تطابق أمران إلا ونفذ، تستمر هذه العملية طوال حصة التداول، وعند انتهائها تنتشر إدارة السوق العمليات المنفذة، القيم المتداولة، أما العمليات غير المنفذة فتتخذ في حصص أخرى إذا كانت مدة صلاحية هذه الأوامر تسمح بذلك.

### الفرع الرابع: نظام التسوية والتسليم

تنتهي حصة التداول بإعلان شركة تسيير بورصة القيم بإقفالها، والإعلان عن النتائج المسجلة خلال الحصة. تنتشر نتائج الحصة في لوحة المقصورة، التي تظهر القيم التي حصل عليها التداول، أسعارها، وعدد العمليات المنفذة بشأنها، كما تنتشر القيم التي لم يتم تداولها. يبرم الوسطاء في عمليات البورصة خلال حصة التداول، عقود بيع والشراء الأوراق المالية. تنشأ عن هذه العقود جملة من الحقوق والالتزامات على عاتق أطراف العملية منها التزام البائع بنقل ملكية الأوراق المباعة، والتزام المشتري بدفع ثمنها. تنفذ هذه الالتزامات وفقا لمنظومة التسوية التي كانت تسهر عليها شركة تسيير بورصة القيم في ظل النظام رقم 03/97، ثم أنيطت هذه المهمة بالمؤتمن المركزي على السندات بموجب القانون رقم 04/03.

### أولا: تسوية ومقاصة العمليات في ظل النظام رقم 03/97

تشرف شركة تسيير بورصة القيم على تسوية ومقاصة العمليات المنجزة في البورصة، بموجب المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93<sup>1</sup>، أكدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه الصلاحية، بموجب المادة 128 من النظام 03/97<sup>2</sup>. تنظم شركة تسيير بورصة القيم حصة لتسوية ومقاصة العمليات المنجزة في المقصورة، في اليوم نفسه الذي تم فيه التداول، مباشرة بعد إقفال حصة التداول<sup>3</sup>. أما الحصص الوفاء تنظم في اليوم الرابع من تاريخ التداول. تتم عمليتي التسوية والوفاء على النحو التالي:

<sup>1</sup> - تنص المادة 18 من المرسوم التشريعي 10-93 على ما يلي: "يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص ... تنظيم عمليات المقاصة المعاملات حول القيم المنقولة..."

<sup>2</sup> - تنص المادة 128 من نظام اللجنة 03-97، السابق الذكر على: "تكلف ش.إ.ب.ق عملية تداول، تعتبر هذه العملية نافذة لا يمكن الرجوع فيها ما عدا حالات الإلغاء المنصوص عليها في هذا النظام".

<sup>3</sup> - المادة الأولى من القرار 01-12 المعدلة للمادة 3 من القرار رقم 03-98.

تثبت شركة إدارة شركة البورصة العمليات المنجزة في حصة التداول<sup>1</sup>، بإرسال كشف بالتداولات المثبتة للعمليات Le bordereaux des transactions للوسطاء المعنيين بالعمليات محل التسوية مرفقاً بكشف يحدد المبالغ الواجبة الأداء والسندات الواجبة التسليم، وتدعوهم بذلك إلى حضور حصص التسوية.

تجري حصة التسوية في مقر شركة البورصة، برئاسة ممثل تعينه شركة إدارة البورصة ليرأس الحصص ويسهر على تنفيذها في هدوء، وفقاً للقوانين ولأنظمة اللجنة وقرارات شركة إدارة البورصة. يقوم الرئيس قبل بداية الحصة بالمناداة على الوسطاء ليوقعوا على محضر الحضور، ثم يدون ما يحدث خلال الحصة في محضر التسوية المعد وفقاً لنموذج وضعت شركة إدارة البورصة.

يؤشر الوسيط بالقبول على المحاضر، بعد التأكد من مطابقتها، يتولى رئيس الحصة جمع المحاضر وإعداد محضر التثبيت، لتثبيت حصة التسوية وفقاً لنموذج الذي أعدته شركة إدارة البورصة. ثم يجعل الوسطاء يوقعون عليها في المكان المخصص لذلك، ثم يوقع هو عليها ويختتمها بختم شركة إدارة البورصة<sup>2</sup>.

تنتهي التسوية بتنظيم حصة خاصة بالوفاء والتسليم والتي على أقصى حد في اليوم الرابع بعد التداول. ينادي الرئيس على الوسطاء للتوقيع مجدداً على وثيقة الحضور الإلزامية. يقدم الوسيط المشتري شيئاً موقفاً بقيمة الأوراق المشتراة أو أمراً بالدفع، وفقاً للنموذج المعد من شركة إدارة البورصة، ويقدم الوسيط البائع محضراً بالتسليم وفقاً لكمية الأوراق المباعة. يلتزم كل وسيط بتوطين عملياته لدى بنك يختاره، ليقوم البنك بتغطيته وتسيير حساباته دائنة كانت أو مدينة.

### ثانياً: تسوية ومقاصة العمليات في ظل النظام رقم 04/03

سحب اختصاص تسوية عمليات البورصة من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بمناسبة صدور القانون 04/03 المعدل للمرسوم التشريعي 10/93. أنيط هذا الاختصاص بالمؤتمن المركزي على السندات<sup>3</sup>، أسوة بالتشريعات المقارنة خاصة القانون الفرنسي. عرف النظام الفرنسي عدة غرف مقاصة، ثم اجتمعت هذه الغرف في النظام المركزي هو بنك التسوية الذي سمي بـ Clearing، قبل أن يدمج بنظيره الإنجليزي<sup>4</sup>.

يبرز موقف المشرع الجزائري من هذا التوجيه، ببحثه عن التخصص في إدارة حصص التسوية من جهة، وحماية السوق من جهة أخرى، عن طريق ضمان أمن المعاملات. لأن حماية السوق تكون عبر حماية أمن المتعاملين فيها. يسمح نظام تسوية السندات وتسليمها الذي يسيره المؤتمن المركزي على

<sup>1</sup> - المادة 131 من النظام رقم 97-03 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - المواد 8 و 9 من القرار 03/98 السابق الذكر.

<sup>3</sup> - تطبيقاً للقانون 03-04 الذي حول المؤتمن المركزي على السندات مهمة تسوية ومقاصة عمليات البورصة.

<sup>4</sup> - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق ص 178.

السندات، بالإنتاج الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء المؤهلين وتسليمها<sup>1</sup>.

يرتكز هذا النظام على وظيفتين أساسيتين هما التصديق على العمليات ووظيفة قيد العمليات في دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات المؤتمن، وفي حسابات جارية نقداً لدى بنك الجزائر. يتدخل هذا الأخير في جميع أنظمة التسوية وذلك للتسديد النقدي للعمليات، بموجب اتفاقية أبرمها مع المؤتمن<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - المادة 35 من نظام اللجنة رقم 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات .  
<sup>2</sup> - المادة 36 من نظام اللجنة رقم 01/03 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات .

## الخاتمة

من خلال ما تم دراسته في هذا البحث، نرى أن السوق المالية الجزائرية تعثرت في انطلاقها الأولية، يظهر ذلك في الإقبال المحتشم لجمهور المدخرين عليها أيضا من خلال الشركات المدرجة فيها، نظرا لانعدام ثقافة البورصة لدى الجمهور. فظهرت أولى ملامح السوق المالية للوجود بعد إنشاء أجهزتها التي نص عليها المرسوم التشريعي رقم 10/93، والمتمثلة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

يتميز نشاط السوق المالية بالدقة والتعقيد، نظراً لطبيعتها التقنية المحضة التي لا يفهمها إلا أهل الاختصاص. أثرت هذه الطبيعة الخاصة والتقنية لعمليات السوق المالية، على النظام القانوني المؤطر لها، إذ يصعب على القاعدة القانونية بمفهومها التشريعي احتوائها بمفردها، لذا وجب فتح المجال للمهنيين المتخصصين لتنظيم نشاطاتهم بأنفسهم.

يتم تنظيم البورصة عبر تنظيم القيم المنقولة المتداولة فيها، والعمليات الواردة عليها. إذ نظمت القيم المنقولة بموجب القانون التجاري، الذي نظم شركات المساهمة بصفة عامة والقيم الصادرة عنها بصفة خاصة. إلا أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، أخطأت في تحديد مجال هذه القيم، إذ نصت المادة 30 من نظامها 03/97 على أن القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر هي تلك الصادرة عن شركات الأموال، ثم حصرت المادة 77 من نفس النظام القيم المنقولة المتداولة في البورصة في الأسهم والسندات دون غيرها. استدركت اللجنة هذا الخطأ بمناسبة تعديل النظام رقم 03/97 بموجب النظام رقم 01/12 الذي أدرج بقية القيم الصادرة عن شركات الأسهم والتي يمكن تصنيف من بين سندات رأس المال أو سندات الديون.

تعزز دور القطاع العام في البورصة بتنظيم القيم المنقولة المتداولة في البورصة، عن طريق قرار وزير المالية 1998، الذي أقحم بموجبه سندات الخزينة داخل السوق المالية. نظمت هذه السندات وكيفية إصدارها وتداولها داخل السوق، عن طريق نصوص تنظيمية مصدرها السلطة التنفيذية الممثلة في وزير المالية. بررت السلطات العمومية هذا التدخل، برغبتها في تفعيل السوق المالية وإعطائها نفساً جديداً. إلا أن هذا التبرير معاب، إذ أن دفع نشاط السوق المالية، لا يجب أن يكون على حساب تنظيمها واستقرارها القانونيين. كان على السلطات العمومية أن تنشأ سوقاً خاصة ومستقلة تتداول فيها سندات الخزينة.

أدت ازدواجية مصادر القيم المنقولة المتداولة في البورصة، إلى جعل النظام القانوني المنظم لها مزدوج، إذ يختص القانون الخاص - القانون التجاري - بتنظيم القيم المنقولة التي تصدرها الشركات التجارية، ويختص القانون العام بتنظيم القيم الصادرة عن الدولة والهيئات المحلية، وذلك بداية من طرحها وتوظيفها إلى اكتتاب الجمهور فيها.

تقوم عملية تداول القيم المنقولة بالتقاء العرض والطلب عليها. حيث تسهر على تنفيذ عمليات البورصة شركة تسيير بورصة القيم، التي تجمع أوامر البيع والشراء التي يرسلها الزبائن عن طريق الوسطاء في



## الخاتمة

عمليات البورصة. تحدث شركة تسيير البورصة مواجهة الأوامر المسجلة لديها بغرض تسعير القيم المتداولة وفقا لنظام التسعيرة الثابت أو المستمر.

بعد نهاية عملية قرن الأوامر، يتدخل المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العمليات المنجزة داخل المقصورة، وإحداث مقاصة إذا استدعى الأمر، بإتباع أنظمة التسوية التي حددتها اللجنة من خلال النظام 01/03، نظمت كل عمليات التسوية بقواعد خاصة صادرة عن المختصين وهم كل من لجنة تنظيم عمليات التنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عن طريق أنظمة وتعليمات، وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات عن طريق القرارات، وإذا وجد فراغ قانوني يمكن الرجوع إلى القانون التجاري. لتفعيل السوق المالية الجزائرية وجب إعادة النظر في الإطار القانوني المنظم لها، لأنه الضمانة الأساسية لجلب المستثمرين إلى هذه السوق وتفعيلها وضمان استقرارها.

وفي الأخير أنهى هذا البحث بمجموعة من الاقتراحات التي من شأنها الإسهام في تطوير والنهوض ببورصة الجزائر، وتعزيز ثقة المستثمرين والمؤسسات فيها:

- يجب إعادة النظر في النظام القانوني المحيط بالقيم المنقولة ووضع نصوص قانونية متناسقة ومتطورة ومشجعة للاستثمار.
- تنظيم وترتيب كل النصوص والأنظمة والتعليمات المنظمة لجهاز البورصة وكل العمليات المقامة فيها.
- إبراز دور الإعلام الجيد للمستثمرين والمؤسسات لتحسن صورة السوق المالية وحث على الإقبال عليها وذلك بنشر ثقافة السوق المالية بين الجمهور لضخ مدخراتهم فيها.
- إدراج مادة قانون الأسواق المالية في البرنامج الدراسي الجامعي كونه فرع قانوني مستقل يستحق الدراسة.

## قائمة المراجع :

### I. الكتب

- 1- أحمد بن محمد خليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، القاهرة .
- 2- أحمد محرز، القانون التجاري الجزائري (النظام القانوني لشركات المساهمة)، مطابع العرب للطباعة، 1996
- 3- أحمد أبو الروس، موسوعة الشركات التجارية، بدون طبعة، مكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية مصر، 2002.
- 4- أسامة نائل المحسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
- 5- أكرم ياملكي ، القانون التجاري (الشركات) ، الطبعة الأولى ، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 6- حنفي عبد الغفار وقرياقص رسيمة، أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
- 7- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح الشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2010.
- 8- خالد ابراهيم التلاحمة، الوجيز في القانون التجاري (الشركات التجارية)، جهينة للنشر والتوزيع، الأردن.
- 9- سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الخامسة، دار النهضة للنشر ، القاهرة، مصر 2011
- 10- سيف ابراهيم مصاورة، تداول الأوراق المالية (الحماية الجزائية) ، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ، 2012
- 11- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان.
- 12- علي البارودي ومحمد السيد الفقي ، القانون التجاري، ديوان المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1998.
- 13- مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر. 2007.
- 14- مبروك حسين ، المدونة الجزائرية للبورصة، الطبعة الثانية، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر 2010.

- 15- محمود الكيلاني، الموسوعة التجارية والمصرفية، المجلد الخامس، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2008، عمان الأردن.
- 16- نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون -الجزائر.
- 17- هندي منير ابراهيم، إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1994.
- 18- الطيب بلولة: قانون الشركات، الطبعة الثانية، بيرتي للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- 19- العكيلي عزيز، القانون التجاري والشركات التجارية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 1995.

## II. النصوص القانونية:

### 1- النصوص التشريعية

- أمر رقم 75-58 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون المدني، الجريدة الرسمية عدد 78، صادر بتاريخ 30 سبتمبر 1975، معدل ومتمم.
- أمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية عدد 101، صادر في 19 سبتمبر 1975، معدل ومتمم.
- المرسوم التشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 25 أبريل 1993 يتم الأمر 75-59 يتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية عدد 27، صادر في 27 أبريل 1993، المعدل والمتمم.
- المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة الجريدة الرسمية عدد 34 الصادر في 23 ماي 1993.
- قانون رقم 01-18 مؤرخ في 12 ديسمبر 2001 يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الجريدة الرسمية عدد 77 الصادر في 15 ديسمبر 2001.
- القانون 03-04 مؤرخ 17 فيفري 2003، يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية عدد 11، الصادر 19 فيفري 2003.
- قانون 05-10 المؤرخ في 20 جوان 2005، يعدل ويتم الأمر رقم 75-58 مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون المدني، الجريدة الرسمية، عدد 44 صادر في 26 جوان 2005.

## 2- النصوص التنظيمية:

- قرار وزير المالية مؤرخ 21 جانفي 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري سيرها، الجريدة الرسمية، عدد15، الصادر في 18 مارس 1998، المعدل والمتمم بموجب القرار المؤرخ في 22 جويلية 2001، الجريدة الرسمية عدد45، صادر في 12 أوت 2001.
- قرار الصادر عن وزير المالية المؤرخ في 9 جوان 1999 المتضمن كفاءات وشروط اصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، الصادر في الجريدة الرسمية عدد 44 الصادر في 5 جويلية 1999.
- قرار المؤرخ في 10 أفريل 2000 الصادر في الجريدة الرسمية عدد23 الصادرة في 23 أفريل 2000، المعدل و المتمم للقرار المؤرخ في 9 جوان 1999.

## 3- أنظمة وتعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

- نظام اللجنة رقم 02-96 مؤرخ في 22 جوان 1996 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ إلى علانية الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، الجريدة الرسمية، عدد36 الصادر في 1 جوان 1997.
- نظام اللجنة رقم 03-96 مؤرخ في 3 جويلية 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد87، صادر في 29 ديسمبر 1997 .
- نظام اللجنة 03-97 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، عدد 87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
- نظام اللجنة رقم 01-98 مؤرخ في 15 أكتوبر 1998 الذي يحدد قواعد الآتوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية عدد 93 الصادر في 13 ديسمبر 1998
- تعليمة رقم 99- 01 الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤرخة في 03 مارس 1999 تتعلق بنموذج اتفاقية الحساب.

## 4- قرارات شركة تسيير بورصة القيم:

- قرار رقم 01-98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم بتاريخ 22 مارس 1998، يتضمن تحديد إجراءات تحديد إدخال القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات.
- قرار رقم 02-98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم بتاريخ 22 مارس 1998، يتضمن تنظيم وتسيير حصص التسعيرة في البورصة القيم المنقولة.
- قرار رقم 03-98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم بتاريخ 22 مارس 1998، يتضمن قواعد تسوية المعاملات في البورصة.

- قرار رقم 99-05 الصادر عن شركة تسيير البورصة القيم بتاريخ 22 جويلية 1999 يتضمن تعديل القرار رقم 98-01 يتضمن إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة.
- قرار رقم 99-06 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم بتاريخ 22 جويلية 1999 يتضمن تعديل القرار رقم 98-02 المتضمن تنظيم وتسيير حصص التسعيرة في البورصة القيم المنقولة.
- قرار رقم 99-09 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم بتاريخ 22 جويلية 1999 يتضمن تحديد مبلغ مصاريف التسجيل وإلغاء التسجيل التسعيرة الرسمية للقيم المنقولة ومصاريف أخرى خاصة.

### .III الكتب الأجنبية:

- Germain Michel, traité du droit commercial, Tome 1, Volume16, libraire général du droit et de jurisprudence, paris,1996.
- Guide de la bourse et des opérations boursières, collection les guides COSOB,
- Paul Cannu, Droit des sociétés, 2ème édition, Montechrestion édition, 2003, paris .
- Philippe Merle, Droit commercial- sociétés commerciales, 9ème édition , paris.
- Salah Mohammed, les valeurs mobilières émises par les société par action, édition Ibn Khaldoun, alger, 2001.

### .IV المذكرات :

- "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" ، للطالب بوكساني رشيد رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية،جامعة الجزائر، 2006.
- "مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب)، للطالب رشيد هولي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
- "سوق الأوراق المالية في الجزائر"، للطالبة بوضياف عبير، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.

### .V المواقع الالكترونية:

- [WWW.AMF.FR](http://WWW.AMF.FR)
- [WWW.SGVB.DZ](http://WWW.SGVB.DZ)
- [WWW.COSOB.ORG](http://WWW.COSOB.ORG).

## الفهرس

الإهداء	.....
شكروعرفان	.....
المقدمة	.....
8. الفصل الأول: ماهية القيم المنقولة المتداولة في النظام البورصي الجزائري	.....
9. المبحث الأول: الأسهم	.....
9. المطلب الأول: مفهوم الأسهم	.....
9. الفرع الأول: تعريف الأسهم	.....
10. الفرع الثاني: خصائص الأسهم	.....
13. الفرع الثالث: حقوق المساهم	.....
15. المطلب الثاني: الطبيعة القانونية للأسهم	.....
16. المطلب الثالث: أنواع الأسهم	.....
16. الفرع الأول: من حيث الشكل	.....
17. الفرع الثاني: من حيث طبيعة حصة المساهم	.....
18. الفرع الثالث: من حيث الحقوق التي يمنحها للمالك	.....
19. الفرع الرابع: من حيث الاستهلاك	.....
20. المبحث الثاني: السندات	.....
20. المطلب الأول: سندات الاستحقاق	.....
21. الفرع الأول: خصائص السندات	.....
22. الفرع الثاني: تمييز السندات عن الأسهم	.....
23. الفرع الثالث: الطبيعة القانونية للسندات	.....
24. الفرع الرابع: أنواع السندات	.....

- المطلب الثاني :سندات الخزينة.....26
- الفرع الأول : مفهوم سندات الخزينة.....27
- الفرع الثاني :إجراءات إصدار وتداول قيم الخزينة.....28
- الفرع الثالث: تنظيم قاعة سوق السندات الخزينة.....29
- الفرع الرابع:المختصون في تداول السندات الخزينة .....29
- المطلب الثالث: سندات المختلطة.....30
- الفرع الأول:السندات القابلة للتحويل لأسهم.....30
- الفرع الثاني:السندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم.....33
- الفرع الثالث: السندات المساهمة.....34
- الفرع الرابع: شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت.....35
- الفصل الثاني :الإطار القانوني لعمليات التداول في النظام البورصي.....38**
- المبحث الأول :أحكام الدخول في بورصة القيم المنقولة.....39**
- المطلب الأول.الشروط الواجب توفرها في الشركة للدخول في البورصة.....39
- ✓ الفرع الأول:شروط قبول سندات رأس المال في السوق الرئيسية.....39
- الفرع الثاني: شروط قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:.....40
- الفرع الثالث: القيد في سوق سندات الدين .....41
- المطلب الثاني :إجراءات الدخول في البورصة.....42
- الفرع الأول:تكوين ملف القيد.....42
- الفرع الثاني:..التأشير على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة.....45
- الفرع الثالث:صدور قرار بقبول القيد.....46
- الفرع الرابع: إبرام اتفاقية القيد مع شركة تسيير البورصة.....46
- الفرع الخامس: النشرة الرسمية للتسعيرة.....48
- المطلب الثالث: طرق إدخال القيم المنقولة.....48
- ✓ الفرع الأول:الإجراء العادي.....49

- ✓ الفرع الثاني: إجراء العرض العمومي بسعر أدنى.....50
- ✓ الفرع الثالث: إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.....50
- ✓ الفرع الرابع: إجراءات إدخال القيم الشبيهة للخزينة في البورصة.....51
- المبحث الثاني: عملية تداول القيم المنقولة في البورصة.....52**
- المطلب الأول: الأحكام المتعلقة بأوامر البورصة .....52
  - ✓ الفرع الأول: مفهوم أوامر البورصة.....53
  - ✓ الفرع الثاني : أنواع أوامر البورصة .....54
  - المطلب الثاني: ضوابط التسعيرة في بورصة القيم المنقولة.....56
  - ✓ الفرع الأول: أنظمة التسعيرة في بورصة القيم المنقولة.....56
  - ✓ الفرع الثاني: طرق التسعيرة.....57
  - ✓ الفرع الثالث: تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر.....59
  - المطلب الثالث: نظام التسوية والتسليم.....61
  - ✓ الفرع الأول: تسوية ومقاصة العمليات في ظل النظام رقم 03/97.....61
  - ✓ الفرع الثاني: تسوية ومقاصة العمليات في ظل النظام رقم 01/03.....62
- 63.....الخاتمة
- 65.....قائمة المصادر والمراجع
- 69.....الفهرس



تعتبر القيم المنقولة المحدد الأساسي للأسواق المالية وبالتحديد بورصة القيم المنقولة، فهي تمثل الحق الذي يدور حوله العرض والطلب حيث عرفت بورصة القيم المنقولة منذ وجودها أنواع كثيرة من الأوراق المالية، فمنها الأوراق المالية التقليدية الأسهم والسندات التي لقيت تداولاً ورواجاً كبيرين ومنها القيم المنقولة المستحدثة لتلبية الحاجة إلى تمويل سريع وفعال للشركات. تكون القيم المنقولة محل التداول عن طريق مجموعة من التقنيات التسعيرة داخل البورصة.

تبنّت الجزائر فكرة البورصة للنهوض بالاقتصاد الوطني ولمساعدة في جلب رؤوس الأموال بغرض تشجيع الاستثمار الوطني والأجنبي ولخلق منافسة بين الجهات المصدرة للقيم المنقولة في إشباع المستثمرين.

Les valeurs mobilières sont des fondamentales ensemble des marchés financiers et boursiers transmis précisément, ils représentent la droite, qui est l'offre et la demande, où la bourse est connu valeurs mobiles depuis son existence de nombreux types de valeurs mobilières, l'inadéquation traditionnelle actions et d'obligations, qui a attiré fortement négociés et recherché ensemble, y compris les valeurs mobiles développés pour répondre aux besoins rapidement et efficacement au financement des entreprises. Des valeurs de transaction sont transmises à travers une variété de techniques et de prix dans le marché boursier.

L'Algérie a adopté l'idée de la bourse pour la promotion de l'économie nationale, en aidant à attirer des capitaux pour encourager l'investissement national et étranger et de créer une concurrence entre les émetteurs des valeurs transmises à satisfaire les investisseurs.

Is a movable values defined the basic financial markets and specifically Stock Exchange movable values, they represent the right, which is the supply and demand where known Stock Exchange movable values since its existence many kinds of securities, the mismatch traditional equity securities and bonds, which drew heavily traded and sought-large, including the movable values developed to meet the need quickly and effectively to business financing. Trading values are transmitted through a variety of techniques in pricing the stock market place.

Algeria has adopted the idea of the stock market for the advancement of the national economy and to assist in bringing the capital to encourage national and foreign investment and to create competition between the issuers of the values transmitted to satisfy investors.

- الأسهم - - القيم المنقولة - - التسعيرة - .

Stock market - Stock- Bonds- Transmitted values- Trading- Pricing- Commands.

Bourse- les actions- les obligations- les valeurs mobilières- négociier- ordres .